



ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ & ΓΕΩΡΓΙΑΣ
ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟ ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΗΣ
ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σαρρή Κερασία

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Κωνσταντίνος Κασσιμάτης, Επίκουρος Καθηγητής ΟΠΑ (επιβλέπων)
Ροζάκης Στυλιανός, Αναπληρωτής Καθηγητής ΓΠΑ
Σπαθής Πάυλος, Καθηγητής ΓΠΑ

Αθήνα, Νοέμβριος 2011



ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ & ΓΕΩΡΓΙΑΣ
ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟ ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΗΣ
ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σαρρή Κερασία

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Κωνσταντίνος Κασσιμάτης, Επίκουρος Καθηγητής ΟΠΑ (επιβλέπων)
Ροζάκης Στυλιανός, Αναπληρωτής Καθηγητής ΓΠΑ
Σπαθής Παύλος, Καθηγητής ΓΠΑ

Αθήνα, Νοέμβριος 2011

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	5
Abstract	7
Κεφάλαιο 1: Ιστορία του αλευριού	9
1.1 Ιστορικά.....	9
Κεφάλαιο 2. Η πορεία της αλευροβιομηχανίας στην Ελλάδα.....	11
2.1 Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου	11
2.2 Εταιρίες του κλάδου.....	13
Κεφάλαιο 3. Εισαγωγή στην Χρηματοοικονομική Ανάλυση.....	19
3.1 Γενική θεώρηση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.....	19
3.2 Ανάλυση Δεικτών.....	22
3.2.1 Δείκτες Ρευστότητας	22
3.2.2 Δείκτες Δραστηριότητας	24
3.2.3 Δείκτες Χρέους ή Μόχλευσης.....	28
3.2.4 Δείκτες Οικονομικής Καλύψεως.....	30
3.2.5 Δείκτες Αποδοτικότητας	31
3.2.6 Δείκτες Αποτίμησης	35
Κεφάλαιο 4. Μοντέλα πρόβλεψη πτώχευσης των επιχειρήσεων (χρεοκοπία) – Μοντέλο Altman.....	37
4.1 ΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ – Ορισμός πτώχευσης.....	37
4.2 Συνοπτική αναφορά μελετών	39
4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ALTMAN Z - SCORE.....	41
Κεφάλαιο 5. Χρηματοοικονομική Ανάλυση των εταιριών	46
5.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση των τεσσάρων εταιριών του κλάδου της αλευροβιομηχανίας.....	46
5.2 Εφαρμογή Μοντέλου Altman.....	83
Κεφάλαιο 6. Συμπεράσματα.....	85
Κεφάλαιο 7. Παραρτήματα	90
7.1 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Σαραντόπουλος.....	90
7.2 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Κεπενού	91
7.3 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Λούλη	92
7.4 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη	93
Βιβλιογραφία:.....	94

Ευχαριστίες

Ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να απευθύνω στον κ. Κωνσταντίνο Κασσιμάτη Επίκουρο Καθηγητή του ΟΠΑ για την καθοδήγηση και την υποστήριξη του καθόλη τη διάρκεια διεκπεραίωσης της παρούσας πτυχιακής.

Επίσης, ευχαριστώ από καρδιάς τους γονείς μου και την αδερφή μου, για την συνεχή και αμείωτη συμπαράσταση, κατανόηση, στήριξη και πάνω από όλα αγάπη που μ έδειξαν όλο αυτό το διάστημα.

Περίληψη

Καθώς έχουμε περάσει από τη βιομηχανική εποχή στην εποχή της πληροφορίας, η έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση όχι μόνο σε επίπεδο επιχειρήσεων και οργανισμών, αλλά και σε επίπεδο κρατών, αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση επιβίωσης και εξέλιξης.

Οι επιχειρήσεις λειτουργώντας πλέον σ' ένα παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον που αλλάζει και διαφοροποιείται με ταχύτατους ρυθμούς, αντιλήφθηκαν ότι, προκειμένου να είναι ανταγωνιστικές και βιώσιμες, πρέπει να μπορούν να αντλούν πλήθος πληροφοριών, να ομαδοποιούν, να αναλύουν, και να επεξεργάζονται πληροφορίες τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Αναπτύχθηκαν νέες τεχνολογίες και επιστήμες προκειμένου να καλύψουν και να υποστηρίξουν την προσπάθεια αυτή των επιχειρήσεων. Η χρηματοοικονομική επιστήμη είναι μια ταχύτατα αναπτυσσόμενη επιστήμη που έρχεται να συνδράμει και να υποβοηθήσει στο έργο της διοίκησης των επιχειρήσεων.

Στη παρούσα εργασία γίνεται μια προσπάθεια ανάλυσης της χρηματοοικονομικής κατάστασης τεσσάρων εταιριών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της αλευροβιομηχανίας, οι οποίες είναι οι εξής:

- Μύλοι Σαραντόπουλος,
- Μύλοι Κεπενού,
- Μύλοι Λούλη,
- Μύλοι Χατζηκρανιώτη.

Αναλυτικότερα, στο πρώτο και δεύτερο κεφάλαιο, πραγματοποιείται μια αναδρομή για την ιστορία του αλευριού αλλά και την πορεία της αλευροβιομηχανίας στην Ελλάδα, ενώ ταυτόχρονα, γίνεται αναφορά στην πορεία των τεσσάρων εταιριών από την μέρα της γέννησης τους μέχρι και σήμερα.

Στο τρίτο κεφάλαιο, επιχειρείται η παρουσίαση και η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών που θα χρησιμοποιηθούν για την ορθή αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης των εταιριών που αναφέραμε παραπάνω. Στη συνέχεια, στο τέταρτο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στα μοντέλα που χρησιμοποιούνται για την

πρόβλεψη ενδεχόμενης χρεοκοπίας μιας επιχείρησης και γίνεται εκτενή αναφορά στο μοντέλο του Altman.

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο, επιχειρείται η συγκέντρωση, καταγραφή, ταξινόμηση και αξιολόγηση των οικονομικών γεγονότων με τη βοήθεια των αριθμοδεικτών αλλά και των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμός, Αποτελέσματα Χρήσης, πίνακα Διάθεσης Αποτελεσμάτων). Στη συνέχεια ακολουθούν τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση και των τεσσάρων εταιριών.

Λέξεις κλειδιά: Ισολογισμός, Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες, Πίνακας Αποτελεσμάτων Χρήσης, Ενεργητικό, Ίδια Κεφάλαια, Σύνολο Υποχρεώσεων.

Abstract

Since we have already passed from the Industrial age to the age of Information, being informed reliably and in time not only as for individual firms and organizations but for countries as well, constitutes an indispensable condition of survival and development.

Companies now opening in a global environment which is rapidly changing and differentiating have realized that in order to remain competitive and viable, they have to be able to draw information, to categorize, to analyze and to process information inside and outside their company. New technologies and sciences have developed to support and meet with this particular effort of the businesses. Financial science is a rapidly developing science which comes to help and assist in the work of business management.

In this paper an effort to analyze the financial situation of four companies which specialize in the field of flour industry is made. These companies are:

- Sarantopoulos Mills,
- Kepenou Mills,
- Louli Mills,
- Xatzichranioti Mills.

More specifically in the first and the second chapter a tracing back to the history and the course of the flour industry in Greece is made. At the same time the course of these four companies from their birth until today is mentioned.

In the third chapter the presentation and the analysis of the financial indicators which will be used for the proper evaluation of the financial situation of these companies is undertaken. Whatismore, in the fourth chapter the models which are used to predict a probable bankruptcy of a company are mentioned and there is extensive reference to the Altman model.

Finally, in the fifth chapter the gathering, the recording, the classification and the evaluation of the economic facts is attempted with the use of ratios and financial statements (Balance Sheets, Income, Statements, Table of financial statements). Then follow the conclusions of the analysis of the four companies.

Key words: *Balance Sheets, Financial Ratios, Scoreboard of use, Assets, Equity, Total Liabilities.*

Κεφάλαιο 1: Ιστορία του αλευριού

1.1 Ιστορικά

Το αλεύρι από καταβολής κόσμου, είναι ένα από τα σημαντικότερα υλικά στη διατροφή του ανθρώπου. Μέσα στο πέρασμα των αιώνων, αυτό το πολύτιμο υλικό, λατρεύτηκε και δοξάστηκε όσο κανένα άλλο αγαθό. Πολύτιμη «δύναμη», που άντεξε χιλιάδες χρόνια ανακατατάξεων, παρόλο που ο τρόπος διαβίωσης του ανθρώπου, το μετέτρεψε ανάλογα με τις συνήθειες ή τις προτιμήσεις του σε πολλές ποικιλίες.

Λίθινα γουδιά, με ίχνη σπόρων, που ανακαλύφθηκαν σε τρεις περιοχές της Ευρώπης, δείχνουν ότι το αλεύρι είχε μπει στην κουζίνα πριν από τουλάχιστον 30.000 χρόνια, δηλαδή 20.000 χρόνια πριν από την εμφάνιση της γεωργίας. Η ανακάλυψη του έγινε γύρω στο 9000 π.Χ.. Δεν είναι γνωστό πότε και πώς ο άνθρωπος παρήγαγε για πρώτη φορά το αλεύρι. Πάντως, τούτο πρέπει να συνέβη σε αρχαιότατη εποχή, καθώς ο Όμηρος επανειλημμένα αναφέρει τους μύλους και το άλεσμα σαν κοινότατα πράγματα, πολύ γνωστά σ' όλους τους λαούς της εποχής του. Ο τρόπος της κατασκευής των αλεύρων κατά την αρχαιότητα, δεν διέφερε κατά βάση από τις νεότερες μεθόδους, δεδομένου ότι οι περιγραφόμενοι, από τους αρχαίους, μύλοι αποτελούνταν από δύο θεμελιώδεις μυλόπετρες, που χρησιμοποιούνται και σήμερα (<http://www.livepedia.gr>).

Το αλεύρι, είναι μια σκόνη η οποία προέρχεται από τα δημητριακά και άλλες αμυλούχες πηγές τροφίμων, όπως σίκαλη, κριθάρι, ρύζι κ.α.. Συνήθως όμως όταν μιλάμε για αλεύρι, εννοούμε κυρίως το σιτάλευρο, το οποίο προέρχεται από το άλεσμα του καρπού του σιταριού. Πρόκειται για ένα φυτό, που καλλιεργείται σε όλο τον κόσμο, και μάλιστα είναι παγκοσμίως το δεύτερο σε συγκομιδή μετά τον αραβόσιτο. Η ιδιαιτερότητα του σιταριού είναι ότι ολόκληρο το φυτό είναι εκμεταλλεύσιμο. Ο καρπός του χρησιμοποιείται για την παρασκευή του αλευριού, καθώς και των ζωοτροφών, αλλά συγχρόνως χρησιμοποιείται και ως πρώτη ύλη για την παρασκευή αλκοολούχων ποτών και καυσίμων.

Το αλεύρι χρησιμοποιείται ως συστατικό σε πολλά τρόφιμα. Συνηθέστερα παράγεται από το σιτάρι, το καλαμπόκι, τη σίκαλη, το κριθάρι, και το ρύζι. Το αλεύρι είναι το κύριο συστατικό του ψωμιού, το οποίο είναι βασικό τρόφιμο σε πολλές χώρες, επομένως, η διαθεσιμότητα και επάρκεια του αλευριού είναι συχνά ένα σημαντικό οικονομικό και πολιτικό ζήτημα. Το αλεύρι μπορεί επίσης να παραχθεί από τα όσπρια, όπως τη σόγια, τα φιστίκια, τα αμύγδαλα, και καρπούς δέντρων.

Το αλεύρι ανήκει στις πρώτες ύλες, οι οποίες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ανθρώπινη διατροφή, καθώς το ψωμί συγκαταλέγεται ανάμεσα στα πιο σημαντικά παράγωγά του. Χρησιμοποιείται κυρίως σε μείγμα με νερό για την παρασκευή διάφορων ζυμών, που με τη σειρά τους χρησιμοποιούνται για την παρασκευή μύριων ειδών μαγειρικής και ζαχαροπλαστικής. Ζυμαρικά, κράκερ, γλυκά, πίτες και πολλά άλλα τρόφιμα παρασκευάζονται χρησιμοποιώντας ως βασικό συστατικό το αλεύρι (<http://el.wikipedia.org>). Η χημική σύσταση των αλεύρων αρτοποιίας είναι:

- 🚦 νερό 11- 15%,
- 🚦 ανόργανα άλατα 0,5- 2%,
- 🚦 λίπος 0,5- 0,6%,
- 🚦 λευκώματα (αλμπουμίνη, γλοβουλίνη, γλουτένη) 7- 14%,
- 🚦 υδατάνθρακες (άμυλο) 65- 70%.



Κεφάλαιο 2. Η πορεία της αλευροβιομηχανίας στην Ελλάδα

2.1 Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου

Ο κλάδος των αλεύρων και του σιμιγδάλιου σίτου είναι αυτάρκης, καθώς η ζήτηση καλύπτεται από τις εγχώριες παραγωγικές επιχειρήσεις, οι οποίες διαθέτουν το σύνολο σχεδόν των προϊόντων τους στην ελληνική αγορά, αφού ένα αρκετά σημαντικό κομμάτι της ελληνικής καλλιεργούμενης γης και γεωργίας απασχολείται με την καλλιέργεια σιταριού. Οι εισαγωγές κυμαίνονται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα.

Στον κλάδο της αλευροβιομηχανίας δραστηριοποιούνται αρκετές επιχειρήσεις (κυρίως μικρομεσαίου μεγέθους), οι οποίες παράγουν αλεύρι, σιμιγδάλι και τα υποπροϊόντα αυτών, από την άλεση σκληρού και μαλακού σίτου. Τα προϊόντα της αλευροβιομηχανίας (αλεύρι και σιμιγδάλι) διατίθενται σε δύο κατηγορίες πελατών: τα νοικοκυριά, που καταναλώνουν κυρίως τα τυποποιημένα προϊόντα, και τις βιοτεχνίες και βιομηχανίες τροφίμων, που προμηθεύονται το αλεύρι και το σιμιγδάλι χύμα ή σε μεγάλες συσκευασίες. Το μεγαλύτερο μέρος των προϊόντων του κλάδου της αλευροβιομηχανίας απορροφάται από τις βιομηχανίες παραγωγής τροφίμων και από τη βιοτεχνική αρτοποιία. Συνεπώς, η εξέλιξη της ζήτησης των προϊόντων του κλάδου της αλευροβιομηχανίας επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την πορεία ορισμένων άλλων κλάδων, οι οποίοι χρησιμοποιούν το αλεύρι και το σιμιγδάλι ως πρώτη ύλη για την παραγωγή τελικών προϊόντων όπως ζυμαρικών, μπισκότων, κρουασάν και αρτοπαρασκευασμάτων.

Η συνολική ζήτηση των προϊόντων της αλευροβιομηχανίας (αλεύρι, σιμιγδάλι) είναι ουσιαστικά ανελαστική ως προς το εισόδημα και τις μεταβολές των τιμών, δεδομένου ότι αποτελούν την πρώτη ύλη για την παραγωγή βασικών ειδών διατροφής. Η εγχώρια αγορά αλεύρου και σιμιγδάλιου σίτου θεωρείται κορεσμένη. Ο κλάδος της αλευροβιομηχανίας χαρακτηρίζεται από συνθήκες υπερπροσφοράς, εξαιτίας της συνεχούς διεύρυνσης της παραγωγικής βάσης, ιδιαίτερα τη δεκαετία του 1990, με συνέπεια τη δημιουργία υπερβάλλουσας παραγωγικής δυναμικότητας (<http://www.icap.gr>, 2010).

Η παραγωγή του άλευρου σίτου παρουσίασε, σε γενικές γραμμές, ανοδική τάση κατά τη διάρκεια της περιόδου 1992-2001, με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 1,9%, ενώ στη συνέχεια παρουσίασε μικρές διακυμάνσεις από έτος σε έτος. Τη διετία (2008-2009), η συνολική παραγωγή μειώθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 1,8%, ύστερα από μια τετραετία ανοδικής πορείας (<http://www.icap.gr>, 2010).

