

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στα
Χρηματοοικονομικά**

Master of Science in Finance

Μεταπτυχιακή Διατριβή

Τίτλος Εργασίας

Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων Creta Farm

Όνομα φοιτητή

ΠΟΛΥΧΡΟΝΟΠΟΥΛΟΥ ΣΤΕΦΑΝΙΑ

Επιβλέπωντας Καθηγητής

ΑΝΤΩΝΙΟΣ Ν. ΓΕΩΡΓΟΠΟΥΛΟΣ

Διατριβή υποβληθείσα στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του ΤΕΙ
Πελοποννήσου. Η παρούσα διατριβή αποτελεί μέρος των απαιτήσεων για την
απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στα Χρηματοοικονομικά

Καλαμάτα, Οκτώβριος 2018

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στα
Χρηματοοικονομικά**

Master of Science in Finance

Τριμελής Εξεταστική Επιτροπή

ΑΝΤΩΝΙΟΣ Ν. ΓΕΩΡΓΟΠΟΥΛΟΣ

Καθηγητής στις διεθνείς επιχειρήσεις και στη χρηματοοικονομική λογιστική,
Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πατρών

ΣΤΕΦΑΝΟΣ Γ. ΓΙΑΚΟΥΜΑΤΟΣ

Καθηγητής της Στατιστικής και των Ποσοτικών Μεθόδων στις Κοινωνικές
Επιστήμες, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, ΤΕΙ Πελοποννήσου

ΗΛΙΑΣ Α. ΜΑΚΡΗΣ

Αναπληρωτής Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης Τμήμα Λογιστικής &
Χρηματοοικονομικής, ΤΕΙ Πελοποννήσου

Η Πολυχρονοπούλου Στεφανία

δηλώνω υπεύθυνα ότι:

- 1) Είμαι ο κάτοχος των πνευματικών δικαιωμάτων της πρωτότυπης αυτής εργασίας και από όσο γνωρίζω η εργασία μου δε συκοφαντεί πρόσωπα, ούτε προσβάλλει τα πνευματικά δικαιώματα τρίτων.

- 2) Αποδέχομαι ότι το Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής μπορεί, χωρίς να αλλάξει το περιεχόμενο της εργασίας μου, να τη διαθέσει σε ηλεκτρονική μορφή μέσα από τη ψηφιακή Βιβλιοθήκη του Ιδρύματος, να την αντιγράψει σε οποιοδήποτε μέσο ή/και σε οποιοδήποτε μορφότυπο καθώς και να κρατά περισσότερα από ένα αντίγραφα για λόγους συντήρησης και ασφάλειας.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέπων καθηγητή μου κύριο Γεωργόπουλο Αντώνιο, για την υποστήριξη του σε κάθε βήμα της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας. Ήταν υποστηρικτικός με θετική διάθεση και άμεσος και ακριβής σε κάθε μου απορία.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Περίληψη	VI
Abstract	VII
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ	VIII
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή στην Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	2
1.1 Έννοια – Σκοπός της Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	2
1.2 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Χρηματοοικονομική Ανάλυση	8
2.1 Είδη Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης	8
2.2 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	9
2.2.1 Κάθετη Ανάλυση	9
2.2.2 Οριζόντια Ανάλυση	10
2.2.3 Ανάλυση Τάσης	10
2.2.4 Αριθμοδείκτες	11
2.3 Διαδικασία Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	11
2.4 Περιορισμοί στην ανάλυση αριθμοδεικτών	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Αριθμοδείκτες	15
3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	15
3.2 Δείκτες Δραστηριότητας	17
3.3 Δείκτες Αποδοτικότητας	20
3.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	21

3.5 Δείκτες Επενδύσεων	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Βιβλιογραφική επισκόπηση.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : Ο Κλάδος των Τροφίμων στην Ελλάδα	27
5.1 Γενικά Χαρακτηριστικά του κλάδου	27
5.2 Ο Κλάδος Τροφίμων στην Ελλάδα.....	27
5.3 Βασικά Χρηματοοικονομικά Μεγέθη Κλάδου.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιρίας CRETA FARM.....	31
6.1 Ιστορική Αναδρομή	31
6.2 Δείκτες Ρευστότητας.....	32
6.3 Δείκτες Δραστηριότητας.....	33
6.4 Δείκτες Αποδοτικότητας.....	38
6.5 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	40
6.6 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : Συμπεράσματα.....	44
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	47
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	51

Περίληψη

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν χρήσιμη πηγή οικονομικών πληροφοριών. Η επεξεργασία αυτών των δεδομένων μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο εργαλείο στα χέρια της διοίκησης για τη λήψη αποφάσεων. Επιπλέον, οι δημοσιευμένες οικονομικές πληροφορίες, μετά από κατάλληλη επεξεργασία, μπορούν να βοηθήσουν στην αξιολόγηση της παρούσας οικονομικής κατάστασης της εταιρίας, στην αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της διοίκησης αλλά και να αποτελέσουν εργαλείο πρόβλεψης της μελλοντικής της πορείας.

Η παρούσα διατριβή αφού παραθέτει το θεωρητικό υπόβαθρο των οικονομικών καταστάσεων και των τρόπων ανάλυσής τους, καταλήγει στην παρουσίαση της δημοφιλέστερης μεθόδου χρηματοοικονομικής ανάλυσης, την ανάλυση αριθμοδεικτών.

Ένα ειδικό κεφάλαιο αναφέρεται σε έρευνες σχετικές με την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, των μεθόδων ανάλυσης και των πιθανών εφαρμογών τους.

Το πρακτικό κομμάτι της διατριβής πραγματεύεται την ανάλυση του κλάδου τροφίμων στη χώρα μας και εξειδικεύεται στην χρηματοοικονομική ανάλυση με χρήση αριθμοδεικτών στην εταιρία Creta Farm. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης παρουσιάζουν μία εταιρία εξαιρετικά επιβαρυνμένη με χρέος, η οποία όμως διαθέτει ικανή διοίκηση και ανταπεξέρχεται στις δυσκολίες του επιβαρυνμένου επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Ίσως η αύξηση συμμετοχής των ιδιωτών επενδυτών με ταυτόχρονη ενδυνάμωση του εξαγωγικού προσανατολισμού να είναι τα κατάλληλα εργαλεία αντιστροφής της παρούσας κατάστασης.

Λέξεις Κλειδιά : Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Creta Farm, Οικονομικές Καταστάσεις

Abstract

Financial statements comprise a useful source of financial data. The processing of these data could materialize into an indispensable decision making tool for the management team. Additionally, publicly available financial statements, after comprehensive analysis, could assist towards the assessment of a company's financial status, management efficiency and effectiveness. Eventually, they can actually predict future operational performance.

The current thesis, after providing the theoretical framework of financial statements and the methodologies for their analysis, presents in a detailed manner the most popular financial statement analysis method, namely financial ratios analysis.

A special chapter is devoted to empirical research relative to financial statement analysis, their analysis methods and possible applications.

The empirical segment of the thesis focuses on the food sector and its importance in the Greek economy. Furthermore, it applies financial ratios analysis to a listed company, Creta Farm. Empirical evidence suggests that the company is heavily indebted. However management is assessed as quite efficient and manages to cope with a rather depressed economic environment. Possible solutions that could reverse the problematic aspects of operational performance are the attraction of new equity investors and simultaneous advance of the exporting orientation of the company.

Keywords: Financial Statement Analysis, Creta Farm, Financial Statements

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1 Σύνθεση Δείγματος Έρευνας (IOBE, 2017)	29
Διάγραμμα 2 Εξέλιξη Τιμής Μετοχής	43

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Υποχρέωση Σύνταξης Οικονομικών Καταστάσεων	4
Πίνακας 2 Αριθμός Επιχειρήσεων - Σύνθεση.....	27
Πίνακας 3 Αριθμός Εργαζομένων - Σύνθεση	28
Πίνακας 4 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	32
Πίνακας 5 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας	33
Πίνακας 6 Δείκτης Χρονικής Προστασίας	33
Πίνακας 7 Δείκτης Μ.Ο. Παραμονής Αποθεμάτων	34
Πίνακας 8 Δείκτης Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων.....	34
Πίνακας 9 Δείκτης Μ.Ο. Αποπληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	35
Πίνακας 10 Κύκλος Ρευστότητας.....	36
Πίνακας 11 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων.....	36
Πίνακας 12 Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών	37
Πίνακας 13 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού.....	37
Πίνακας 14 Μικτό Περιθώριο Κέρδους	38
Πίνακας 15 Εξέλιξη Πωλήσεων – Κόστους Πωλήσεων	38
Πίνακας 16 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους.....	39
Πίνακας 17 Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	40
Πίνακας 18 Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού	40
Πίνακας 19 Δείκτης Δανειακής Κάλυψης	41
Πίνακας 20 Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	41

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ROE	Return on Equity
ROA	Return on Assets
ΕΛΠ	Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα
ΔΛΠ	Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
ΙΟΒΕ	Ινστιτούτο Οικονομικών Βιομηχανικών Ερευνών

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι η παροχή πληροφοριών σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, ώστε, μετά από κατάλληλη επεξεργασία, να εκτιμηθεί η οικονομική κατάσταση, η πορεία και οι προοπτικές μίας επιχείρησης. Οι μέθοδοι ανάλυσης είναι πολλές, ωστόσο η ανάλυση αριθμοδεικτών παραμένει η δημοφιλέστερη. Έχει αναπτυχθεί πλούσια έρευνα γύρω από την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τις πιθανές εφαρμογές της.

Η παρούσα διατριβή αναλύει ανά ομάδες, τη σύνθεση αριθμοδεικτών και τη σπουδαιότητα της κάθε ομάδας. Στο πρακτικό μέρος επελέγη η χρηματοοικονομική ανάλυση μίας ελληνικής επιχείρησης στον κλάδο τροφίμων. Η επιλογή του κλάδου στηρίχθηκε στη σημαντικότητά του στην εθνική οικονομία. Τα περιεχόμενα μίας σύγχρονης μελέτης του IOBE για τον κλάδο, παρουσιάζονται σε ένα ιδιαίτερο κεφάλαιο, σε μία προσπάθεια περιγραφής της σπουδαιότητας του τομέα.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται η εταιρία Creta Farm. Σκοπός της παρούσας διατριβής είναι η αξιολόγηση της οικονομικής θέσης και των προοπτικών της επιχείρησης. Η μεθοδολογία που υιοθετήθηκε ήταν αυτή των αριθμοδεικτών. Μελετήσαμε όλες τις ομάδες αριθμοδεικτών σε ορίζοντα δέκα ετών και ειδικότερα τα έτη 1998-2017. Η χρονική περίοδος περιλαμβάνει όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου. Τα συμπεράσματα της ανάλυσης παρουσιάζονται στον επίλογο της διατριβής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή στην Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

1.1 Έννοια – Σκοπός της Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει την επιλογή, εκτίμηση και την ερμηνεία χρηματοοικονομικών δεδομένων και άλλων πληροφοριών, με τελικό σκοπό την αποτίμηση της επιχειρησιακής απόδοσης και της χρηματοοικονομικής κατάστασης μίας επιχείρησης (Fabozzi and Drake, 2012).

Η χρηματοοικονομική ανάλυση γίνεται για να προσδιοριστούν οι δυνάμεις και οι αδυναμίες της επιχείρησης και να διαπιστωθεί η χρηματοοικονομική της επάρκεια, η δυνατότητα επίτευξης κερδών, η συγκριτική της θέση στον κλάδο. Επιπλέον, η ανάλυση μπορεί να μας βοηθήσει για την εκτίμηση της διαχρονικής της θέσης (Ευθύμογλου και Οικονόμου, 1992).

Η αποτίμηση της επιχειρησιακής απόδοσης εστιάζει στην αποδοτική χρήση των πόρων, τόσο ενσώματων όσο και άυλων, ώστε να παραχθεί κέρδος από την επένδυση. Η χρηματοοικονομική κατάσταση αναφέρεται κυρίως στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της (όπως στην αποπληρωμή τόκων και χρέους) στον προβλεπόμενο χρονικό ορίζοντα (Fabozzi and Drake, 2012).

Οι Brigham και Weston (1986) διακρίνουν τρεις τύπους ανάλυσης ανάλογα με τους χρήστες των πληροφοριών. Η βραχυπρόθεσμη ανάλυση εστιάζει στη ρευστότητα της επιχείρησης, δηλαδή στην ικανότητα να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και γίνεται κυρίως από τους πιστωτές. Αντιθέτως οι μακροπρόθεσμοι πιστωτές επιδιώκουν να αποτιμήσουν την μακροπρόθεσμη ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί καθαρά κέρδη και να παρουσιάζει κερδοφόρα λειτουργικά αποτελέσματα. Οι επενδυτές οι οποίοι ενδιαφέρονται να αγοράσουν τις μετοχές των εταιριών επικεντρώνουν επίσης στην μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα. Η διοίκηση της επιχείρησης ενδιαφέρεται για όλες τις πτυχές της ανάλυσης.

Οι σκοποί της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008):

1. Η πρόβλεψη της μελλοντικής οικονομικής κατάστασης μίας επιχείρησης
2. Διάγνωση προβλημάτων στη λειτουργία της
3. Η αξιολόγηση της διοίκησης

1.2 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις

Οι κυριότερες πηγές χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι οι οικονομικές καταστάσεις. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που προβλέπονται από τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (Ν.4308/2014) είναι πέντε (5):

1. Ισολογισμός ή Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης
2. Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
3. Προσάρτημα
4. Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης
5. Κατάσταση Χρηματοροών

Η υποχρέωση σύνταξης όλων ή κάποιων από τις παραπάνω εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης (οντότητας). Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν υποχρέωση να συντάσσουν όλες τις προαναφερόμενες καταστάσεις. Οι μεσαίες δεν υποχρεούνται στη σύνταξη κατάστασης χρηματοροών. Οι μικρές και πολύ μικρές οντότητες υποχρεούνται στην τήρηση τριών καταστάσεων (οικονομικής θέσης, αποτελεσμάτων χρήσης και προσαρτήματος). Η ένταξη σε μία κατηγορία μεγέθους εξαρτάται από την ικανοποίηση δύο από τα τρία κριτήρια που ακολουθούν:

1. Καθαρός κύκλος εργασιών
2. Σύνολο Ενεργητικού
3. Μέσος Όρος προσωπικού

Καθαρός Κύκλος εργασιών θεωρείται αυτός που προέρχεται από τις συνήθεις δραστηριότητες της οντότητας. Συνεπώς δεν περιλαμβάνονται στον κύκλο εργασιών επιχορηγήσεις, ασυνήθη έσοδα (π.χ. έσοδα από συναλλαγματικές διαφορές, πωλήσεις παγίων ή επενδύσεων), καθώς και φόροι, τέλη και δικαιώματα που εισπράττονται

υπέρ τρίτων. Εννοείται ότι δεν εμπίπτουν στην έννοια του εσόδου η αξία αυτοπαράδοσεων και τα έσοδα που πραγματοποιούνται για λογαριασμό τρίτου.

Ο μέσος όρος του προσωπικού υπολογίζεται στη βάση πλήρους απασχόλησης σε ημερήσια και ετήσια βάση, για όλους τους εργαζόμενους που έχουν ή τεκμαίρεται ότι έχουν εργασία έμμισθης απασχόλησης. Συγκεκριμένα, περιλαμβάνονται οι έχοντες έμμισθη σχέση αλλά και τα πρόσωπα που απασχολούνται με σχέση που εξομοιώνεται με έμμισθη εργασία, όπως δικηγόροι, λογιστές ή μηχανικοί όταν είναι πλήρους απασχόλησης και ανεξάρτητα του τρόπου που αμείβονται (π.χ. με τιμολόγιο). Συμπεριλαμβάνονται επίσης οι απασχολούμενοι με μίσθωση από άλλη οντότητα καθώς και οι ιδιοκτήτες επιχειρηματίες, εφόσον απασχολούνται στην οντότητα και αμείβονται από αυτή.

Η ένταξη μιας οντότητας σε κατηγορία μεγέθους προσδιορίζει κυρίως τις λογιστικές της υποχρεώσεις σε ό,τι αφορά:

- α) τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που συντάσσει (όπως παρουσιάστηκε ανωτέρω)
- β) απλοποιήσεις και απαλλαγές από ορισμένους κανόνες επιμέτρησης, καθώς και από την παροχή ορισμένων πληροφοριών του προσαρτήματος
- γ) απαγόρευση χρήσης ορισμένων κανόνων επιμέτρησης

Η υποχρέωση σύνταξης ανά κατηγορία επιχείρησης – οντότητας παρουσιάζεται στον πίνακα 1.

Πίνακας 1 Υποχρέωση Σύνταξης Οικονομικών Καταστάσεων

	Πολύ Μικρές		Μικρές	Μεσαίες	Μεγάλες
	Αρ.1 παρ.2γ	Αρ.1 παρ. 2 ^α και 2β			
Κατάσταση Αποτελεσμάτων	√	√	√	√	√
Προσάρτημα	√	√	√	√	√
Ισολογισμός		√	√	√	√

Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης				√	√
Κατάσταση Χρηματοροών					√

Πηγή: ν.4308/2014

Οι επιχειρήσεις - οντότητες του άρθρου 1 παρ 2γ είναι: η Ε.Ε.,Ο.Ε. και η ατομική επιχείρηση και κάθε άλλη οντότητα που υποχρεούται να εφαρμόζει το νόμο από φορολογική ή άλλη νομοθετική διάταξη.

