

---

---

**ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ &  
ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ  
ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ**

---

Με την ευγενική χορηγία



Οι Κυριότερες Μέθοδοι Αποτίμησης &  
η Διαδικασία Εξαγωγής της Σχέσης Συγχώνευσης

---

---

Εσωτερική Κενή Σελίδα

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης

Αγορών Χρεογράφων

της **“Valuation & Research Specialists”**

και του **“Investment Research & Analysis Journal”**

**ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ TITAN**



**ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΡΜΑΝΟΣ**



Εσωτερική Κενή Σελίδα

---

**V**aluation &  
**R**esearch  
**S**pecialists



---

Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

Εσωτερική Κενή Σελίδα

## Μεθοδολογία Αποτίμησης Συγχωνευόμενων Εταιριών & Καθορισμός της Σχέσης Ανταλλαγής των Μετοχών τους



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

Στο πρόσφατο και μακρινό παρελθόν ήταν πολλά τα παραδείγματα συγχωνεύσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών, είτε με άλλες εισηγμένες είτε ακόμη και με μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Με τις εταιρικές αυτές κινήσεις διαμορφώνονταν ή αναδύονταν νέες επιχειρηματικές οντότητες όπου μία από τις δύο ή περισσότερες συγχωνευόμενες εταιρίες ήταν η απορροφώσα εταιρία (δηλαδή εκείνη που «εξαγόραζε» ή απορροφούσε το άλλο επιχειρηματικό μέρος), ενώ είτε η απορροφώσα εταιρία είτε κάποια άλλη από τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις ήταν τελικά εκείνη (και συνεπώς οι πρώην μέτοχοί της) που ευνοούνταν από την εξαγόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών τους.

Τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο, κρίσιμο στάδιο στη διαμόρφωση των ανωτέρω ισορροπιών αποτελεί η διαδικασία αποτίμησης των υπό συγχώνευση ή απορρόφηση εταιριών ή μετοχών, βάσει της οποίας θα καθορισθεί η συμμετοχή της κάθε εταιρίας στη συνολική αξία αποτίμησης της νέας και ενιαίας επιχειρηματικής οντότητας που θα προκύψει.

Κατά τα τελευταία χρόνια στο Ελληνικό Χρηματιστήριο έχουν παρατηρηθεί τα ακόλουθα φαινόμενα ή παραδείγματα:

- (1) Η απορροφώσα εταιρία δύναται να είναι μία εισηγμένη επιχείρηση, να απορροφά μία μη εισηγμένη, και να μετονομάζεται βάσει της ονομασίας της μη εισηγμένης.
- (2) Η απορροφώσα εταιρία δύναται να είναι μία μη εισηγμένη επιχείρηση, να απορροφά μία εισηγμένη, και να μετονομάζεται βάσει της ονομασίας της μη εισηγμένης.
- (3) Οι υπό συγχώνευση εταιρίες δύναται να είναι όλες εισηγμένες και να προκύπτει μία νέα εταιρία με την ονομασία μιας εκ των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων, ή ακόμη, με μία καινούρια ονομασία.

Οι μεθοδολογίες αποτίμησης για καθεμία από τις υπό συγχώνευση εταιρίες δεν

διαφοροποιούνται τόσο εάν η εταιρία είναι απορροφώσα ή απορροφηθείσα, όσο, και κυρίως, εάν η εταιρία είναι εισηγμένη ή μη στο Χρηματιστήριο.

Για μία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο επιχείρηση, οι πιο δόκιμες μέθοδοι αποτίμησης δύνανται να είναι οι ακόλουθες:

- α) Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF),
- β) Εκτίμηση λογιστικής αξίας,
- γ) Μέσος όρος χρηματιστηριακής αξίας,
- δ) Μέθοδος πολλαπλασιαστών καθαρής θέσης (P/BV),
- ε) Μέθοδος πολλαπλασιαστών τιμής προς κέρδη / μετοχή (P/E).