Η εγχώρια κατανάλωση άλευρου σίτου παρουσίασε γενικά ανοδική πορεία κατά τη διάρκεια των ετών 1992-2009, σημειώνοντας όμως χαμηλούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής. Από τη συνολική κατανάλωση αλεύρων σίτου, μόνο ένα ποσοστό της τάξης του 5% αντιστοιχεί σε τυποποιημένα άλευρα, που προορίζονται για απευθείας διάθεση στο καταναλωτικό κοινό, μέσω των αλυσίδων super market και των λοιπών καταστημάτων λιανικής πώλησης τροφίμων. Το μεγαλύτερο μέρος της ζήτησης καλύπτεται από την εγχώρια παραγωγή.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, τόσο οι εισαγόμενες όσο και οι εξαγόμενες ποσότητες σίτου, παρουσιάζουν σημαντικές αυξομειώσεις μεταξύ των ετών. Η μείωση των εξαγωγών, σύμφωνα με στοιχεία του κλάδου, αποδίδεται στη δημιουργία παραγωγικών γραμμών από ελληνικές επιχειρήσεις σε βαλκανικές χώρες, οι οποίες είναι οι κυριότερες χώρες προορισμού των ελληνικών εξαγωγών αλεύρων σίτου. Επιπρόσθετα, κάποιες από τις βαλκανικές χώρες στα πλαίσια της ανάκαμψης της βιομηχανικής τους δραστηριότητας, έχουν προβεί στη δημιουργία επιχειρήσεων παραγωγής αλεύρων, γεγονός που περιόρισε τις εξαγωγές προς τις χώρες αυτές. Σε οικονομικό επίπεδο, το 2008 εξαιτίας της μεγάλης αύξησης των τιμών των πρώτων υλών μέχρι τα μέσα του έτους, οι περισσότερες αλευροβιομηχανίες παρουσίασαν σημαντική αύξηση (της τάξης του 30%) στον συνολικό κύκλο εργασιών τους σε σχέση με το 2007, ενώ το 2009 σημειώθηκε σημαντική υποχώρηση (ως αποτέλεσμα της αντίστοιχης μείωσης των τιμών των σιτηρών).

Όσον αφορά τις προοπτικές εξέλιξης του κλάδου, δεν αναμένονται σημαντικές διαφοροποιήσεις (οριακές μόνο μεταβολές) τα επόμενα χρόνια στο συνολικό μέγεθος της εγχώριας κατανάλωσης αλεύρων και σιμιγδαλιού (<http://www.icap.gr>, 2010).

2.2 Εταιρίες του κλάδου

Οι εταιρίες με τις οποίες θα ασχοληθούμε στη παρούσα εργασία είναι οι εξής:

- **Μύλοι Λούλη**

Η οικογένεια Λούλη δραστηριοποιείται στην παραγωγή αλεύρων από το 1782, ωστόσο η δημιουργία του πρώτου μύλου στον Βόλο τοποθετείται το 1914. Το 1951 η Κυλινδρόμυλος Λούλη Α.Ε. εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο κ. Κωνσταντίνος Λούλης εισέρχεται στη διοίκηση της εταιρείας το 1975 και στα επόμενα χρόνια ύστερα από σειρά εξαγορών, με αποκορύφωμα αυτήν των Μύλων Αγ. Γεωργίου το 1999, πετυχαίνει τη γιγάντωση της εταιρείας. Το 2001 η επωνυμία της εταιρείας αλλάζει από Κυλινδρόμυλος Λούλη Α.Ε. σε Μύλοι Λούλη Α.Ε. και ξεκινά η παραγωγή αλεύρου στις νέες επιλεγμένες εγκαταστάσεις στη Σούρπη Μαγνησίας. Σημειώνεται ότι η εταιρεία δραστηριοποιήθηκε για αρκετά χρόνια, κατέχοντας ηγετικά μερίδια αγοράς, σε Βουλγαρία και Ρουμανία μέσω θυγατρικών, τις οποίες ωστόσο μεταβίβασε προ τριετίας στον αυστριακό όμιλο Leirnik-Lundeburger Invest Beteiligungs AG (LLI). Η εταιρεία παράγει ευρεία γκάμα προϊόντων αλεύρων και εκτιμάται ότι το μερίδιό της στην αγορά υπερβαίνει το 24% (<http://www.loulisgroup.com>, 2011).



- **Μύλοι Κεπενού**

Η δραστηριότητα της Μύλοι Κεπενού ξεκίνησε το 1952 όταν δημιουργήθηκε από τον Δημήτριο Κεπενό ο πρώτος νερόμυλος στην Περιβόλα Πατρών, εξυπηρετώντας τις ανάγκες των κατοίκων της περιοχής. Το 1966 ο υδρόμυλος μετατράπηκε σε κυλινδρόμυλο και το 1986 η εταιρεία μετατρέπεται σε Α.Ε. με την επωνυμία Μύλοι Κεπενού Α.Β.Ε.Ε.. Το 1990 πραγματοποιείται και η τελευταία επέκταση του μηχανολογικού εξοπλισμού και η δυναμικότητα φθάνει πλέον τους 120 τόνους το 24ωρο. Η ποικιλία των προϊόντων αυξάνεται σημαντικά και φθάνει τα 16. Το ίδιο διάστημα η εταιρεία προέβη σε μετεγκατάσταση στη ΒΠΠΕ Πατρών. Τον Σεπτέμβριο του 2001 η εταιρεία ολοκλήρωσε την εγκατάσταση πνευματικού συγκροτήματος εκφόρτωσης δημητριακών στο λιμάνι της Πάτρας δυναμικότητας 160 τόνων δημητριακών ανά ώρα και το 2002 εισήλθε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το 30% του τζίρου της σήμερα πραγματοποιείται από μεγάλες εγχώριες αρτοποιημηχανίες και το υπόλοιπο 70% πραγματοποιείται από μικρότερες εταιρείες του χώρου (<http://www.kepenos.gr/>, 2011).



- **Χατζηκρανιώτη - Αλευροβιομηχανία Τύρναβου**

Η ίδρυση της εταιρείας από τον Ευριπίδη Χατζηκρανιώτη τοποθετείται στο 1907. Οι εγκαταστάσεις της το 1953 μεταφέρονται στη θέση Τούμπα Τύρναβου και το 1970 συστήνεται η εταιρεία με τη σημερινή της μορφή και την επωνυμία Υιοί Ε. Χατζηκρανιώτη Α.Ε.. Το 1985 αρχίζει η μετεγκατάσταση σε νέες εγκαταστάσεις στο 1ο χλμ. Τύρναβου-Λάρισας. Τον Δεκέμβριο του 1999 η εταιρεία εισήχθη στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τη διετία 2008-2009 η εταιρεία υλοποίησε δύο επενδυτικά προγράμματα εκσυγχρονισμού της αλευροβιομηχανίας, με τα οποία υλοποιήθηκε η κατασκευή νέου κτιρίου διοίκησης, η αγορά νέου μηχανολογικού εξοπλισμού για τη δημιουργία δύο καθετοποιημένων γραμμών παραγωγής άλεσης μαλακών και σκληρών σιτηρών κ.ά. Η συνολική παραγωγική δυναμικότητα ανέρχεται πλέον σε 180 τόνους το 24ωρο (<http://www.xkran.gr/>, 2011).



- **Κυλινδρόμυλος Κ. Σαραντόπουλος**

Η εταιρία ιδρύθηκε την 30/4/1935 με την επωνυμία Κυλινδρόμυλος Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε. ύστερα από μετατροπή της προσωπικής επιχείρησης του Κωνσταντίνου Ι. Σαραντόπουλου που ιδρύθηκε το 1912. Η εταιρεία εισήλθε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στις 24 Νοεμβρίου 1949. Οι εγκαταστάσεις της βρίσκονται στον Πειραιά, αρχικά στα Καμίνια και μετέπειτα στο Κερατσίνι. Η εταιρεία διοικείται από τον κ. Κωνσταντίνο Θ. Σαραντόπουλου, εγγονό του ιδρυτή Κωνσταντίνου Σαραντόπουλου, που διατηρεί τη θέση του αντιπροέδρου και εντεταλμένου συμβούλου. Σημειώνεται ότι η εταιρεία διατηρεί σημαντική δραστηριότητα και στον τομέα του real estate (<http://www.ksarantopoulos.gr>, 2011).



Άλλες εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο της αλευροβιομηχανίας είναι οι εξής:

- **Μύλοι Κρήτης**

Ιδρύθηκε το 1951, με έδρα τα Χανιά. Τα παραγόμενα άλευρα αντιπροσωπεύουν περίπου το 43% του συνολικού κύκλου εργασιών της, ενώ το 65% περίπου των συνολικών πωλήσεων αλεύρων πραγματοποιείται στη γεωγραφική περιοχή της Κρήτης. Διανέμει τα προϊόντα της συσκευασμένα σε μεγάλες ποσότητες και παράλληλα τυποποιεί μικρό ποσοστό της συνολικής της παραγωγής σε συσκευασίες καταναλωτή. Πραγματοποιεί μικρού ύψους εξαγωγές προς Γερμανία και Βέλγιο.

- **Μύλοι Θράκης**

Ιδρύθηκε το 1977, με έδρα την Αλεξανδρούπολη. Οι πωλήσεις αλεύρου συμμετέχουν με ποσοστό της τάξης του 75% στο συνολικό κύκλο εργασιών της. Η παραγωγική δυναμικότητα του εργοστασίου της ανέρχεται σε 340 τόνους άλεσης μαλακού σίτου ημερησίως. Πραγματοποιεί εξαγωγές των προϊόντων της σε βαλκανικές χώρες, σε ποσοστό 21% της συνολικής της παραγωγής.

- **Μύλοι Σιούρη**

Ιδρύθηκε το 1997 με έδρα την Λάρισα και ξεκίνησε πλήρεις δραστηριότητες στα μέσα του 1999. Οι πωλήσεις των αλεύρων και του σιμιγδαλιού καταλαμβάνουν το 80% περίπου του συνολικού κύκλου εργασιών της. Τα προϊόντα της εταιρίας διανέμονται κυρίως στην περιοχή της Θεσσαλίας και της Βόρειας Ελλάδας. Η ανελαστική δυναμικότητα του μύλου ανέρχεται στους 140 τόνους μαλακού σίτου και στους 100 τόνους σκληρού σίτου ανά 24ώρο.

- **Κυλινδρόμυλοι Χαλκιδικής**

Ιδρύθηκε το 1981 με έδρα τη Χαλκιδική, έπειτα από μετατροπή της εταιρίας Κληρονόμοι Ε. Ευγενίου & Σία Ο.Ε.. Το 1982 απορρόφησε τις επιχειρήσεις: Ε. Ευγενίου και Ε. Λιάκου. Τα άλευρα και το σιμιγδάλι σίτου καταλαμβάνουν το 80% περίπου των συνολικών πωλήσεών της. Το 80% της παραγωγής διανέμεται στη Βόρεια Ελλάδα και το υπόλοιπο 20% στην Αττική και τα νησιά. Το σύνολο της παραγωγής αλεύρων απορροφάται από τη βιοτεχνική αρτοποιία και το σύνολο της παραγωγής σιμιγδαλιού από τη βιομηχανία ζυμαρικών.

- **Αλευροβιομηχανία Χαλάτσογλου**

Ιδρύθηκε το 1985, με έδρα τα Γρεβενά. Η δραστηριότητα στη παραγωγή αλεύρων σίτου καταλαμβάνει το 75% περίπου του συνολικού κύκλου εργασιών της. Το 30% της παραγωγής διατίθενται στην περιοχή της Αττικής ενώ η υπόλοιπη ποσότητα διανέμεται σε όλη την Ελλάδα. Σχεδόν το σύνολο της παραγωγής απορροφάται από τη βιοτεχνική αρτοποιία. Ο μύλος της έχει αλεστική δυναμικότητα ύψους 120 τόνων σίτου / 24ωρο (<http://www.oae.gr>, 2008).

Κεφάλαιο 3. Εισαγωγή στην Χρηματοοικονομική Ανάλυση

3.1 Γενική θεώρηση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης

Με τον όρο χρηματοοικονομική ανάλυση, εννοούμε τη διαδικασία άντλησης οικονομικών πληροφοριών από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μιας εταιρίας, την κριτική διερεύνηση αυτών σε δεδομένη χρονική στιγμή, όπως επίσης και την ερμηνεία πρόσθετων πινάκων, δεδομένων και στατιστικών στοιχείων της επιχείρησης είτε συνολικά είτε τμηματικά, συγκρίνοντας πάντα με την τάση που μπορεί να επικρατεί και με τα ιστορικά στοιχεία των υπαρχόντων ισολογισμών της ίδιας ή ομοειδούς επιχείρησης, με σκοπό την παρακολούθηση της οικονομικής της κατάστασης.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση ενδιαφέρει πολλούς κλάδους της οικονομίας, και είναι σημαντικό εργαλείο στα χέρια διάφορων φορέων όπως τραπεζών, εταιριών, μεμονωμένων επενδυτών, διοικήσεων των επιχειρήσεων κ.λπ.

Οι παραπάνω φορείς εκμεταλλεύονται τα στοιχεία που αντλούν από αυτές τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, και έτσι μπορούν να διαπιστώσουν κατά πόσο η πολιτική που ακολουθούν οι επιχειρήσεις είναι επιτυχείς και αποδοτικές, αλλά και το πως διαγράφονται οι προοπτικές της επιχείρησης για το μέλλον (Βασιλείου, 1999).

Οι σημαντικότερες χρηματοοικονομικές καταστάσεις από τις οποίες μπορούμε να αντλήσουμε πληροφορίες είναι οι εξής:

- Η κατάσταση του ισολογισμού τέλους χρήσης,
- Η κατάσταση του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως,
- Ο πίνακας διαθέσεως αποτελεσμάτων.

Η ανάλυση των παραπάνω οικονομικών καταστάσεων βοηθά τους αναλυτές (είτε είναι εσωτερικοί είτε είναι εξωτερικοί), να καθορίσουν τις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης, καθώς επίσης και τις δυνατότητες διαπραγμάτευσης που έχει με τους εξωτερικούς της χρηματοδότες. Τα μέσα τα οποία χρησιμοποιούνται για τη ανάλυση αυτή είναι συνήθως οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ή αριθμοδείκτες (Walsh, 2006). Οι δείκτες αυτοί βοηθούν τον αναλυτή να συγκρίνει:

- i. Τα σημερινά χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρίας, με τα αντίστοιχα στοιχεία της ίδιας εταιρίας στο παρελθόν, ή και με τα προβλεπόμενα στο μέλλον. Η ανάλυση αυτή λέγεται *διαχρονική ανάλυση*.
- ii. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της εταιρίας, με τα αντίστοιχα στοιχεία παρόμοιων εταιριών, ή με τη μέση τιμή του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία. Η ανάλυση αυτή λέγεται *διαστρωματική ανάλυση*.

Στη πρώτη περίπτωση, ο αναλυτής εξετάζει εάν η χρηματοοικονομική κατάσταση και απόδοση της εταιρίας έχει βελτιωθεί ή έχει χειροτερέψει με την πάροδο του χρόνου. Στη δεύτερη περίπτωση, παρατηρεί τη σχετική (δηλαδή συγκριτική) χρηματοοικονομική κατάσταση και απόδοση της εταιρίας. Άρα μπορούμε να βγάλουμε το συμπέρασμα, ότι η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών είναι η εξέταση των σχέσεων μεταξύ διάφορων μεγεθών, λογιστικής κυρίως προέλευσης, με σκοπό τον υπολογισμό της προηγούμενης, της τωρινής και της προβλεπόμενης χρηματοοικονομικής κατάστασης και απόδοσης μιας εταιρίας. Θα πρέπει να τονίσουμε σε αυτό το σημείο, ότι οι δείκτες μιας επιχείρησης από μόνοι τους παρέχουν πολύ λίγη πληροφόρηση. Οι σημαντικότερες πληροφορίες προέρχονται από τη σύγκριση των δεικτών της επιχείρησης με τους αντίστοιχους δείκτες του κλάδου ή της ίδιας της επιχείρησης διαχρονικά (Βασιλείου, 1999).

Με την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων έχουμε τη δυνατότητα να αναλύσουμε τα παρακάτω σε μια επιχείρηση:

- ✚ την περιουσιακή της κατάσταση και την κεφαλαιακή διάρθρωσή της,
- ✚ την χρηματοπιστωτική της διάρθρωση,
- ✚ την αποδοτικότητά της,
- ✚ τις επενδύσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει,
- ✚ τη σύνθεση των δαπανών και των προσόδων της,
- ✚ τον κύκλο εργασιών της,
- ✚ τις πηγές και τις χρήσεις του κεφαλαίου της.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που χρησιμοποιούνται μπορούν να ταξινομηθούν σε έξι μεγάλες κατηγορίες, οι οποίες είναι οι εξής:

- i. Δείκτες ρευστότητας,
- ii. Δείκτες δραστηριότητας,
- iii. Δείκτες χρέους ή μόχλευσης,
- iv. Δείκτες οικονομικής καλύψεως,
- v. Δείκτες αποδοτικότητας,
- vi. Δείκτες αποτίμησης.

