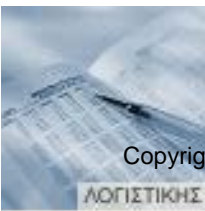


Mergers - Takeovers Acquisitions



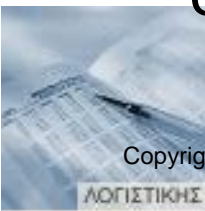
Θεμελιώδη Χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων

- Ενώ οι συγχωνεύσεις θα έπρεπε να χρησιμοποιούνται για τη βελτίωση της μετοχικής αξίας της επιχείρησης, πραγματοποιούνται και για διάφορους άλλους λόγους όπως:
 - Για την επέκταση τους στο εξωτερικό, αποκτώντας τον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης
 - Τη διαφοροποίηση, της γραμμής παραγωγής, γεωγραφικά κλπ.
 - Τη μείωση των φόρων
 - Τη βελτίωση της ρευστότητας της εξαγοράστριας εταιρείας



Θεμελιώδη Χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων: Ορολογία

- **Εταιρική Αναδιάρθρωση**, περιλαμβάνει τις δραστηριότητες διαστολής ή συστολής των επιχειρηματικών λειτουργιών ή τη μεταβολή στη διάρθρωση των ενεργητικών και χρηματοοικονομικών της.
- Ως **Συγχώνευση** ορίζεται ο συνδυασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, εκ του οποίου η προκύπτουσα νέα εταιρεία διατηρεί την ταυτότητα της μίας εταιρείας, συνήθως της μεγαλύτερης εξ αυτών.
- Ως **Ενοποίηση** ορίζεται ο συνδυασμός δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα το σχηματισμό με εντελώς νέας επιχείρησης.

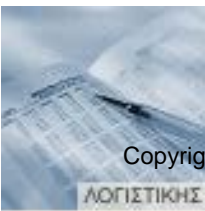


Θεμελιώδη Χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων: Ορολογία(cont.)

- Μια εταιρεία **Συμμετοχών** είναι η εταιρεία που ελέγχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου σε μία ή περισσότερες άλλες επιχειρήσεις.
- **Θυγατρικές** είναι η επιχειρήσεις που ελέγχονται από μία εταιρεία συμμετοχών.
- Η **Εξαγοράστρια Εταιρεία** είναι η εταιρεία που αποκτά μέσω διαδικασιών μια άλλη εταιρεία.
- Η **Εταιρεία Στόχος** είναι αυτή που αποκτάται από την εξαγοράστρια εταιρεία.

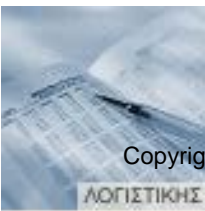
Θεμελιώδη Χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων: Ορολογία(cont.)

- Μια **Φιλική Εξαγορά ή Συγχώνευση**, είναι η συναλλαγή η οποία εγκρίνεται από τη διοίκηση της εταιρείας – στόχο και από τους μετόχους της και ολοκληρώνεται εύκολα.
- Μια **Εχθρική Εξαγορά ή Συγχώνευση** δεν υποστηρίζεται από τη διοίκηση της εταιρείας – στόχο, ωθώντας την εξαγοράστρια εταιρεία να αποκτήσει των έλεγχο μέσω της αγοράς μετοχών από το χρηματιστήριο.
- Μια **Στρατηγική Εξαγορά**, αποτελεί συναλλαγή για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας.



Θεμελιώδη Χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων: Ορολογία(cont.)

- Η **Χρηματοοικονομική Εξαγορά ή Συγχώνευση**, έχει ως στόχο η εξαγοράστρια εταιρεία να βελτιώσει τις ταμειακές ροές της και να «ξεκλειδώσει» τυχόν κρυμμένες αξίες.

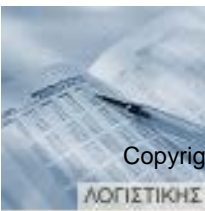


Κίνητρα για Εξαγορές - Συγχωνεύσεις

- Ο πρωταρχικός στόχος των M&A, είναι η **μεγιστοποίηση του πλούτου των ιδιοκτητών**, η οποία αντανακλάται στην τιμή της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρείας.
- Οι επιχειρήσεις που επιθυμούν ταχεία ανάπτυξη του μεριδίου αγοράς ή διαφοροποίηση της γκάμας των προϊόντων τους, η επιλογή των M&A είναι χρήσιμη για την εκπλήρωση αυτού του στόχου.
- Επίσης, πολλές επιχειρήσεις μέσω των M&A επιτυγχάνουν **συνέργιες** λειτουργιών. Με το όρο **συνέργιες** εννοούμε την επίτευξη οικονομιών κλίμακας, οι οποίες προκύπτουν από τη μείωση των γενικών εξόδων της νέας συγχωνευμένης εταιρείας.

