

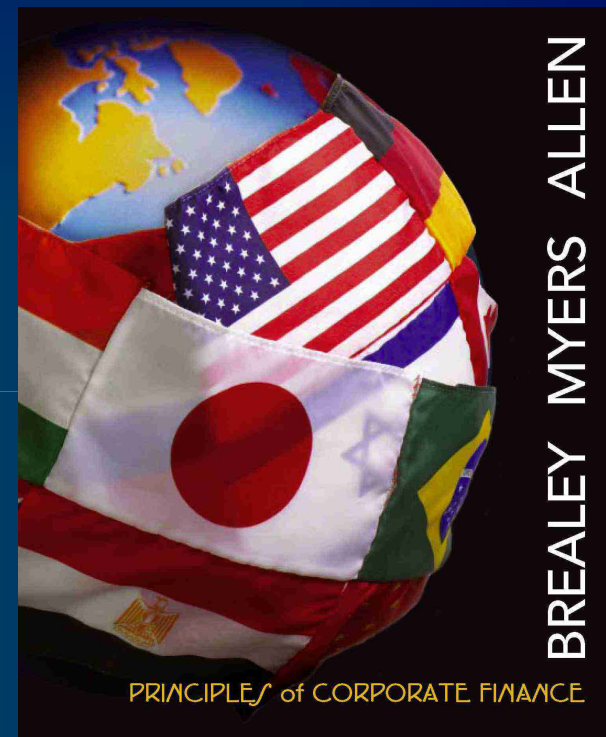
# Χρηματοοικονομική Διοίκηση II

Συγχωνεύσεις -  
Εξαγορές

Δρ. Χρήστος  
Φλώρος

McGraw-Hill/Irwin

Principles of  
Corporate Finance  
Eighth Edition

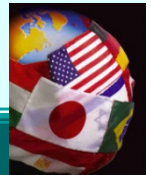


Slides by  
Matthew Will

Copyright © 2006 by The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved

# Θέματα

- Κίνητρα για συγχωνεύσεις
- Μερικοί λόγοι για Συγχωνεύσεις
- Εκτίμησεις: Κέρδη και Ζημίες (Κόστη) από τις Συγχωνεύσεις
- Η Μηχανική της Συγχώνευσης
- Συγχωνεύσεις και Οικονομία



## ΟΡΙΣΜΟΙ

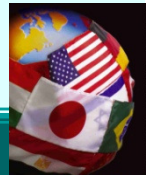
Συγχώνευση σημαίνει ο συνδυασμός δύο επιχειρήσεων υπό κοινή ιδιοκτησία.  
Οι όροι συγχώνευση και εξαγορά θα χρησιμοποιούνται εναλλακτικά.

Οικονομικοί και στρατηγικοί ορισμοί των συγχωνεύσεων

1 Οριζόντια

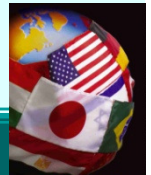
2 Κάθετη

3 Διαγώνια (Conglomerate)



# Συγχωνεύσεις

Industry	Acquiring Company	Selling Company	Payment (\$billions)
Telecoms	Vodafone (UK)	Mannesmann (germany)	203.0
Pharmaceuticals	Sanofi (France)	Aventis (France/Germany)	64.0
Pharmaceuticals	Pfizer	Pharmacia	59.5
Banking	JP Morgan Chase	Bank One	58.0
Banking	Bank of America	FleetBoston Financial Corp.	49.3
Telecoms	Cingular Wireless Mitsubishi Tokyo Financial	AT&T Wireless Services	41.0
Banking	Group (Japan)	UFJ Holdings (Japan)	25.7
Healthcare	Anthem	Wellpoint Health Networks	16.4
Insurance	St. Paul Companies Banco santander Central	Travelers property Casualty	16.1
Banking	Hispano	Abbey (UK)	15.6
Banking/Consumer Finance	HSBC Holdings (UK)	Household International Vivendi Universal Entertainment	15.3
Media	General Electric	(France)	13.7