3.2 Ανάλυση Δεικτών

Η κάθε κατηγορία απαρτίζεται από ορισμένους αριθμοδείκτες οι οποίοι αναλύονται παρακάτω:

3.2.1 Δείκτες Ρευστότητας

Το πόσο ρευστό είναι ένα περιουσιακό στοιχείο εξαρτάται από τη ταχύτητα με την οποία μπορεί να μετατραπεί σε χρήμα χωρίς να μειωθεί η αξία του. Η διοίκηση της ρευστότητας μιας επιχείρησης συνίσταται στη συσχέτιση των υποχρεώσεων της με τη διάρκεια ζωής των περιουσιακών στοιχείων, έτσι ώστε να αποφευχθεί η αδυναμία πληρωμής των προμηθευτών και των δανειστών της επιχείρησης. Δύο είναι οι πιο γνωστοί δείκτες οι οποίοι χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της ρευστότητας μιας επιχείρησης, οι οποίοι είναι οι εξής:

- **Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)**

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Όπου Current Assets = Κυκλοφορούν Ενεργητικό (CA) και

Current Liabilities = Τρέχουσες Υποχρεώσεις (CL).

Το Κυκλοφορούν Ενεργητικό περιλαμβάνει Αποθέματα, Απαιτήσεις, Χρεόγραφα και Διαθέσιμα. Οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις περιλαμβάνουν Προμηθευτές, Γραμμάτια Πληρωτέα, Βραχυπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια, Προκαταβολές Πελατών, Υποχρεώσεις από Φόρους και Τέλη, ασφαλιστικούς οργανισμούς, Μερίσματα Πληρωτέα, διάφορους πιστωτές και γενικά τις υποχρεώσεις που λήγουν στην επόμενη του ισολογισμού χρήση. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα έχει η εταιρία. Ο δείκτης αυτός πάντως, μπορεί να ποικίλλει ανάλογα με τον τύπο της εταιρίας και με τον κλάδο στον οποίο ανήκει αυτή. Γενικά, αν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος από 2, είναι καλή ένδειξη για την εταιρία.

- Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (Quick Ratio)

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Current Assets} - \text{Inventories}}{\text{Current Liabilities}}$$

Όπου Current Assets = Κυκλοφορούν Ενεργητικό (CA),

Inventories = Αποθέματα και

Current Liabilities = Τρέχουσες Υποχρεώσεις (CL).

Τα Αποθέματα αφαιρούνται από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό, διότι είναι το στοιχείο του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με τη μικρότερη ρευστότητα και υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να πραγματοποιηθούν ζημιές όταν ρευστοποιηθούν. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα έχει η εταιρία. Γενικά, εάν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του 1-1,5 θεωρείται καλή ένδειξη.

3.2.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι Δείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios) δείχνουν κατά πόσο μια επιχείρηση διαχειρίζεται αποτελεσματικά τους πόρους της, με σκοπό τη δημιουργία πωλήσεων. Οι πιο σημαντικοί Δείκτες Δραστηριότητας είναι οι εξής:

- **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (Inventory Turnover Ratios)**

$$\text{Inventory Turnover Ratio} = \frac{\text{Cost of Good Sold}}{\text{Inventories}}$$

Όπου Cost of Good Sold = Κόστος Πωληθέντων (CGS) και

Inventories = Αποθέματα.

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης υπολογίζεται ως το πηλίκο του Κόστους Πωληθέντων προς τα Αποθέματα. Η Ταχύτητα Κυκλοφορίας των Αποθεμάτων είναι ένα κριτήριο για την αποτελεσματική διαχείριση των Αποθεμάτων της επιχείρησης, καθώς και για το βαθμό ρευστότητας τους, ο δείκτης αυτός δείχνει την ταχύτητα με την οποία τα Αποθέματα μπορούν να μετατραπούν σε Απαιτήσεις μέσω των Πωλήσεων. Ο αριθμοδείκτης αυτός μας επιτρέπει να δούμε πόσες φορές ανανεώθηκαν τα Αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις Πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα Αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Αν διαιρέσουμε με τις συνολικές ημέρες του έτους (365 ημέρες) τον αριθμό αυτόν, προκύπτει ο αριθμός των ημερών που παρέμειναν τα Αποθέματα στην επιχείρηση ώσπου να πωληθούν, όπως φαίνεται και στον επόμενο αριθμοδείκτη.

- **Ημέρες Αποθεμάτων (Inventory Days)**

$$\text{Inventory Days} = \frac{\text{Inventories}}{\text{Cost of Good Sold}}$$

Όπου Inventories = Αποθέματα και

Cost of Good Sold = Κόστος Πωληθέντων (CGS).

- **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Total Assets Turnover)**

$$\text{Total Assets Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

Όπου Sales = Πωλήσεις και

Total Assets = Σύνολο Ενεργητικού (TA).

Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού είναι ο αριθμοδείκτης ο οποίος δείχνει τα έσοδα που έχουν δημιουργηθεί από κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό μιας επιχείρησης. Κάθε επιχείρηση αναζητά όσο το δυνατόν μεγαλύτερη χρήση του ενεργητικού της. Ουσιαστικά, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει την αναλογία χρησιμοποίησης της συνολικής περιούσιας της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της και υπολογίζεται από τον λόγο των Πωλήσεων προς το Σύνολο του Ενεργητικού της χρήσεως.

- **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων** (Fixed Assets Turnover)

$$\text{Fixed Assets Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Fixed Assets}}$$

Όπου Sales = Πωλήσεις και

Fixed Assets = Πάγιο Ενεργητικό (FA).

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων υπολογίζεται από το πηλίκο των Πωλήσεων προς τα Καθαρά Πάγια (οικόπεδα, μηχανήματα, μεταφορικά μέσα, έπιπλα και οποιονδήποτε άλλο εξοπλισμό) και προσδιορίζει τον βαθμό παγιοποίησης (την κεφαλαιακή ένταση) μιας επιχείρησης. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο περισσότερα πάγια χρησιμοποιεί μια επιχείρηση και το αντίστροφο. Διαχρονικές μεταβολές στον δείκτη αυτό παρέχουν πληροφορίες για το αν η διοίκηση μιας επιχείρησης γίνεται πιο αποτελεσματική ή όχι στη χρήση του Πάγιου Ενεργητικού της.

- **Ημέρες Εισπρακτέων** (Collection Period)

$$\text{Collection Period} = \frac{\text{Account Receivable}}{\text{Sales}} * 365$$

Όπου Account Receivable = Εισπρακτέα και

Sales = Πωλήσεις.

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης προσδιορίζει τον μέσο αριθμό των ημερών οι οποίες χρειάζονται για να εισπραχθούν οι Εισπρακτέοι Λογαριασμοί μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αυτός αντιπροσωπεύει το χρονικό διάστημα που πρέπει να περιμένει η επιχείρηση μετά την πραγματοποίηση μιας πώλησης για να εισπράξει μετρητά. Η Μέση Περίοδος Είσπραξης συγκρίνεται συνήθως με τη Περίοδο Πίστωσης της επιχείρησης. Για παράδειγμα, εάν η Πιστωτική Περίοδος την οποία παρέχει η επιχείρηση στους πελάτες της είναι 30 μέρες και η Μέση Περίοδος

Είσπραξης είναι 35 μέρες, τότε ο δείκτης αυτός δηλώνει ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα στην έγκαιρη είσπραξη των απαιτήσεων της και καλό θα ήταν να αναθεωρήσει την πιστωτική της πολιτική.

- **Ημέρες Πληρωτέων (Payable Days)**

$$\text{Payable Days} = \frac{\text{Payables}}{\text{Cost of Good Sold}} * 365$$

Όπου Payables = Πληρωτέα και

Cost of Good Sold = Κόστος Πωληθέντων (CGS).

Η Μέση Περίοδος Πληρωμής είναι παρόμοια με τη Μέση Περίοδο Είσπραξης, μόνο που αντιστοιχεί στους Πληρωτέους Λογαριασμούς της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός δείχνει το μέσο χρονικό διάστημα που πρέπει να περιμένουν οι προμηθευτές της επιχείρησης, μετά την πραγματοποίηση μιας πώλησης προς την επιχείρηση, για να πληρωθούν.

3.2.3 Δείκτες Χρέους ή Μόχλευσης

Η Χρηματοοικονομική Μόχλευση είναι η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων. Είναι γενικά αποδεκτό ότι η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την αναμενόμενη αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει όταν η αναμενόμενη Αποδοτικότητα του Ενεργητικού υπερβαίνει το Κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων. Η μόχλευση όμως φέρνει αντίθετα αποτελέσματα όταν η Αποδοτικότητα του Ενεργητικού είναι μικρότερη από το Κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να πραγματοποιηθούν ζημίες και, εάν η επιχείρηση αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της, μπορεί να πτωχεύσει. Κατά συνέπεια, αποφάσεις σχετικές με το ύψος των Δανειακών Κεφαλαίων που θα πρέπει να χρησιμοποιεί μια επιχείρηση θα πρέπει να εξισορροπούν τις μεγαλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις με τον πρόσθετο κίνδυνο αθέτησης των Δανειακών Υποχρεώσεων. Οι Δείκτες Χρέους ή Μόχλευσης δείχνουν τον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση χρηματοδοτεί τις συνολικές επενδύσεις της δηλαδή το Ενεργητικό της. Πιο συγκεκριμένα οι δείκτες αυτοί απεικονίζουν την έκταση στην οποία μια επιχείρηση χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της με Δανειακά Κεφάλαια και την πιθανότητα να αθετήσει η επιχείρηση τις Δανειακές της Υποχρεώσεις. Δύο είναι οι σχετικοί δείκτες που χρησιμοποιούνται με μεγάλη συχνότητα, και είναι οι εξής:

- **Συνολική Δανειακή Επιβάρυνση (Debt to Total Asset Ratio)**

$$\text{Debt to Total Asset Ratio} = \frac{\text{Long Term Loans} + \text{Short Term Loans}}{\text{Total Assets}} * 100$$

Όπου Long Term Loans = Μακροπρόθεσμα Δάνεια (LTL),

Short Term Loans = Βραχυπρόθεσμα Δάνεια (STL) και

Total Assets = Σύνολο Ενεργητικού (TA).

Τα Ξένα Κεφάλαια περιλαμβάνουν όλα τα Δανειακά Κεφάλαια, δηλαδή τις Βραχυπρόθεσμες και τις Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Οι δανειστές της επιχείρησης προτιμούν χαμηλά επίπεδα Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης διότι, όσο μικρότερος είναι ο δείκτης τόσο περισσότερα Ίδια Κεφάλαια υπάρχουν για να ικανοποιηθούν οι δανειστές σε περίπτωση χρεοκοπίας της εταιρίας. Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι της επιχείρησης προτιμούν υψηλά σχετικά επίπεδα του δείκτη αυτού, διότι με τον τρόπο αυτό μεγεθύνονται τα κέρδη τους.

- **Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια** (Debt-to-Equity Ratio)

$$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Long\ Term\ Loans + Short\ Term\ Loans}{Owners\ Fund} * 100$$

Όπου Long Term Loans = Μακροπρόθεσμα Δάνεια (LTL),
Short Term Loans = Βραχυπρόθεσμα Δάνεια (STL) και
Owners Funds = Ίδια Κεφάλαια (OF).

Ο δείκτης αυτός είναι μια απλή μετατροπή του δείκτη Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης και παρέχει την ίδια πληροφόρηση.

3.2.4 Δείκτες Οικονομικής Καλύψεως

Οι Δείκτες Οικονομικής Καλύψεως (Coverage Ratios) εκφράζουν την ικανότητα της επιχείρησης να καλύψει τις διάφορες δαπάνες οι οποίες προκύπτουν από τις Απαιτήσεις των πιστωτών της. Άρα, οι δείκτες αυτοί παρέχουν την πληροφόρηση για το αν η επιχείρηση χρησιμοποιεί πολλά Δανειακά Κεφάλαια ή όχι.

Ο σχετικός δείκτης που χρησιμοποιείται με τη μεγαλύτερη συχνότητα είναι ο εξής:

- **Βαθμός Καλύψεως Χρηματοοικονομικών Δαπανών** (Times-Interest Earned Ratios)

$$\text{Times – Interest Earned Ratio} = \frac{\text{Earnings before Interest and Tax}}{\text{Interest Paid}} * 100$$

Όπου Earnings before Interest and Tax = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT) και Interest Paid = Τόκοι.

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει πόσες φορές καλύπτονται οι ετήσιοι τόκοι τους οποίους πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση (δηλαδή οι χρεωστικοί τόκοι) από τα καθαρά λειτουργικά της έσοδα. Χαμηλές τιμές του δείκτη δηλώνουν ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε επικίνδυνη θέση. Μια μείωση της δραστηριότητας της θα μειώσει τα Κέρδη προ Τόκων και Φόρων και μπορεί να την οδηγήσει σε αδυναμία πληρωμής των χρεωστικών της τόκων και σε πιθανή χρεοκοπία.

3.2.5 Δείκτες Αποδοτικότητας

Η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τις αποφάσεις και τις διάφορες πολιτικές που ακολουθεί η διοίκηση της. Οι δείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios) παρουσιάζουν την αποτελεσματικότητα με την οποία διοικείται μια επιχείρηση. Οι δείκτες Αποδοτικότητας οι οποίοι χρησιμοποιούνται με τη μεγαλύτερη συχνότητα είναι οι εξής:

- **Περιθώριο Μεικτού Κέρδους (Gross Profit Margin)**

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Sales} - \text{Cost of Good Sold}}{\text{Sales}} * 100$$

Όπου Sales = Πωλήσεις και

Cost of Good Sold = Κόστος Πωληθέντων (CGS).

Η διαφορά των Πωλήσεων μείον το Κόστος των Πωλήσεων μας δίνει τα Μεικτά Κέρδη της επιχείρησης. Το Περιθώριο Μεικτού Κέρδους αντανακλά την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης, δηλαδή την πρόσθετη αξία που έχουν οι Πωλήσεις έναντι του κόστους τους και την ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης να ελαχιστοποιεί το Κόστος των Πωλήσεων της.

- **Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Net Profit Margin)**

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Earnings after Tax}}{\text{Sales}} * 100$$

Όπου Earnings after Tax = Καθαρά κέρδη (EAT) και

Sales = Πωλήσεις.

Το Περιθώριο Καθαρού Κέρδους αντανακλά την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης και την ικανότητα της να ελέγχει τα λειτουργικά της έξοδα, τα χρηματοοικονομικά της έξοδα και τους φόρους της. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι τα Περιθώρια Καθαρού Κέρδους ποικίλουν από κλάδο σε κλάδο αλλά και από επιχείρηση σε επιχείρηση του ίδιου κλάδου. Το ύψος του περιθωρίου εξαρτάται από το είδος του πωλούμενου προϊόντος και από τη στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση σε σχέση με τον ανταγωνισμό. Με άλλα λόγια, είναι ένα πολύ γνωστό μέτρο σύγκρισης και χρησιμοποιείται σχεδόν σε παγκόσμια κλίμακα για την παρακολούθηση και τον έλεγχο της κερδοφορίας μιας επιχείρησης.

- **Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return on Assets – ROA)**

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Earnings after Tax}}{\text{Total Assets}} * 100$$

Όπου Earnings after Tax = Καθαρά Κέρδη (EAT) και

Total Assets = Σύνολο Ενεργητικού (TA).

Η Αποδοτικότητα Ενεργητικού μιας επιχείρησης αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης της να χρησιμοποιεί τους χρηματοοικονομικούς πόρους της επιχείρησης για να δημιουργεί Καθαρά Κέρδη. Ο δείκτης αυτός μετρά την αποδοτικότητα όλων των επενδυμένων κεφαλαίων, ιδίων και ξένων, μιας επιχείρησης. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι η Αποδοτικότητα Ενεργητικού ποικίλει από κλάδο σε κλάδο, αλλά και από επιχείρηση σε επιχείρηση του ίδιου κλάδου. Η Αποδοτικότητα του Ενεργητικού μιας επιχείρησης εξαρτάται από δυο κυρίως παράγοντες, το Περιθώριο Καθαρού Κέρδους και την Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού. Αυτό μπορεί να παρουσιαστεί και ως εξής:

$$\text{ROA} = \text{EAT} / \text{Sales} * \text{Sales} / \text{TA}$$

$$\text{ROA} = \text{Return on Sales} * \text{Total Assets Turnover}$$

- **Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων** (Return on Equity – ROE)

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Earnings after Tax}}{\text{Owners Funds}} * 100$$

Όπου Earnings after Tax = Καθαρά Κέρδη (EAT) και

Owners Funds = Ίδια Κεφάλαια (OF).