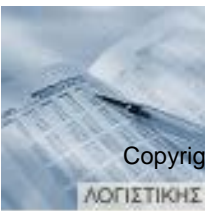
Κίνητρα για Εξαγορές - Συγχωνεύσεις(cont.)

- Οι επιχειρήσεις επίσης συγχωνεύονται για να ενισχύσουν την ικανότητα άντλησης κεφαλαίων (μια εταιρεία με πλεονάζοντα κεφάλαια με μια εταιρεία με προβλήματα ρευστότητας).
- Επίσης ορισμένες φορές συγχωνεύονται με σκοπό τη βελτίωση των διοικητικών πρακτικών και την απόκτηση τεχνολογίας.
- Τέλος πολλές συγχωνεύσεις έχουν ως κίνητρο την φοροαπαλλαγή, καθώς η εταιρεία που προκύπτει από μία συγχώνευση μειώνει σημαντικά τα μελλοντικά της κέρδη (και λόγω αποσβέσεων).



Κίνητρα για Εξαγορές - Συγχωνεύσεις(cont.)

- Η συγχώνευση μεταξύ δύο μικρών εταιρειών, μιας μεγάλης και μιας μικρής, πιθανόν να παρέχει στους ιδιοκτήτες της μικρής εταιρείας μεγαλύτερη ρευστότητα, λόγω της μεγάλης εμπορευσιμότητας των μετοχών της μεγάλης εταιρείας.
- Περιστασιακά, η εταιρεία στόχος σε μια εχθρική εξαγορά, αποκτά μια άλλη εταιρεία, ως αμυντική τακτική, αυξάνοντας τα επίπεδα του χρέους της, ελαχιστοποιώντας με τον τρόπο αυτό την επιθυμία να εξαγοραστεί.



Τύποι M&A

- Τέσσερις τύποι M&A:
- **Οριζόντιες** εξαγορές και συγχωνεύσεις, όταν οι επιχειρήσεις ανήκουν στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας.
- **Κάθετες** εξαγορές και συγχωνεύσεις όταν υπάρχει σχέση μεταξύ πελάτη και προμηθευτή
- **Συμπληρωματικές** Συγχωνεύσεις: Χαρακτηρίζονται αυτές στις οποίες οι εμπλεκόμενες εταιρείες έχουν αλληλοσυμπληρούμενες δραστηριότητες.
- **Ανεξάρτητες ή Μη Συσχετιζόμενες** Συγχωνεύσεις: Χαρακτηρίζονται αυτές στις οποίες οι εμπλεκόμενες εταιρείες δεν έχουν καμία προφανή σχέση.



Χρηματοδότηση εξαγοράς

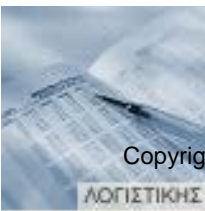
- **Μετρητά για μετοχές - Cash-for-shares:**
 - Εύκολη στην κατανόηση, σωστή αποτίμηση της αξίας
 - Μπορεί να προκαλέσει φορολογικές υποχρεώσεις για τους μετόχους που θα πουλήσουν
 - Μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολικό βαθμό μόχλευσης κατά την περίπτωση που ο πλειοδότης δανειστεί τα κεφάλαια
- **Ανταλλαγή Μετοχών - Shares-for-shares exchanges:**
 - Ευκολία στις ταμειακές ροές
 - Η αξία διακυμαίνεται ανάλογα με την τιμή της μετοχής της εξαγοράστριας εταιρείας
 - Πιθανή απομείωση των EPS της εξαγοράστριας
 - Πιθανή ανατροπή της ισορροπίας των δικαιωμάτων ψήφου –‘reverse take-over’
 - Μη ελκυστική σε περιόδους έντονα ανοδικές - bull markets
- **Μικτές προσφορές - Mixed offers:**
 - Μετρητά ή μετοχές + μετρητά