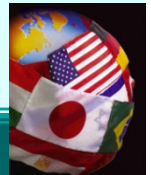
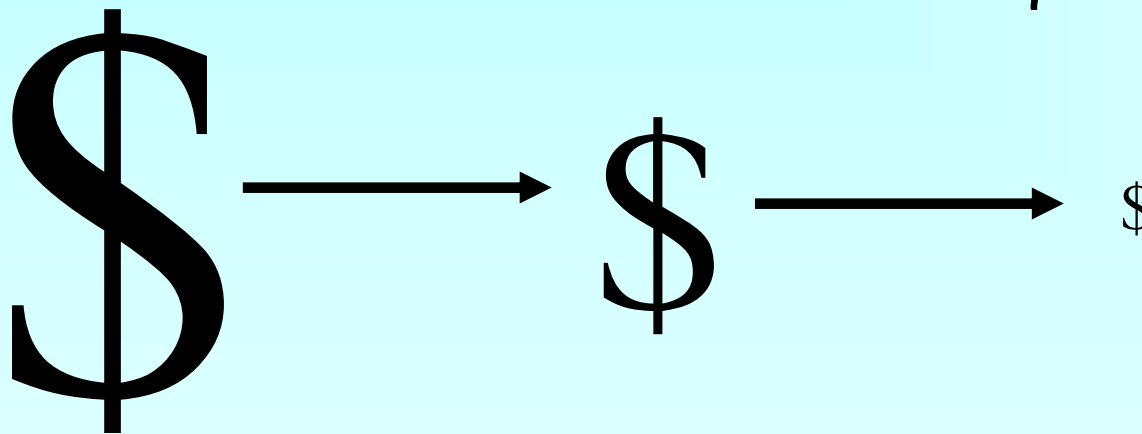


# Λόγοι για μια Συγχώνευση

## Οικονομίες κλίμακας

Μια μεγαλύτερη επιχείρηση μπορεί να είναι σε θέση να μειώσει το κόστος ανά μονάδα με τη χρήση πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας ή της διασποράς πάγιων εξόδων σε περισσότερες μονάδες.

*Μείωση Κόστους*

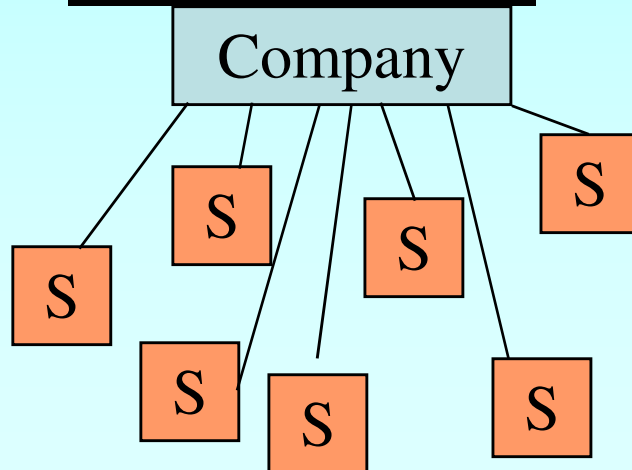


# Άλλοι Λόγοι

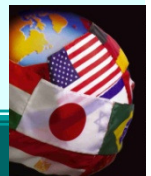
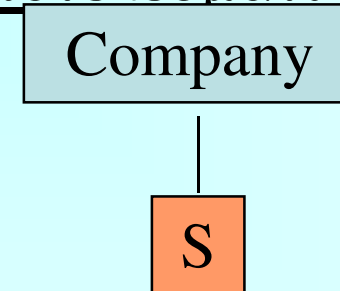
**Οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης**

**Ο έλεγχος των προμηθευτών "μπορεί" να μειώσει το κόστος.**

**Προ-ολοκλήρωση**  
**(λιγότερη**  
**αποτελεσματική)**



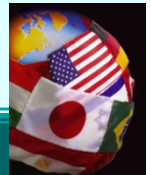
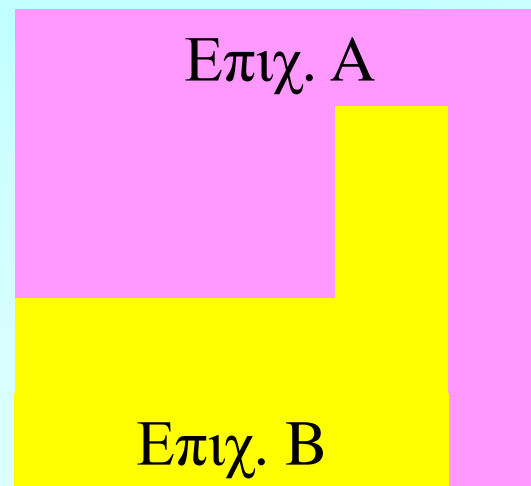
**Μετά-**  
**ολοκλήρωση**  
**(περισσότερο**  
**αποτελεσματική)**



# Άλλοι Λόγοι

## Συνδυάζοντας Συμπληρωματικούς Πόρους

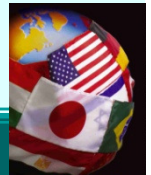
Συγχώνευση έχει σαν αποτελέσματα σε κάθε επιχείρηση τη συμπλήρωση των "κομματιών που λείπουν" της επιχείρησης με κομμάτια από την άλλη επιχείρηση.