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην επιχείρηση. Η Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης εξαρτάται από δυο κυρίως παράγοντες, την Αποδοτικότητα του Ενεργητικού και τον Πολλαπλασιαστή Μόχλευσης ή Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων. Αυτό μπορεί να παρουσιαστεί και ως εξής:

$$\text{ROE} = \text{EAT} / \text{Sales} * \text{Sales} / \text{OF}$$

$$\text{ROE} = \text{Return on Sales} * \text{Net Worth Turn Over}$$

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει την Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων της είτε αυξάνοντας την Αποδοτικότητα του Ενεργητικού της είτε αυξάνοντας τον Πολλαπλασιαστή Μόχλευσης που χρησιμοποιεί. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ο σημαντικότερος στην χρηματοοικονομική των επιχειρήσεων. Μετράει την απόδοση για τους μετόχους και αν είναι ικανοποιητικό ως νούμερο, φέρνει επιτυχία στην επιχείρηση, συνεπάγεται υψηλότερη τιμή της μετοχής της και διευκολύνει την προσέλκυση νέων κεφαλαίων. Αυτά τα αποτελέσματα θα δώσουν στην εταιρία τη δυνατότητα να αναπτυχθεί, αν το επιτρέπουν και οι συνθήκες της αγοράς, γεγονός που με τη σειρά του οδηγεί σε μεγαλύτερα κέρδη. Όλα τα παραπάνω οδηγούν σε υψηλή αξία και συνεχή μεγέθυνση της περιουσίας των ιδιοκτητών της.

- **Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού** (Return on Total Assets –ROTA)

$$\text{Return on Total Assets} = \frac{\text{Earnings before Interest and Tax}}{\text{Total Assets}} * 100$$

Όπου Earnings before Interest and Tax = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT) και
Total Assets = Σύνολο Ενεργητικού (TA).

Η Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού παρέχει σε μια εταιρία την απαραίτητη υποδομή για να προσφέρει ικανοποιητική απόδοση κεφαλαίου. Μια εταιρία χωρίς καλή Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού είναι σχεδόν αδύνατο να δημιουργήσει ικανοποιητική Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων.

3.2.6 Δείκτες Αποτίμησης

Οι Δείκτες Αποτίμησης (Valuation Ratios) παρέχουν στη διοίκηση της επιχείρησης μια ένδειξη για την εντύπωση που έχουν σχηματίσει οι επενδυτές για την απόδοση της επιχείρησης στο παρελθόν, καθώς και για τις προοπτικές της στο μέλλον. Οι περισσότεροι αναλυτές χρησιμοποιούν δύο δείκτες, οι οποίοι είναι οι εξής:

- **Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη (Price to Earnings Ratio)**

$$\text{Price to Earnings Ratio} = \frac{\text{Share Price}}{\text{Earnings per Share}}$$

Όπου Share Price = Τιμή Μετοχής (SP) και

Earnings per Share = Κέρδη ανά μετοχή (EPS).

Ο αριθμοδείκτης αυτός υπολογίζεται ως η Τρέχουσα Τιμή της Μετοχή της εταιρίας δια των Καθαρών Κερδών των τελευταίων δώδεκα μηνών ανά μετοχή. Η τιμή του δείκτη παρουσιάζει πόσες φορές είναι διατεθειμένη η αγορά δηλαδή οι επενδυτές να πληρώσουν τα κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή, για να αγοράσουν τη μετοχή. Επιπλέον, ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει πόσα έτη χρειάζεται ο επενδυτής για να ανακτήσει τα χρήματα που έδωσε για να αγοράσει τη μετοχή της εταιρίας, εάν υποθέσουμε ότι τα Κέρδη ανά Μετοχή μένουν σταθερά διαχρονικά.

- **Αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακής προς Λογιστική Αξία**
(Market to Book Ratio)

$$\text{Market to Book Ratio} = \frac{\text{Market Capitalization}}{\text{Owners Funds}}$$

Or

$$\text{Market to Book Ratio} = \frac{\text{Market Value}}{\text{Book Value}}$$

Όπου Market Capitalization = Κεφαλαιοποίηση,

Owners Funds = Ίδια Κεφάλαια (OF),

Market Value = Χρηματιστηριακή Αξία (MV) και

Book Value = Λογιστική Αξία (BV).

Ο αριθμοδείκτης αυτός δίνει την τελική και πιθανόν τη λεπτομερέστερη αξιολόγηση της συνολικής κατάστασης της εταιρίας από τη χρηματιστηριακή αγορά. Ανακεφαλαιώνει την άποψη των επενδυτών για το σύνολο της εταιρίας, το μάνατζμέντ, τα κέρδη της, τη ρευστότητα της και τις μελλοντικές προοπτικές της. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αυτός υποδηλώνει εάν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με τη λογιστική αξία των φυσικών περιουσιακών της στοιχείων (Γκίκα, 2002).

Κεφάλαιο 4. Μοντέλα πρόβλεψη πτώχευσης των επιχειρήσεων (χρεοκοπία) – Μοντέλο Altman

4.1 Νομική Διάσταση – Ορισμός πτώχευσης

Η πτώχευση είναι η νομική κατάσταση στην οποία μεταπίπτει έμπορος ή εμπορική εταιρεία, όταν "μόνιμα και ολοσχερώς" αδυνατεί να ικανοποιήσει τους δανειστές ή άλλους οφειλέτες. Η πτώχευση κηρύσσεται μόνο με δικαστική απόφαση. Τόσο η διαδικασία όσο και οι επιπτώσεις εξ αυτής διέπονται από το Πτωχευτικό Δίκαιο που αποτελεί ιδιαίτερο κλάδο του Εμπορικού Δικαίου.

Στην πράξη, η πτώχευση αποτελεί «συλλογική διαδικασία», μια διαδικασία δηλαδή, που προβλέπεται σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας επιχειρήσεων. Όταν κηρυχθεί η πτώχευση, οι δανειστές του οφειλέτη δεν μπορούν να ασκήσουν ατομικά καταδιωκτικά μέτρα εναντίον του, αλλά ενώνονται σε μια «ομάδα», τα δικαιώματα της οποίας ασκούνται από το «σύνδικο» (είναι το πρόσωπο που διορίζεται από το δικαστήριο, σε περίπτωση πτώχευσης οφειλέτη και έχει ως καθήκον να διαχειρισθεί την πτωχευτική διαδικασία), με σκοπό τη συνολική εκποίηση της περιουσίας του οφειλέτη και την ίση μεταχείριση όλων των πιστωτών. Αποφεύγονται έτσι, ο πανικός των πιστωτών, η συσσώρευση δικών, η κατάσχεση των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη και τελικά η καταστροφή της επιχείρησής του.

Ορισμένα από τα αιτία που μπορούν να οδηγήσουν μια εταιρία σε πτώχευση είναι τα εξής:

- i. Αδυναμία Κάλυψης Βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων,
- ii. Αδυναμία κάλυψης ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων,
- iii. Αναποτελεσματική διοίκηση η οποία δεν έλαβε τις σωστές αποφάσεις,
- iv. Αρνητική οικονομική συγκυρία όπως η ύφεση καθώς και άλλα γεγονότα που μπορούν να επηρεάσουν την πορεία ενός κλάδου.

Η πτώχευση – χρεοκοπία έχει πολύ δυσάρεστες συνέπειες, τόσο για τον ιδιοκτήτη/τες της επιχείρησης όσο και για τους δανειστές ή συνεργάτες αυτής. Γι' αυτό το λόγο, γίνεται μόνο εάν εντοπιστούν οι πιθανές παράμετροι που οδηγούν μια εταιρία στη πρωτότερη κατάσταση και να αναλυθούν διεξοδικά και συνδυαστικά μια σειρά μικροοικονομικών μεταβλητών όπως χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, λογιστικά μεγέθη, τιμές μετοχών για εισηγμένες εταιρίες κ.α..

Γι' αυτό το λόγο, τα τελευταία 40 χρόνια η πρόβλεψη της εταιρικής αποτυχίας (πτώχευσης) απασχόλησε ιδιαίτερα την ακαδημαϊκή κοινότητα, και εξελίχθηκε σταδιακά σε σημαντικό ερευνητικό πεδίο της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Δεκάδες έρευνες εκπονήθηκαν και επιστημονικά άρθρα δημοσιεύτηκαν, προκειμένου να αναζητηθούν νέα ή να βελτιωθούν τα ήδη υπάρχοντα μοντέλα πρόβλεψης.

4.2 Συνοπτική αναφορά μελετών

Το 1966, ο Beaver παρουσίασε την πρώτη ουσιαστικά προσπάθεια πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας με την χρήση αριθμοδεικτών. Το μοντέλο μονομεταβλητής ανάλυσης περιλάμβανε αριθμοδείκτες, επιλεγμένους με βάση ένα τεστ διχοτομικής ταξινόμησης. Ο Beaver κατέληξε στο ότι ο αριθμοδείκτης Ταμειακές Ροές/Υποχρεώσεις παρουσίαζε την μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα της κακής οικονομικά πορείας με ποσοστό (87%) (Beaver, 1966). Την ίδια χρονιά (1966) ο Tamari αλλά και οι Moses και Liao (1987) χρησιμοποίησαν μοντέλα βασισμένα σε διερευνητικούς αριθμοδείκτες του κινδύνου της εταιρικής αποτυχίας (Risk Index Models), τα οποία ήταν σαφώς ευκολότερα στην χρήση. Το 1968, ο Altman εισήγαγε την μέθοδο της πολυμεταβλητής διαχωριστικής ανάλυσης (MDA Multivariate Discriminant Analysis), για τη μελέτη της πρόγνωσης της εταιρικής αποτυχίας εκτιμώντας μέσω αριθμοδεικτών ένα σταθμισμένο δείκτη Z-score, το οποίο ανάλογα με το υπολογιζόμενο σκορ κατέτασσε μια εταιρία σε οικονομικά ασθενέστερη ή όχι.

Το μοντέλο του Altman αποτέλεσε βάση για πολλές μετέπειτα εργασίες, αλλά οι συνεχόμενες μεταβολές στα πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (FRS) και στις γενικά αποδεκτές λογιστικές πρακτικές (GAAP) μείωσαν την προβλεπτική του ικανότητα. Ο Altman το αναπροσάρμοσε προκειμένου να αυξηθεί η ακρίβειά του και το 1977 παρουσίασε το Zeta Model.

Η MDA κυριάρχησε έως την δεκαετία του 80. Στην συνέχεια η χρήση της περιορίστηκε και αντικαταστάθηκε από λιγότερο απαιτητικές στατιστικά τεχνικές όπως Logit (LA), Probit (PA) και γραμμικά πιθανοτικά μοντέλα (LPM) . Αυτές οι τεχνικές οδήγησαν στα υπό συνθήκη πιθανοτικά μοντέλα, τα οποία περιλάμβαναν κατάλληλους συνδυασμούς μεταβλητών διαχωρισμού επιχειρήσεων σε αποτυχημένες και μη.

Η ανάγκη πιο ολοκληρωμένων μελετών στο ερευνητικό πεδίο της πρόγνωσης της πτώχευσης οδήγησε στην εισαγωγή νέων τεχνικών, όπως τα πολυκριτήρια συστήματα λήψης αποφάσεων (DSS), τα οποία μπορούσαν να συνδυάσουν κατάλληλα τις υπάρχουσες στατιστικές τεχνικές με ποιοτικού χαρακτήρα μεταβλητές.






Το υπόδειγμα που θα χρησιμοποιηθεί στη παρούσα εργασία είναι το υπόδειγμα πρόβλεψης του Altman, το οποίο θα αναλυθεί διεξοδικά αμέσως παρακάτω.

4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ALTMAN Z - SCORE

Ο Altman ήταν ο πρώτος που πρότεινε την MDA επιχειρώντας την ταξινόμηση των εταιριών σε πτωχευμένες και μη, με βάση τον διαδοχικό υπολογισμό και συνδυασμό περισσότερων του ενός αριθμοδεικτών σε ένα συνδυαστικό Z-score . Το αρχικό δείγμα αποτελούσαν 66 εταιρίες. Την ομάδα των πτωχευμένων αποτελούσαν 33 εταιρίες, οι οποίες πτώχευσαν την περίοδο 1946 - 1965. Με αυτή την ομάδα αντιστοιχίστηκε και η ομάδα 33 υγιών εταιριών, με κριτήριο στρωματοποίησης το μέγεθος του Ενεργητικού αλλά και τον βιομηχανικό κλάδο. Για την συλλογή των χρηματοοικονομικών καταστάσεων χρησιμοποίησε το εγχειρίδιο των Moodys, και όρισε ως έτος προ της πτώχευσης το έτος δημοσίευσης του τελευταίου ισολογισμού προ της πτώχευσης με χρονικό περιορισμό τους 7,5 μήνες από το γεγονός αυτό. Η επιλογή των αριθμοδεικτών που θα αποτελούσαν τις ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος προήλθε από την εφαρμογή της MDA σε μια αρχική λίστα 22 δεικτών ομαδοποιημένων σε 5 κατηγορίες . Η αρχική λίστα καταρτίστηκε με κριτήριο:

- α) την συχνότητα παρουσίας στην βιβλιογραφία,
- β) τη δυναμική σχετικότητα με την εκπονούμενη μελέτη,
- γ) μερικούς «νέους» δείκτες τους οποίους προέκρινε εμπειρικά ο Altman.

Τις κατηγορίες ομαδοποίησης των δεικτών αποτελούσαν οι δείκτες :

-  Ρευστότητας (Liquidity),
-  Αποδοτικότητα (Profitability),
-  Μόχλευσης (Leverage),
-  Φερεγγυότητας (Solvency),
-  Δραστηριότητας (Activity).

Από λίστα με 22 δείκτες επελέγησαν οι 5 παραπάνω, ο συνδυασμός των οποίων μεγιστοποιούσε την προβλεπτική ικανότητα του υποδείγματος. Προκειμένου όμως να καταλήξει στη διαμόρφωση του τελικού υποδείγματος με βάση τους 5 προκρινόμενους δείκτες εργάστηκε με βάση την ακόλουθη διαδικασία :

- 1) Παρατηρούσε την στατιστική σημαντικότητα διαφόρων εναλλακτικών συναρτήσεων λαμβάνοντας πάντα υπόψη, την σχετική συνεισφορά της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής,
- 2) Αξιολογούσε την συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών,
- 3) Παρατηρούσε την προβλεπτική ακρίβεια των διαφόρων συναρτήσεων,
- 4) Βασίστηκε και στην κρίση του.

Η τελική συνάρτηση διαφοροποίησης είχε την ακόλουθη μορφή:

$$Z = 0,012(T_1) + 0,014(T_2) + 0,033(T_3) + 0,006(T_4) + 0,999(T_5)$$

Όπου : T1 = Κεφάλαιο κίνησης / Σύνολο ενεργητικού

Working Capital / Total Assets,

T2= Παρακρατηθέντα κέρδη / Σύνολο ενεργητικού

Retaining Earnings / Total Assets,

T3 = Κέρδη προ τόκων και φόρων / Σύνολο ενεργητικού

Earnings before interest and Taxes/ Total Assets,

T4 = Τρέχουσα αξία μετοχών / Λογιστική αξία Συνολικών Υποχρεώσεων

Market Value Equity / Total Debts,

T5 = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού

Sales / Total Assets,

Z = Συνδυαστικός δείκτης (Z-score).

Το υπόδειγμα Z-score αποτελεί προϊόν γραμμικής ανάλυσης, στην οποία 5 δείκτες σταθμίζονται και αθροίζονται σε ένα συνολικό σκορ το οποίο αποτελεί κα την βάση για την ταξινόμηση των εταιριών σε οικονομικά ασθενέστερες και οικονομικά υγιείς.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, μεταβλητές οι οποίες δεν παρουσίαζαν ενδιαφέρον σε επίπεδο μονομεταβλητής ανάλυσης στην πραγματικότητα η προσφορά τους ήταν πολύ σημαντική (συνεισφορά διαχωρισμού) σε επίπεδο MDA και το αντίστροφο. Για παράδειγμα ο δείκτης, ο οποίος παρουσίαζε την μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα της πτώχευσης όπως προκρίθηκε από το υπόδειγμα μονομεταβλητής ανάλυσης του Beaver, Ταμειακές Ροές/Σύνολο Υποχρεώσεων (Beaver, 1966), δεν συμπεριλήφθηκε στο υπόδειγμα Z-score.