Οι επιχειρήσεις – οντότητες του άρθρου 1 παρ. 2α και 2β είναι: στην περίπτωση (α) η Α.Ε., Ε.Π.Ε. και Ι.Κ.Ε. και (β) Ο.Ε., Ε.Ε. των οποίων οι εταίροι είναι φορείς της περίπτωσης (α). Σε περίπτωση που η επιχείρηση υποχρεούται σε σύνταξη ισολογισμού, τότε πρέπει να εφαρμόζει διπλογραφικό σύστημα.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ 1) οι καταστάσεις είναι:

1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης (Ισολογισμός)
2. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος (Αποτελεσμάτων Χρήσης)
3. Κατάσταση Μεταβολής Ιδίων Κεφαλαίων
4. Κατάσταση Ταμειακών Ροών
5. Σημειώσεις επί των καταστάσεων

Στην ουσία τα ΕΛΠ προσάρμοσαν μεγάλο μέρος των Διεθνών Προτύπων στην εθνική νομοθεσία. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που συντάσσονται είναι σε μεγάλο βαθμό όμοιες. Η διαφορά είναι ότι οι σημειώσεις επί των καταστάσεων είναι εξαιρετικά λεπτομερειακές. Σύμφωνα με το ΔΛΠ 1 « Οι οικονομικές καταστάσεις είναι μία δομημένη απεικόνιση της οικονομικής θέσης και επίδοσης μιας οντότητας. *Επιδίωξη των γενικού σκοπού οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση, την επίδοση και τις ταμιακές ροές της οντότητας, που είναι χρήσιμες για τις οικονομικές αποφάσεις ενός ευρύ κύκλου χρηστών. Οι οικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν επίσης τα αποτελέσματα της διαχείρισης, από τη Διοίκηση, των πόρων που της εμπιστεύθηκαν.....Αυτές οι πληροφορίες, παράλληλα με άλλες πληροφορίες στις σημειώσεις, βοηθούν τους χρήστες να προεκτιμήσουν τις μελλοντικές ταμιακές ροές της οντότητας και ειδικότερα το χρόνο και τη βεβαιότητα αυτών.»*

Ακολουθεί η περιγραφή των οικονομικών καταστάσεων. Ο ισολογισμός μιας επιχείρησης συνοψίζει την οικονομική της κατάσταση σε μια δεδομένη χρονική στιγμή (στο τέλος κάθε χρήσης που συνήθως συμπίπτει με το τέλος του έτους), γι' αυτό και η εικόνα που παρέχει είναι στατική. Ειδικότερα, παρουσιάζονται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης ομαδοποιημένα (με κριτήριο το χρόνο παραμονής τους σε αυτή) σε πάγια και κυκλοφορούντα, καθώς και οι πηγές των κεφαλαίων της (ίδια κεφάλαια, μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τρίτους). Ο ισολογισμός αποτελεί την οικονομική φωτογραφία της μονάδας σε μια συγκεκριμένη στιγμή (Sheridan, Keown, Martin, 2015). Η δημοσίευση του επιβάλλεται από το νόμο καθώς αποτελεί πληροφοριακό έγγραφο, μέσω του οποίου οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να εξακριβώσουν το έργο, τους στόχους και την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης παρουσιάζει τα συνολικά έσοδα και έξοδα που πραγματοποίησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια της χρήσης. Επομένως, τα μεγέθη της δεν είναι στατικά ή συγκυριακά αλλά εκφράζουν, σε όρους αξίας, τη δραστηριότητά της σε ολόκληρη τη χρήση. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, στην κατάσταση αποτελεσμάτων περιλαμβάνονται τα μεγέθη των εσόδων από πωλήσεις, του κόστους πωληθέντων, των λειτουργικών δαπανών, του φόρου εισοδήματος και των καθαρών κερδών (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008).

Η κατάσταση ταμειακών ροών παρουσιάζει τις μεταβολές στα διαθέσιμα χρηματικά υπόλοιπα σε μία συγκεκριμένη χρονική διάρκεια μέσω της ταυτοποίησης των πηγών και χρήσεων των χρηματικών διαθεσίμων. Ως πηγή θεωρείται οποιαδήποτε χρηματική εισροή από πώληση αγαθών, υπηρεσιών αλλά και λοιπών περιουσιακών στοιχείων. Αντιθέτως, χρήση θεωρείται οποιαδήποτε εκροή χρήματος για ικανοποίηση υποχρεώσεων. Οι πηγές και οι χρήσεις κεφαλαίων εντάσσονται σε τρεις κατηγορίες: Λειτουργικές δραστηριότητες, Επενδυτικές Δραστηριότητες και Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες (Sheridan, Keown, Martin, 2015). Οι λειτουργικές δραστηριότητες αφορούν τις βασικές λειτουργίες της επιχείρησης (που προκύπτουν από την άσκηση της κύριας δραστηριότητάς της). Οι επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν χρηματικές ροές από αγορά ή πώληση στοιχείων του ενεργητικού. Τέλος, οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες αφορούν στις μεταβολές του τρόπου χρήσης του εταιρικού χρέους και κεφαλαίων.

Η κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (ή καθαρής θέσης) περιλαμβάνει την ανάλυση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης σχετικά με τους μετόχους, τα αποθεματικά και τις μεταβολές στα ίδια κεφάλαια που δεν εμφανίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (Sheridan, Keown, Martin, 2015).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Χρηματοοικονομική Ανάλυση

2.1 Είδη Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

Το κριτήριο του χρήστη των οικονομικών πληροφοριών και ειδικότερα εάν αυτός είναι εσωτερικός ή εξωτερικός χρήστης, οδηγεί στην διάκριση δύο ειδών ανάλυσης αντίστοιχα, της εσωτερικής και της εξωτερικής.

Η πληροφόρηση επί των οικονομικών μεγεθών και της δραστηριότητας της επιχείρησης είναι απαραίτητη σε εσωτερικούς και εξωτερικούς χρήστες. Παραδείγματα τέτοιων χρηστών ακολουθούν.

Εσωτερικοί Χρήστες

- Μέτοχοι – Εταίροι
- Εργαζόμενοι

Εξωτερικοί Χρήστες

- Τράπεζες – Εταιρίες Χρηματοδοτήσεων
- Κράτος
- Επενδυτές
- Ανταγωνιστές

Η εσωτερική ανάλυση γίνεται από πρόσωπα που διαθέτουν άμεση σχέση με την επιχείρηση. Αυτό τους δίνει το πλεονέκτημα της πρόσβασης σε άφθονη οικονομική πληροφόρηση με δυνατότητα ελέγχου των μεθόδων και των εφαρμοζόμενων διαδικασιών. Η εσωτερική ανάλυση εστιάζει κυρίως στην αποδοτικότητα και στις μεταβολές της οικονομικής κατάστασης. Η διοίκηση εφαρμόζει συστήματα εσωτερικής ανάλυσης για να ελέγξει την αποδοτική λειτουργία της επιχείρησης και να προτείνει αλλαγές όταν αυτό κρίνεται απαραίτητο.

Η εξωτερική ανάλυση γίνεται από εξωτερικούς χρήστες των οικονομικών πληροφοριών. Αυτό έχει ως συνέπεια την αποκλειστική χρήση δημοσιευμένων μόνον καταστάσεων και πληροφοριών. Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα απαιτούν αυξημένη

πληροφόρηση, ώστε να διευκολύνεται το έργο των εξωτερικών χρηστών, οι οποίοι σε διαφορετική περίπτωση δεν μπορούν εύκολα να εξάγουν συμπεράσματα. Ο σκοπός των εξωτερικών αναλυτών είναι η εκτίμηση της οικονομικής θέσης της επιχείρησης. Ιδιαίτερα αυτή αφορά:

- Την εκτίμηση του επιπέδου ρευστότητας, δηλαδή της ανταπόκρισης σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, με διάφορα σενάρια οικονομικών συνθηκών.
- Τη δυνατότητα της επιχείρησης να εντοπίσει και να πραγματοποιήσει επενδυτικές ευκαιρίες μέσω διαφόρων πηγών χρηματοδότησης (ιδίων και ξένων κεφαλαίων)
- Την ανταπόκριση σε πληρωμές αμοιβών κεφαλαίου, όπως τόκων για τα ξένα και μερισμάτων για τα ίδια κεφάλαια.
- Τις μελλοντικές προοπτικές ιδιαίτερα στον τομέα της κερδοφορίας.

2.2 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις δεν παρέχουν έτοιμες οικονομικές πληροφορίες. Οι αναλυτές όμως είτε συγκρίνοντας διαχρονικά τις καταστάσεις μίας επιχείρησης (διαχρονική ανάλυση), είτε συγκρίνοντας τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης με μία αντίστοιχη του κλάδου (διεπιχειρησιακή ανάλυση), μπορούν να βγάλουν χρήσιμα συμπεράσματα για τους χρήστες των πληροφοριών (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008).

Οι βασικές μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων παρουσιάζονται παρακάτω:

1. Κάθετη Ανάλυση ή Καταστάσεις Κοινών Μεγεθών
2. Οριζόντια Ανάλυση ή Συγκριτικές Οικονομικές Καταστάσεις
3. Ανάλυση Τάσης
4. Αριθμοδείκτες

2.2.1 Κάθετη Ανάλυση

Στην κάθετη ανάλυση ένα ουσιώδες στοιχείο μιας οικονομικής κατάστασης (όπως το σύνολο του ενεργητικού ή παθητικού, ή ο κύκλος εργασιών), χρησιμοποιείται ως βάση και τα υπόλοιπα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης αναφέρονται ως ποσοστά αυτού. Η κάθετη ανάλυση αποκαλύπτει την εσωτερική δομή των

χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου είναι (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008):

1. Παρουσιάζεται η βαρύτητα κάθε στοιχείου σε σχέση με τη βάση υπολογισμού
2. Ευκολότερη σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους
3. Εύκολος υπολογισμός

Η κάθετη ανάλυση, όταν εφαρμόζεται στον ισολογισμό, παρουσιάζει τη σύνθεση των απασχολούμενων κεφαλαίων αλλά και των περιουσιακών στοιχείων. Αποτελεί έναν εύκολο τρόπο για να παρακολουθήσει κάποιος το μερίδιο των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων, την σημαντικότητα των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων αλλά και τη σημαντικότητα των παγίων ή των κυκλοφορούντων στοιχείων στη συνολική περιουσία της επιχείρησης.

Όταν γίνεται η εφαρμογή της στα αποτελέσματα χρήσης, τα διάφορα έξοδα αλλά και λοιπά έσοδα πέρα από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης, παρουσιάζονται ως ποσοστό των πωλήσεων, αποκαλύπτοντας τη σχετική σπουδαιότητα του κάθε μεγέθους. Τα περιθώρια κέρδους, τα οποία θα αναλυθούν σε βάθος στο επόμενο κεφάλαιο, είναι χαρακτηριστικά παραδείγματα της κάθετης ανάλυσης.

Πολλοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι η κάθετη ανάλυση στα αποτελέσματα χρήσης έχει αυξημένη σημαντικότητα (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008).

2.2.2 Οριζόντια Ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση μελετά διαχρονικά, οριζόντια, τις μεταβολές σε διάφορα μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων. Οι διαδοχικές καταστάσεις (δύο ή περισσότερων ετών), λέγονται συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις (comparative statements). Οι μεταβολές από περίοδο σε περίοδο μπορούν να προσδιοριστούν α) με απόλυτο τρόπο, δηλαδή η αριθμητική διαφορά των δύο μεγεθών β) με σχετικό τρόπο, δηλαδή με ποσοστιαία διαφορά (πηλίκιο μεταβολής προς έτος βάσης, επί εκατό). Ο δεύτερος τρόπος είναι ο επικρατέστερος από τους αναλυτές.

2.2.3 Ανάλυση Τάσης

Στην ανάλυση τάσης επιλέγεται ένα έτος βάσης και όλα τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων συγκρίνονται τα αντίστοιχα του έτους βάσης, ως ποσοστά επί τοις εκατό. Κατά την επιλογή του έτους βάσης, πρέπει να ληφθεί υπόψη η

«κανονικότητα» συνθηκών του έτους, για να εξασφαλιστεί η ακρίβεια των συμπερασμάτων. Η μέθοδος τάσης παρουσιάζει το πλεονέκτημα της ευκολίας υπολογισμού.

2.2.4 Αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες, εκφράζουν σχέσεις μεταξύ δύο ή περισσότερων οικονομικών μεγεθών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Συνήθως έχουν τη μορφή κλάσματος. Το βασικό τους πλεονέκτημα είναι ότι επιτρέπουν τη σύγκριση ανάμεσα σε επιχειρήσεις, ανεξαρτήτως της διαφοράς μεγέθους που μπορεί να έχουν.

Για να έχει νόημα η σύγκριση αριθμοδεικτών πρέπει να υπάρχουν δεδομένα για τη διαχρονική εξέλιξη τους, καθώς και για την αντίστοιχη πορεία των αντίστοιχων κλαδικών δεικτών (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008).

Οι αριθμοδείκτες κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- Ρευστότητας
- Δραστηριότητας
- Αποδοτικότητας
- Κεφαλαιακής Διάρθρωσης
- Αποτίμησης - Επενδυτικοί

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί αναλύονται οι αριθμοδείκτες ανά κατηγορία και ερμηνεύεται η σημασία και η σπουδαιότητα του κάθε μεγέθους.

2.3 Διαδικασία Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις προσφέρουν πληθώρα δεδομένων. Οι σχέσεις που υπάρχουν μεταξύ τους είναι πολλές και παρουσιάζουν σύνθετο χαρακτήρα. Η ερευνητική μεθοδολογία της ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων εντοπίζει μία σειρά σταδίων στην αξιολόγηση και ερμηνεία τους.

Αρχικά εστιάζει στην αξιολόγηση του πιστοποιητικού ελέγχου των ορκωτών λογιστών. Το πιστοποιητικό ελέγχου προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 37 του ν.2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών». Ειδικότερα στο άρθρο 37 αναφέρεται «..Μετά την λήξιν της χρήσεως υποχρεούνται να ελέγξωσι τον ισολογισμόν και τον λογαριασμόν αποτελεσμάτων χρήσεως υποβάλλοντες προς την τακτικήν γενικήν

συνέλευσιν έκθεσιν περί του πορίσματος του ελέγχου αυτών. Εκ της εκθέσεως ταύτης δέον να προκύπτη σαφώς, με τ' έλεγχον της ακριβείας και νομιμότητος των εγγραφών εις τα βιβλία της επιχειρήσεως, εάν ο Ισολογισμός απεικονίζει την οικονομική κατάστασιν της επιχειρήσεως κατά την ημερομηνίαν της λήξεως της ελεγχθείσης χρήσεως, ο δε λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως τα προκύψαντα κατ' αυτήν αποτελέσματα.

Ειδικότερον, η έκθεσις των ελεγκτών οφείλει να αναφέρει

α) εάν παρεσχέθησαν εις αυτούς αι πληροφορίαί, ων είχον ανάγκην προς εκτέλεσιν του έργου των,

β) εάν έλαβον γνώσιν πλήρους απολογισμού των εργασιών των υποκαταστημάτων, εφ' όσον υπάρχουν τοιαύτα,

γ) εάν προκειμένου περί βιομηχανικής εταιρείας τηρήται κανονικώς λογαριασμός κόστους παραγωγής και

δ) εάν επήλθε τροποποίηση εις την μέθοδον της απογραφής εν σχέσει προς την προηγουμένην χρήσιν.

..... 5. Η έκθεση των ελεγκτών περιλαμβάνει οπωσδήποτε τα ακόλουθα:..... γ) Ελεγκτική γνώμη, στην οποία οι ελεγκτές εκφράζουν τη γνώμη τους με σαφήνεια, για το κατά πόσον οι ετήσιοι λογαριασμοί παρέχουν πιστή και πραγματική εικόνα σύμφωνα με το αντίστοιχο πλαίσιο χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και για το κατά πόσον οι ετήσιοι λογαριασμοί πληρούν τα όσα προβλέπει ο νόμος. Η ελεγκτική γνώμη μπορεί να εκδίδεται με ή χωρίς επιφυλάξεις, να είναι αντίθετη ή, σε περίπτωση που οι ελεγκτές αδυνατούν να εκφράσουν γνώμη, να λαμβάνει τη μορφή άρνησης γνώμης.». Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι το πιστοποιητικό ελέγχου μπορεί να περιέχει εξαιρετικά σημαντικές πληροφορίες για τον τρόπο τήρησης των λογιστικών βιβλίων, τις ακολουθούμενες λογιστικές μεθόδους και πρακτικές αλλά και τις αλλαγές που μπορεί να έγιναν σε αυτές.

Στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνονται επίσης πολλές πληροφορίες για τον τρόπο τήρησης των λογαριασμών αλλά και σημαντικά γεγονότα που συνέβησαν μετά το πέρας της χρήσης και μέχρι την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων.

Τέλος, ο αναλυτής των πληροφοριών πρέπει να λάβει υπόψη του το περιβάλλον που λειτουργεί η επιχείρηση και τις επιπτώσεις του σε αυτήν. Η ανάπτυξη της τεχνολογίας βοήθησε στην δημιουργία πλούσιων και εξειδικευμένων βάσεων δεδομένων και φορέων πληροφόρησης που διαθέτουν μεγάλη ποικιλία πληροφοριών που μπορεί να αποδειχθούν ιδιαίτερα χρήσιμες στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών μεγεθών.

2.4 Περιορισμοί στην ανάλυση αριθμοδεικτών

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων λαμβάνει υπόψη τα ιστορικά στοιχεία και προσπαθεί να προβλέψει τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Αυτό το στοιχείο εμπεριέχει σημαντική υποκειμενικότητα, καθώς η προηγούμενη επίδοση δεν επηρεάζει απαραίτητα τη μελλοντική. Η μελλοντική επίδοση μπορεί να εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αποτελεσματικότητα και τις αποφάσεις της διοίκησης, όπως αυτές παρουσιάζονται στα ιστορικά στοιχεία, εξαρτάται όμως και από μακροοικονομικές μεταβλητές, αλλά και τις ιδιαίτερες εξελίξεις του κλάδου δραστηριοποίησης.

Οι Sheridan, Keown, Martin (2015) εντοπίζουν τις παρακάτω δυσκολίες στην ανάλυση αριθμοδεικτών:

1. Ο εντοπισμός του κλάδου δραστηριοποίησης. Οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν εύρος διαφορετικών δραστηριοτήτων. Η σύγκριση δεικτών μεταξύ επιχειρήσεων που έχουν διαφορετικές δραστηριότητες μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα.
2. Οι δημοσιευμένοι μέσοι όροι κλαδικών δεικτών παρουσιάζουν μειωμένη αξιοπιστία, η προκύπτουν από επιχειρήσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά σε σχέση με την υπό μελέτη επιχείρηση.
3. Η σύγκριση με τον μέσο αριθμοδείκτη του κλάδου δεν είναι πάντα επιθυμητή ή σωστή, για την εξαγωγή συμπερασμάτων.
4. Οι λογιστικές πρακτικές και μέθοδοι μπορεί να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των επιχειρήσεων. Προς αυτήν την κατεύθυνση κινείται η υιοθέτηση των ΔΛΠ, ώστε να μειωθεί η έλλειψη συγκρισιμότητας και να εφαρμοστεί αυξημένη ομοιομορφία.
5. Πολλές επιχειρήσεις παρουσιάζουν εποχικότητα στις δραστηριότητές τους, οι οποίες εμφανίζονται και στις λογιστικές καταστάσεις.

6. Η παραποίηση ή «δημιουργική λογιστική» στις λογιστικές καταστάσεις που επηρεάζει την αξιοπιστία των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων.
7. Η αδυναμία ενσωμάτωσης στην ανάλυση ποιοτικών στοιχείων τα οποία δεν περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις (ικανότητα διοίκησης, σχέσεις πελατών προμηθευτών, φήμη επιχείρησης).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Αριθμοδείκτες

3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Σκοπός των δεικτών ρευστότητας είναι να εξετάσουν τη δυνατότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008). Η ανεπάρκεια ρευστότητας επηρεάζει τα κέρδη αλλά και την ίδια τη βιωσιμότητα της επιχείρησης. Η έλλειψη μετρητών ή κυκλοφορούντων στοιχείων που μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά, μπορεί να οδηγήσει την επιχείρηση στα παρακάτω φαινόμενα:

- Δυσκολίες στην προμήθεια εμπορευμάτων και α υλών. Επιπλέον οι τιμές αγοράς αυτών πιθανόν να είναι ακριβότερες, καθώς οι προμηθευτές τιμολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό έχει δυσμενή επίπτωση στα κέρδη της επιχείρησης.
- Εάν η επιχείρηση δεν είναι να θέση να εφοδιάζεται εύκολα α ύλες ή εμπορεύματα, αυτό θα έχει δυσμενή επίπτωση στη δραστηριότητα της. Επιπλέον οι δυσκολίες αυτές επηρεάζουν την εικόνα της επιχείρησης στην αγορά, οπού αντιμετωπίζεται με δυσπιστία από τους συνεργάτες της.

Η βιωσιμότητα της επιχείρησης εξαρτάται από τη ρευστότητα της. Συνεπακόλουθα, η ρευστότητα εξαρτάται από τους κινδύνους που αντιμετωπίζει η επιχείρηση.

Διάκριση Κινδύνων

1. Επιχειρηματικός κίνδυνος. Σχετίζεται με την αβεβαιότητα των μελλοντικών εσόδων της επιχείρησης.
2. Χρηματοοικονομικός κίνδυνος. Σχετίζεται με την αβεβαιότητα κάλυψης πάγιων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους, όπως οι πληρωμές τόκων δανείων.

Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες για την ανάλυση της ρευστότητας μίας επιχείρησης είναι:

Δείκτης Γενικής ή Κυκλοφοριακής Ρευστότητας (Current Ratio)

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad (3.1)$$

Ο **Δείκτης Γενικής Ρευστότητας** φανερώνει την ευχέρεια ανταπόκρισης στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, με βάση τις εισροές που εξασφαλίζουν τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (πελάτες, αποθέματα, διαθέσιμα και χρεώστες γενικά). Ο υπολογισμός του δείκτη, ουσιαστικά στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι απαιτήσεις και τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού έχουν πρακτικά ίδιο χρόνο ρευστοποίησης, ο οποίος είναι αντίστοιχος με εκείνο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Στην πραγματικότητα αυτό δεν συμβαίνει, ενώ οι εξωτερικοί αναλυτές δεν έχουν πρόσβαση σε τέτοιου είδους πληροφόρηση. Για αυτό το λόγο αποδεκτές τιμές θεωρούνται 1,5 με 2, ώστε να εξασφαλίζεται ένα ικανοποιητικό επίπεδο ρευστότητας για την επιχείρηση.

Δείκτης Άμεσης ή Ταχείας Ρευστότητας (Acid Test)

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad (3.2)$$

Ο **Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας** διαφοροποιείται από τον προηγούμενο δείκτη, στο ότι δεν περιλαμβάνει στον αριθμητή τα αποθέματα, επειδή θεωρείται ότι αυτά ρευστοποιούνται με σχετικά μικρότερη ταχύτητα από τα άλλα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Στόχος του δείκτη, επομένως, είναι να μετρήσει την ικανότητα της επιχείρησης για εξόφληση των υποχρεώσεών της, με χρήση των κατά τεκμήριο ευκολότερα ρευστοποιήσιμων στοιχείων της.

Δείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Ημερήσιες Λειτουργικές Δαπάνες}} \quad (3.3)$$

Ο **Δείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος** προσπαθεί να αποτυπώσει μία πιο δυναμική εικόνα για τη ρευστότητα, περιλαμβάνοντας τις ημερήσιες λειτουργικές δαπάνες. Επειδή οι ημερήσιες λειτουργικές δαπάνες δεν είναι γνωστές σε έναν εξωτερικό αναλυτή, υιοθετείται μία προσπάθεια εκτίμησής τους από τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία. Η εκτίμηση βασίζεται στις λειτουργικές δαπάνες. Λειτουργικές δαπάνες αποτελούν τα έξοδα για την παραγωγή, διοίκηση και διάθεση των προϊόντων. Τα στοιχεία αυτά είναι διαθέσιμα στην κατάσταση αποτελεσμάτων

χρήσης. Η προσέγγιση των ημερήσιων λειτουργικών δαπανών προκύπτει από το αλγεβρικό άθροισμα των παραπάνω δαπανών αφαιρουμένων των αποσβέσεων (καθώς δεν αποτελούν ταμειακό έξοδο) και αναγωγής του σε ημερήσια βάση.

Σκοπός του δείκτη είναι να δείξει, σε ημέρες, το διάστημα που μπορεί να ανταποκριθεί η επιχείρηση στις λειτουργικές δαπάνες, χωρίς να απαιτούνται τα λειτουργικά της έσοδα.

3.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας προσπαθούν να απεικονίσουν το βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008). Η χρησιμοποίηση ορισμένων αριθμοδεικτών δραστηριότητας βοηθούν στον προσδιορισμό του βαθμού μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων (αποθεμάτων, απαιτήσεων) σε ρευστά διαθέσιμα. Οι αριθμοδείκτες αυτοί συνεπάγονται συγκρίσεις ανάμεσα στο επίπεδο των πωλήσεων ή του κόστους πωλήσεων και της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Οι κυριότεροι δείκτες δραστηριότητας παρουσιάζονται παρακάτω:

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

$$\frac{\text{Κόστος Πωλήσεων}}{\text{Μέσο Ύψος Αποθεμάτων}} \quad (3.4)$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές τα αποθέματα μετατρέπονται σε εισπρακτέους λογαριασμούς μέσω των πωλήσεων. Γενικά όσο πιο μεγάλος ο δείκτης τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση.

Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων

$$\frac{360}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων}} \quad (3.5)$$

Η μέση διάρκεια παραμονής των εμπορευμάτων εκφράζει, σε ημέρες τη διάρκεια του παραγωγικού κυκλώματος. Στην ουσία ο δείκτης παρουσιάζει σε επίπεδο ημερών το διάστημα που μεσολαβεί από την παραλαβή των υλών, την παραγωγή και την παραμονή του προϊόντος στην αποθήκη μέχρι την πώληση. Κάθε επιχείρηση επιδιώκει την ελαχιστοποίηση του δείκτη, καθώς οι πολλές ημέρες παραμονής, εμπεριέχουν τον κίνδυνο απαξίωσης των εμπορευμάτων και αύξησης του χρηματοοικονομικού κόστους το οποίο προκύπτει από αποθήκευτρα και αλλοιώσεις.

Επιπλέον, αυξημένες ημέρες παραμονής σημαίνουν δέσμευση χρημάτων σε αποθέματα και απώλεια εναλλακτικών κερδοφόρων χρήσεών τους.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσο ύψος Απαιτήσεων}} \quad (3.6)$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων παρουσιάζει πόσες φορές εισπράττονται οι απαιτήσεις μας μέσα στη διαχειριστική χρήση. Γενικά όσο πιο μεγάλος ο δείκτης, τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση.

Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων

$$\frac{360}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων}} \quad (3.7)$$

Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων εκφράζει το μέσο διάστημα, σε ημέρες, που μεσολαβεί από την πώληση μέχρι και την είσπραξη της απαίτησης (συναλλακτικό κύκλωμα). Ο δείκτης αυτός πρέπει να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα. Σε αντίθετη περίπτωση, αυξάνεται ο κίνδυνος επισφαλειών, αλλά αυξάνεται και το χρηματοοικονομικό κόστος, καθώς η επιχείρηση θα πρέπει να προβεί σε δανεισμό για να καλύψει τις υποχρεώσεις της.

Συνήθως, η διάρκεια της πίστωσης που παρέχεται στους πελάτες επηρεάζεται από πλήθος παραγόντων, οι σημαντικότεροι από τους οποίους είναι οι εξής (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008):

- Η γενικότερη κατάσταση στην οικονομία. Σε περιόδους ύφεσης το διαθέσιμο εισόδημα συρρικνώνεται με αντίστοιχες επιπτώσεις στη ζήτηση και συνεπώς στις πωλήσεις. Η παροχή αυξημένων περιόδων πίστωσης είναι αναπόφευκτη σε περιπτώσεις επιχειρήσεων των οποίων τα προϊόντα παρουσιάζουν υψηλή ελαστικότητα ζήτησης και / ή σημαντική υποκαταστασιμότητα.
- Η ένταση του ανταγωνισμού. Όσο ισχυρότερη είναι η θέση της επιχείρησης στον ανταγωνισμό τόσο μεγαλύτερη είναι η ευχέρεια της για τη μείωση της διάρκειας των απαιτήσεών της.
- Οι επιλογές της επιχείρησης σχετικά με το μερίδιο της στην αγορά. Μία επιθετική πολιτική αύξηση του μεριδίου αγοράς συνεπάγεται και αυξημένη παροχή πιστώσεων.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

$$\frac{\text{Κόστος Πωλήσεων} - \text{Αποσβέσεις}}{\text{Προμηθευτές} + \text{Γραμμάτια πληρ.} + \text{Επιταγές πληρ.}} \quad (3.8)$$

Μέση Διάρκεια Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

$$\frac{360}{\text{Κυκλοφ. Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων}} \quad (3.9)$$

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει τον αριθμό των ημερών που μεσολαβούν από τη δημιουργία των υποχρεώσεων προς τους προμηθευτές μέχρι και την εξόφληση τους.

Μία διάρκεια εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων η οποία ξεπερνά την αντίστοιχη των απαιτήσεων, δημιουργεί μία κατάσταση έμμεσης χρηματοδότησης της επιχείρησης από τους πιστωτές της. Αντιθέτως, μία μειωμένη διάρκεια εξόφλησης υποχρεώσεων επηρεάζει αρνητικά την ρευστότητα της επιχείρησης, καθώς η πρόωρη εξόφληση των προμηθευτών απορροφά ρευστά διαθέσιμα και στερεί την επιχείρηση από την προοπτική εκμετάλλευσης επενδυτικών ευκαιριών.

Λειτουργικός Κύκλος – Παραγωγικό-Συναλλακτικό Κύκλωμα

Λειτουργικός Κύκλος =

$$\text{Ημ. Παραμονής Αποθεμάτων} + \text{Ημ. Είσπραξης Απαιτήσεων} \quad (3.10)$$

Ο λειτουργικός κύκλος παρουσιάζει τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται για μετατροπή αποθεμάτων σε πωλήσεις και των πωλήσεων σε μετρητά. Είναι μία ένδειξη των ημερών που δεσμεύονται τα κεφάλαια της επιχείρησης.

Κύκλος Μετατροπής Μετρητών ή Κύκλος Ρευστότητας

Κύκλος Μετατροπής Μετρητών

$$= \text{Λειτουργικός Κύκλος} - \text{Ημ. Εξόφλησης Βραχ. Υποχρ.} \quad (3.11)$$

Ο κύκλος μετατροπής μετρητών παρουσιάζει τον αριθμό των ημερών για τις οποίες η επιχείρηση έχει ανάγκη εξωγενούς χρηματοδότησης. Όσο μικρότερο είναι αυτό το χρονικό διάστημα, τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίου Ενεργητικού

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}} \quad (3.12)$$

Ο δείκτης παρουσιάζει πόσες φορές ανανεώνονται τα πάγια διαμέσου των πωλήσεων. Εναλλακτικά, παρουσιάζει την αποδοτική χρησιμοποίηση των παγίων στοιχείων από τη διοίκηση της εταιρίας.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \quad (3.13)$$

Ο δείκτης παρουσιάζει τον βαθμό αποδοτικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας για την παραγωγή πωλήσεων. Ένας υψηλός δείκτης φανερώνει αποδοτική χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της εταιρίας και αυξημένη πιθανότητα κερδών.

3.3 Δείκτες Αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας δείχνουν πόσο αποδοτικά - κερδοφόρα λειτουργεί μία επιχείρηση. Ως αποδοτικότητα, γενικά εννοούμε το αποτέλεσμα που προκύπτει από μια συγκεκριμένη δραστηριότητα, εκφρασμένο ως ποσοστό των πόρων που χρησιμοποιήθηκαν γι' αυτή (Ευθύμογλου και Οικονόμου, 1992).

Οι κυριότεροι δείκτες αποδοτικότητας παρουσιάζονται παρακάτω:

Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin)

$$\frac{\text{Μικτό Κέρδος (Πωλήσεις - Κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100 \quad (3.14)$$

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους επηρεάζεται από δύο μεταβλητές, τα έσοδα από πωλήσεις και το κόστος πωληθέντων. Τα έσοδα από πωλήσεις εξαρτώνται, σε μοναδιαίο επίπεδο προϊόντος ή υπηρεσίας, από την τιμή, η οποία επηρεάζεται (κυρίως) ποιοτικά στοιχεία. Από την άλλη πλευρά, το κόστος παραγωγής είναι συνάρτηση του βαθμού αποτελεσματικής αξιοποίησης των παραγωγικών πόρων. Η μεγιστοποίηση της τιμής του δείκτη, προϋποθέτει την ανάλωση των ελάχιστων δυνατών πόρων για παραγωγή προϊόντων με τις καλύτερες δυνατές προδιαγραφές.

Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin)

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100 \quad (3.15)$$

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει το ανά μονάδα κέρδος που καρπώνονται οι μέτοχοι – εταίροι αφού αφαιρεθούν όλα τα έμμεσα έξοδα, τα έξοδα χρηματοδότησης και συμπεριληφθούν τυχόν απομειώσεις.