# Άλλοι Λόγοι

**Συγχωνεύσεις ως χρήση για τα πλεονάζοντα κεφάλαια**

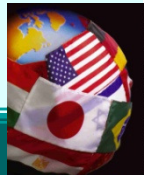
**Εάν η εταιρεία σας είναι σε μια ώριμη βιομηχανία με λίγες επενδύσεις (θετικές ΚΠΑ), η συγχώνευση μπορεί να είναι η καλύτερη δυνατή χρήση των πόρων σας.**



# Λόγοι υπό αμφισβήτηση

## ➤ Διαφοροποίηση

Οι επενδυτές δεν θα πρέπει να πληρώσουν ένα ασφάλιστρο για τη διαφοροποίηση, αφού μπορούν να τη κάνουν οι ίδιοι.



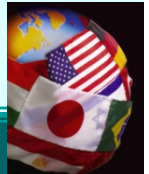
## The Bootstrap Game (Παιχνίδι)

Εξαγοράζουσα εταιρεία έχει υψηλό P / E

Η υπό Πώληση εταιρεία έχει χαμηλή αναλογία P / E (λόγω του χαμηλού αριθμού των μετοχών)

Μετά την συγχώνευση, η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει μικρή άνοδο Κέρδη ανά Μετοχή (EPS)

Μακροπρόθεσμα, θα έχει πιο αργή από την κανονική ανάπτυξη EPS



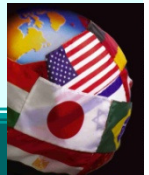
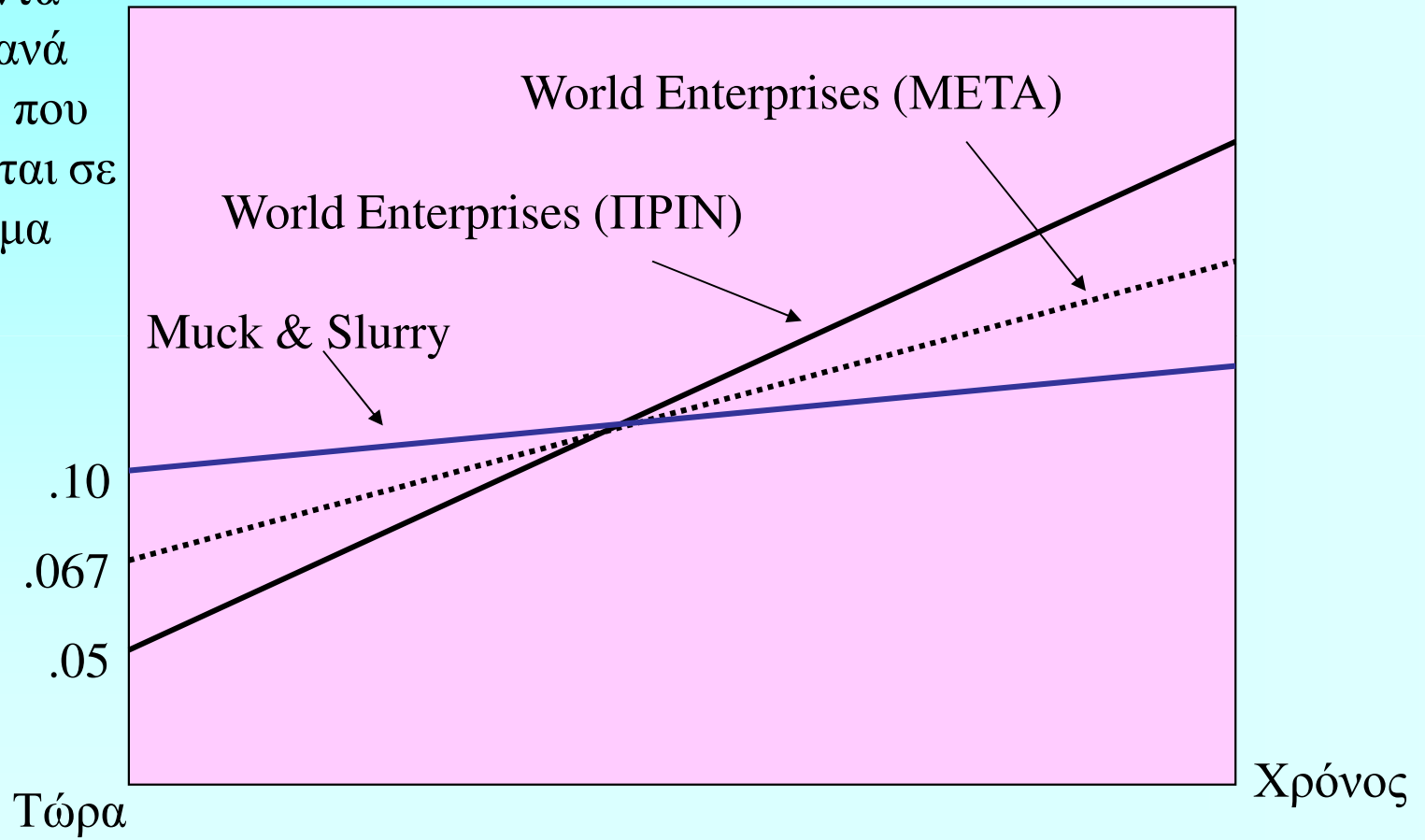
# ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