Στόχος του Altman μέσω της MDA, ήταν η αναζήτηση ανεξάρτητων μεταβλητών οι οποίες θα συνεισέφεραν από κοινού τα μέγιστα στην προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου, χωρίς απαραίτητα να παρουσιάζουν και την μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα όταν εξετάζονταν ξεχωριστά (π.χ. όπως στα πλαίσια την μονομεταβλητής ανάλυσης). Αντικειμενική επιδίωξη συνεπώς του Altman ήταν η αναζήτηση και χρησιμοποίηση εκείνων των αριθμοδεικτών, οι οποίοι θα προσέφεραν την μεγαλύτερη δυνατή ανομοιογένεια μεταξύ των δύο ομάδων αλλά παράλληλα και την μεγαλύτερη ομοιογένεια εντός της ομάδας των πτωχευμένων ή μη ξεχωριστά. Χρησιμοποίησε διαφορετικά δείγματα και τεστ σημαντικότητας (F-value, T-test), προκειμένου να επαληθεύσει την σημαντικότητα των μεταβλητών μειώνοντας παράλληλα και τα ποσοστά των λαθών ταξινόμησης με ανάλογα εντυπωσιακά αποτελέσματα. Από την έρευνα κατέληξε στα εξής συμπεράσματα:

- i. **Z > 2,67** δεν κινδυνεύουν άμεσα (εντός των επόμενων δυο ετών),
- ii. **Z < 1,81** η εταιρία αντιμετωπίζει υψηλό κίνδυνο χρεοκοπίας,
- iii. **1,81 < Z < 2,67** δεν μπορεί να γίνει ασφαλής ταξινόμηση (grey area).

Ασφαλής πρόβλεψη μπορεί να γίνει έως 2 έτη προ της αποτυχίας, με την πιθανότητα λάθους ταξινόμησης να αυξάνεται ραγδαία μετά τα 2 έτη (έως και τα 5 έτη).

Το υπόδειγμα του Altman αποτέλεσε την αφετηρία για την χρησιμοποίηση της MDA στην μελέτη πρόβλεψης της Πτώχευσης (Altman, 1968). Η στατιστική μεθοδολογία που εφάρμοσε δέχτηκε ποικίλα επικριτικά σχόλια. Ο Moyer (1977) αμφισβητούσε την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου και ο Deakin (1976) στάθηκε στην υπόθεση της πολυμεταβλητής κανονικότητας η οποία συνήθως παραβιαζόταν. Παρόλα αυτά δεν αμφισβητήθηκε το θεωρητικό της πλαίσιο γι' αυτό και αποτέλεσε την βάση πολλών ανάλογων μελετών κυριαρχώντας μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 80'. Αξίζει να αναφερθεί ότι το υπόδειγμα Z-score χρησιμοποιήθηκε συμπληρωματικά (ως ανεξάρτητη μεταβλητή) και σε έρευνες με διαφορετικό (της πρόγνωσης πτώχευσης) κυρίως θεματικό περιεχόμενο όπως η διάγνωση των παραποιημένων Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων (Falsified Financial Statements).

Ο Altman το 2000, σε μια επισκόπηση των μοντέλων Z-score και ZETA (αναλύεται παρακάτω), ενσωμάτωσε τα σχόλια διαφόρων ερευνητών και παρουσίασε την τελική μορφή του μοντέλου Z-score ως εξής :

$$Z = 1.2(T_1) + 1.4(T_2) + 3.3(T_3) + 0.6(T_4) + 1.0(T_5)$$

Προκειμένου όμως το μοντέλο να είναι εφαρμόσιμο και σε εταιρίες του ιδιωτικού τομέα των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο ο Altman επανεκτίμησε όλους τους συντελεστές στάθμισης του υποδείματος αντικαθιστώντας παράλληλα την τρέχουσα αξία των ιδίων κεφαλαίων στην μεταβλητή T_4 με την λογιστική αξία (Book value).

Στην αναθεωρημένη του μορφή το υπόδειγμα είχε την ακόλουθη μορφή :

$$Z' \text{ score} = 0,717(T_1) + 0,847(T_2) + 3,107(T_3) + 0,420(T_4) + 0,998(T_5)$$

Η μεταβλητή T_4 (Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Συνολικές Υποχρεώσεις) εκτιμώμενη βάση της Λογιστικής Αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων παρουσίαζε μειωμένη σημαντικότητα σε σχέση με το αρχικό υπόδειγμα παρόλα αυτά εξακολουθούσε να

αποτελεί την τρίτη σημαντικότερη μεταβλητή του Z-score. Το διάστημα για το οποίο δεν δύναται να γίνει ασφαλής πρόβλεψη (gray area) είναι τώρα ευρύτερο (1,23 -2,90).

Προκειμένου το υπόδειγμα να μην επηρεάζεται από το μέγεθος του κάθε κλάδου (Industry effect), αφαιρέθηκε η μεταβλητή T_5 (Πωλήσεις/Σύνολο Ενεργητικού). Το νέο υπόδειγμα Z'' - Score το οποίο απαρτιζόταν από 4 μεταβλητές είχε την μορφή :

$$\mathbf{Z''- Score = 6,56 (T_1) + 3,26 (T_2)+ 6,72 (T_3) + 1,05 (T_4)}$$

Κεφάλαιο 5. Χρηματοοικονομική Ανάλυση των εταιριών

5.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση των τεσσάρων εταιριών του κλάδου της αλευροβιομηχανίας

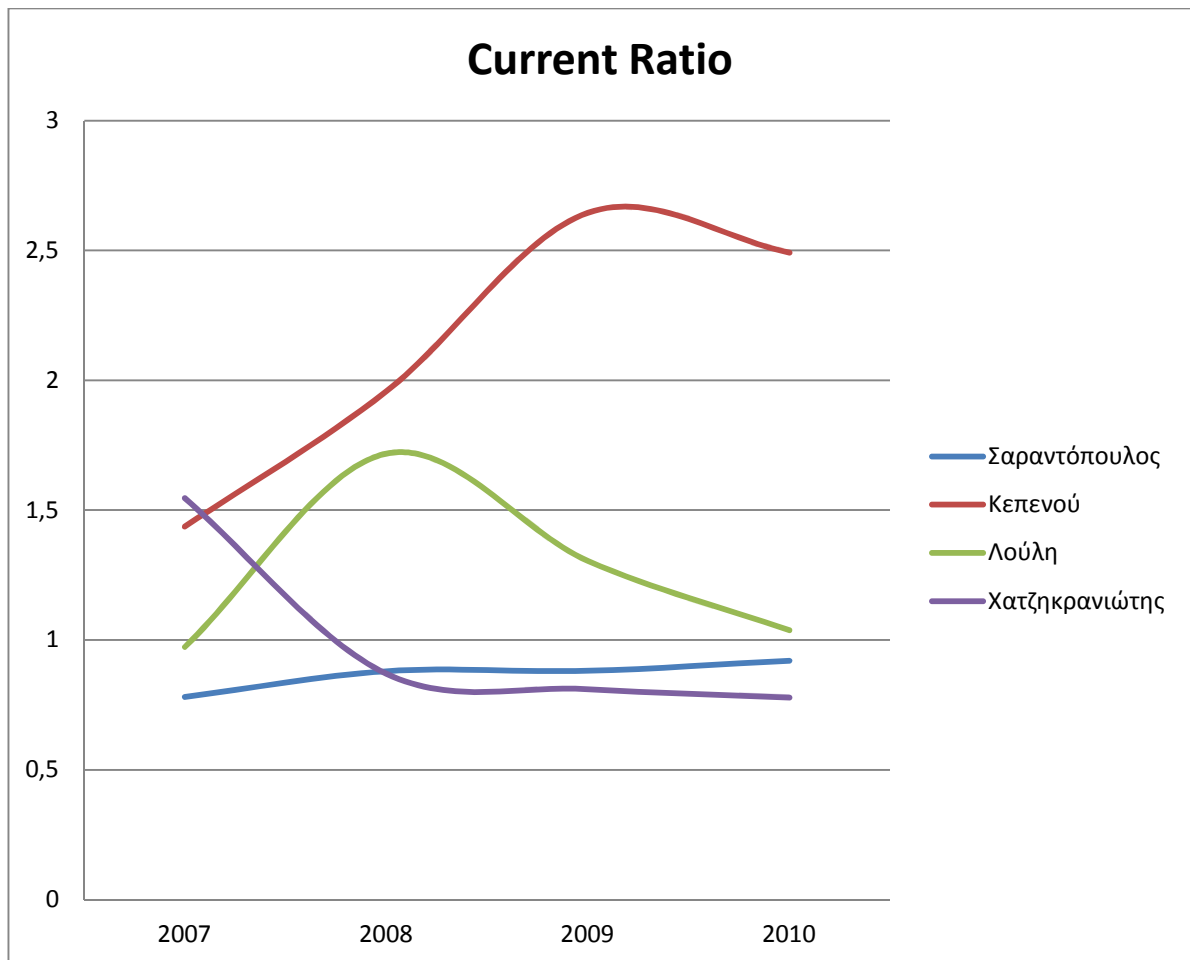
Στην παρούσα ενότητα θα επιχειρήσουμε να αναλύσουμε τη λογιστική κατάσταση των τεσσάρων εταιριών (Μύλοι Σαραντόπουλος, Μύλοι Κεπενού, Μύλοι Λούλης και Μύλοι Χατζηκρανιώτη), χρησιμοποιώντας τους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες που αναφέραμε σε προηγούμενη ενότητα.

Για τη χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιριών επιλέξαμε τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των τελευταίων τεσσάρων χρόνων από το 2007 έως και το 2010, έτσι ώστε να μπορέσουμε να απεικονίσουμε όσο το δυνατόν καλύτερα και με μεγαλύτερη ακρίβεια την κατάσταση των επιχειρήσεων και τη μέχρι τώρα πορεία τους στον κλάδο.

Εκτός από τους αριθμοδείκτες που θα υπολογιστούν για κάθε εταιρία ξεχωριστά, στη συνέχεια θα γίνεται σύγκριση μεταξύ τους με τη χρήση γραφήματος για τον κάθε δείκτη ξεχωριστά.

i. Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	0,78	0,87	0,88	0,91
Κεπενού	1,43	1,95	2,64	2,49
Λούλης	0,97	1,71	1,30	1,03
Χατζηκρανιώτη	1,54	0,87	0,81	0,77



Ο δείκτης αυτός μετράει το περίσσειμα των ρευστών κεφαλαίων πάνω από τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Το πλεόνασμα των κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων πάνω από τις τρέχουσες υποχρεώσεις παρέχει ένα περιθώριο ασφαλείας για τα άτομα που έχουν επενδύσει χρηματικά ποσά στην επιχείρηση.

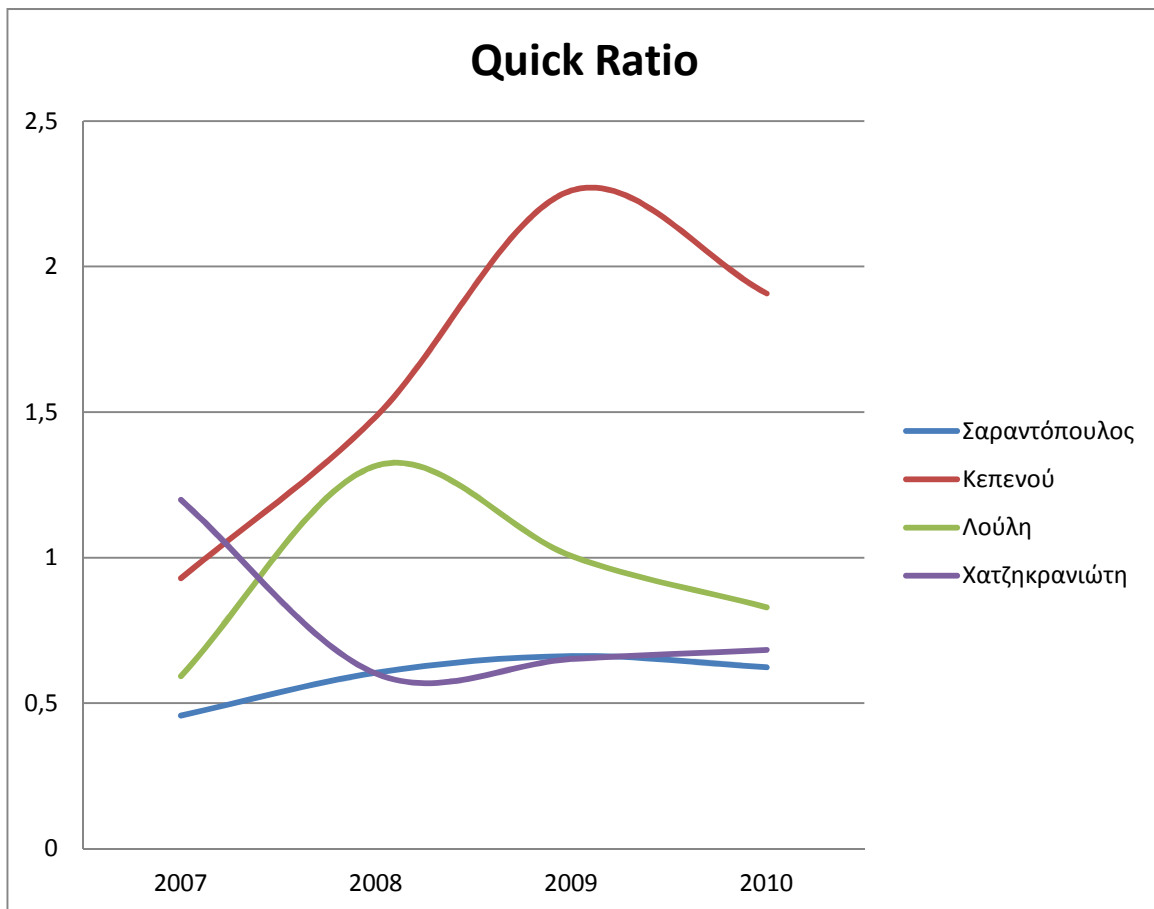
Όπως παρατηρούμε και στο σχεδιάγραμμα, η <<Μύλοι Σαραντόπουλος>> έχει μια σταθερή πορεία τα τέσσερα τελευταία χρόνια, αλλά οι τιμές του δείκτη είναι χαμηλές με μέσο όρο 0,86. Παρολαυτά, η επιχείρηση ελέγχει διαρκώς το ποσό του βραχυπρόθεσμου δανεισμού, καθώς και την αναλογία αυτού προς τις συνολικές υποχρεώσεις και διαχειρίζεται τους κινδύνους που μπορεί να δημιουργηθούν από έλλειψη επαρκούς ρευστότητας, φροντίζοντας να υπάρχουν πάντα εξασφαλισμένες τραπεζικές πιστώσεις προς χρήση, όπως αναφέρεται και στους ισολογισμούς της (Ισολογισμός Σαραντόπουλου σελ.5, 2010). Από την άλλη πλευρά, στην εταιρία Μύλοι Κεπενού ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας παρουσιάζει μια ανοδική πορεία με μια μικρή πτώση που παρατηρήθηκε το 2010. Ο αριθμοδείκτης κυμάνθηκε σε θετικά επίπεδα σε σύγκριση με τον κλάδο την τελευταία τετραετία με μέσο όρο 2,13. Γι' αυτό το λόγο, θα μπορούσαμε να πούμε ότι δεν διαφαίνεται κίνδυνος ρευστότητας για την εταιρία, αφού διατηρεί επαρκές κεφάλαιο κίνησης για να καλύψει βραχυπρόθεσμες ανάγκες της. Ταυτόχρονα, αξίζει να σχολιάσουμε ότι αυτός ο υψηλός δείκτης οφείλεται και στο γεγονός ότι η εταιρία κρατάει πολλά ανεκμετάλλευτα μετρητά στο ταμείο της, τα οποία το 2010 ξεπέρασαν και τα 7.000.000 €, ώστε να μπορεί να ξεπληρώνει τους προμηθευτές της αφού είναι υποχρεωμένη να πληρώνει σε 20 ημέρες από την αγορά των προϊόντων, ενώ από τους πελάτες της εισπράττει σε 160 μέρες από την ημέρα της πώλησης.