Ένα υψηλό μικτό περιθώριο κέρδους σε συνδυασμό με ένα αντίστοιχο χαμηλό καθαρό περιθώριο, αποκαλύπτει ότι η εταιρία αντιμετωπίζει α) υπέρογκα έμμεσα έξοδα (διοικητική λειτουργία, διάθεσης, έρευνας και ανάπτυξης) β) υπέρογκες πληρωμές τόκων όπως αυτές παρουσιάζονται στα χρηματοοικονομικά έξοδα γ) πιθανότητα κάποιου έκτακτου αποτελέσματος μέσω απομειώσεων.

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity - ROE)

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \times 100 \quad (3.16)$$

Ο δείκτης φανερώνει την απόδοση των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι. Δεδομένου ότι ο αριθμητής περιλαμβάνει τα καθαρά κέρδη, ο δείκτης ενσωματώνει το κόστος χρηματοδότησης (τόκοι που πληρώνονται σε τρίτους). Ο δείκτης αποτελεί δείκτη ικανότητας της διοίκησης να δημιουργεί κέρδη (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008). Οι υψηλές τιμές του δείκτη αποτελούν ένδειξη:

- Αποτελεσματικής διοίκησης
- Υψηλής παραγωγικότητας
- Καλών οικονομικών συνθηκών
- Επωφελούς χρησιμοποίησης της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, δηλαδή της χρήσης ξένων κεφαλαίων στο χρηματοδοτικό σχήμα της επιχείρησης.

Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return On Assets – ROA)

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times 100 \quad (3.17)$$

Ο δείκτης αυτός είναι σημαντικός, διότι εξετάζει την απόδοση των επενδύσεων της επιχείρησης. Ουσιαστικά αποτελεί κριτήριο για την ικανότητα της διοίκησης να δημιουργεί κέρδη.

3.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Ο όρος κεφαλαιακή διάρθρωση περιγράφει τις μορφές κεφαλαίων και την αναλογία τους στη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Σκοπός της ανάλυσης της διάρθρωσης των

κεφαλαίων είναι η εκτίμηση της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008).

Η χρηματοδότηση μπορεί να γίνει με δύο είδη κεφαλαίων:

1. Ίδια Κεφάλαια
2. Ξένα Κεφάλαια

Τα ίδια κεφάλαια οφείλονται και προέρχονται από τους μετόχους. Το βασικό χαρακτηριστικό τους είναι η έλλειψη εξασφαλισμένης ή υποχρεωτικής απόδοσης προς τους μετόχους. Εφόσον η επιχείρηση επιτύχει κέρδη έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να διανείμει μέρος αυτών με τη μορφή μερίσματος. Τα ίδια κεφάλαια αποτελούν μόνιμα κεφάλαια και διατίθενται για μακροπρόθεσμες επενδύσεις, όπως αυτών σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Η χρηματοδότηση της επιχείρησης με ξένα κεφάλαια αυξάνει την αποδοτικότητα της, καθώς το κόστος χρηματοδότησης (επιτόκιο δανεισμού) είναι μικρότερο από αυτό που ζητούν οι μέτοχοι, όπως αυτή παρουσιάζεται από την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος, Μπέλας, 2008). Από την άλλη πλευρά, η υπερβολική χρήση ξένων κεφαλαίων και επιβάρυνση της επιχείρησης με την πληρωμή τόκων, αυξάνει τον κίνδυνο, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης. Οι τόκοι αποτελούν μία σταθερή χρηματική υποχρέωση, που πρέπει να πληρωθεί σε κάθε περίπτωση. Αντίθετα οι μέτοχοι μπορεί να μην εισπράξουν μέρισμα σε μία δύσκολη οικονομική συγκυρία.

Οι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας εκτιμούν τη μακροχρόνια ικανότητα μιας οικονομικής μονάδας, να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και το βαθμό προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της.

Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες της ομάδας είναι:

Δείκτης Δανειακής Κάλυψης (Debt Ratio)

$$\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Παθητικού}} \times 100 \quad (3.20)$$

Ο δείκτης παρουσιάζει τη σημαντικότητα των ξένων κεφαλαίων στο σύνολο των υποχρεώσεων της επιχείρησης. Όσο περισσότερη ισορροπία υπάρχει στο δείκτη, τόσο λιγότεροι οι κίνδυνοι για την επιχείρηση.

Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

$$\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \times 100 \quad (3.21)$$

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης συγκρίνει τις δύο μορφές χρηματοδότησης. Τιμές που ξεπερνούν το όριο του 100% φανερώνουν υπερδανεισμό. Οι υψηλές τιμές του δείκτη συνδέονται με υψηλή μεταβλητότητα των κερδών.

3.5 Δείκτες Επενδύσεων

Οι δείκτες της ομάδας αυτής αφορούν κυρίως εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις. Μελετούν την πορεία της μετοχής, καθώς και την μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Δείκτης Αγοραίας Τιμής Μετοχής προς Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (Price/Earnings Ratio – P/E)

$$\frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}} \quad (3.22)$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσο επιθυμούν οι επενδυτές να πληρώσουν για τα κέρδη ανά μετοχή. Ένας υψηλός δείκτης αρχικά παρουσιάζει τους επενδυτές να διαθέτουν κεφάλαια για να αποκτήσουν την μετοχή, πολλές φορές πάνω από τα κέρδη της. Αυτό μπορεί να συμβαίνει εφόσον υπάρχει προοπτική ανάπτυξης και διαμοίρασης κερδών στο μέλλον. Ωστόσο, ένας υψηλός δείκτης μπορεί απλά να παρουσιάζει μία μετοχή υπερεκτιμημένη, όπου μπορεί να υπάρχει κίνδυνος απώλειας της αξίας της.

Μέρισμα ανά μετοχή

$$\frac{\text{Μέρισματα}}{\text{Αριθμός Μετοχών}} \quad (3.23)$$

Το μέρισμα ανά μετοχή καθορίζεται με απόφαση γενικής συνέλευσης των μετόχων. Στην ίδια συνέλευση καθορίζεται και η ημερομηνία αποκοπής δικαιώματος. Όσοι είναι κάτοχοι των μετοχών μέχρι και την ημερομηνία αποκοπής δικαιούνται το μέρισμα, το οποίο κατατίθεται στη μερίδα τους στο χρηματιστήριο.

Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης (Dividend Ratio)

$$\frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής}} \times 100 \quad (3.24)$$

Ο δείκτης παρουσιάζει την απόδοση των επενδυτών από το μέρισμα. Όσο μεγαλύτερη η μερισματική απόδοση τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή.

Όλοι οι πιο πάνω δείκτες έχουν ως βασική μεταβλητή την τρέχουσα τιμή μετοχής, η οποία αποτελεί το μοχλό με τον οποίο η αγορά καθορίζει, σε διαρκή βάση, την αποδοτικότητα της επένδυσης σε τίτλους της επιχείρησης. Κάθε φορά που αλλάζουν οι προσδοκίες για το μέλλον της, η τιμή της μετοχής διαφοροποιείται και οι αποδόσεις μεταβάλλονται ανάλογα ώστε να αντιστοιχούν στις νέες προσδοκίες των επενδυτών. Έτσι, οι τιμές των πιο πάνω δεικτών, σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή, αντανακλούν τη γνώμη της αγοράς για την επιχείρηση, όπως αυτή εκφράζεται μέσα από την προσφορά και ζήτηση των μετοχών της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Βιβλιογραφική επισκόπηση

Η χρηματοοικονομική ανάλυση καταστάσεων άρχισε να χρησιμοποιείται στο τέλος του 20^{ου} αιώνα (Horrigan J., 1968). Η ανάλυση χρησιμοποιείται για ακαδημαϊκούς σκοπούς, αλλά και στον ιδιωτικό τομέα για τη σύγκριση διαφορετικών εταιριών ή για τη σύγκριση της ίδιας εταιρίας σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα (Elliot and Elliot, 2011; Fridson and Alvarez, 2002; Wild and Subramanyam, 2008; Barnes, 1987; Healy and Palepu, 2012). Οι διάφορες μελέτες που επιδιώκουν την εκτίμηση της κερδοφορίας, της ρευστότητας και του επιπέδου του χρέους χρησιμοποιούν διάφορα εργαλεία ανάλυσης. Η παραδοσιακή ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων συνδυάζεται με ανάλυση παραγόντων (Laurent, 1979), διακριτή ανάλυση (Altman, 1968; Taffler 1982; Edmister, 1972; Altman et al., 1994), ανάλυση παλινδρόμησης (Frecka and Lee, 1983; McDonald and Morris, 1984), ανάλυση βέλτιστων πρότυπων αποδοτικότητας (Data Envelopment Analysis) (Mousa, 2015; Simak, 1997,2000) και ανάλυση κατά συστάδες (cluster analysis) (Capece et al., 2010; Salmi et al., 1986; Boillat, 2002).

Υπάρχουν ερευνητικές προσπάθειες που προσπαθούν να χρησιμοποιήσουν την ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων σε μοντέλα πρόβλεψης μελλοντικών επιχειρηματικών κερδών (Ou and Penman, 1989). Το μοντέλο των Ou και Penman (1989) στηρίχθηκε σε ανάλυση παλινδρόμησης. Οι Ishibashi et al. (2016) προσπάθησαν να διαμορφώσουν ένα μοντέλο πρόβλεψης μελλοντικών κερδών χρησιμοποιώντας τεχνικές εξόρυξης δεδομένων (data mining techniques).

Πολλοί ακαδημαϊκοί προτείνουν την ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων ως εργαλείο αποτίμησης της αξίας μίας επιχείρησης (Brealey, Meyers, Allen, 2015; Soffer and Soffer, 2003).

Σκοπός των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι η παρουσίαση πληροφοριών για την οικονομική θέση, επίδοση και τις χρηματοροές των εταιριών. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις και η επεξεργασία των πληροφοριών που δίνουν, είναι απαραίτητο εργαλείο στα χέρια της διοίκησης, των επενδυτών, των πιστωτών

και των κυβερνήσεων για τη λήψη αποφάσεων. Ωστόσο, με βάση τα διεθνή πρότυπα της ελεγκτικής οι διοικήσεις είναι πολλές φορές επιρρεπείς στην παραποίηση λογιστικών μεθόδων και εγγραφών και ως εκ τούτου στην παρουσίαση καταστάσεων που κρύβουν «απάτη – fraud». Σε αυτές τις περιπτώσεις ο σκοπός είναι η παρουσίαση μίας αποδοτικής και αποτελεσματικής λειτουργίας της επιχείρησης (Kanarickiene and Grundiene, 2015). Οι έρευνες που χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικούς δείκτες για τον εντοπισμό της απάτης είναι πολλές (Feroz et al., 1991; Stice et al., 1991; Persons, 1995; Wells, 1997; Fanning & Cogger, 1998; Beneish, 1999; Spathis et al., 2002; Lenard & Alam, 2009; Ravisankar et al., 2011). Κάποιοι από αυτούς τους οικονομολόγους υποστηρίζουν, στηριζόμενοι σε εμπειρικά δεδομένα, ότι τα υψηλότερα επίπεδα χρέους αυξάνουν την πιθανότητα απάτης στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Fanning & Cogger, 1998, Kirkos et al. 2007, Ravisankar et al., 2011). Υπάρχουν συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες που παρουσιάζουν αυξημένη δημοτικότητα στις έρευνες που σχετίζονται με την απάτη στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Τέτοιοι είναι ο δείκτης χρέους προς συνολικό ενεργητικό (Kirkos et al., 2007; Gaganis, 2009; Sen & Terzi, 2012; Dalnial et al., 2014), ο δείκτης χρέους προς τα ίδια κεφάλαια (Spathis et al., 2002; Kirkos et al., 2007; Dalnial et al., 2014) αλλά και ο δείκτης γενικής ρευστότητας (Lenard & Alam, 2009; Ravisankar et al., 2011). Σύμφωνα με τους Song et al. (2014) και Stice et al. (1991) οι παραποιημένες οικονομικές καταστάσεις βοηθούν τη διοίκηση να συνεχίσει να αναπτύσσεται. Σε αυτήν την περίπτωση προτείνεται η χρήση των δεικτών πωλήσεων προς συνολικό ενεργητικό, του καθαρού περιθωρίου κέρδους και των κυκλοφορούντων στοιχείων προς το συνολικό ενεργητικό.

Τέλος, οι Stice et al. (1991), Persons (1995), Kaminski et al. (2004), Kirkos et al. (2007), Perols (2011) θεωρούν ότι τα αποθέματα και οι απαιτήσεις είναι οι μεταβλητές που πολλές φορές μπορούν να εκτιμηθούν με αρκετό βαθμό υποκειμενικότητας. Στη συνέχεια, αφού αναφερθούν συνοπτικά οι εξελίξεις του κλάδου τροφίμων, θα ακολουθήσει η ανάλυση αριθμοδεικτών της εταιρίας Creta Farm.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : Ο Κλάδος των Τροφίμων στην Ελλάδα

5.1 Γενικά Χαρακτηριστικά του κλάδου

Ο κλάδος των τροφίμων περιλαμβάνει την επεξεργασία και συσκευασία προϊόντων για κατανάλωση, τόσο ανθρώπινη όσο και ζωική (The food industry in Europe, 2004). Ο κλάδος είναι λιγότερο ευάλωτος στις περιόδους οικονομικής κρίσης, καθώς η ζήτηση των προϊόντων είναι αρκετά ανελαστική. Η δραστηριότητα του κλάδου παρουσιάζει μειωμένη κυκλικότητα και σταθερή ανάπτυξη.

Οι κυριότεροι υπό-τομείς του κλάδου είναι ο κλάδος των ποτών, των προϊόντων κρέατος, των γαλακτοκομικών και των προϊόντων άρτου (The food industry in Europe, 2004).

5.2 Ο Κλάδος Τροφίμων στην Ελλάδα

Ο κλάδος τροφίμων αποτελεί σημαντικό κομμάτι της συνολικής εγχώριας δραστηριότητας. Αυτό παρουσιάζεται στην μελέτη τεσσάρων μεταβλητών, ήτοι του συνόλου των επιχειρήσεων, του αριθμού των απασχολούμενων, της αξίας παραγωγής και της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας.

Το μερίδιο των επιχειρήσεων του κλάδου τροφίμων στον συνολικό αριθμό επιχειρήσεων ανέρχεται σε 25% καταλαμβάνοντας την πρώτη θέση, ενώ ακολουθούν τα μεταλλικά προϊόντα και τα είδη ένδυσης με μερίδια 13% και 12% αντίστοιχα (IOBE, 2017).

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει τη σημαντικότητα του κλάδου στη χώρα μας αλλά και στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Πίνακας 2 Αριθμός Επιχειρήσεων - Σύνθεση

Ελλάδα		Ε.Ε. - 28	
Μεταποίηση (57.971 επιχ.)	100%	Μεταποίηση (2.088.339 επιχ.)	100%

Τρόφιμα	24,9%	Μεταλλικά Προϊόντα	18,3%
Μεταλλικά Προϊόντα	13,0%	Τρόφιμα	12,5%
Είδη Ένδυσης	12,0%	Επισκευή Μηχανημάτων και Εξοπλισμού	9,3%
Επισκευή Μηχανημάτων και Εξοπλισμού	6,6%	Προϊόντα Ξύλου	8,2%
Άλλοι τομείς μεταποίησης	5,6%	Άλλοι τομείς μεταποίησης	7,3%

Πηγή: IOBE, 2015

Σε σχέση με τον αριθμό των απασχολούμενων, ο κλάδος αποτελεί και τον σημαντικότερο εργοδότη στον κλάδο της μεταποίησης, απασχολώντας το 28% του συνόλου των εργαζομένων (Πίνακας 3). Ακολουθούν, στον σε μεγάλη απόσταση, ο κλάδος των μεταλλικών προϊόντων με 9% και ο κλάδος ένδυσης με 6%.