Από την άλλη πλευρά, για μία μη εισηγμένη επιχείρηση, οι πιο δόκιμες μέθοδοι αποτίμησης δύνανται να είναι οι ακόλουθες:

- α) Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF),
- β) Μέθοδος πολλαπλασιαστών καθαρής θέσης (P/BV),
- γ) Μέθοδος πολλαπλασιαστών τιμής προς κέρδη / μετοχή (P/E).

---

### **Συνοπτική Ερμηνεία & Επεξήγηση των Κυριότερων Μεθόδων**

---

#### **Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (DCF)**

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται για την αποτίμηση τόσο εισηγμένων όσο και μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Βασίζεται στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης βάσει του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών εκπονείται επιχειρηματικό πλάνο με ορίζοντα 5ετίας και εξάγονται οι σχετικές προβλέψεις πωλήσεων και κερδοφορίας.

#### **Εκτίμηση Λογιστικής Αξίας**

Η εν λόγω μέθοδος χρησιμοποιείται κυρίως για την αποτίμηση εισηγμένων επιχειρήσεων. Η αξία της επιχείρησης εξάγεται μέσω των συνολικών ιδίων κεφαλαίων της τελευταίας διαθέσιμης οικονομικής περιόδου, τα οποία αναμορφώνονται με τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών (για παράδειγμα, αφαιρούνται ενδεχόμενες αρνητικές υπεραξίες, προβλέψεις επισφαλών απαιτήσεων, κ.λ.π.).

#### **Μέσος Όρος Χρηματιστηριακής Αξίας**

Για τον υπολογισμό της μέσης χρηματιστηριακής αξίας, λαμβάνεται υπόψη ο συνολικός τζίρος συναλλαγών (της μετοχής της κάθε εξεταζόμενης εταιρίας) των τελευταίων 12 μηνών, ο οποίος και διαιρείται με το συνολικό όγκο συναλλαγών των τελευταίων 12 μηνών. Το αποτέλεσμα του κλάσματος, το οποίο ουσιαστικά αποτελεί τη μέση τιμή της μετοχής, πολλαπλασιάζεται με τον αριθμό των μετοχών και με τον τρόπο αυτόν εξάγεται η μέση χρηματιστηριακή αξία. Σημειώνεται ότι σε περίπτωση μιας μετοχής με ιδιαίτερα μικρή εμπορευσιμότητα, η μέθοδος αυτή θα πρέπει να χρησιμοποιείται με χαμηλή στάθμιση για την εξαγωγή της αξίας της νέας επιχείρησης, όταν χρησιμοποιείται ένας συνδυασμός μεθόδων αποτίμησης.

#### **Μέθοδος Πολλαπλασιαστών Καθαρής Θέσης (P/BV)**

Η εξαγωγή της αξίας μιας επιχείρησης βάσει αυτής της μεθόδου πραγματοποιείται

ως ακολούθως (συνοπτική παρουσίαση των βημάτων υπολογισμού):

- 1) Υπολογίζεται ο μέσος όρος των προβλεπόμενων ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας με ορίζοντα 5ετίας.
- 2) Υπολογίζεται ο μέσος δείκτης P/BV ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος εισηγμένων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο της εταιρίας.
- 3) Πολλαπλασιάζεται ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων με το μέσο δείκτη P/BV και εξάγεται η αξία της επιχείρησης.
- 4) Από την ανωτέρω αξία αφαιρείται ένα ποσοστό έκπτωσης (discount, συνήθως 20%-30%) για λόγους συντηρητικότητας.
- 5) Τέλος, η ανωτέρω αξία προσαρμόζεται βάσει και των παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών, και εξάγεται η καθαρή αξία της επιχείρησης.