Αποτίμηση εξαγοράς με μετρητά

- Το Κέρδος = $PV_{A+B} - (PV_A + PV_B)$
- Το Κόστος = η κεφαλαιακή εκροή μείον την αξία που θα αποκτήσουμε *e.g.* Εκροή μετρητών – PV_B
- Η NPV = Κέρδος – Κόστος

$$= PV_{A+B} - (PV_A + PV_B) - (\text{εκροή μετρητών} - PV_B)$$

$$= PV_{A+B} - PV_A - \text{εκροή μετρητών}$$

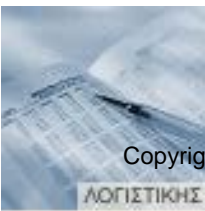


Παράδειγμα προσφορά με μετρητά

- Εξαγοράστρια: Fewston, Αξία = €200m, 100m μετοχές
- Στόχος: Dacre, Αξία = €40m, 10m μετοχές
- Προβλεπόμενο αποτέλεσμα = PV of €20m
- Η Fewston αποκτά την Dacre για €50m μετρητά

$$\begin{aligned}
 NPV &= PV_{F+D} - PV_F - \text{Μετρητά} \\
 &= (\text{€}200 + \text{€}40\text{m} + \text{€}20\text{m}) - \text{€}200\text{m} - \text{€}50\text{m} \\
 &= \text{€}10\text{m}
 \end{aligned}$$

- Επομένως, το όφελος της απόκτησης μοιράζεται 50/50 μεταξύ των μετόχων των εταιριών *i.e.* €10m στην κάθε εταιρεία.



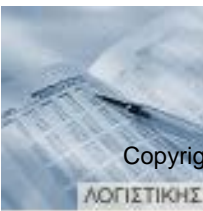
Χρηματοδότηση μέσω μετοχών

- Κέρδος = $PV_{A+B} - (PV_A + PV_B)$
- Κόστος = αυτά που δίνεις μείον αυτά που παίρνεις
= [το μερίδιο των μετόχων της εταιρείας στόχου επί της συγχωνευμένης εταιρείας ($S\%$) μείον την αξία του στόχου]

i.e. $S(PV_{A+B}) - PV_B$

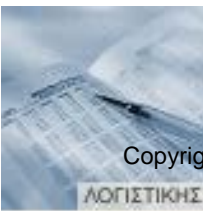
- NPV = Κέρδος - Κόστος

i.e. $PV_{A+B} - (PV_A + PV_B) - [S(PV_{A+B}) - PV_B]$
 $= PV_{A+B} - PV_A - S(PV_{A+B})$
 $= (1 - S) PV_{A+B} - PV_A$



Παράδειγμα Fewston / Dacre

- Τιμή μετοχών: Fewston: ($€200m/100m$) = €2;
Dacre: ($€40m/10m$) = €4.
- Αν η Fewston προσφέρει €50m, πρέπει να δώσει ($€50m/€2$) = 25m μετοχές
- Αριθμός Μετοχών = ($100m + 25m$) = 125m
- Επομένως, η Fewston παραχωρεί ($25m/125m$) = 20% της εταιρείας
- $NPV = (1 - S) PV_{F+D} - PV_F$
= ($1 - 0.2$)($€260m$) - $€200m$ = €8m
- Υπόλοιπο Κερδών (£12m *i.e.* 60%)
- Dacre – η ανταλλαγή μετρητών προσδίδει κάποια οφέλη στους μετόχους της εταιρείας στόχου.



Γιατί οι εξαγορές επιτυγχάνουν ή αποτυγχάνουν?

Αποτυγχάνουν:

- Οι εξαγοράστριες πληρώνουν αρκετά παραπάνω, συνήθως με τη μορφή δανεισμού
 - Ελλιπής αξιολόγηση, επιδεικνύουν δύναμη στην αγορά *'machismo'*
- Αποτυχία κατά τη διαδικασία απορρόφησης
- Αποτυχία κατά την αξιολόγηση των πολιτιστικών διαφορών

ΕΠΙΤΥΓΧΑΝΟΥΝ

- Συνήθως λόγω προσεκτικού σχεδιασμού, στρατηγική αποτίμηση της συνεισφοράς της εταιρείας στόχου, με αποτέλεσμα τη συντηρητική εκτίμηση. – *'the strategic approach'*.

Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών

- Μετά τον καθορισμό της αξίας της εταιρείας στόχου, η εξαγοράστρια πρέπει να αναπτύξει το προτεινόμενο χρηματοοικονομικό πακέτο.
- Το απλούστερο αλλά και το λιγότερο κοινό αποτελεί η μέθοδος εξαγοράς με μετρητά.
- Μία άλλη μέθοδος είναι η ανταλλαγή μετοχών, κατά την οποία η εξαγοράστρια εταιρεία ανταλλάσει μετοχές της με αντίστοιχες μετοχές της εταιρείας στόχου, σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο λόγο – αναλογία (ratio).



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών(cont.)