Πίνακας 3 Αριθμός Εργαζομένων - Σύθεση

Ελλάδα		Ε.Ε. - 28	
Μεταποίηση (284.307 εργαζόμενοι)	100%	Μεταποίηση (30.039.750 εργαζόμενοι)	100%
Τρόφιμα	28,2%	Τρόφιμα	13,6%
Μεταλλικά Προϊόντα	9,0%	Μεταλλικά Προϊόντα	12,2%
Είδη Ένδυσης	6,0%	Κατασκευή Μηχανημάτων και Εξοπλισμού	9,8%
Βασικά Μέταλλα	5,3%	Κατασκευή Οχημάτων	8,1%
Προϊόντα από μη μεταλλικά ορυκτά	5,2%	Κατασκευή από ελαστικό και πλαστικές ύλες	5,7%

Πηγή: IOBE, 2015

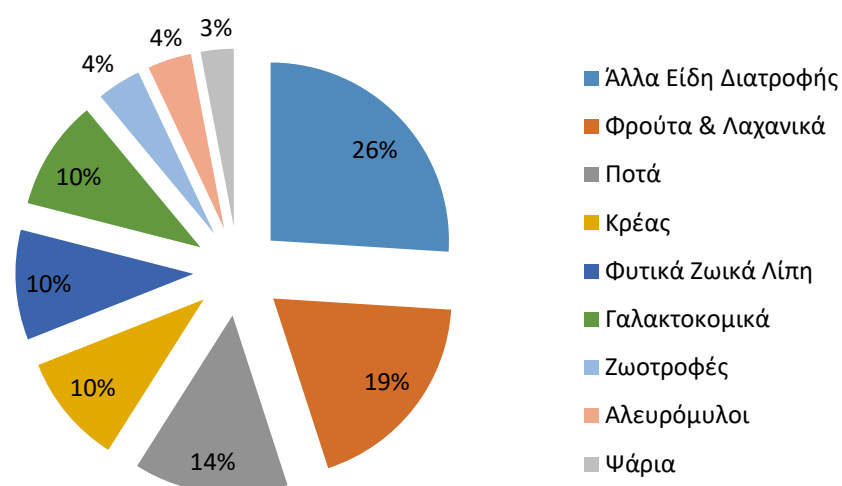
Τέλος, ο κλάδος τροφίμων συνεισφέρει το 20% της αξίας παραγωγής και το 26% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (IOBE, 2015).

Η συγκριτική παρουσίαση των συνθέσεων με την αντίστοιχη του ευρωπαϊκού μέσου όρου παρουσιάζει την υψηλή και συγκριτικά μεγαλύτερη σημασία του κλάδου στην εθνική οικονομία. Η ετήσια κατά κεφαλή κατανάλωση τροφίμων και μη αλκοολούχων ποτών παρέμεινε σταθερή το έτος 2015, στις 2.000€. Αξίζει να σημειωθεί ότι σε σχέση με το έτος 2010 η μείωση ανήλθε σε 20% (IOBE, 2015).

Σε όρους εξωτερικού εμπορίου, η Ελλάδα παρουσιάζει έλλειμμα στο ισοζύγιο μεταποίησης τροφίμων και ποτών. Το έλλειμμα το έτος 2014 ανήλθε σε 2,1€ δις ενώ το έτος 2015 μειώθηκε σημαντικά στα 1,4€ δις. Η μεταβολή αυτή (μείωση 35%) οφείλεται τόσο στην αύξηση των εξαγωγών όσο και στη μείωση των εισαγωγών (IOBE, 2017).

5.3 Βασικά Χρηματοοικονομικά Μεγέθη Κλάδου

Στην υποενότητα αυτή παρατίθενται συγκεντρωτικά χρηματοοικονομικά στοιχεία όπως αυτά δημοσιεύτηκαν στην έκθεση του Ινστιτούτου Οικονομικών Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE) με τίτλο «Βιομηχανία Τροφίμων και Ποτών. Facts and Figures 2017». Τα στατιστικά στοιχεία βασίζονται σε δείγμα 863 επιχειρήσεων από τη βάση δεδομένων Infobank-Hellastat. Τα οικονομικά στοιχεία αναφέρονται στα έτη 2014-2015.



Διάγραμμα 1 Σύνθεση Δείγματος Έρευνας (IOBE, 2017)

Το ενεργητικό των επιχειρήσεων αυξήθηκε κατά 3% ενώ τα ίδια κεφάλαια κατά 4% την περίοδο 2014-2015. Στην ίδια περίοδο ο συνολικός κύκλος εργασιών ανήλθε σε 10.892€ εκ. από 10.615€ εκ. αυξημένος κατά 3%. Τα μικτά αποτελέσματα αυξήθηκαν κατά 5% (2015: 2.964€ εκ.) ενώ τα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων κατά 32% (185€ εκ.). Δυστυχώς το καθαρό αποτέλεσμα μετά φόρων είναι εξαιρετικά μειωμένο στα 43€ εκ με ποσοστιαία μεταβολή -11%.

Ειδικότερα στον υποτομέα της παραγωγής και διάθεσης κρέατος, ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 2% ενώ τα μικτά αποτελέσματα κατά 2,1%. Η εικόνα αλλάζει σημαντικά όταν αναλύουμε τα λογιστικά αποτελέσματα του υποτομέα. Τα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων το 2015 ανήλθαν σε -6,8€ εκ σημαντικά βελτιωμένα όμως με τα αντίστοιχα του έτους 2014 (-21,2€ εκ.). Η εικόνα δεν αλλάζει σημαντικά για τα κέρδη χρήσης μετά φόρων τα οποία ανήλθαν σε -13,8€ εκ. το 2015 και -21,1€ εκ το 2014.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιρίας CRETA

FARM

6.1 Ιστορική Αναδρομή

Η Creta Farm αποτελεί μετεξέλιξη πολλών ατομικών κτηνοτροφικών επιχειρήσεων της οικογένειας Δομαζάκη, με έδρα το Ρέθυμνο της Κρήτης. Η ενασχόληση της οικογένειας με την κτηνοτροφία ξεκινά το έτος 1970, ενώ το έτος 1979 ενώνονται οι ατομικές κτηνοτροφικές επιχειρήσεις της οικογένειας. Το έτος 1987 δημιουργείται το τμήμα αλλαντικών. Η περίοδος 1993-2000 χαρακτηρίζεται από έντονη ανάπτυξη. Οι εγκαταστάσεις διπλασιάζονται σε μέγεθος. Παράλληλα η επιχείρηση αποκτά πρόσβαση και σε αγορές εκτός Κρήτης μέσω υποκαταστημάτων.

Το έτος 2001, η εταιρία κατοχυρώνει την ονομασία «Εν Ελλάδι» που αφορά αλλαντικά χαμηλών λιπαρών. Η εταιρία προέβη στην πρωτοποριακή ιδέα αφαίρεσης του ζωικού λίπους από τα αλλαντικά και ενσωμάτωσης σε αυτά, εξαιρετικού παρθένου ελαιολάδου. Με αυτόν τον τρόπο παρασκευάζεται αλλαντικό χαμηλών λιπαρών 0-3%, αλλά πλούσιο σε γεύση.

Το επόμενο έτος η εταιρία εξαγοράζει τις εγκαταστάσεις της εταιρίας «ΚΑΡΝΑ Α.Β.Ε.Ε.» στο Κρυονέρι Αττικής έκτασης 14,5 στρεμμάτων. Το ύψος της επένδυσης ανέρχεται σε € 26εκ.. Το έτος 2007 διεισδύει στην αμερικανική αγορά μέσω της συνεργασίας με την εταιρία Clemens Family Corporation. Το έτος 2010 επεκτείνεται στις αγορές της Σουηδίας, Δανίας και Ισπανίας. Τέλος το έτος 2011 συμφωνεί από κοινού με την Grandi Salumifici Spa την δραστηριοποίηση στην αγορά της Ιταλίας. Η συνεργασία αυτή είναι εξαιρετικά σημαντική, καθώς η ιταλική εταιρία αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες τροφίμων στην Ευρώπη. Το ίδιο έτος η εταιρία μετεξελίσσεται από εταιρία αλλαντικών σε εταιρία τροφίμων. Στο πλαίσιο αυτό συμφωνεί για την τυποποίηση και εξαγωγή ελαιολάδου στην Αυστραλία. Την τελευταία διαχειριστική χρήση, ο κύκλος εργασιών της επιχείρησης ανήλθε σε 108.115€ χιλ. αυξημένος κατά 10,22% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.

6.2 Δείκτες Ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας προσπαθούν να απεικονίσουν την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Στον Πίνακα 4 παρουσιάζεται η εξέλιξη των δεικτών γενικής και άμεσης ρευστότητας της επιχείρησης.

Πίνακας 4 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
88,89%	80,18%	71,74%	73,80%	72,31%	45,15%	63,94%	70,02%	61,67%	65,94%

Παρατηρούμε μία διαχρονική εξασθένηση της ρευστότητας της επιχείρησης. Το κυκλοφορούν ενεργητικό δεν επαρκεί για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το έτος 2013 παρατηρείται μία απότομη πτώση του δείκτη η οποία οφείλεται τόσο στην μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού όσο και στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και ιδιαίτερα του κονδυλίου των εμπορικών απαιτήσεων οφείλεται στον συμψηφισμό αμοιβαίων ανταπαιτήσεων μεταξύ αντισυμβαλλόμενων ανεξαρτήτως της αξίας συναλλαγής (από 01/01/2013 Κώδικας Φορολογικής Απεικόνισης Συναλλαγών) (Οικονομική Έκθεση Έτους 2013, 2014:38). Επιπλέον, η αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων οφείλεται στην αποπληρωμή ομολογιακού δανείου και μακροπρόθεσμου δανείου, τα οποία άλλαξαν κατηγοριοποίηση σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις το έτος 2013 (Οικονομική Έκθεση Έτους 2013, 2014:39).

Τα τελευταία έτη ο δείκτης κυμαίνεται στην περιοχή του 65%, παρουσιάζοντας μία σχετική σταθερότητα. Η ρευστότητα της επιχείρησης είναι εξαιρετικά σημαντικό μέτρο καθώς επηρεάζει τις συναλλαγές με τους προμηθευτές και την παραγωγική της λειτουργία. Σε αυτό το σημείο θα παρακολουθήσουμε τη σημαντικότητα των αποθεμάτων στην ρευστότητα της επιχείρησης, μελετώντας τον δείκτη άμεσης ρευστότητας. Ο δείκτης αυτός δεν περιλαμβάνει τα αποθέματα στον υπολογισμό του, τα οποία θεωρούνται τα πιο δύσκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Οι σχετικές τιμές του δείκτη άμεσης ρευστότητας παρουσιάζονται στον Πίνακα 5.

Πίνακας 5 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
57,85%	52,87%	51,66%	59,43%	56,76%	32,96%	36,80%	42,36%	35,48%	34,35%

Τα αποθέματα αποτελούν σημαντικό κομμάτι του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Οι τιμές του δείκτη μειώνονται σημαντικά. Το έτος 2017, τα πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού (απαιτήσεις, χρεόγραφα, διαθέσιμα) καλύπτουν το 34% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η εταιρία χρειάζεται βραχυπρόθεσμες πιστώσεις για να αντιμετωπίσει τις άμεσα απαιτητές υποχρεώσεις.

Επειδή οι δύο παραπάνω δείκτες αδυνατούν να εντοπίσουν τη ληκτότητα των απαιτήσεων και υποχρεώσεων, έχει προταθεί ο δείκτης χρονικής προστασίας ή αμυντικού χρονικού διαστήματος. Ο δείκτης παρουσιάζει το διάστημα ημερών στο οποίο μπορεί η επιχείρηση να ανταπεξέλθει εξυπηρετώντας τις λειτουργικές της δαπάνες χωρίς να απαιτείται η εισροή χρημάτων από παραγωγική δραστηριότητα. Παρατηρούμε στον Πίνακα 6 ότι η κατάσταση παρουσιάζεται καλύτερη.

Πίνακας 6 Δείκτης Χρονικής Προστασίας

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
155	147	169	216	193	111	104	119	115	92

Η επιχείρηση μπορεί να εξυπηρετήσει τις λειτουργικές της ανάγκες βασισόμενη στα εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού για διάστημα άνω των 3 μηνών. Βέβαια η πτωτική τάση του δείκτη παρουσιάζεται και σε αυτήν την περίπτωση.

6.3 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας είναι εξαιρετικά σημαντικοί, καθώς παρουσιάζουν τον βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού. Αρχικά, θα προσεγγίσουμε μέσω του δείκτη μέσου όρου παραμονής αποθεμάτων το χρονικό διάστημα που απαιτείται για την παρασκευή και πώληση των αποθεμάτων. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειώσουμε ότι ο κύκλος ζωής των προϊόντων είναι μεγάλος, καθώς η επιχείρηση αναλαμβάνει τόσο την εκτροφή όσο και τη διάθεση έτοιμων συσκευασμένων προϊόντων κρέατος. Από την άλλη πλευρά η διατήρηση των

προϊόντων συνεπάγεται κόστη συντήρησης, η οποία πρέπει να πληροί αυστηρά επίπεδα ποιότητας αλλά και κινδύνους απομείωσης εξαιτίας φθορών ή επιδημιών στα ζώντα βιολογικά περιουσιακά στοιχεία.

Ο δείκτης μέσου χρόνου παραμονής αποθεμάτων παρουσιάζεται στον Πίνακα 7.

Πίνακας 7 Δείκτης Μ.Ο. Παραμονής Αποθεμάτων

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
140	131	105	90	93	76	142	139	161	153

Η εταιρία κατάφερε να μειώσει σημαντικά τις ημέρες παραμονής, μέχρι και το έτος 2013. Αυτό είχε σημαντικές επιπτώσεις στα κόστη λειτουργίας και στη βελτίωση της ρευστότητας. Η αντίστροφη πορεία του δείκτη από το έτος 2014 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στις εξελίξεις στην αγορά των super market. Η εταιρία ήταν μεγάλος προμηθευτής της αλυσίδας Μαρινόπουλος. Το έτος 2015, ο κύκλος εργασιών που αφορούσε την Μαρινόπουλος ήταν 16,3% (Οικονομική Έκθεση Έτους 2017, 2018:6). Οι αλυσίδες super market αντιμετώπισαν σημαντικά προβλήματα με την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, ενώ η επιβολή των capital controls το έτος 2015 επιδείνωσε περαιτέρω την κατάσταση. Όλα τα παραπάνω μείωσαν την κυκλοφοριακή ταχύτητα και αύξησαν τον μέσο όρο ημερών από 76 ημέρες το 2013 στις 153 ημέρες το έτος 2017. Εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι ο δείκτης παρουσιάζει τις ημέρες μέχρι την πώληση, ενώ η είσπραξη έρχεται αργότερα. Τα έτη 2015, 2016 ο μεγάλος μέσος όρος ημερών οφείλεται και στην πτώση των πωλήσεων κατά 1,24% και 6,72% αντίστοιχα.

Ο επόμενος σημαντικός δείκτης είναι η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων. Ο δείκτης παρουσιάζει την μετατροπή της επί πιστώσει πώλησης σε ρευστά διαθέσιμα και συνδέεται άμεσα με την ρευστότητα της επιχείρησης. Στον Πίνακα 8 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη.

Πίνακας 8 Δείκτης Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
140	131	105	90	93	76	142	139	161	153

Το έτος 2013 αποτελεί σημείο καμψής για την επιχείρηση. Η επιδείνωση των τιμών του δείκτη, καθώς ουσιαστικά διπλασιάζεται το επόμενο έτος σχετίζεται σίγουρα με

τη δύσκολη οικονομική συγκυρία αλλά και τις εξελίξεις στο χώρο των super market. Η αύξηση των ημερών είσπραξης είναι αρκετά δυσάρεστη εξέλιξη καθώς επιβαρύνει τη ρευστότητα της επιχείρησης και αυξάνει τους κινδύνους απώλειας απαιτήσεων λόγω του χαρακτηρισμού τους ως επισφαλών. Το έτος 2017, υπάρχει βελτίωση του δείκτη στις 153 ημέρες συγκριτικά με τις 161 ημέρες του προηγούμενου έτους. Παρόλα αυτά οι τιμές είναι μεγαλύτερες σε σχέση με όλα τα παλαιότερα, προ του 2013 έτη.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η εταιρία επωμίστηκε σημαντικό κόστος από την έκθεσή της στην αλυσίδα Μαρινόπουλος. Το έτος 2016 προχώρησε σε διαγραφή 4,4€ εκ. και είσπραξη περίπου 4€ εκ. μετά από δικαστική απόφαση (Οικονομική Έκθεση Έτους 2017, 2018:6). Ουσιαστικά η παραπάνω εξέλιξη αποτελεί απώλεια κατά 50% των απαιτήσεων έναντι της αλυσίδας.

Οι παραπάνω τιμές των δύο δεικτών συνεπάγονται μεγάλο, σε χρονικό διάστημα, λειτουργικό κύκλο. Ο λειτουργικός κύκλος αποτελεί το άθροισμα, σε ημέρες, των δύο παραπάνω δεικτών. Η επιχείρηση χρειάζεται περίπου 300 ημέρες για να δημιουργήσει και να εισπράξει μία απαίτηση.

Πολλές επιχειρήσεις προσπαθούν να μετακυλήσουν το κόστος αναμονής μέχρι την είσπραξη στους προμηθευτές. Ουσιαστικά προσαρμόζουν ανάλογα τον μέσο όρο ημερών μέχρι την αποπληρωμή των υποχρεώσεών τους. Για το σκοπό αυτό υπολογίστηκε ο δείκτης μέσου όρου αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και παρουσιάζεται στον Πίνακα 9.

Πίνακας 9 Δείκτης Μ.Ο. Αποπληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
219	212	258	321	310	160	154	189	229	240

Η επιχείρηση ακολουθεί την αρχή της χρηματοοικονομικής αντιστοιχίας. Οι ημέρες αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ακολουθούν επίσης αυξητική πορεία. Με αυτόν τον τρόπο η επιχείρηση αποφεύγει τα προβλήματα ρευστότητας.