### Μέθοδος Πολλαπλασιαστών Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E)

Η εξαγωγή της αξίας μιας επιχείρησης βάσει αυτής της μεθόδου πραγματοποιείται ως ακολούθως (συνοπτική παρουσίαση των βημάτων υπολογισμού):

- 1) Υπολογίζεται ο μέσος όρος των προβλεπόμενων καθαρών κερδών (μετά από φόρους) της εταιρίας με ορίζοντα 5ετίας.
- 2) Υπολογίζεται ο μέσος δείκτης P/E ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος εισηγμένων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο της εταιρίας.
- 3) Πολλαπλασιάζεται ο μέσος όρος καθαρών κερδών με το μέσο δείκτη P/E και εξάγεται η αξία της επιχείρησης.
- 4) Από την ανωτέρω αξία αφαιρείται ένα ποσοστό έκπτωσης (discount, συνήθως 20%-30%) για λόγους συντηρητικότητας.
- 5) Τέλος, η ανωτέρω αξία προσαρμόζεται βάσει και των παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών και εξάγεται η καθαρή αξία της επιχείρησης.

---

### Παράδειγμα Συγχώνευσης & Καθορισμού Σχέσης Ανταλλαγής

---

Ας υποθεθεί ότι η Εταιρία «Α» (απορροφώσα) και η Εταιρία «Β» (απορροφηθείσα) πρόκειται να συγχωνευθούν. Επίσης ας υποθεθεί ότι η Εταιρία «Α» είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, ενώ η Εταιρία «Β» είναι μη εισηγμένη. Η νέα επιχειρηματική οντότητα, η οποία θα προκύψει από την ανωτέρω συγχώνευση, πρόκειται να μετονομασθεί σε Εταιρία «Β». Εδώ πρόκειται για την περίπτωση κατά την οποία μία μη εισηγμένη επιχείρηση επιλέγει ένα «όχημα», προκειμένου να πραγματοποιήσει εμμέσως την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο.

Παράλληλα γίνεται η υπόθεση ότι δεν υπάρχει μεταξύ τους κάποια συμμετοχική σχέση, δηλαδή συμμετοχή της μιας εταιρίας στην άλλη. [Ακόμη όμως και εάν υπήρχε δεν θα άλλαζε η φιλοσοφία της συγχώνευσης και η μεθοδολογία της αποτίμησης.]

Εταιρία «Α» (απορροφώσα, εισηγμένη) – Αριθμός 10.000.000 μετοχών πριν από τη συγχώνευση - Αποτίμηση Αξίας

Σε εκατ. ευρώ	Αποτίμηση	Στάθμιση	Αποτέλεσμα
Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF)	70,0	30%	21,0
Μέθοδος λογιστικής αξίας	30,0	30%	9,0
Μέσος όρος χρηματιστηριακής αξίας	100,0	40%	40,0
<b>Συνολική Αποτίμηση Εταιρίας «Α»</b>			<b>70,0</b>

Εταιρία «B» (απορροφηθείσα, μη εισηγμένη) – Αριθμός 30.000.000 μετοχών πριν από τη συγχώνευση - Αποτίμηση Αξίας

Σε εκατ. ευρώ	Αποτίμηση	Στάθμιση	Αποτέλεσμα
Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF)	300	40%	120
Μέθοδος πολλαπλασιαστών καθαρής θέσης (P/BV)	150	40%	60
Μέθοδος πολλαπλασιαστών τιμής προς κέρδη / μετοχή (P/E)	250	20%	50
<b>Συνολική Αποτίμηση Εταιρίας «B»</b>			<b>230,0</b>

Συνεπώς, η συνολική αξία της νέας επιχειρηματικής οντότητας ανέρχεται σε 300 εκατ. ευρώ [ 70 εκατ. ευρώ + 230 εκατ. ευρώ ]. Εάν υποθεθεί ότι το άθροισμα των μετοχικών κεφαλαίων των δύο υπό συγχώνευση εταιριών είναι 100.000.000 ευρώ και η ονομαστική αξία της καθεμιάς νέας μετοχής αποφασίζεται στο ύψος του 1 ευρώ ανά μετοχή, τότε η νέα εταιρία θα διαθέτει 100.000.000 νέες μετοχές στο μετοχικό της κεφάλαιο, ονομαστικής αξίας 1 ευρώ ανά μετοχή.