- Η σχέση ανταλλαγής επηρεάζει τα διάφορα οικονομικά μεγέθη τα οποία χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση της νέας εταιρείας, από τους υπάρχοντες και τους πιθανούς μετόχους.
- Για να πραγματοποιηθεί αυτό η εξαγοράστρια εταιρεία πρέπει να διαθέτει ικανοποιητικό αριθμό μετοχών, για την ολοκλήρωση της συναλλαγής.
- Γενικά, η εξαγοράστρια προσφέρει περισσότερα για κάθε μετοχή της εταιρείας στόχου απ' ότι η τρέχουσα χρηματιστηριακή της τιμή
- Η πραγματική σχέση ανταλλαγής (**actual ratio of exchange**) **είναι ο λόγος** του ποσού που διατίθεται ανά μετοχή της εταιρείας στόχου προς την τιμή ανά μετοχή της εξαγοράστριας.



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών(cont.)

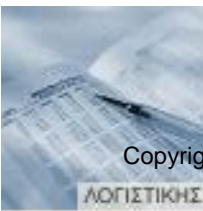
Η μετοχή της Grand Company, παράγει δερμάτινά είδη, διαπραγματεύεται προς €80, ενδιαφέρεται να αποκτήσει την Small Company, η οποία παράγει δερμάτινες ζώνες. Κατά την προετοιμασία της εξαγοράς, η Grand προχώρησε σε επαναγορά των ιδίων μετοχών κατά τη διάρκεια των 3 τελευταίων ετών.

Η μετοχή της Small Company's πωλείται προς €75, αλλά κατά τις διαπραγματεύσεις της εξαγοράς, η Grand έκρινε ως απαραίτητο να προσφέρει στη Small €110 ανά μετοχή.

Επομένως, ο λόγος ανταλλαγής είναι 1.375 ($€110 \div €80$) το οποίο σημαίνει ότι η Grand πρέπει να ανταλλάξει 1.375 ίδιες μετοχές για κάθε 1 μετοχή της Small's.

Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών(cont.)

- Μολονότι, η προσοχή πρέπει να είναι στην ταμειακή ροή και στην αξία, είναι χρήσιμο να λάβουμε υπόψη μας την επίδραση της προτεινόμενης εξαγοράς στα EPS της εξαγοράστριας.
- Συνήθως, τα EPS που προκύπτουν, διαφέρουν από τα προ – εξαγοράς EPS και για τις δύο εταιρείες.
- Όταν ο λόγος ανταλλαγής είναι ίσος με 1 και τα EPS και των δύο εταιρειών, προ εξαγοράς, είναι ίδια, τα EPS (και το P/E) μετά την εξαγορά παραμένουν τα ίδια.
- Στην πραγματικότητα, ωστόσο τα EPS της νέας εταιρείας είναι γενικά πάνω από τα προ εξαγοράς EPS για τη μία εταιρεία και κάτω για την άλλη.



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

Όπως περιγράψαμε πριν, η Grand πρόκειται να αποκτήσει τη Small με λόγο ανταλλαγής μετοχών 1.375 για κάθε 1 μετοχή της Small's. Οι τρέχουσες χρηματοοικονομικές πληροφορίες σχετικά με τα κέρδη και την τιμή μετοχής περιγράφονται στον ακόλουθο πίνακα.

TABLE 4

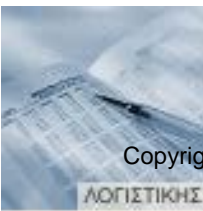
Grand Company's and Small Company's Financial Data

Item	Grand Company	Small Company
(1) Earnings available for common stock	\$500,000	\$100,000
(2) Number of shares of common stock outstanding	125,000	20,000
(3) Earnings per share [(1) ÷ (2)]	\$4	\$5
(4) Market price per share	\$80	\$75
(5) Price/earnings (P/E) ratio [(4) ÷ (3)]	20	15

Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών(cont.)

Για την ολοκλήρωση της εξαγοράς και την απόσυρση 20,000 μετοχών της Small, η Grand θα πρέπει να εκδώσει συνολικά 27,500 μετοχές ($1.375 \times 20,000$).

Αμέσως με την ολοκλήρωση της εξαγοράς, η Grand θα έχει 152,500 μετοχές σε κυκλοφορία ($125,000 + 27,500$). Έτσι αναμένεται τα κέρδη της νέας εταιρείας να είναι ίσα με €600,000 ($€500,000 + €100,000$). Τα EPS επομένως θα είναι €3.93 ($€600,000 \div 152,500$).



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών(cont.)