Ωστόσο η καθυστέρηση στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων συνεπάγεται, πολλές φορές, επιβάρυνση με τόκους και δυσκολία ανεύρεσης πρόθυμων προμηθευτών για συνεργασία. Τα προβλήματα ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος επιβαρύνουν όλο το πλέγμα των επιχειρηματικών σχέσεων, πελατών και προμηθευτών.

Ο κύκλος ρευστότητας παρακολουθεί το χρονικό διάστημα για το οποίο η επιχείρηση χρειάζεται πραγματικά χρηματοδότηση. Αποτελεί το αλγεβρικό άθροισμα του μέσου όρου παραμονής αποθεμάτων και απαιτήσεων αφαιρούμενου του αντίστοιχου μέσου όρου αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 10

Πίνακας 10 Κύκλος Ρευστότητας

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
38	12	-4	-16	-17	20	84	64	44	0

Τα έτη 2010-2012 η επιχείρηση ουσιαστικά κάλυπτε τις χρηματοδοτικές ανάγκες μέσω των προμηθευτών καθώς η χορήγηση πίστωσης ξεπερνούσε σε διάστημα το αντίστοιχο της παραγωγής και διάθεσης των προϊόντων. Από το έτος 2013 και έπειτα ο κύκλος αυξάνει, αποτέλεσμα λογικά της επιδείνωσης των συνθηκών του τραπεζικού συστήματος και της αδυναμίας των προμηθευτών να χορηγούν μεγάλα διαστήματα πίστωσης. Ωστόσο, η επιχείρηση κατάφερε ίσως μέσω της αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου προμηθευτών, να μειώσει σταδιακά το διάστημα ημερών και το έτος 2017 να το μηδενίσει.

Στη συνέχεια θα μελετηθεί η αποτελεσματική χρησιμοποίηση των παγίων αλλά και του συνολικού ενεργητικού. Αυτό επιτυγχάνεται με τη μελέτη των αντίστοιχων κυκλοφοριακών ταχυτήτων, όπου συγκρίνεται το ύψος των πωλήσεων σε σχέση με την αντίστοιχη δέσμευση πόρων.

Ο Πίνακας 11 παρουσιάζει την κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων για την υπό μελέτη περίοδο 2008-2017.

Πίνακας 11 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
76,99%	78,87%	73,53%	71,60%	67,04%	73,05%	89,99%	90,31%	84,13%	90,93%

Η επιχείρηση καταφέρνει να βελτιώνει την αποδοτική χρήση των παγίων στοιχείων. Η αξία των ετήσιων πωλήσεων προσεγγίζει την συνολική αξία των παγίων στοιχείων του ενεργητικού.

Για την καλύτερη μελέτη του δείκτη θα παρατεθεί και η εξέλιξη του κύκλου εργασιών του ομίλου, στον Πίνακα 12

Πίνακας 12 Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
-0,23%	-4,71%	-0,86%	-9,86%	2,41%	15,31%	-1,24%	-6,72%	10,47%

Η πτώση του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων, το έτος 2012, οφείλεται στη μείωση των πωλήσεων κατά 9,86%. Στη συνέχεια η αύξηση των πωλήσεων βελτιώνει τις τιμές του δείκτη τα έτη 2013 και 2014. Στα ίδια έτη μειώθηκε σημαντικά και η συνολική αξία των παγίων στοιχείων. Από τη μελέτη των οικονομικών καταστάσεων προκύπτει ότι υπήρξε σημαντική μείωση των κτιρίων, μηχανημάτων και των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης (άυλων στοιχείων) μέσω απομειώσεων, σύμφωνα με τα οριζόμενα στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα 16 και 36. Στις 31/12/2014 αναπροσαρμόστηκε η αξία οικοπέδων και κτιρίων, με αύξηση της αξίας τους (Οικονομική Έκθεση 2014, 2015:45). Η προσαρμογή των αξιών των παγίων σε σύγχρονα δεδομένα οδήγησε στην αύξηση των τιμών του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων, παρόλη τη μείωση των πωλήσεων τα έτη 2015-2016. Τέλος, η σημαντική αύξηση των πωλήσεων το έτος 2017 οδήγησε στη διαμόρφωση του δείκτη στο εξαιρετικά ικανοποιητικό ποσοστό του 91%.

Οι αντίστοιχες τιμές για τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας συνολικού ενεργητικού παρουσιάζονται στον Πίνακα 13.

Πίνακας 13 Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
52,19%	54,78%	49,95%	45,26%	44,16%	55,35%	62,49%	60,92%	57,40%	63,74%

Τα ποσοστά κυκλοφοριακής ταχύτητας από το έτος 2008 έως και το 2012 παρουσιάζουν κάμψη. Σε σύγκριση με τα παραπάνω, προκύπτει υπερ-επένδυση σε κυκλοφορούντα στοιχεία η οποία σε συνδυασμό με την αρνητική εξέλιξη των πωλήσεων ιδιαίτερα το έτος 2012 παρουσιάζει μία εικόνα μη αποτελεσματικής χρήσης των διαθέσιμων πόρων για την επίτευξη πωλήσεων. Η εικόνα αλλάζει σημαντικά το έτος 2013 και ο δείκτης βελτιώνεται σημαντικά. Η διοίκηση της

επιχείρησης βελτίωσε σημαντικά την αποτελεσματική χρήση όλων των διαθέσιμων πόρων για την επίτευξη πωλήσεων.

6.4 Δείκτες Αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας παρουσιάζουν την αποδοτική λειτουργία της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα κρίνεται αφενός από το αποτέλεσμα της δραστηριότητας (κέρδη / ζημιές) και αφετέρου από τους δεσμευόμενους πόρους για την επίτευξή του.

Ο πιο γνωστός δείκτης αποδοτικότητας είναι ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους. Ο Πίνακας 14 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του δείκτη για την Creta Farm.

Πίνακας 14 Μικτό Περιθώριο Κέρδους

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
44,64%	47,87%	38,25%	36,99%	35,74%	43,70%	47,28%	45,44%	47,53%	46,96%

Για την καλύτερη εξαγωγή συμπερασμάτων θα παραθέσουμε την ταυτόχρονη εξέλιξη των πωλήσεων και του κόστους πωληθέντων, των δύο μεταβλητών που ορίζουν το μικτό περιθώριο κέρδους, στον Πίνακα 15.

Πίνακας 15 Εξέλιξη Πωλήσεων – Κόστους Πωλήσεων

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
-0,23%	-4,71%	-0,86%	-9,86%	2,41%	15,31%	-1,24%	-6,72%	10,47%
-6,05%	12,88%	1,15%	-8,07%	-10,27%	7,97%	2,21%	-10,28%	11,66%

Παρατηρούμε ότι η επιχείρηση επιτυγχάνει σωστή διαχείριση του κόστους παραγωγής. Στα περισσότερα έτη η αύξηση του κόστους είναι δυσανάλογα μικρότερη σε σχέση με την αύξηση των πωλήσεων. Εξάίρεση αποτελεί το έτος 2010, όπου η μείωση των πωλήσεων συνοδεύτηκε από αύξηση του κόστους με αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση του μικτού περιθωρίου κέρδους κατά 10% περίπου. Τα έτη 2011, 2012 παρουσιάζουν σταθερότητα, ωστόσο το μικτό περιθώριο κέρδους είναι μικρό για να καλύψει τις υπόλοιπες δαπάνες. Η καταγραφή ζημιών ως λογιστικό αποτέλεσμα ήταν αναπόφευκτη (2011: -8.011€ χιλ 2012: -9.889€ χιλ.).

Η αλματώδης αύξηση του μικτού περιθωρίου το έτος 2013 στο 43,7% ήταν αποτέλεσμα της αύξησης των πωλήσεων αλλά κυρίως της σημαντικής μείωσης του

κόστους. Τα καθαρά αποτελέσματα της χρήσης 2013 ήταν ζημίες εξαιτίας γεγονότων που δεν οφείλονταν στην παραγωγική δραστηριότητα. Η επιχείρηση προχώρησε σε σημαντικές απομειώσεις αποθεμάτων, άυλων περιουσιακών στοιχείων και αυξημένων προβλέψεων για υποτίμηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (απαιτήσεων) (Οικονομική Έκθεση Έτους 2013, 2014:60, 67). Από το έτος 2013 και έπειτα ο δείκτης παρουσιάζει διαχρονική σταθερότητα εξαιτίας της συνετής διαχείρισης του κόστους. Τα τελευταία τρία έτη το μικτό περιθώριο σταθεροποιείται στο 47% οδηγώντας σε βελτιωμένα αποτελέσματα εκμετάλλευσης.

Το καθαρό λογιστικό αποτέλεσμα αφορά τόσο τους μετόχους, όσο και τους πιστωτές της επιχείρησης. Η επίτευξη καθαρών κερδών είναι το ζητούμενο από όσους επένδυσαν στην επιχείρηση διότι συνδέεται άμεσα με τη βιωσιμότητα της επιχείρησης. Η εξέλιξη του καθαρού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζεται στον Πίνακα 16.

Πίνακας 16 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1,23%	1,39%	0,01%	-8,69%	-11,9%	-27,6%	-2,53%	-2,92%	-7,14%	0,07%

Το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον επηρέασε σημαντικά την επιχείρηση. Η κορύφωση της κρίσης τα έτη 2011-2013 οδήγησε την επιχείρηση στην καταγραφή σημαντικών ζημιών. Αυτή ήταν συνδυασμένο αποτέλεσμα τόσο των μειωμένων πωλήσεων, όσο και της προσαρμογής των περιουσιακών στοιχείων στα πραγματικά πλέον δεδομένα, μέσω απομειώσεων. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειώσουμε ότι η εφαρμογή των ΔΛΠ βοήθησε σημαντικά στην όσο το δυνατόν προσαρμογή της οικονομικής θέσης της επιχείρησης στο δυσμενές οικονομικό περιβάλλον. Η υιοθέτηση του ιστορικού κόστους θα είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική υπερεκτίμηση πολλών περιουσιακών στοιχείων. Από τα έτη 2014 και έπειτα η επιχείρηση συνεχίζει να καταγράφει ζημίες με την εξαίρεση του έτους 2017 όπου υπάρχει η καταγραφή ελάχιστου θετικού αποτελέσματος μετά από 6 έτη συνεχών ζημιών. Η επιχείρηση προσπαθεί να αντιστρέψει τις αρνητικές εξελίξεις και σε σημαντικό βαθμό δείχνει να τα καταφέρνει.

Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν δύο ακόμη δείκτες απόδοσης στις αναλύσεις των εταιριών. Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE – Return on

Equity) και η αποδοτικότητα ενεργητικού (ROA – Return on Assets) παρουσιάζουν με ποσοστιαίο τρόπο την απόδοση που επιτυγχάνουν μέτοχοι και πιστωτές (συνολικά) αντίστοιχα. Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί σημαντική μεταβλητή για την επιλογή της μετοχής από εν δυνάμει επενδυτές, αλλά και κριτήριο για τη συνέχιση διακράτησης από μετόχους. Η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη παρουσιάζεται στον Πίνακα 17.

Πίνακας 17 Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1,79%	2,04%	0,01%	-15,5%	-27,0%	-151,3%	-13,2%	-20,5%	-78,9%	0,77%

Η απόδοση των κεφαλαίων των μετόχων είναι μικρή από την αρχική περίοδο αναφοράς. Τα έτη της χρηματοοικονομικής κρίσης οι μέτοχοι είδαν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις στα δεσμευμένα κεφάλαιά τους. Μόλις το έτος 2017 η επιχείρηση κατάφερε να έχει θετική απόδοση για τους κατόχους των ιδίων κεφαλαίων της ίση με 0,77%. Η απόδοση αυτή είναι συγκριτικά χαμηλότερη με άλλες επενδύσεις ακόμα και μικρότερου κινδύνου (ομόλογα κρατών). Το ζητούμενο για την επιχείρηση είναι η βελτίωση του δείκτη ώστε να μπορέσει να προσελκύσει περισσότερους επενδυτές οι οποίοι επιδιώκουν αυξημένες αποδόσεις.

Η μελέτη του αντίστοιχου δείκτη για το σύνολο των πιστωτών (μετόχων και τρίτων) παρουσιάζεται στον Πίνακα 18.

Πίνακας 18 Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
0,64%	0,76%	0,00%	-3,93%	-5,25%	-15,26%	-1,58%	-1,78%	-4,10%	0,04%

Οι τιμές του δείκτη παρουσιάζουν την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Ο δείκτης βελτιώνεται σταδιακά, μετά τις αρνητικές εξελίξεις των ετών 2011-2013.

6.5 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Οι δείκτες αυτής της ομάδας παρουσιάζουν τη σχέση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Η σχέση αυτή πρέπει να χαρακτηρίζεται από ισορροπία, αν και δεν υπάρχει συγκεκριμένη τιμή που να προτείνεται ως άριστη. Η εξάρτηση της

επιχείρησης από ξένα κεφάλαια προσθέτει επικινδυνότητα στα αποτελέσματά της καθώς οι περίοδοι οικονομικής κρίσης τη βρίσκουν εκτεθειμένη. Οι σταθερές πληρωμές τόκων πρέπει να γίνονται ανεξαρτήτως οικονομικού αποτελέσματος. Από την άλλη πλευρά η υιοθέτηση ιδίων κεφαλαίων για χρηματοδότηση αποτελεί «ακριβή» λύση, καθώς οι μέτοχοι ζητούν μεγαλύτερη απόδοση στα κεφάλαιά τους σε σχέση με τους πιστωτές.

Το μερίδιο των ξένων κεφαλαίων στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης παρακολουθείται από τον δείκτη δανειακής κάλυψης. Η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη παρουσιάζεται στον Πίνακα 19.

Πίνακας 19 Δείκτης Δανειακής Κάλυψης

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
58,03%	56,48%	61,34%	69,09%	74,48%	83,91%	82,72%	86,41%	91,02%	90,94%

Η σχετικά ισορροπημένη εικόνα των πρώτων ετών 2008-2010 αλλάζει σταδιακά. Τα ξένα κεφάλαια (δάνεια και πιστώσεις) αποτελούν τη σημαντικότερη πηγή κεφαλαίων για την επιχείρηση. Αυτό προσδίδει αυξημένους κινδύνους. Η οικονομική κρίση που συνεχίζει να επικρατεί στη χώρα δυσχεραίνει την επίτευξη κερδών, καθώς οι τόκοι για την εξυπηρέτηση του χρέους απορροφούν σημαντικούς πόρους.

Η αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων παρουσιάζεται στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Ο Πίνακας 20 είναι αποκαλυπτικός της εξάρτησης της επιχείρησης από φορείς ξένων κεφαλαίων.

Πίνακας 20 Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
161%	151%	186%	271%	382%	832%	689 %	994%	1753%	1636%

Το έτος 2013 είναι σημείο καμπής. Η επιχείρηση προχώρησε στη σύναψη ομολογιακού δανείου ύψους 3€ εκ. για την κάλυψη των υποχρεώσεων της (Οικονομική Έκθεση Έτους 2013, 2014:5). Η περαιτέρω επιδείνωση του δείκτη το έτος 2016 οφείλεται στη σημαντική μείωση των ιδίων κεφαλαίων εξαιτίας των σωρευμένων ζημιών και της ταυτόχρονης αύξησης των ξένων κεφαλαίων (+2,83%). Η επιχείρηση είναι υπερ-δανεισμένη. Στις οικονομικές καταστάσεις περιγράφεται η προβληματική κατάσταση ως εξής «Ο όμιλος συμφώνησε με τα πιστωτικά ιδρύματα,

συμμετέχοντες στο Κοινό Ομολογιακό Δάνειο, την αναδιοργάνωση των δανειακών υποχρεώσεων. Η αναδιοργάνωση αφορά κυρίως στη μετάθεση δόσεων κεφαλαίου λόγω της ζημίας η εταιρία μετά την κατάρρευση του Ομίλου Μαρινόπουλου. Η συμφωνία αφορά το Κοινό Ομολογιακό Δάνειο καθώς και το μακροπρόθεσμο δανεισμό του Ομίλου» (Οικονομική Έκθεση Έτους 2017, 2018:6).