Υπό Συγχώνευση Εταιρίες	Επιμέρους Αξίες και Σύνολο	% Συμμετοχής μετά από τη Συγχώνευση	Νέες Μετοχές που Αντιστοιχούν
Εταιρία «Α»	70 εκατ. ευρώ	23,33%	23,33 εκατ. μετοχές (0,2333 x 100 εκατ. μετοχές)
Εταιρία «B»	230 εκατ. ευρώ	76,67%	76,67 εκατ. μετοχές (0,7667 x 100 εκατ. μετοχές)
<b>Συνολική Αξία</b>	<b>300 εκατ. ευρώ</b>	<b>100,00%</b>	<b>100 εκατ. μετοχές</b>

Σημείωση: Οι νέες μετοχές που αντιστοιχούν στους μετόχους της κάθε εταιρίας, που πρόκειται να συγχωνευθεί, υπολογίζονται από το γινόμενο του ποσοστού συμμετοχής στη συνολική αξία της νέας εταιρίας και του συνολικού αριθμού των μετοχών της νέας εταιρίας.

Η Εταιρία «Α»: Θα λάβει 23,33 εκατ. νέες μετοχές ενώ, όπως προαναφέρθηκε, πριν από τη συγχώνευση είχε 10 εκατ. μετοχές, συνεπώς για τον παλαιό μέτοχο, η σχέση ανταλλαγής θα είναι 2,333 ( $= 23,33 / 10$ ) νέες μετοχές για κάθε 1 παλαιά.

Η Εταιρία «B»: Θα λάβει 76,67 εκατ. νέες μετοχές ενώ, όπως προαναφέρθηκε, πριν από τη συγχώνευση είχε 30 εκατ. μετοχές, συνεπώς για τον παλαιό μέτοχο, η σχέση ανταλλαγής θα είναι 2,555 ( $= 76,67 / 30$ ) νέες μετοχές για κάθε 1 παλαιά.

Όπως αποτυπώνεται στο παράδειγμα, η μη εισηγμένη Εταιρία «B», της οποίας η αποτίμηση (230 εκατ. ευρώ) εξήχθη σημαντικά μεγαλύτερη έναντι της Εταιρίας «Α» (70 εκατ. ευρώ), θα διαθέτει την πλειοψηφία στη νέα επιχειρηματική οντότητα, η οποία όπως προαναφέρθηκε θα μετονομασθεί σε Εταιρία «B».

---

### Τι Έχει Δείξει η Πράξη

---

Ενόψει μιας συγχώνευσης, υπάρχουν πάντοτε επιχειρήσεις που ευνοούνται από τη διαδικασία αποτίμησης και την εξαγόμενη σχέση ανταλλαγής, με αποτέλεσμα οι αντίστοιχοι μέτοχοι να είναι με τη σειρά τους οι πιο ωφελημένοι. Επίσης, εάν οι δύο εταιρίες είναι εισηγμένες, ενδεχόμενη μη δίκαιη αποτίμηση της μιας εκ των δύο εταιριών, καθίσταται περισσότερο εμφανής και προκαλεί την έκφραση διαμαρτυρίας εκ μέρους των μετόχων της λιγότερο ευνοϊκά αποτιμημένης επιχείρησης. Πάντως σε πολλές περιπτώσεις, ανεξάρτητα από την αξία της καθεμιάς επιχείρησης πριν από τη συγχώνευση, η διαδικασία αποτίμησης για τον καθορισμό της τελικής σχέσης ανταλλαγής θέτει τις αξίες των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων σε νέα αφετηρία και «τα καθιστά όλα εφικτά», όσον αφορά στο ύψος της κάθε εξαγόμενης αποτίμησης. Για το λόγο αυτό, αρκετές φορές, οι συμφωνίες περί συγχώνευσης δεν έχουν αίσια έκβαση ή προκαλούν χρονοβόρες διαφωνίες μεταξύ των εμπλεκόμενων πλευρών λόγω των διαφορετικών απόψεων που υιοθετούνται κατά την αποτίμηση των ξεχωριστών συγχωνευόμενων εταιριών.

(\*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών  
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest - [www.valueinvest.gr](http://www.valueinvest.gr)  
Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

---

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

---

---

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

---

---

**Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη**

---

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.

---