## The Bootstrap Game

	World Enterprises (ΠΡΝ Συγχ.)		Muck and Slurry		World Enterprises (ΜΕΤΑ την Εξαγ. Muck and Slurry)
EPS	\$	2.00	\$	2.00	\$ 2.67
Τιμή ανά Μετοχή	\$	40.00	\$	20.00	\$ 40.00
P/E		20		10	15
Αριθμός Μετοχών		100,000		100,000	150,000
Συνολικά Κέρδη	\$	200,000	\$	200,000	\$ 400,000
Συνολική Αξία	\$	4,000,000	\$	2,000,000	\$ 6,000,000
Κέρδη ανά δολάριο που επενδύονται	\$	0.05	\$	0.10	\$ 0.067



Τρέχοντα κέρδη ανά δολάριο που επενδύονται σε απόθεμα



# ΚΙΝΗΤΡΑ

## Συνέργειες

Οι δύο εταιρείες μαζί αξίζουν περισσότερο από ότι ξεχωριστά.  
 $PVAB = PVA + PVB + \text{κέρδη}$   
 Ισχύς στην αγορά  
 Οικονομίες κλίμακας  
 Η εσωτερίκευση των συναλλαγών  
 Η είσοδος σε νέες αγορές  
 Φορολογικά πλεονεκτήματα  
 Διαφοροποίηση κινδύνου.

## Ευκαιρίες Αγοράς

Ο στόχος μπορεί να αγοραστεί σε τιμή χαμηλότερη από την παρούσα Αξία  
 Εξάλειψη αναποτελεσματική και Λανθασμένη διαχείριση  
 Υποτιμημένες μετοχές:  
 Ισχυρή μορφή ή ημι-ισχυρής μορφής αναποτελεσματικότητα του χρηματιστηρίου.

## Διευθυντικά Κίνητρα

- Αυτοκρατορία κτίριο
- Κατάσταση
- Ισχύς
- Αμοιβή
- Επιβίωση:
- Ταχεία στρατηγική ανάπτυξης
- Μείωση της πιθανότητας να είναι στόχος εξαγοράς
- 

## Άλλα κίνητρα

- Σύμβουλοι.
- Με επιμονή για πελάτες ή προμηθευτές.



## ΣΥΝΕΡΓΕΙΑ

### Synergy

$$PV_{AB} = PV_A + PV_B + \text{κερδη}$$

όπου:

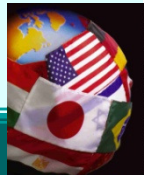
$PV_A$  = προεξοφλημένες ταμειακές ροές της εταιρείας A

$PV_B$  = προεξοφλημένες ταμειακές ροές της εταιρείας B

$PV_{AB}$  = προεξοφλημένες ταμειακές ροές της ΝΕΑΣ εταιρείας (merged firm)

Συνέργεια εκφράζεται συχνά με τη μορφή  $2 + 2 = 5$

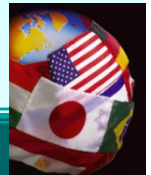
- Αξία δημιουργείται από τη συγχώνευση, όταν το κέρδος είναι μεγαλύτερο από το κόστος της συναλλαγής
- Ας υποθέσουμε ότι A και B ως ξεχωριστές οντότητες έχουν παρούσα αξία των £ 20εκατ και £ 10εκατ, αντίστοιχα
- Το κόστος των συναλλαγών είναι £ 2εκατ
- Η αξία των συγχωνευόμενων εταιρειών είναι £ 40εκατ
- Το καθαρό (μετά από έξοδα) κέρδος από την συγχώνευση είναι £ 10εκατ
- £ 40εκατ = £ 20εκατ + £ 10εκατ + κέρδος