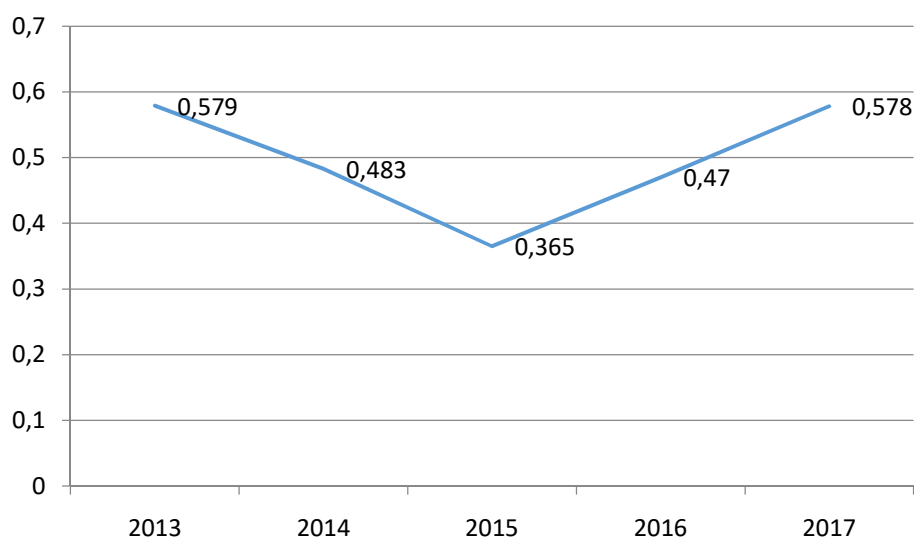
Άλλος ένας δείκτης είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων από τα κέρδη. Η επιχείρηση κατέγραψε ζημίες τα έτη 2011-2016, επομένως δεν ήταν σε θέση να καλύψει τις πληρωμές τόκων σε αυτά τα έτη από το επιτευχθέν αποτέλεσμα. Τα κέρδη προ φόρων της τελευταίας χρήσης ανέρχονται σε 67€ χιλ. και υπολείπονται κατά πολύ από τις αντίστοιχες χρονικά υποχρεώσεις πληρωμής τόκων οι οποίες ανέρχονται σε 7.587€ χιλ..

Είναι φανερό ότι η επιχείρηση δεν διαθέτει περιθώρια περαιτέρω δανεισμού, καθώς η έκθεσή της είναι ιδιαίτερα αυξημένη. Η διοίκηση κατάφερε επιτυχώς να στραφεί σε ευρωπαϊκές πηγές κεφαλαίων για να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξή της. Στις 11/05/2016 υπέγραψε συμφωνία χρηματοδότησης 15€ εκ. πενταετούς διάρκειας με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Τα κεφάλαια αυτά θα χρηματοδοτήσουν αποκλειστικά το πρόγραμμα έρευνας και ανάπτυξης της επιχείρησης και την επέκτασή της στις διεθνείς αγορές (Οικονομική Έκθεση Έτους 2016, 2017:8).

6.6 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες μελετούν την πορεία της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και τη μερισματική πολιτική. Η επιχείρηση δεν προέβη στη διανομή μερίσματος από το έτος 2010 μέχρι και το έτος 2017. Αυτό ήταν αποτέλεσμα των καταγεγραμμένων ζημιών και της έλλειψης ρευστότητας της επιχείρησης. Τα έτη 2008, 2009 η επιχείρηση ακολούθησε σταθερή μερισματική πολιτική διανέμοντας σχεδόν σταθερό ποσό (2009: 649€ χιλ και 2008:619€ χιλ) που αντιστοιχούν σε 0,02€ ανά μετοχή.

Ακολουθεί η πορεία της τιμής της μετοχής στο Διάγραμμα 2. Η πηγή των δεδομένων είναι η ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας Ναυτεμπορική.



Διάγραμμα 2 Εξέλιξη Τιμής Μετοχής

Εάν εξαιρέσουμε την τιμή της μετοχής το έτος 2015, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει διαχρονική σταθερότητα. Αυτό οφείλεται στη μικρή διασπορά και στο μειωμένο όγκο συναλλαγών. Το έτος 2015 (έτος επιβολής capital controls) ήταν δύσκολο για όλη τη χρηματιστηριακή αγορά και δεν θα μπορούσε να μείνει ανεπηρέαστη η τιμή της μετοχής.

Ο δείκτης P/E τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή είναι επίσης ένας ευρέως χρησιμοποιούμενος επενδυτικός δείκτης. Για το έτος 2017 που η εταιρία παρουσίασε κέρδη, η τιμή του δείκτη είναι:

$$\frac{P}{E} = \frac{0.578}{0.0185} = 31.24$$

Οι μέτοχοι πληρώνουν 31 φορές παραπάνω τα κέρδη ανά μετοχή για να την αποκτήσουν. Η τιμή αυτή είναι εξαιρετικά αυξημένη και μπορεί να σημαίνει αφενός ότι η επένδυση είναι ακριβή επιλογή, αφετέρου ότι η εταιρία διαθέτει σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : Συμπεράσματα

Η παρούσα διατριβή χρησιμοποιεί χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες για να αξιολογήσει την εταιρία Creta Farm που δραστηριοποιείται στον κλάδο τροφίμων. Μετά την παρουσίαση του θεωρητικού υπόβαθρου μέσω του οποίου θα γίνει η αξιολόγηση της επιχείρησης (Κεφάλαια 1-3), ακολουθεί μία παρουσίαση των αποτελεσμάτων του κλάδου.

Ο κλάδος τροφίμων και ποτών κατέχει εξέχουσα θέση στο δευτερογενή τομέα παραγωγής της χώρας μας. Είναι ο σημαντικότερος κλάδος τόσο σε όρους αριθμών επιχειρήσεων όσο και όρους απασχόλησης εργατικού δυναμικού. Παρόλο που τα προϊόντα που παράγει έχουν ανελαστική ζήτηση, ο κλάδος αντιμετώπισε μείωση των πωλήσεων και αύξηση ζημιών τα έτη της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα. Το συνεχώς επιδεινούμενο επιχειρηματικό περιβάλλον επηρέασε σημαντικά τους καταναλωτές και στη συνέχεια τους κυριότερους πελάτες του κλάδου, τα super market. Η πτώχευση του ομίλου Μαρινόπουλου και η αθέτηση σημαντικού μεριδίου των υποχρεώσεών του, επηρέασε σημαντικά πολλές επιχειρήσεις, όπως και την Creta Farm.

Από τη μελέτη των αριθμοδεικτών διαφαίνονται σημαντικές αδυναμίες της επιχείρησης. Αρχικά, η Creta Farms αντιμετωπίζει σημαντικά προβλήματα ρευστότητας. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις υπερβαίνουν σημαντικά το κυκλοφορούν ενεργητικό. Η εικόνα επιδεινώνεται περαιτέρω εάν δεν υπολογίσουμε την αξία των δύσκολα ρευστοποιήσιμων αποθεμάτων. Στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις της επιχείρησης των ετών 2016,2017 αναφέρεται ότι προχώρησε σε συμφωνία με τις πιστώτριες τράπεζες, ώστε να μπορέσει να αντιμετωπίσει το πρόβλημα. Από τη μελέτη των δεικτών ρευστότητας προκύπτει ότι ένας τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος, μέχρι την οριστική επίτευξη συμφωνίας με τις

τράπεζες (σχετική ανακοίνωση 15/03/2018¹), ήταν η παράλληλη επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των προμηθευτών. Η έλλειψη πρόσβασης σε χρηματοδότηση εξαιτίας της δυσλειτουργίας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και του υπερ-δανεισμού δεν άφησε άλλα περιθώρια στη διοίκηση της επιχείρησης.

Η διοίκηση της επιχείρησης καταβάλλει σημαντικές προσπάθειες αποδοτικής χρήσης των διαθέσιμων πόρων. Οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων και ενεργητικού συνηγορούν προς αυτήν την κατεύθυνση. Τα μικτά περιθώρια κέρδους βελτιώθηκαν σημαντικά εξαιτίας της συγκράτησης ή και μείωσης του κόστους πωλήσεων.

Η επένδυση σε κυκλοφορούντα στοιχεία είναι σημαντική, κυρίως σε αποθέματα και απαιτήσεις. Η μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων είναι μεγάλη, οφείλεται πάντως ως ένα βαθμό στην παραγωγή βιολογικών περιουσιακών στοιχείων η οποία είναι χρονοβόρα. Ανησυχητική είναι η πορεία του δείκτη είσπραξης απαιτήσεων. Οι μέρες είναι αυξημένες και επιβαρύνουν τα προβλήματα ρευστότητας της επιχείρησης. Από τη μελέτη των οικονομικών εκθέσεων προκύπτει ότι η εταιρία προσπαθεί να βελτιώσει τις χρηματοροές της μέσω χρήσης εργαλείων εμπορίας απαιτήσεων. Σύμφωνα με την έκθεση οικονομικού έτους 2017, το 90% των απαιτήσεων εξασφαλίζεται μέσω εταιρίας factoring (Οικονομική Έκθεση Έτους 2017, 2018:10). Ωστόσο, αυτά τα εργαλεία συνεπάγονται επιπλέον χρηματοοικονομικό κόστος. Τέλος, η πιθανότητα επισφαλειών είναι θετική συνάρτηση του αυξημένου χρόνου αποπληρωμής απαιτήσεων. Ενδεικτική είναι η εξέλιξη με τον Όμιλο Μαρινόπουλο, ο οποίος ήταν σημαντικός πελάτης της επιχείρησης (16% του κύκλου εργασιών) και η πτώχευσή του οδήγησε σε απομείωση απαιτήσεων της τάξης των 4,4€ εκ.(50% των συνολικών απαιτήσεων).

Η μελέτη των δεικτών χρηματοοικονομικής διάρθρωσης παρουσιάζει το κυριότερο πρόβλημα της επιχείρησης. Ο όμιλος εξαρτάται υπερβολικά από τη χρηματοδότηση ξένων κεφαλαίων. Οι επενδύσεις όλων των ετών μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων χρηματοδοτήθηκαν αποκλειστικά από ξένα κεφάλαια. Ίσως η διοίκηση της επιχείρησης θέλει να διατηρήσει τον έλεγχο της εταιρίας και δεν αποφάσισε την αύξηση συμμετοχής ιδιωτών στο μετοχικό της κεφάλαιο. Ο υπερ-δανεισμός της εταιρίας προκαλεί σημαντικά προβλήματα ρευστότητας και δεν αφήνει περιθώρια

¹ <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/1330526/kreta-farm-abee-anakoinosi-gia-symfonia-me-tis-4-systimikes-trapezes>

εκμετάλλευσης νέων επενδυτικών ευκαιριών. Ωστόσο, η διοίκηση, αποδεικνύοντας την αποτελεσματικότητά της, κατόρθωσε να ενταχθεί σε νέο πενταετές χρηματοδοτικό πρόγραμμα από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (πακέτο επενδύσεων Juncker). Η απορρόφηση σημαντικών χρηματικών πόρων για την εξυπηρέτηση των δανείων δεν αφήνει πολλά περιθώρια για επίτευξη θετικών λογιστικών αποτελεσμάτων. Επιπλέον, η εξάρτηση της εταιρίας από ξένα κεφάλαια αυξάνει την επικινδυνότητα των λογιστικών αποτελεσμάτων, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Η τιμή της μετοχής δεν φαίνεται να επηρεάζεται σημαντικά από τις εξελίξεις. Αυτό οφείλεται στη μικρή διασπορά και εμπορευσιμότητα.

Από τη μελέτη των ετήσιων εκθέσεων καταγράφεται η επιθυμία της επιχείρησης να διεισδύσει σε ξένες αγορές. Προφανώς η πολιτική αυτή αποσκοπεί στη διαφοροποίηση του κινδύνου από τις εγχώριες οικονομικές εξελίξεις. Παρόλα αυτά από τη μελέτη της γεωγραφικής διάρθρωσης των πωλήσεων το έτος 2017, το συντριπτικό ποσοστό των πωλήσεων προέρχεται ακόμα από την εγχώρια αγορά (98% Ελλάδα και 1% στην Κύπρο).

Ολοκληρώνοντας αυτήν τη διατριβή και εάν θα ήθελε κάποιος να συνοψίσει μία δέσμη προτάσεων για την επιχείρηση, θα επικεντρωνόταν αρχικά στη διαχείριση του προβλήματος ρευστότητας. Η αναδιάρθρωση του χρέους και η μετάθεση πληρωμών κεφαλαίου στο μέλλον κρίνεται απαραίτητη ώστε να μπορέσουν να απελευθερωθούν πόροι για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Ο προσανατολισμός στο εξωτερικό είναι σωστή στρατηγική διαφοροποίησης κινδύνου, αλλά πρέπει να πάρει πιο έντονα χαρακτηριστικά, καθώς η επιχείρηση βασίζεται –σε όρους πωλήσεων- σχεδόν αποκλειστικά στην ελληνική αγορά. Τέλος, η επιχείρηση πρέπει να προχωρήσει σε προσέλκυση νέων ιδιωτικών κεφαλαίων ώστε να μεταβληθεί η εξαιρετικά δυσμενής αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αθανασόπουλος Κ., Γεωργόπουλος Α., Μπέλας Α., (2008). «Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πατρών
- Ευθύμογλου Π. και Οικονόμου Γ. (1992). «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης», Θεσσαλονίκη.
- Νιάρχος Ν. (2004). «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλη.
- Altman E.I (1968) “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, 23 (4) 589 – 609.
- Altman E.I., Marco G., Varetto F. (1994) “Corporate distress diagnosis: comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience)”, *Journal of Banking and Finance* 3 (18) 505–529
- Barnes P. (1987) “The analysis and use of financial ratios: a review article”, *Journal of Business Finance and Accounting* (14) 449-461.
- Beneish, M. D. (1999) “The detection of earnings manipulation”, *Financial Analysts Journal*, 55, 24–36.
- Boillat P., Skowronski N., Tuchschimid N. (2002) “Cluster analysis: application to sector indices and empirical validation”, *Financial Market Portfolio Management* (12) 467–486.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2005) “Principles of corporate finance”, (8th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham E. and Weston F. (1986). «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση.
- Capece G., Cricellib L., Di Pillo F. (2010) “A cluster analysis study based on profitability and financial indicators in the Italian gas retail market”, *Energy Policy* (38) 3394–3402

Dalnial, H., Kamaluddin, A., Sanusi, Z. M., & Khairuddin, K. S. (2014) "Accountability in financial reporting: detecting fraudulent firms" *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 145, 61–69.

Elliott B, Elliott J. (2011) "Financial Accounting and Reporting", fourteenth ed., Prentice Hall Financial Times, London

Edmister R.O. (1972) "Financial ratios as discriminante predictors of small business failure", *Journal of Finance* (27) 139–140.

Fabozzi F. and Drake P. (2012). "Analysis of Financial Statements", John Wiley and Sons.

Fanning, K. M., & Cogger, K. O. (1998) "Neural network detection of management fraud using published financial data". *Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 7, 21–41.

Feroz, E. H., Kwon, T. M., Pastena, V. S., & Park, K. (2000) "The efficacy of red flags in predicting the SEC's targets: an artificial neural networks approach", *Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 9, 145–157.

Frecka T.J., Lee C.F. (1983) "Generalized financial ratio adjustment processes and their implications", *Journal of Accounting* 1 (21) (1983) 308–316.

Fridson M., Alvarez F. (2002) "Financial Statement Analysis: a Practitioner's Guide", 3th ed., John Wiley & Sons, New York

Gaganis, C. (2009) "Classification techniques for the identification of falsified financial statements: a comparative analysis", *Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 16, 207–229.

Healy P.M., Palepu K.G. (2012) "Business Analysis Valuation: using Financial Statements", fifth ed., Cengage Learning, Mason

Horrigan J. (1968). "A short history of financial ratio analysis, *Account. Rev.* 2 (43) 284–294.

Ishibashi K., Iwasaki T., Otomasa S., Yada K. (2016) "Model selection for Financial Statement Analysis: Variable selection with data mining technique", *Procedia Computer Science* 96 1681-1690.

- Kaminski, K. A., Wetzel, T. S., & Guan, L. (2004) "Can financial ratios detect fraudulent financial reporting?", *Managerial Auditing Journal*, 1, 15–28.
- Kanapickiene R. and Grundiene Z. (2015) "The model of Fraud Detection in Financial Statements my means of Financial Ratios", *Procedia Social Behavioral Sciences* 213 321-327.
- Kirkos, E., Spathis, Ch., & Manolopoulos, Y. (2007) "Data mining techniques for the detection of fraudulent financial statements", *Expert Systems with Applications*, 32, 995–1003.
- Laurent C.R. (1979) "Improving the efficiency and effectiveness of financial ratio analysis", *Journal of Business Finance and Accounting* (6) (1979) 401–413.
- Lenard, M. J., & Alam, P. (2009) "An historical perspective on fraud detection: from bankruptcy models to most effective indicators of fraud in recent incidents", *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 1, 1–27.
- McDonald B., Morris M.H. (1984) "The statistical validity of the ratio method in financial analysis: an empirical examination", *Journal of Business Finance and Accounting* 1 (11) 89–97
- Mousa G.A. (2015) "Financial ratios versus data envelopment analysis: the efficiency assessment of banking sector in Bahrain Bourse", *International Journal of Business Statistics Analysis* (2) 75–84.
- Ou J. A. and Penman S. H. (1989) "Financial statement analysis and the prediction of stock returns", *Journal of Accounting and Economics* 11 (4): 295-329
- Perols, J. (2011) "Financial Statement Fraud Detection: An Analysis of Statistical and Machine Learning Algorithms", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30, 19–50.
- Persons, O. (1995) "Using financial statement data to identify factors associated with fraudulent financing reporting" *Journal of Applied Business Research*, 11, 38–46.
- Ravisankar, P., Ravi, V., Raghava R. G., & Bose, I. (2011) "Detection of financial statement fraud and feature selection using data mining techniques", *Decision Support Systems*, 50, 491–500.
- Salmi T., Dahlstedt R., Luoma M., Laakkonen A. (1986) "Financial ratio variability and industry classification", *Finnish Journal of Business Economics* (35) 333–356.