Φαίνεται ότι οι μέτοχοι της Small Company's υφίστανται σημαντική μείωση των EPS από €5 σε €3.93. Ωστόσο, λόγω του ότι κάθε μετοχή της Small's αξίζει 1.375 μετοχές της νέας εταιρείας, τα ισοδύναμα EPS είναι πραγματικά €5.40 ($€3.93 \times 1.375$).

Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι της Grand's υφίστανται μείωση στα EPS από €4 σε €3.93, προς όφελος των μετόχων της Small's, των οποίων τα EPS αυξάνονται από €5 σε €5.40. Τα αποτελέσματα καταγράφονται στον επόμενο πίνακα.

Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής(cont.)

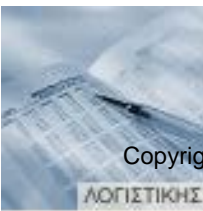
TABLE 5

Summary of the Effects on Earnings per Share of a Merger Between Grand Company and Small Company at \$110 per Share

Stockholders	Earnings per share	
	Before merger	After merger
Grand Company	\$4.00	\$3.93 ^a
Small Company	5.00	5.40 ^b

$$^a \frac{\$500,000 + \$100,000}{125,000 + (1.375 \times 20,000)} = \$3.93$$

$$^b \$3.93 \times 1.375 = \$5.40$$



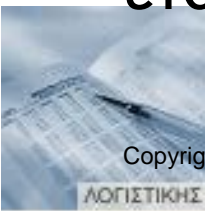
Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

Ο δείκτης P/E της Grand's είναι 20, και το P/E της Small είναι 22 ($€110 \div €5$). Επειδή το P/E της Small είναι μεγαλύτερο από το P/E της Grand, η επίδραση της εξαγοράς είναι να μειώσει τα EPS των μετόχων της Grand (από €4.00 σε €3.93) και να αυξήσει τα πραγματικά EPS των μετόχων της Small (από €5.00 σε €5.40).



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

- Η μακροπρόθεσμη επίδραση της εξαγοράς στα EPS της νέας εταιρείας εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό σχετικά με το αν αυξηθούν τα κέρδη της νέας εταιρείας.
- Ο βασικός παράγοντας που θα επιτρέψει την εξαγοράστρια εταιρεία να αντιμετωπίσει υψηλότερα μελλοντικά EPS απ' ότι αν δεν είχε πραγματοποιήσει την εξαγορά, είναι τα κέρδη που αναλογούν στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας στόχου, να αυξάνονται ταχύτερα από εκείνα που θα προέκυπταν επί των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοράστριας εταιρείας πριν την εξαγορά.



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

Το 2006, η Grand Company απέκτησε τη Small Company με λόγο ανταλλαγής μετοχών 1.375 για κάθε 1 μετοχή της Small Company. Τα συνολικά κέρδη της Grand Company αναμένεται να αυξηθούν με ετήσιο ρυθμό 3% χωρίς την εξαγορά. Τα κέρδη της Small Company's αναμένεται να αυξηθούν με ρυθμό 7% χωρίς την εξαγορά. Οι ίδιοι ρυθμοί ανάπτυξης στα κέρδη, αναμένεται να συνεχίσουν και μετά την εξαγορά. Στον ακόλουθο πίνακα φαίνεται η επίδραση των EPS για την Grand Company χωρίς και με την προτεινόμενη εξαγορά της Small Company.

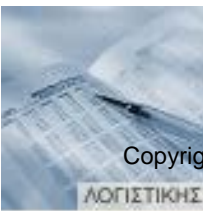
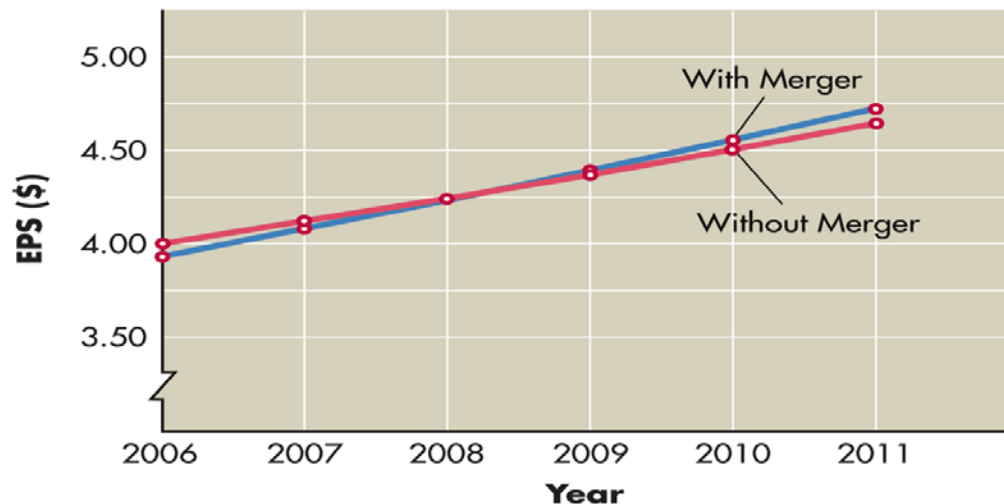