Μεγάλη διακύμανση παρατηρείται στο δείκτη Γενικής Ρευστότητας για την εταιρία Μύλοι Λούλη, η οποία καταφέρνει να ανταπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της με τον κατάλληλο συνδυασμό ρευστών διαθέσιμων και εγκεκριμένων τραπεζικών πιστωτικών ορίων τα οποία το 2007 ξεπέρασαν και τα 36.000.000 €. Η μέση τιμή του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη για την τετραετία 2007-2010 είναι ικανοποιητική και ανέρχεται στο 1,25, αλλά κατά ένα μεγάλο ποσοστό οφείλεται στα υψηλά Βραχυπρόθεσμα Δάνεια. Τέλος, η <<Μύλοι Χατζηκρανιώτη>> παρουσιάζει πτωτικές τάσεις στο συγκεκριμένο δείκτη με μέσο όρο 1 μονάδα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός

ότι όλα τα έτη εκτός από το 2008 όπου παρατηρήθηκε μια μικρή άνοδο, είχε ζημίες με αποτέλεσμα να μην μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της.

ii. Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	0,45	0,60	0,66	0,62
Κεπενού	0,92	1,48	2,26	1,90
Λούλη	0,59	1,31	1,00	0,82
Χατζηκρανιώτη	1,19	0,60	0,65	0,68



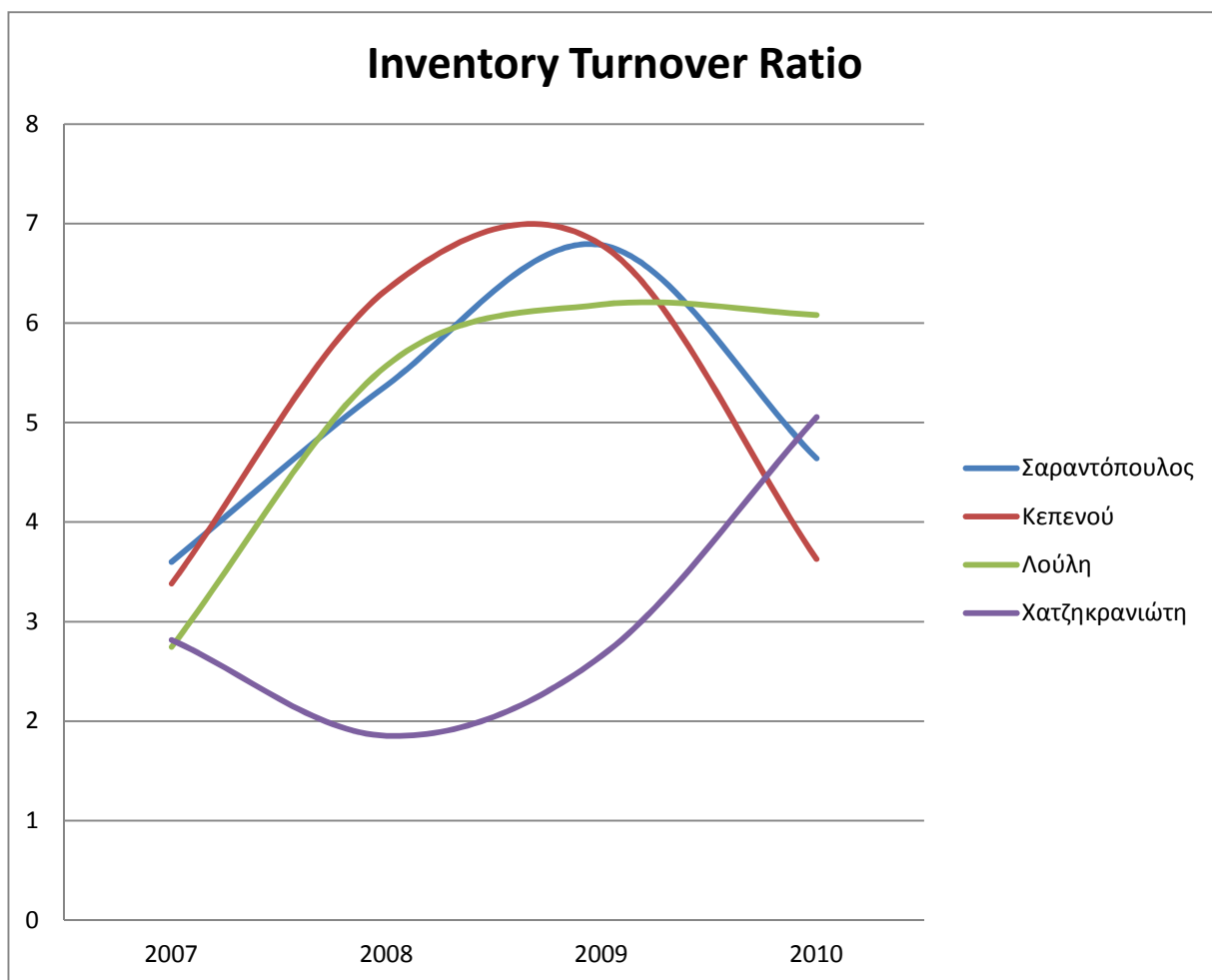
Ο συγκεκριμένος δείκτης όπως αναφέραμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, δείχνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της, ρευστοποιώντας τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία, χωρίς να χρειάζεται να περιμένει να πωλήσει τα Αποθέματα της. Αφαιρούνται τα Αποθέματα διότι παρουσιάζουν μεταξύ των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων τη μικρότερη ρευστότητα. Τιμή του δείκτη > 1 κρίνεται ικανοποιητική.

Από ότι μπορούμε να παρατηρήσουμε, τόσο στο πίνακα όσο και στο σχεδιάγραμμα, η εταιρία Μύλοι Κεπενού βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, αφού καθόλη τη τετραετία ο δείκτης είναι υψηλός και αξίζει να σημειωθεί ότι το 2009 ξεπερνά και τη τιμή 2. Παράλληλα και η <<Μύλοι Λούλη>> παρουσιάζει ένα αρκετά υψηλό δείκτη άμεσης ρευστότητας ο μέσος όρος του οποίου αγγίζει το 0,94.

Σε αντίθεση, οι εταιρίες Μύλοι Σαραντόπουλος και Μύλοι Χατζηκρανιώτη με μέσο όρο 0,59 και 0,78 αντίστοιχα αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο πρόβλημα αφού ο δείκτης είναι σχετικά χαμηλός. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, το Κυκλοφορούν Ενεργητικό των εταιριών βρίσκεται στα ίδια επίπεδα με τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, ενώ παρατηρείται και το φαινόμενο να το ξεπερνούν κιάλας. Με αυτό μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι εταιρίες δεν μπορούν να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους μόνο με την χρήση των χρημάτων του ταμείου και των καταθέσεων όψεως των τραπεζών.

iii. Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	3,59	5,37	6,78	4,63
Κεπενού	3,38	6,33	6,78	3,62
Λούλη	2,74	5,57	6,18	6,08
Χατζηκρανιώτη	2,81	1,85	2,65	5,05



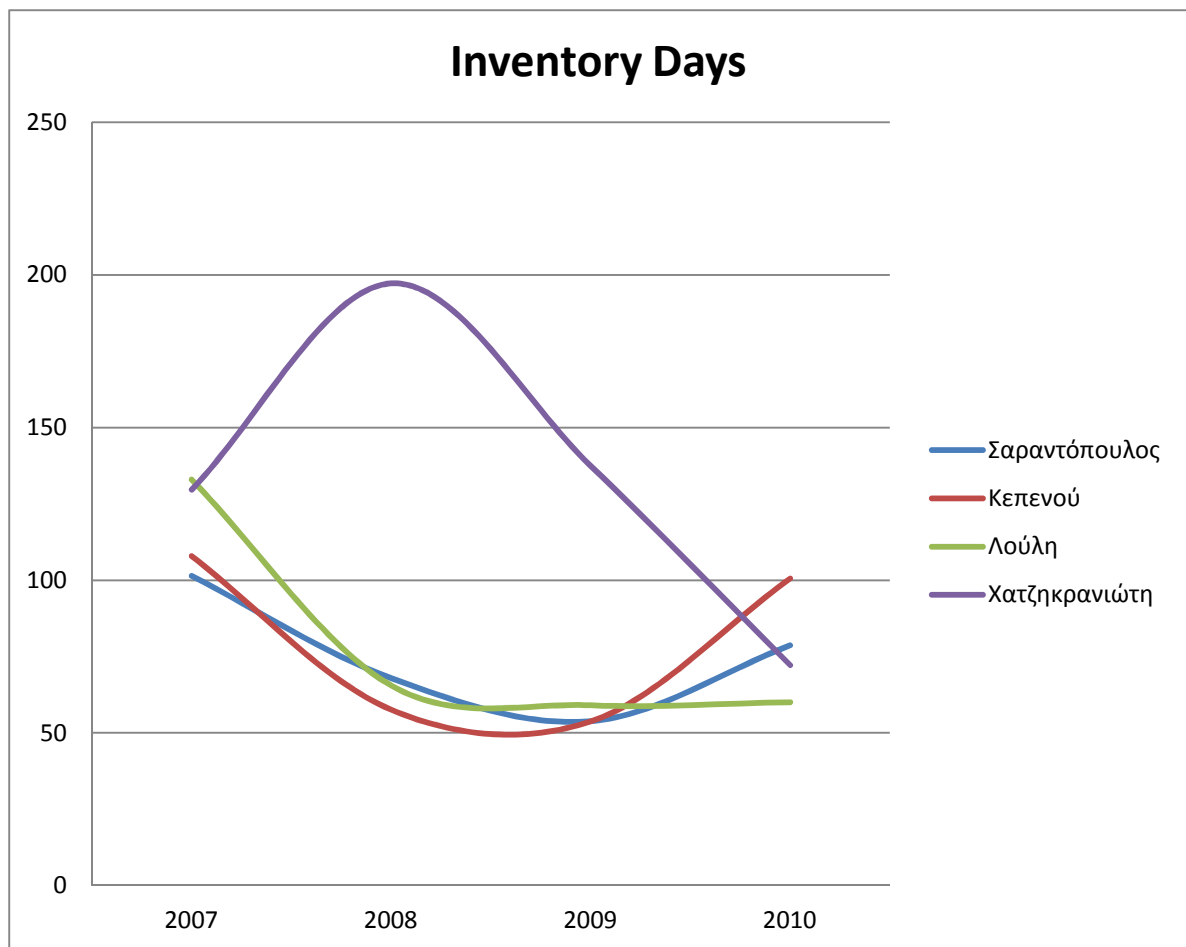
Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων μετράει τον μέσο ρυθμό ταχύτητας με τον οποίο τα αποθέματα εισέρχονται και εξέρχονται από την επιχείρηση. Με άλλα λόγια, δείχνει πόσες φορές η επιχείρηση ξεπούλησε τα εμπορεύματα της και έπρεπε να ξαναγεμίσει τις αποθήκες της μέσα σε ένα οικονομικό έτος.

Όσο υψηλότερη είναι η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων και όσο λιγότερες οι Ημέρες Αποθεμάτων, τόσο καλύτερη η διαχείριση των Αποθεμάτων και η ταμειακή θέση της επιχείρησης.

Ο δείκτης κατά μέσο όρο κυμαίνεται για κάθε εταιρία αντίστοιχα, στις ακόλουθες τιμές: 5,1, 5,03, 5,14 και 3,1. Οι τιμές μπορούν να χαρακτηριστούν ως χαμηλές και αυτό πιθανόν να σημαίνει ότι η επιχειρησιακή δραστηριότητα γίνεται με αργούς ρυθμούς αφού τα προϊόντα τα οποία διαθέτουν αυτές οι εταιρίες έχουν μακρά διάρκεια ζωής.

iv. Ημέρες Αποθεμάτων

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	101	67	53	78
Κεπενού	107	57	53	100
Λούλη	133	65	59	60
Χατζηκρανιώτη	129	197	137	72



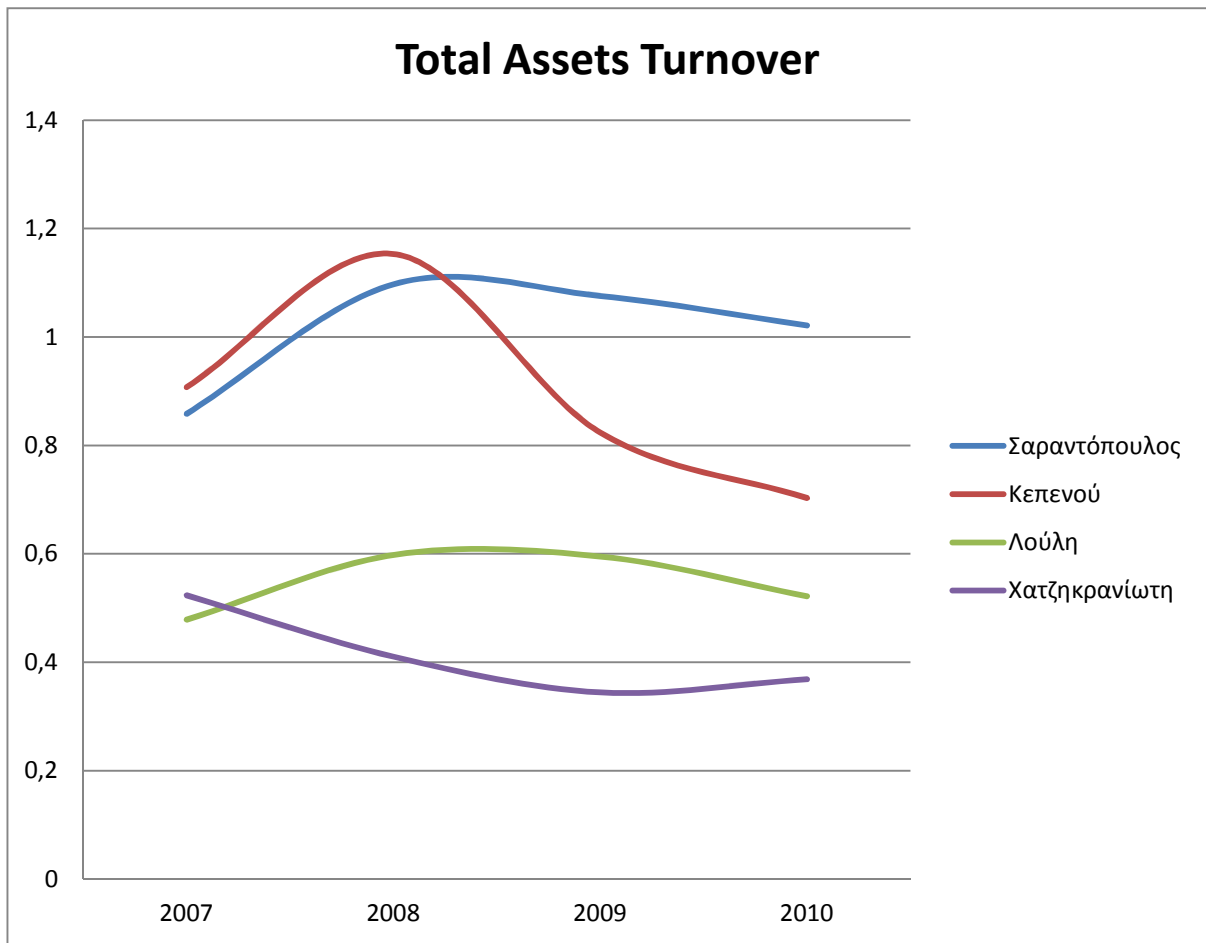
Οι Ημέρες Αποθεμάτων μας δείχνουν το χρονικό διάστημα κατά το οποίο τα Αποθέματα μετατρέπονται σε πωλήσεις. Ταυτόχρονα, είναι ένα στοιχείο αφενός για να καταλάβουμε τη φύση – είδος της εταιρίας, και αφετέρου την ικανότητα της να μεγιστοποιεί την παραγωγική διαδικασία (πρώτες ύλες μετατρέπονται σε εμπόρευμα το οποίο πηγαίνει στην αποθήκη και στη συνέχεια πωλείται). Στις βιομηχανικές επιχειρήσεις που κάνουν και την εμπορία των προϊόντων που παράγουν, ο κύκλος διαρκεί περισσότερες μέρες από την αγορά μέχρι την πώληση των αποθεμάτων εφ' όσον μεσολαβεί η φάση της βιομηχανοποίησης. Γι' αυτό, το Περιθώριο Μεικτού Κέρδους μιας βιομηχανικής μονάδας θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο από αυτό μιας εμπορικής μονάδας ώστε να καλύψει την καθυστέρηση λόγω βιομηχανοποίησης, αλλά και την επένδυση κεφαλαίων σε αποθεμάτων πρώτων και βοηθητικών υλικών.