Sheridan T., Keown A., Martin J. (2015). «Χρηματοοικονομική Διαχείριση. Αρχές και Εφαρμογές», Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση.

Simak P.C. (1997) “DEA Based Analysis of Corporate Failure”, Master Degree Dissertation, University of Toronto

Simak P.C. (2000) “Inverse and Negative DEA and Their Application to Credit Risk Evaluation”, PhD Thesis University of Toronto.

Soffer, L. C., & Soffer, R. J. (2003) “Financial statement analysis: A valuation approach”, Pearson/Prentice Hall.

Song X. P., Hu Z. H., Du J. G., & Sheng Z. H. (2014) “Application of Machine Learning Methods to Risk Assessment of Financial Statement Fraud: Evidence from China”, *Journal of Forecasting*, 33, 611–626.

Spathis, Ch., Doumpos, M., & Zopounidis, C. (2002) “Detecting falsified financial statements: a comparative study using multicriteria analysis and multivariate statistical techniques”, *European Accounting Review*, 11, 509–535.

Stice, J. D. (1991) “Using Financial and Market Information to Identify Pre-Engagement Factors Associated with Lawsuits against Auditors”, *The Accounting Review*, 66, 516-533.

Taffler R.J.(1982) “ Forecasting company failure in the UK using discriminant analysis and financial ratio data”, *Journal of R.Statistics* (145) 342–358.

Wells, J. T. (1997) “Occupational fraud and abuse”, Austin, TX: Obsidian Publishing.

Wild J.J., Subramanyam K.R. (2008) “Financial Statement Analysis”, tenth ed., McGraw-Hill, New York

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

14.1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

Ποσά σε χιλ. €	Σημειώσεις	Όμιλος	
		31/12/2017	31/12/2016
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	15.6	87.780	89.234
Αυλα περιουσιακά στοιχεία	15.7	11.468	7.697
Υπεροξία	15.8	8.947	8.947
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	15.9	-	-
Λοιπές επενδύσεις	15.10	513	518
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	15.11	1.138	1.073
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία		109.846	107.469
Περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	15.12	8.227	7.709
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	15.13	6.034	5.815
Αποθέματα	15.14	8.183	7.734
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	15.15	10.000	12.028
Λοιπές απαιτήσεις	15.15	14.131	15.999
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	15.16	272	769
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία		46.846	50.054
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		156.693	157.523
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	15.17	12.382	12.382
Υπέρ το άρτιο	15.17	1.753	1.753
Αποθεματικά	15.17	51.482	51.310
Αποτέλεσμα εις νέον		(52.899)	(53.594)
Ίδια κεφάλαια ιδιοκτητών εταιρείας		12.717	11.849
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(4.008)	(3.669)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		8.708	8.180
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	15.18	4.447	4.717
Προβλέψεις	15.20	1.037	1.247
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	15.21	2.371	2.511
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	15.22	69.088	59.703
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		76.943	68.179
Προμηθευτές και συναφείς υποχρεώσεις	15.21	26.227	22.365
Λοιπές υποχρεώσεις	15.21	7.023	5.777
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	15.22	37.791	53.078
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		71.041	81.164
Σύνολο υποχρεώσεων		147.984	149.343
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		156.693	157.523

14.2. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

Ποσά σε χιλ. €		Όμιλος	
Κατάσταση συνολικών εσόδων	Σημειώσεις	01.01 - 31.12.2017	01.01 - 31.12.2016
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)		99.881	90.418
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)		8.234	7.674
Σύνολο Πωλήσεων	15.23	108.115	98.092
Κόστος πωληθέντων		(52.975)	(47.443)
Μικτό Κέρδος (των μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		46.906	42.975
Επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων σε εύλογη αξία	15.13	216	680
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	15.13	(7.667)	(7.155)
Μικτό αποτέλεσμα		47.689	44.174
Έξοδα διοίκησης	15.24	(4.541)	(4.801)
Έξοδα διάθεσης	15.24	(35.359)	(34.533)
Λοιπά έσοδα/ (έξοδα)	15.25	(135)	779
Αποτέλεσμα προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων, επενδυτικών αποτελεσμάτων και απομειώσεων		13.029	9.955
Επενδυτικά αποτελέσματα / απομειώσεις	15.26	-	(3.783)
Αναλογία αποτελέσματος κοινοπραξιών		-	(26)
Χρηματοοικονομικά έσοδα/ (έξοδα)	15.22	(7.587)	(8.262)
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων		67	(6.452)
Φόροι	15.18	239	1.400
Κέρδη / (ζημίες) μετά φόρων		307	(5.052)
Κατανέμονται σε :			
Ιδιοκτήτες μητρικής		546	(4.816)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(240)	(236)
Κέρδη/(ζημίες) μετά φόρων ανά μετοχή - βασικά (σε €)	15.27	0,0185	(0,1634)
Ποσά σε χιλ. €		Όμιλος	
Κατάσταση λοιπών συνολικών εσόδων	Σημειώσεις	01.01 - 31.12.2017	01.01 - 31.12.2016
Κέρδη / (ζημίες) μετά φόρων		307	(5.052)
Αναπροσαρμογή ενσώματων ακινητοποιήσεων		608	-
Αναλογιστικό αποτέλεσμα		149	(14)
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής εκμετάλλευσης εξωτερικού		(534)	(605)
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ		529	(5.671)
Κατανέμονται σε :			
Ιδιοκτήτες μητρικής		867	(5.314)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(339)	(357)

1.1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

Ποσά σε χιλ. €	Σημειώσεις	Όμιλος	
		31.12.2015	31.12.2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	2.6	91.428	92.239
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	2.7	5.425	5.909
Μη κυκλ/ντα στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	2.8	7.709	7.675
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	2.9	5.093	3.985
Υπεραξία	2.10	8.947	9.947
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	2.11	-	-
Λοιπές επενδύσεις		520	85
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		1.009	882
Αποθέματα	2.12	7.652	8.713
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	2.13	15.173	12.421
Λοιπές απαιτήσεις	2.13	15.496	13.947
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	2.14	653	1.253
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		159.105	157.058
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο		12.382	12.382
Υπέρ το άρτιο		1.753	1.753
Αποθεματικά		51.800	53.076
Αποτελέσματα εις νέον		(48.788)	(45.721)
Ίδια κεφάλαια ιδιοκτητών εταιρείας		17.146	21.489
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(3.314)	(2.643)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	2.15	13.832	18.846
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	2.16	6.576	6.216
Προβλέψεις	2.17	1.210	2.081
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	2.20	60.302	54.849
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		68.088	63.146
Προμηθειτές και συναφείς υποχρεώσεις	2.19	21.380	20.156
Λοιπές υποχρεώσεις	2.19	11.463	8.738
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	2.20	44.341	46.171
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		77.184	75.066
Σύνολο υποχρεώσεων		145.273	138.212
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		159.105	157.058

1.2. Κατάσταση συνολικού εισοδήματος

Ποσά σε χιλ. €	Σημειώσεις	Όμιλος	
		01.01 - 31.12.2015	01.01 - 31.12.2014
Κατάσταση συνολικών εσόδων			
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)		96.928	98.144
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)		8.568	6.701
Σύνολο Πωλήσεων	2.21	105.496	104.845
Κόστος πωληθέντων	2.22	(52.880)	(51.737)
Μικτό Κέρδος (των μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		44.048	46.407
Επιμέτρηση βιολογικών περιουσιακών στοιχείων σε εύλογη αξία	2.9	980	251
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	2.9	(8.305)	(7.158)
Μικτό αποτέλεσμα		45.291	46.201
Έξοδα διοίκησης	2.22	(5.537)	(5.528)
Έξοδα διάθεσης	2.22	(35.629)	(35.151)
Λοιπά έσοδα/ (έξοδα)	2.23	1.835	711
Αποτέλεσμα προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων, επενδυτικών αποτελεσμάτων		10.639	10.927
Επενδυτικά αποτελέσματα / απομειώσεις	2.11	(1.217)	-
Αναλογία αποτελέσματος κοινοπραξιών	2.11	(231)	(277)
Χρηματοοικονομικά έσοδα/ (έξοδα)	2.24	(7.342)	(8.442)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων		(2.830)	(2.486)
Φόροι	2.16	(454)	1.138
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων		(3.284)	(1.349)
<i>Κατανέμονται σε :</i>			
Ιδιοκτήτες μητρικής		(3.006)	(1.066)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(278)	(282)
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων ανά μετοχή - βασικά (σε €)	2.26	(0,1020)	(0,0362)
<i>Ποσά σε χιλ. €</i>			
Κατάσταση λοιπών συνολικών εσόδων			
		01.01 - 31.12.2015	01.01 - 31.12.2014
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων		(3.284)	(1.349)
Αναπροσαρμογή ενσώματων ακινητοποιήσεων		(309)	6.187
Αναλογιστικό αποτέλεσμα		-	(219)
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής εκμετάλλευσης στο εξωτερικό		(1.608)	(1.599)
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ		(5.201)	3.020
<i>Κατανέμονται σε :</i>			
Ιδιοκτήτες μητρικής		(4.600)	3.625
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(601)	(605)

2.1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημειώσεις	Όμιλος	Όμιλος
(ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)		31.12.2013	31.12.2012
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις	4.1.1	99.550	103.874
Ασώματες Ακινήτοποιήσεις	4.1.2	6.116	9.353
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	4.1.3	2.706	3.810
Υπεραξία	4.1.4	9.947	9.947
Επενδύσεις σε Θιγατρικές Επιχειρήσεις	4.1.5	-	-
Λοιπές Επενδύσεις	4.1.6	164	44
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	4.1.7	756	745
Αποθέματα	4.1.8	7.427	10.010
Πελάτες και Λοιπές Απαιτήσεις	4.1.9	12.152	32.549
Λοιπές Απαιτήσεις	4.1.10	12.969	13.616
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	4.1.11	2.532	4.261
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		154.320	188.210
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό Κεφάλαιο	4.2.1	17.382	17.382
Υιέριο Άρτιο	4.2.2	1.753	1.753
Αποθεματικά	4.2.3	50.736	50.347
Κέρδη/(Ζημίες) Εις Νέον		(47.548)	(26.102)
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		17.322	38.379
Ίδια κεφάλαια ιδιοκτητών εταιρείας		17.322	38.379
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(2.040)	(1.688)
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		15.282	36.691
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις		8.498	10.257
Προβλέψεις	4.3.1	738	1.090
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		0	0
Μακροπρόθεσμες Ύψοκες Υποχρεώσεις	4.3.2	46.484	51.327
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		55.719	62.674
Προμηθευτές και Συναφείς Υποχρεώσεις	4.3.3	19.318	34.353
Λοιπές υποχρεώσεις	4.3.4	8.531	9.287
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	4.3.5	55.468	45.205
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις		83.318	88.846
Σύνολο Υποχρεώσεων		139.037	151.519
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		154.320	188.210

2.2. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

Κατάσταση συνολικών εσόδων (ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)	Σημειώσεις	Όμιλος	
		1.1.2013 31.12.2013	1.1.2012 31.12.2012
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)		86.154	83.105
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	5.19	10.374	12.002
Σύνολο Πωλήσεων	5.8	96.528	95.107
Κόστος Πωλήσεων	5.2.2	(48.747)	(53.404)
Μικτό Κέρδος (των μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		37.407	29.701
Επίπτωση επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων σε εύλογη αξία	5.19	(1.105)	(777)
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	5.19	(9.458)	(3.901)
Μικτό αποτέλεσμα από τις δραστηριότητες		37.219	37.025
Έξοδα Διοίκησης	4.4.2	(5.460)	(6.919)
Έξοδα Διάθεσης	4.4.2	(30.648)	(29.114)
Λοιπά Έσοδα/Έξοδα	4.4.3	(707)	(742)
Αποτέλεσμα προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων, επενδυτικών και εξόδων αναδιοργάνωσης		5.431	5.261
Επενδυτικά αποτελέσματα / Απομειώσεις	5.16/5.20	(14.914)	(1.273)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα/ Έξοδα	4.4.4	(8.959)	(8.865)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων		(23.469)	(9.889)
Φόροι	4.4.5	1.573	(83)
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων		(21.895)	(9.971)
<i>Κατανέμονται σε :</i>			
Ιδιοκτήτες μητρικής		(21.447)	(9.400)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(448)	(571)
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων ανά μετοχή - βασικά (σε €)	5.15	(0,7275)	(0,3189)
Λοιπά συνολικά έσοδα		1.1.2013 31.12.2013	1.1.2012 31.12.2012
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων		(21.895)	(9.971)
Αναπροσαρμογή ενσώματων ακινητοποιήσεων		-	-
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής εκμετάλλευσης στο εξωτερικό		487	219
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ		(21.409)	(9.752)
<i>Κατανέμονται σε :</i>			
Ιδιοκτήτες μητρικής		(21.057)	(9.223)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(351)	(529)

2.1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

(ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)	Σημειώσεις	Όμιλος	
		31.12.2011	31.12.2010
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Ενοώμιες Ακτινοποιήσεις	4.1.1	107.095	108.443
Λώμστες Ακτινοποιήσεις	4.1.2	9.640	6.738
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	4.1.3	4.587	5.100
Υπεραξία	4.1.4	10.197	10.429
Επενδύσεις σε θυγατρικές Επιχειρήσεις	4.1.5	-	-
Λοιπές Επενδύσεις	4.1.6	57	57
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	4.1.7	1.773	815
Αποθέματα	4.1.8	9.995	11.606
Πελάτες και Συναφείς Απαιτήσεις	4.1.9	37.944	24.097
Λοιπές Απαιτήσεις	4.1.10	16.995	14.401
Παράγωγα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία		-	41
Τυμεικά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα	5.1.11	5.405	4.442
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		203.687	186.169
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό Κεφάλαιο	4.2.1	12.382	12.382
Υπέρ το Λόγιο	4.2.2	1.753	1.753
Αποθεματικά	4.2.3	50.170	49.406
Κέρδη/(Ζημιές) Εις Νέον		(11.289)	(2.234)
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		53.016	61.307
Καθαρή Θέση Μετόχων Εταιρείας		53.016	61.307
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(1.160)	(198)
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)		51.856	61.109
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Αναβαλλόμενες Φορολογικές Υποχρεώσεις		10.450	10.065
Προβλέψεις	4.3.1	654	806
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4.3.2	0	178
Μακροπρόθεσμες Έντοκες Υποχρεώσεις	4.3.3	39.197	30.808
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		50.301	41.858
Προμηθευτές και Συναφείς Υποχρεώσεις	4.3.4	40.890	32.411
Λοιπές υποχρεώσεις	4.3.5	9.182	10.429
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές Υποχρεώσεις	4.3.6	51.457	40.362
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις		101.529	83.202
Σύνολο Υποχρεώσεων (β)		151.830	125.060
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (α+β)		203.687	186.169

2.2. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

Κατάσταση συνολικών εσόδων		Όμιλος	
		1.1.2011 31.12.2011	1.1.2010 31.12.2010
(ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)	Σημειώσεις		
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)		92.193	92.997
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)		9.462	11.948
Σύνολο Πωλήσεων	4.4.1	101.655	104.945
Κόστος Πωλήσεων	4.4.2	(58.091)	(57.430)
Μικτό Κέρδος (των μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)		43.564	47.515
Επίπτωση επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων σε εύλογη αξία		(514)	(637)
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων		(4.000)	(4.795)
Μικτό αποτέλεσμα από τις δραστηριότητες		39.050	42.083
Έξοδα Διοίκησης	4.4.3	(9.339)	(8.756)
Έξοδα Διάθεσης	4.4.4	(30.306)	(27.498)
Λοιπά Έσοδα/Έξοδα	4.4.5	(559)	(1.930)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα/ Έξοδα	4.4.6	(6.858)	(4.817)
Επενδυτικά αποτελέσματα		-	924
Κέρδη / (ζημιές) προ Φόρων		(8.011)	5
Φόροι	4.4.7	(828)	(929)
Κέρδη / (ζημιές) μετά Φόρων		(8.839)	(924)
<i>Κατανέμονται σε :</i>			
Ιδιοκτήτες μητρικής		(7.959)	(877)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(880)	(47)
Κέρδη / (ζημιές) μετά φόρων ανά μετοχή - βασικά (σε €)		(0,2700)	(0,0297)

Λοιπά συνολικά έσοδα		Όμιλος	
		1.1.2011 31.12.2011	1.1.2010 31.12.2010
Κέρδη / (ζημιές) μετά Φόρων		(8.839)	(924)
Αναπροσαρμογή ενσώματων ακινητοποιήσεων		-	(1.107)
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής εκμετάλλευσης στο εξωτερικό		(413)	(83)
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΕΣΟΔΑ		(9.252)	(2.113)
<i>Κατανέμονται σε :</i>			
Ιδιοκτήτες μητρικής		(8.291)	(2.066)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(962)	(47)