FIGURE 17.1

Future EPS

Future EPS without and with the Grand–Small merger



Year	Without Merger		With Merger	
	Total earnings ^a	Earnings per share ^b	Total earnings ^c	Earnings per share ^d
2006	\$500,000	\$4.00	\$600,000	\$3.93
2007	515,000	4.12	622,000	4.08
2008	530,450	4.24	644,940	4.23
2009	546,364	4.37	668,868	4.39
2010	562,755	4.50	693,835	4.55
2011	579,638	4.64	719,893	4.72

^aBased on a 3% annual growth rate.

^bBased on 125,000 shares outstanding.

^cBased on a 3% annual growth in the Grand Company's earnings and a 7% annual growth in the Small Company's earnings.

^dBased on 152,500 shares outstanding [125,000 shares + (1.375 × 20,000 shares)].

Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

- Η αγοραία τιμή μετοχής δεν παραμένει απαραίτητως σταθερή μετά την εξαγορά.
- Αναπροσαρμογές στην τιμή της μετοχής, είναι αναμενόμενες λόγω των μεταβολών στα αναμενόμενα κέρδη, την απομείωση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, της μεταβολής στον κίνδυνο και σε λοιπές μεταβολές.
- Χρησιμοποιώντας το λόγο ανταλλαγής, μπορούμε να υπολογίσουμε το λόγο ανταλλαγής στην αγοραία αξία.
- Δείχνει την τιμή αγοράς της μετοχής της εταιρείας στόχου.



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

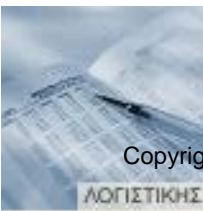
$$MPR = \frac{MP_{\text{acquiring}} \times RE}{MP_{\text{target}}} \quad (17.1)$$

MPR = λόγος ανταλλαγής της αγοραίας αξίας

$MP_{\text{εξαγοράστριας}}$ = αγοραία τιμή μετοχής της εξαγοράστριας

$MP_{\text{στόχου}}$ = αγοραία τιμή μετοχής της εταιρείας στόχου

RE = λόγος ανταλλαγής



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

Η τιμή μετοχής της Grand Company's ήταν €80 και της Small Company €75. Ο λόγος ανταλλαγής ήταν 1.375. Αντικαθιστώντας στην προηγούμενη εξίσωση προκύπτει ο λόγος ανταλλαγής της αγοραίας τιμή της μετοχής ίσο με 1.47 [$(€80 \times 1.375) \div €75$]. Αυτό σημαίνει ότι το €1.47 της τιμής της μετοχής της Grand Company δίνεται ως ανταλλαγή για κάθε €1.00 της αγοραίας αξίας της τιμής της μετοχής της Small Company.

Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

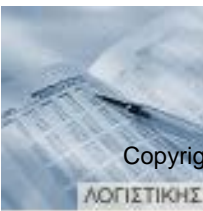
- Ακόμη και στην περίπτωση κατά την οποία η εξαγοράστρια εταιρεία, ως συνήθως, πληρώσει ένα **premium** επί την τιμή της μετοχής της εταιρείας στόχου, οι μέτοχοι της εξαγοράστριας ακόμη κερδίζουν.
- Αυτό θα συμβεί εάν η τιμή της μετοχής της νέας εταιρείας πωλείται με P/E μεγαλύτερο του προ εξαγοράς.
- Αυτό είναι αποτέλεσμα της βελτίωσης της σχέσης ρίσκου – απόδοσης, το οποίο γίνεται αντιληπτό στους μετόχους καθώς επίσης και σε άλλους επενδυτές.



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

Επομένως, αν τα κέρδη της νέας εταιρείας παραμείνουν αμετάβλητα και αν η τιμή της μετοχής της νέας εταιρείας πωλείται, έστω με $P/E = 21$, τότε οι τιμές στον επόμενο πίνακα είναι αναμενόμενες.

Επίσης, τα EPS της Grand's μειώνονται από €4.00 σε €3.93, η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί από €80.00 σε €82.53.

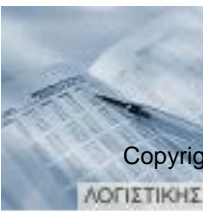


Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: διαδικασία ανταλλαγής μετοχών (cont.)