# Υπολογισμός Κερδών

- Ερωτήσεις:
- Υπάρχει ένα γενικό οικονομικό κέρδος από τη συγχώνευση;
- Μπορούν οι όροι της συγχώνευσης να καταστήσουν την εταιρεία και τους μετόχους της σε καλύτερη κατάσταση;  
????

$$PV(AB) > PV(A) + PV(B)$$



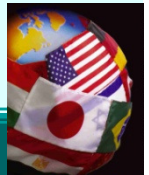
# Υπολογισμός Κερδών



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

$$\text{ΚΟΣΤΟΣ} = \text{Μετρητά} - PV_B$$

$$\begin{aligned} \text{ΚΠΑ} &= \text{κέρδη} - \text{ζημίες} \\ &= \Delta PV_{AB} - (\text{μετρητά} - PV_B) \end{aligned}$$



# ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Δύο εταιρείες συγχωνεύονται δημιουργώντας \$ 25 εκατομμύρια σε συνέργειες. Αν η Α αγοράζει τη Β για 65 εκατομμύρια δολάρια, το κόστος είναι \$ 15,000,000.

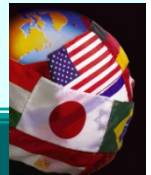


$$PV_A = \$200$$

$$PV_B = \$50$$

$$\text{ΚΕΡΔΟΣ} = \Delta PV_{AB} = +\$25$$

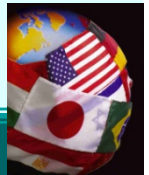
$$\begin{aligned} \text{ΚΟΣΤΟΣ} &= \text{ΜΕΤΡΗΤΑ} - PV_B \\ &= 65 - 50 = \$15\text{εκατ.} \end{aligned}$$



## ➤ Οικονομικό Κέρδος

Οικ. Κέρδος = ΠΑ(αύξηση εσόδων)

$$= \frac{\text{Νέες ταμειακές ροές από τις συνέργειες}}{\text{προεξοφλητικό επιτόκιο}}$$



# ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

## ΤΡΙΑ ΣΤΑΔΙΑ

Προετοιμασία

Στρατηγικός στόχος και σχεδιασμός

Επιλογή των κριτηρίων

Αναζήτηση για πιθανούς στόχους

Αξιολόγηση πιθανών στόχων

Σκέψη και σχέδιο δράσης για τη μετα-συγχώνευση ολοκλήρωση

Συναλλαγή

Λεπτομερής χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση των επιλεγμένων στόχων

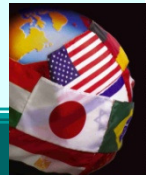
Διαπραγματευτική στρατηγική και τακτική

Ολοκλήρωση

Ανάλυση, οργανωτικές και πολιτιστικές ομοιότητες και διαφορές

Σχεδιασμός (μετά τη συγχώνευση)

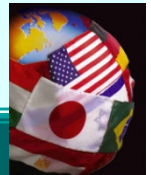
Η εξέλιξη της συγχώνευσης



# Λόγοι για αποτυχημένη/επιτυχημένη συγχώνευση

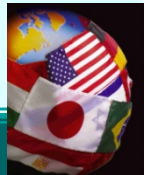
32- 20

- Τα συχνότερα αίτια της αποτυχίας περιλαμβάνουν:
- πολιτιστικές διαφορές (85%), Μικρός ή καθόλου (μετά την απόκτηση) σχεδιασμός (80%)
- Οι συχνότεροι λόγοι επιτυχίας περιλαμβάνουν:
- Λεπτομερή σχέδια μετά την απόκτηση (76%), σαφής στόχος & σκοπός (76%).



# ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- Οι συγχωνεύσεις είναι μια μορφή επένδυσης (οριζόντιες, κάθετες και διαγώνιες)
- Κίνητρα συνεργειών συγχώνευσης
- Η Αξία δημιουργείται από τη συγχώνευση, όταν το κέρδος είναι μεγαλύτερο από το κόστος συναλλαγής:  $PV_{ab} = PV_a + PV_b + \text{κέρδος}$
- Τρία στάδια συγχωνεύσεων
- Αποτυχία Συγχώνευσης: 1. Η στρατηγική είναι λανθασμένη, 2. υπεραισιοδοξία, 3. αποτυχία της διαχείρισης της ενσωμάτωσης



# ΤΕΛΟΣ

ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ;