Όσο μικρότερος είναι ο χρόνος παραμονής των Αποθεμάτων στην αποθήκη και με την προϋπόθεση ότι δεν γίνεται αναγκαστική ρευστοποίηση, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο βαθμός ρευστότητας της επιχείρησης. Αντίθετα, όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση, μικραίνει ο βαθμός ρευστότητας της.

Οι εταιρίες οι οποίες εξετάζουμε έχουν αποθέματα στις αποθήκες τους τα οποία εκμεταλλεύονται μέσα σε τρεις με τέσσερις μήνες το μέγιστο, εκτός από την εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη, η οποία κρατάει Αποθέματα κατά μέσο όρο έως και πέντε μήνες ενώ το 2008 έφτασε να έχει Αποθέματα για έξι μήνες στην αποθήκη της.

ν. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	0,85	1,09	1,07	1,02
Κεπενού	0,90	1,15	0,82	0,70
Λούλη	0,47	0,59	0,59	0,52
Χατζηκρανιώτη	0,52	0,41	0,34	0,36

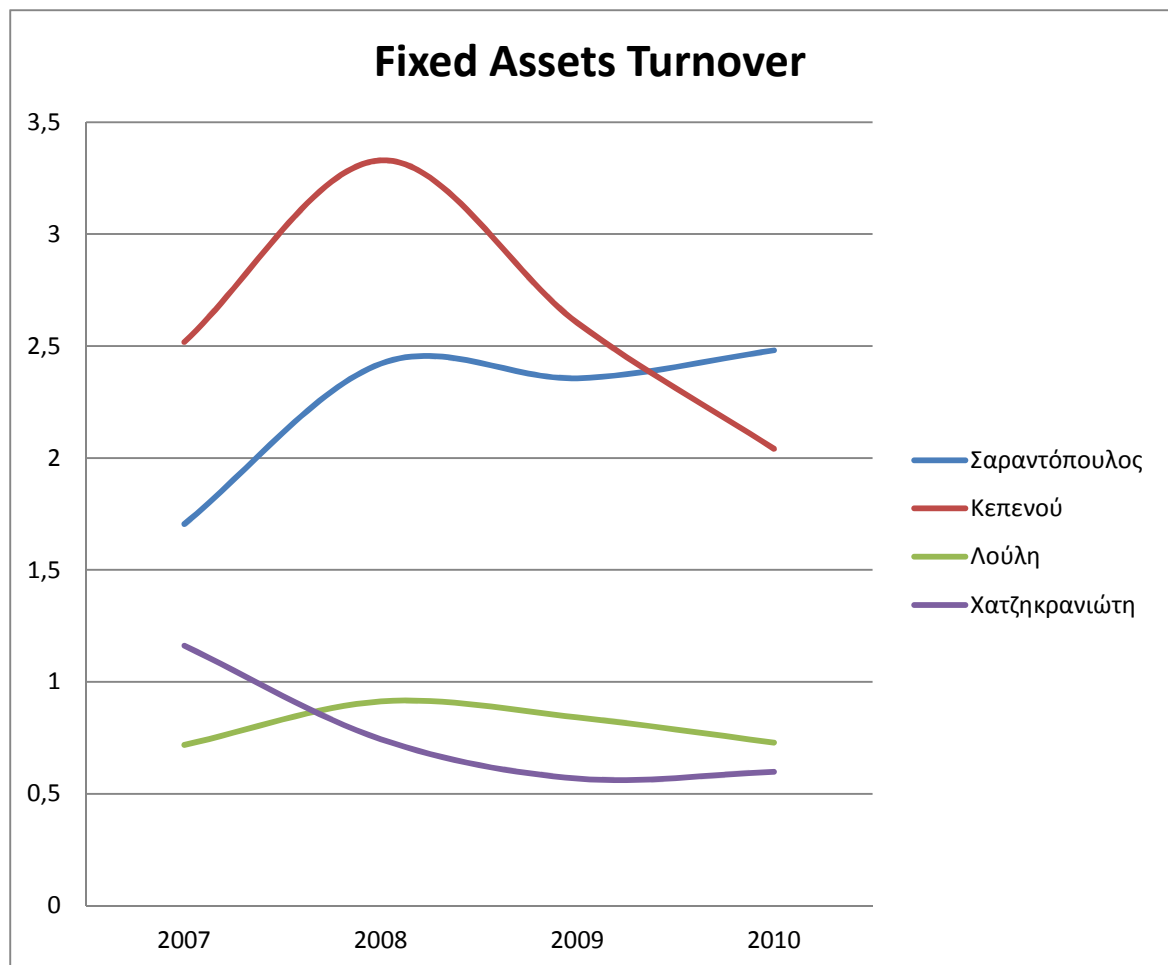


Από τον παραπάνω αριθμοδείκτη μπορούμε να καταλάβουμε πόσες φορές χρησιμοποιεί το ενεργητικό της κάθε επιχείρηση σε σχέση με τις πωλήσεις που κάνει. Ένα ικανοποιητικό αποτέλεσμα του δείκτη, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά το ενεργητικό της για την πραγματοποίηση των πωλήσεων. Αντιθέτως, ένας χαμηλός δείκτης μας δείχνει ότι η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί συχνά τα περιουσιακά της στοιχεία για την πραγματοποίηση των πωλήσεων της. Αυτό συμβαίνει και στις τέσσερις εταιρίες τις οποίες εξετάζουμε, στις οποίες οι Πωλήσεις, εκτός από ελάχιστες περιπτώσεις, είναι χαμηλότερες σε σχέση με το Σύνολο του Ενεργητικού.

Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα, ότι δεν γίνεται σωστή και αποτελεσματική χρήση του Συνόλου του Ενεργητικού από τις εταιρίες που μελετάμε. Εάν οι εταιρίες μειώσουν τα αποθέματα τους τότε η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα του Ενεργητικού θα αυξηθεί. Επίσης, αν μπορέσουν να μειώσουν τον μέσο όρο των Εισπρακτέων Λογαριασμών, τότε ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης πάλι θα αυξηθεί. Τέλος, αν αυξηθούν οι Πωλήσεις διατηρώντας το Ενεργητικό σε σταθερά επίπεδα ή να αυξάνεται με βραδύτερο ρυθμό, τότε και πάλι αυξάνεται η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα του Ενεργητικού. Κάθε μια από αυτές τις κινήσεις μπορεί να συμβάλει στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης.

vi. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	1,70	2,42	2,35	2,48
Κεπενού	2,51	3,32	2,60	2,04
Λούλη	0,71	0,91	0,84	0,72
Χατζηκρανιώτη	1,16	0,74	0,56	0,59

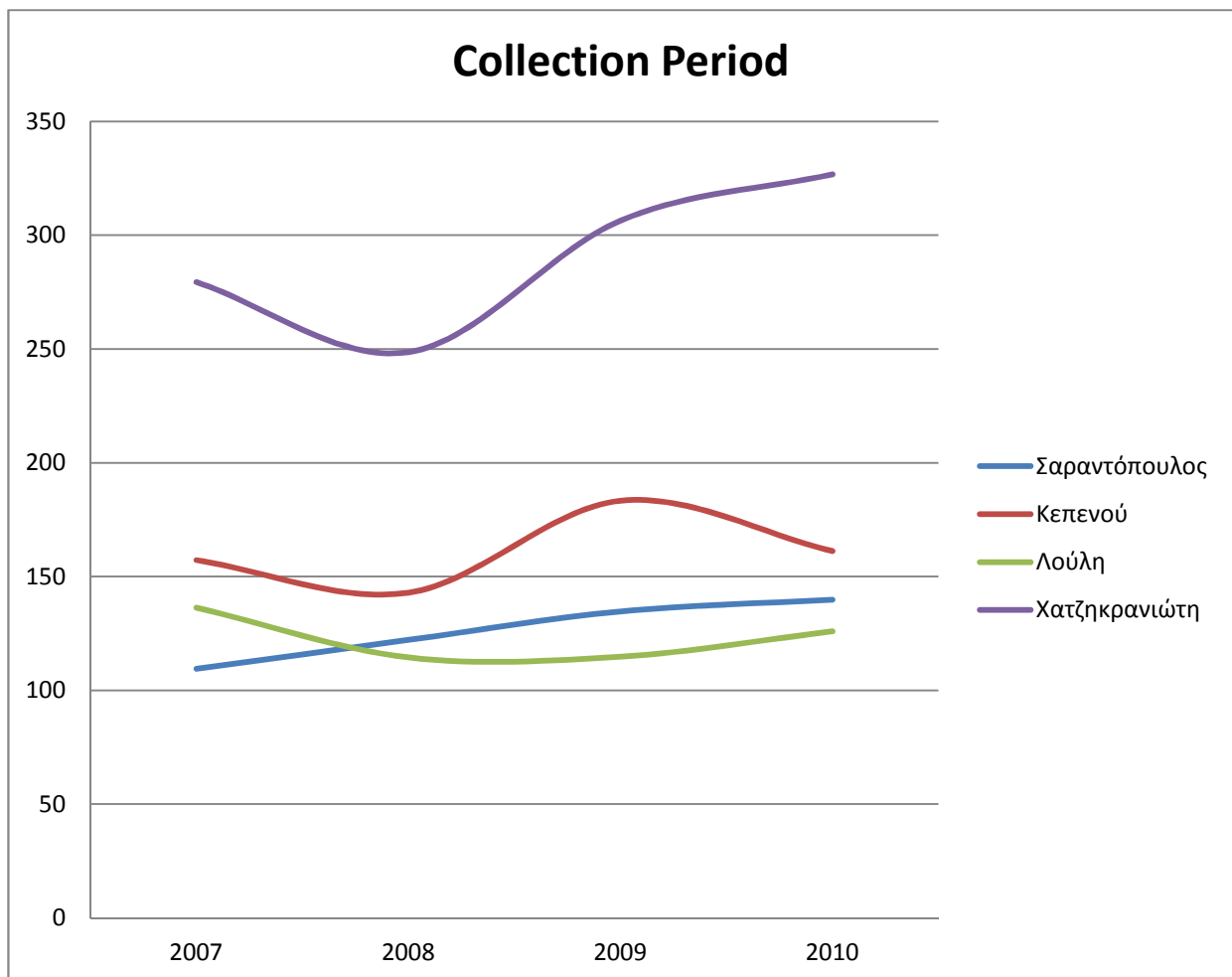


Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίου Ενεργητικού αναφέρεται στη σχέση αυτού με τις Πωλήσεις, και δείχνει το βαθμό απασχόλησης, αξιοποίησης και αποτελεσματικότητας του.

Είναι ένας δείκτης που δείχνει πόσο αποτελεσματική είναι μια επιχείρηση, όσον αφορά τη δημιουργία εισοδήματος από τα πάγια στοιχεία του Ενεργητικού της, όπως είναι τα κτίρια, τα οχήματα, τα μηχανήματα κ.α.. Όσο περισσότερο αυξάνονται οι Πωλήσεις της επιχειρήσεις, τόσο καλύτερος είναι ο βαθμός αξιοποίησης και αποτελεσματικότητας του παραγωγικού δυναμικού της επιχείρησης, όπως συμβαίνει στις εταιρίες Μύλοι Σαραντόπουλος και Μύλοι Κεπενού. Σε αντίθεση με τις άλλες δυο εταιρίες τις οποίες εξετάζουμε, οι οποίες δείχνουν να μην μπορούν να αξιοποιήσουν το παραγωγικό τους δυναμικό σε ικανοποιητικά επίπεδα, αφού οι Πωλήσεις σε σχέση με τα Πάγια Ενεργητικά των επιχειρήσεων είναι αρκετά χαμηλά.

vii. Ημέρες Εισπρακτέων

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	109	122	134	139
Κεπενού	157	142	183	161
Λούλη	136	114	114	125
Χατζηκρανιώτη	279	248	306	326

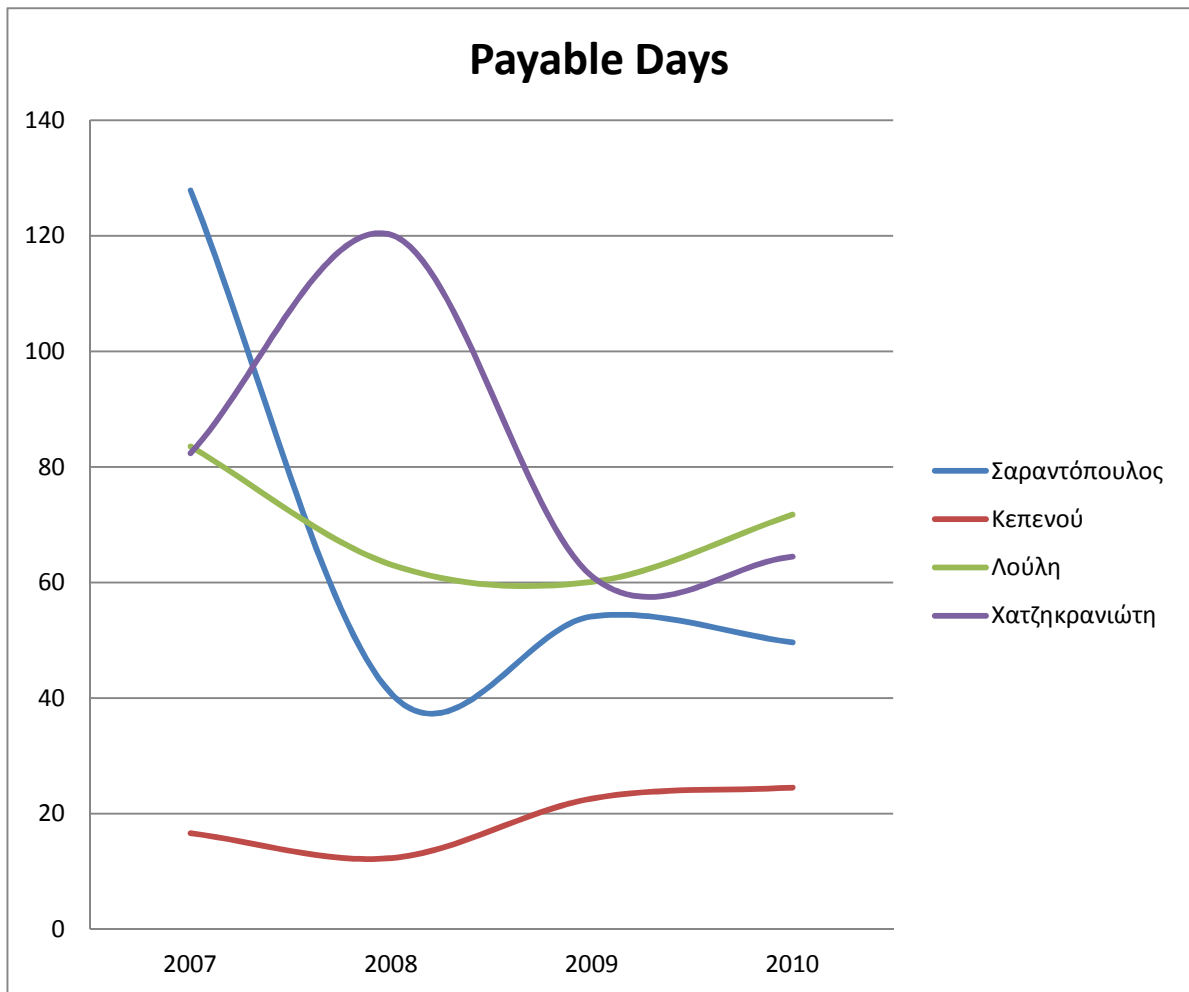


Ο δείκτης Ημέρες Εισπρακτέων δείχνει σε πόσες ημέρες η επιχείρηση περιμένει να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από τη στιγμή που θα πραγματοποιηθεί μια πώληση. Όσο μικρότερος είναι ο χρόνος αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα είσπραξης, άρα μικρότερος ο χρόνος δέσμευσης των κεφαλαίων, καλύτερη η θέση της επιχείρησης από απόψεως χορηγουμένων πιστώσεων και μικρότερη η πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς απαιτήσεις.