TABLE 7

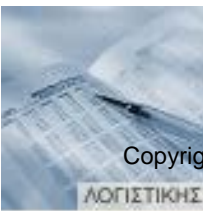
Postmerger Market Price of Grand Company Using a P/E Ratio of 21

Item	Merged company
(1) Earnings available for common stock	\$600,000
(2) Number of shares of common stock outstanding	152,500
(3) Earnings per share [(1) ÷ (2)]	\$3.93
(4) Price/earnings (P/E) ratio	21
(5) Expected market price per share [(3) × (4)]	\$82.53



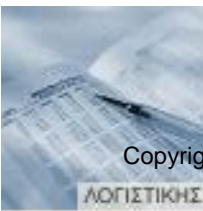
Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: η διαδικασία διαπραγμάτευσης

- Οι εξαγορές συνήθως πραγματοποιούνται από επενδυτικές τράπεζες.
- Εάν οι διαπραγματεύσεις αποτύχουν, η εξαγοράστρια εταιρεία καταθέτει άμεση πρόταση στους μετόχους της εταιρείας στόχου χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της δημόσιας προσφοράς - **tender offer**.



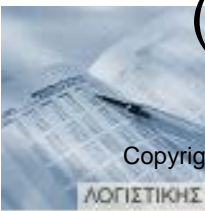
Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: η διαδικασία διαπραγμάτευσης (cont.)

- Η δημόσια προσφορά - **tender offer** είναι **τυπική προσφορά** απόκτησης συγκεκριμένου αριθμού μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή.
- Η προσφορά απευθύνεται στο σύνολο των μετόχων, με premium στην τιμή επί της αγοραίας αξίας.
- Γενικά, μια επιθυμητή εταιρεία στόχος, λαμβάνει συνήθως περισσότερες της μίας, προσφορές.



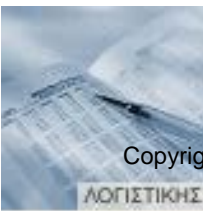
Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: η διαδικασία διαπραγμάτευσης (cont.)

- Σε πολλές περιπτώσεις η διοίκηση της εταιρείας στόχου λαμβάνει στρατηγικές αποφυγής της εξαγοράς, κατά την περίπτωση της εχθρικής διαδικασίας.
- Η εταιρία στόχος μπορεί να προκαλέσει μία άλλη επιχείρηση, φιλική, (Λευκός Ιππότης) «White knight» η οποία θα την βοηθήσει να αντιμετωπίσει την εχθρική προσφορά εξαγοράς, υποβάλλοντας κι αυτή μια αντιπροσφορά εξαγοράς.
- Η διοίκηση της εταιρείας στόχου δημιουργούν διάφορα αξιόγραφα που δίνουν στους κατόχους τους ειδικά δικαιώματα, τα οποία ενεργοποιούνται στην περίπτωση που έχει γίνει εχθρική εξαγορά μέρους των μετοχών της εταιρείας. Αυτά τα αξιόγραφα λέγονται “δηλητηριώδη χάπια” (Poison Pills)



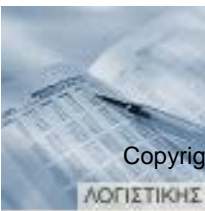
Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: η διαδικασία διαπραγμάτευσης(cont.)

- **Greenmail** – επαναγορά σημαντικού αριθμού μετοχών σε premium.
- **Leveraged recapitalization** - Αύξηση των μερισμάτων για να μείνουν πολύ ικανοποιημένοι οι μέτοχοι και να μην δεχτούν να πωλήσουν τις μετοχές τους εύκολα



Ανάλυση και διαπραγμάτευση εξαγορών: η διαδικασία διαπραγμάτευσης(cont.)

- **Golden parachutes** - Η διοίκηση της εταιρίας στόχου προσφέρει στον εαυτό της υπερβολικές αποζημιώσεις σε περίπτωση αντικατάστασής τους από τον αγοραστή, που λέγονται “Χρυσά Αλεξίπτωτα”.
- **Shark repellants** – απώθηση καρχαριών αφορά τροποποιήσεις που απαγορεύουν τη δυνατότητα μεταφοράς της διοίκησης, ως αποτέλεσμα εξαγοράς.

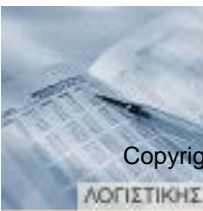


Παράδειγμα 1/2

- Αποτιμήστε τη συμφωνία εξαγοράς μεταξύ των εταιρειών Telesys και World Phone. Δίνονται οι ακόλουθες πληροφορίες:

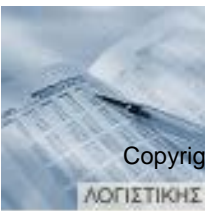
	Telesys	World Phone
EPS	€1.50	€0.75
Αναμενόμενο μέρισμα του επόμενου έτους	€0.8	€0.20
Αριθμός μετοχών	2,000,000	1,500,000
Τιμή μετοχής	€6.0	€2.3

Οι επενδυτές αναμένουν σταθερή αύξηση στα κέρδη και στα μερίσματα περίπου 5% για την World Phone's. Υπό τη νέα διοίκηση αναμένεται αύξηση στο 6% δίχως επιπλέον κεφάλαια προς επένδυση.



Παράδειγμα 2/2

- Ποιο είναι το κέρδος της εξαγοράς?
- Ποιο είναι το κόστος αν η Telesys πληρώσει €3.5 σε μετρητά για κάθε μετοχή της?
- Ποιο είναι το κόστος αν η Telesys προσφέρει 1 μετοχή για κάθε 2 μετοχές της?
- Πως το κόστος της προσφοράς με μετρητά και με ανταλλαγή μετοχών, θα μεταβληθεί αν ο αναμενόμενος συντελεστής ανάπτυξης της World Phone δεν αλλάξει με την εξαγορά?



- a) Θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα του Gordon για την αποτίμηση των μετοχών για να υπολογίσουμε το συντελεστή προεξόφλησης (k) για τις κοινές μετοχές:

$$0.20/(k - 0.05) = 2.3 \Rightarrow k = 13.6\%$$

$$0.80/(k - 0.05) = 6 \Rightarrow k = 18.3\%$$

$$\text{Κέρδος} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$$

$$(PV_A + PV_B) = (6 * 2,000,000 + 2.3 * 1,500,000) = \text{£}15,450,000$$

$$PV_{AB} = 16,432,340$$

$$\text{Κέρδος} = 16,432,340 - 15,450,000 = 982,340$$

- b) Επειδή είναι εξαγορά με μετρητά, έχουμε:

$$\text{κόστος} = \text{ΜΕΤΡΗΤΑ} - PV_J$$

$$\text{κόστος} = 3.5 * (1,500,000) - (2.3 * 1,500,000) = \text{£}1,800,000$$



Λύση

- c) Επειδή χρηματοδοτείται με μετοχές, πρέπει να λάβουμε υπόψη την επίδραση της εξαγοράς στην τιμή της μετοχής της Telesys. Μετά την εξαγορά, ο αριθμός μετοχών θα είναι 2,750,000 και επομένως η τιμή μετοχής θα είναι ίση με:

$$16,432,340/2,750,000 = \text{€}5.97$$

Επομένως,

$$\text{Κόστος} = (5.97) \times (750,000) - (2.3) \times (1,500,000) = \text{€}1,031,547$$

$$[(0.75 \times 1,500,000) + (1.50 \times 2,000,000)] \times 1.06 = [(1,125,000) + (3,000,000)] \times 1.06$$

$$1,125,000 \times 1.06 = 1,192,500 \times 26.6\% (\text{Divpayout}) = 317,205$$

$$3,000,000 \times 1.06 = 3,180,500 \times 53.3\% (\text{Divpayout}) = 1,694,940$$

$$V = \frac{D_1}{k - g} = \frac{317,205}{0.136 - 0.05} = 3,688,430$$

$$V = \frac{D_1}{k - g} = \frac{1,694,940}{0.183 - 0.05} = 12,743,910$$

$$\left. \begin{array}{l} 3,688,430 \\ 12,743,910 \end{array} \right\} \underline{16,432,340/2,750,000 = 5.97}$$

Λύση

d)

αν η εξαγορά είναι με μετρητά, το κόστος παραμένει το ίδιο με το (b):

Κόστος = € 1,800,000

αν η εξαγορά είναι με μετοχές, το κόστος διαφοροποιείται σε σχέση με το (c). Αυτό συμβαίνει επειδή ο νέος συντελεστής ανάπτυξης επηρεάζει την αξία της νέας εταιρείας (TW), η οποία με τη σειρά της επηρεάζει την τιμή της μετοχής της νέας εταιρείας. Επομένως το κόστος θα είναι:

$$PVNJ = 6 * 2,000,000 + 2.3 * 1,500,000 = €15,450,000$$

και η νέα τιμή μετοχής θα είναι:

$$15,450,000 / 2,750,000 = €5.62$$

$$\text{επομένως, Κόστος} = 5.62 * 750,000 - 2.3 * 1,500,000 = \text{€}765,000$$