Από τον πίνακα, παρατηρούμε ότι ο Μέσος Χρόνος Είσπραξης των Απαιτήσεων είναι αρκετά μεγάλος και για τις τέσσερις εταιρίες, το μεγαλύτερο πρόβλημα όμως το αντιμετωπίζει η εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη, η οποία σύμφωνα με τα στοιχεία που συλλέξαμε από τους ισολογισμούς της αργεί πάρα πολύ να εισπράξει τα χρήματα της (τον τελευταίο χρόνο άγγιξε και τις 327 ημέρες), με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας όπως είδαμε και παραπάνω.

viii. Ημέρες Πληρωτέων

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	127	40	54	49
Κεπενού	16	12	22	24
Λούλη	83	63	60	71
Χατζηκρανιώτη	82	120	61	64

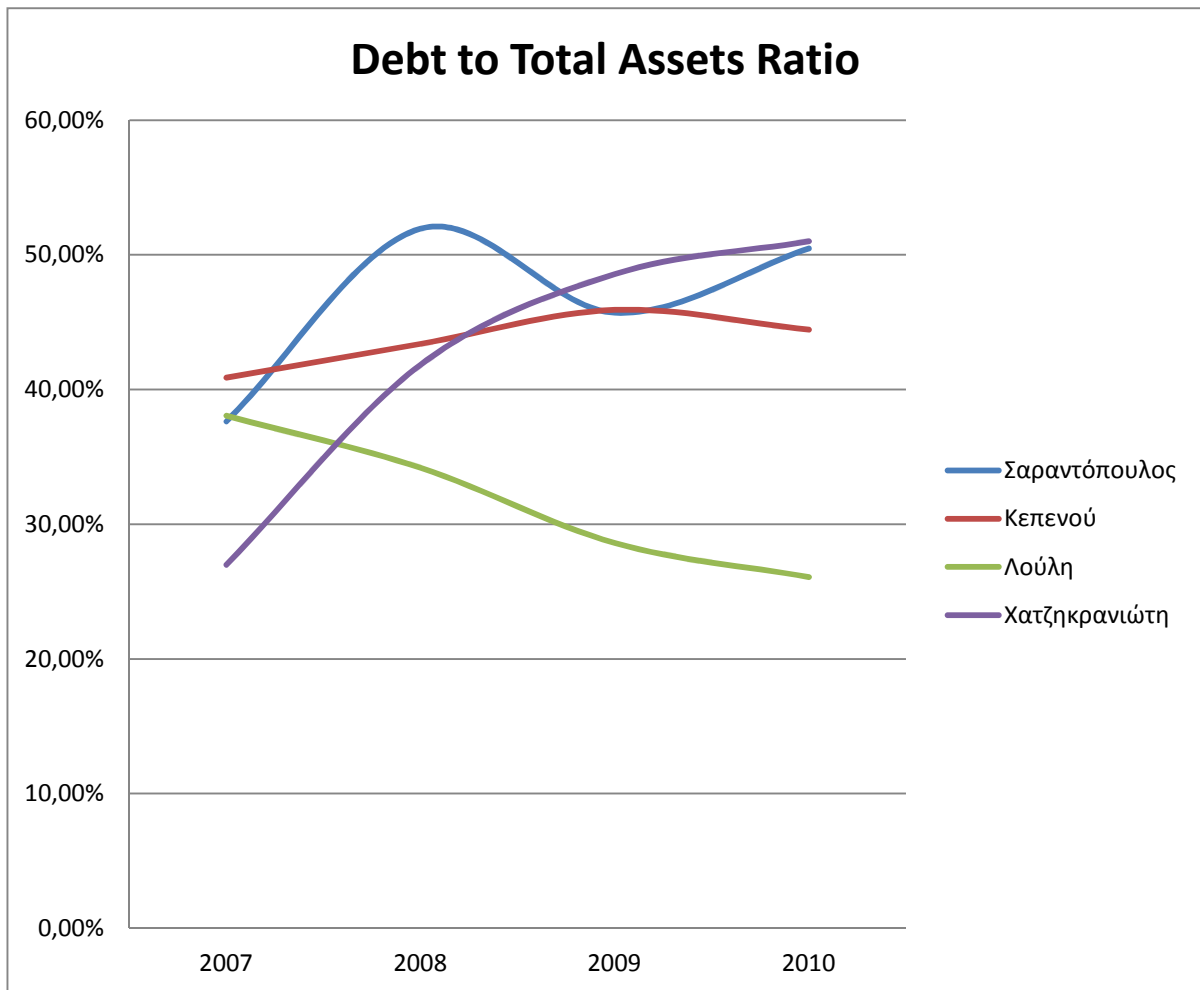


Ο δείκτης αυτός μας δείχνει σε πόσες ημέρες η επιχείρηση πληρώνει τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της. Σε συνδυασμό με τις Ημέρες Εισπρακτέων των απαιτήσεων από τους πελάτες της, γίνεται φανερή η διαμορφούμενη ρευστότητα της επιχείρησης αλλά και η πιστοληπτική της ικανότητα. Εάν η επιχείρηση παρακολουθεί στενά τη περίοδο πληρωμής των υποχρεώσεων της, τότε προσπαθεί να έχει ισορροπία ανάμεσα στην ανάγκη να έχει ταμειακά διαθέσιμα και να κρατά ευχαριστημένους τους προμηθευτές της. Εάν ο χρόνος πληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι μεγαλύτερος από τον χρόνο είσπραξης των απαιτήσεων της, τότε η επιχείρηση έχει δημιουργήσει μια πηγή χρηματοδότησης που αποτελεί μια αποτελεσματική χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων.

Όπως είναι φανερό και από τον παραπάνω πίνακα, ο αριθμός των ημερών μέσα στις οποίες οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να πληρώσουν τον προμηθευτή τους είναι πολύ λιγότερες σε σύγκριση πάντα με τον αριθμό των ημερών μέσα στις οποίες εισπράττουν τα χρήματα από τους πελάτες τους. Αυτό σημαίνει ότι, η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να βρει από αλλού τα χρήματα για να εξοφλήσει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της, αφού για παράδειγμα η εταιρία Μύλοι Σαραντόπουλος εισπράττει σε 110 ημέρες κατά μέσο όρο από την ημέρα που θα πουλήσει το προϊόν της αλλά πληρώνει σε 68.

ix. Συνολική Δανειακή Επιβάρυνση

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	37%	51%	45%	50%
Κεπενού	40%	43%	45%	44%
Λούλη	38%	34%	28%	26%
Χατζηκρανιώτη	26%	41%	48%	51%



Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει τι ποσοστό του συνόλου των κεφαλαίων ή του ενεργητικού αποτελούν τα ξένα κεφάλαια, και είναι ενδεικτικός του βαθμού προστασίας των πιστωτών από το σύνολο των κεφαλαίων μιας επιχείρησης.

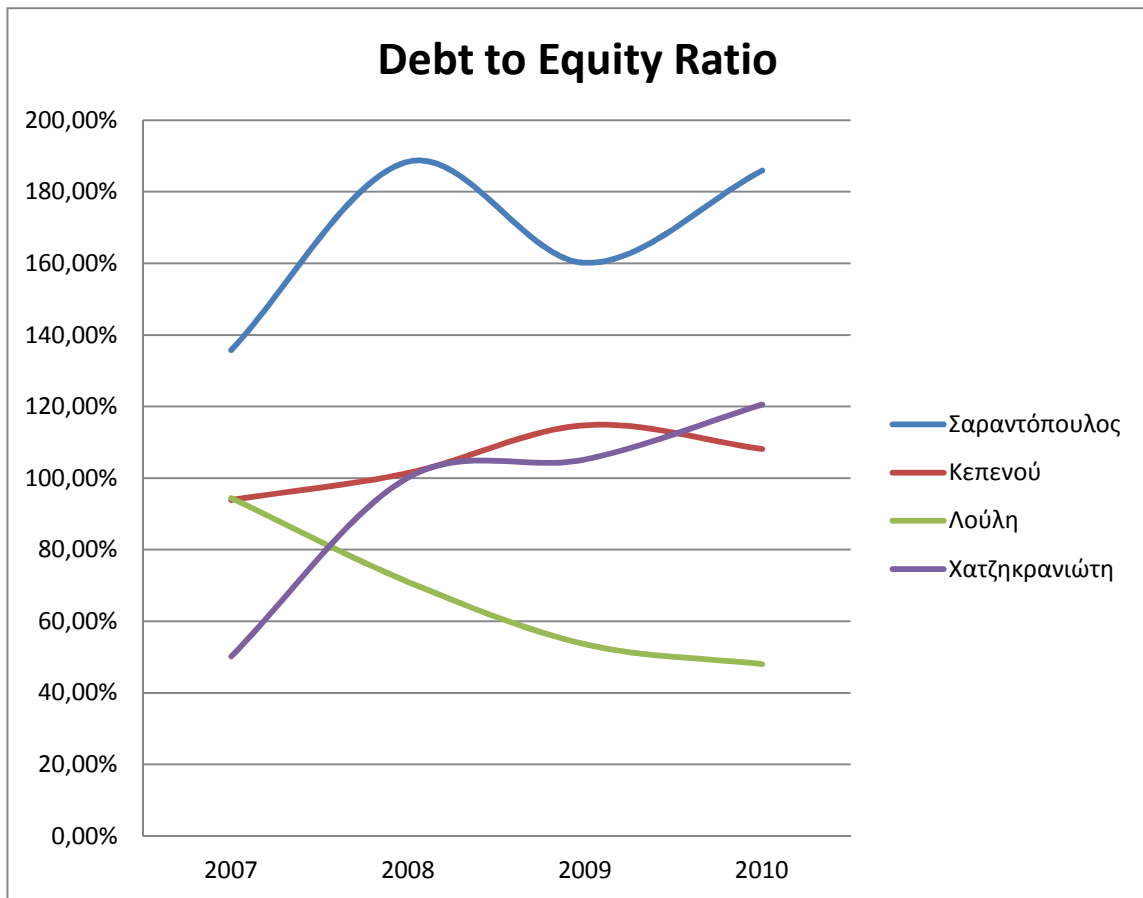
Είναι γνωστό ότι, η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων ενισχύει την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης, υπό την προϋπόθεση ότι το μέσο πραγματικό κόστος τους υπολείπεται της αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, διόγκωση των υποχρεώσεων αυξάνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας της επιχείρησης. Είναι αναγκαίο λοιπόν, να προσδιοριστεί κάποια αρμονική σχέση μεταξύ τους, η οποία θα εκφράζεται με της ανάλογες τιμές του συγκεκριμένου δείκτη.

Μια επιχείρηση με μεγάλο δείκτη χρέους μπορεί να χάσει την πιστοληπτική της ικανότητα ή να υποβαθμιστεί η ήδη υπάρχουσά της, με συνέπεια να δανείζεται με πολύ υψηλότερο κόστος, με όλες τις πιθανές συνέπειες αυτού. Ένας σχετικά χαμηλός δείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια είναι ενδεικτικός της ικανότητας δανεισμού μιας επιχείρησης, καθώς οι πιστωτές είναι συνήθως πρόθυμοι να χορηγήσουν πρόσθετες πιστώσεις μόνο όταν υπάρχει ένας σχετικά υψηλός βαθμός προστασίας τους από μια ενδεχόμενη χρεοκοπία.

Από το παραπάνω διάγραμμα βλέπουμε ότι η <<Μύλοι Λούλη>> μπορεί και διαχειρίζονται πολύ καλά το χρέος τους προς τις τράπεζες, αφού έχει καταφέρει αυτό να μειώνεται σταθερά τα τελευταία τέσσερα χρόνια και από 38% που ήταν το 2007 κατάφεραν να βρίσκεται στο 26% το 2010. Σε αντίθεση, στις άλλες εταιρίες παρατηρείται μια ανοδική πορεία του δείκτη την περίοδο που μελετάμε. Πιο αναλυτικά, η <<Μύλοι Σαραντόπουλος>>, από 37% το 2007 άγγιξε το 50% το 2010, η <<Μύλοι Κεπενού>>, από 40% το 2007 σημείωσε μια μικρή άνοδο το 2010 που έφτασε το 44%, ενώ η <<Μύλοι Χατζηκρανιώτη>>, έχει τη μεγαλύτερη άνοδο. Από 26% που ήταν ο δείκτης το 2007 σκαρφάλωσε στο 51% το 2010, που σημαίνει ότι η κεφαλαιακή δομή της εταιρίας αποτελείται κατά 51% από ξένα (δανειακά) κεφάλαια.

χ. Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	135%	188%	160%	185%
Κεπενού	93%	101%	114%	108%
Λούλη	94%	70%	53%	48%
Χατζηκρανιώτη	50%	100%	105%	120%



Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τη σχέση των Ιδίων Κεφαλαίων προς τα Ξένα Κεφάλαια της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης (και πάνω από το 100%), τόσο πιο χρεωμένη είναι η επιχείρηση. Αυτός ο δείκτης χρησιμοποιείται κυρίως από τους δανειστές της επιχείρησης, για να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφάλειας που τους εξασφαλίζουν τα ίδια κεφάλαια, αλλά και από τη διοίκηση και τους μετόχους της, για να διαπιστώσουν το επίπεδο στο οποίο έχει φτάσει η χρήση κεφαλαιακής μόχλευσης.

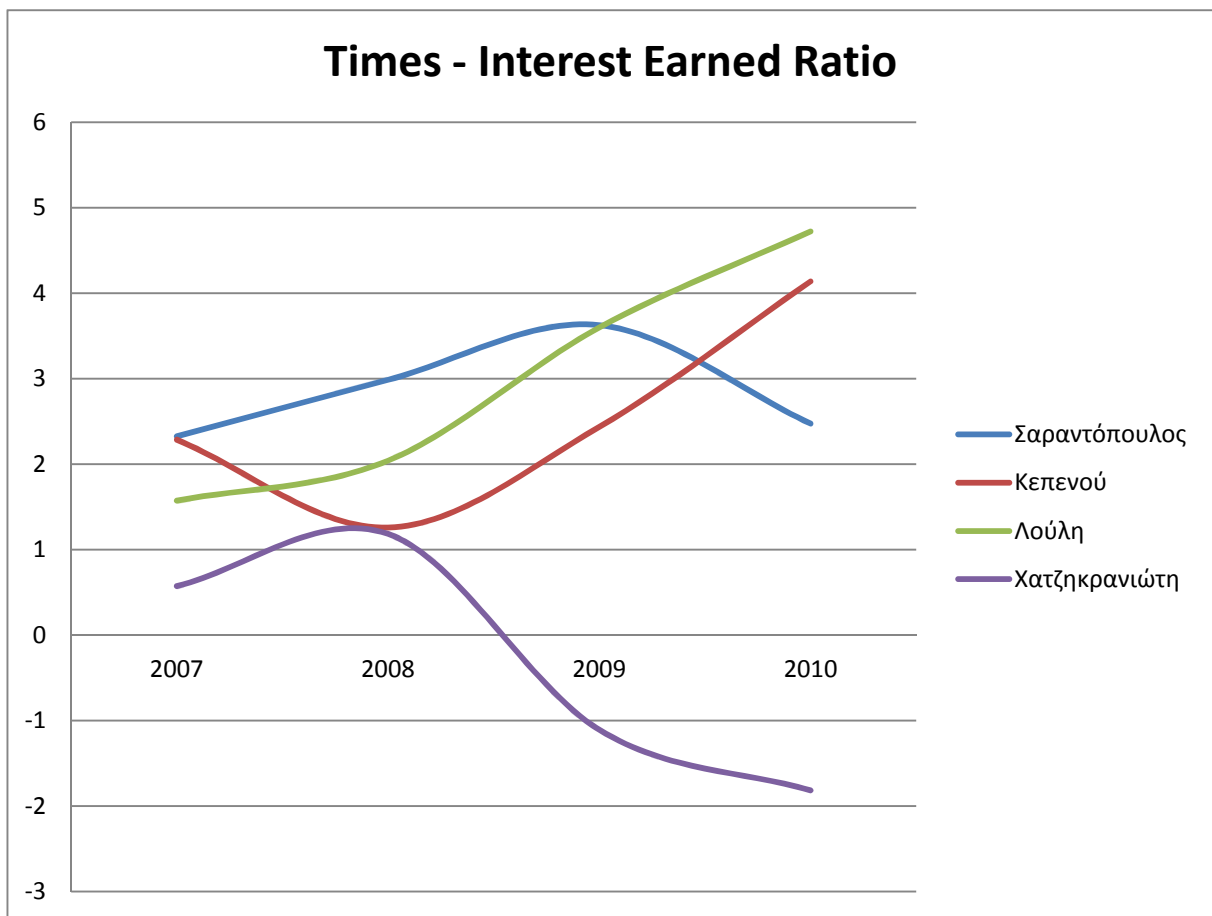
Υψηλή δανειακή επιβάρυνση δύναται να:

1. δυσκολέψει την εταιρία να πληρώσει τις δόσεις του χρέους της και να το εξοφλήσει στη λήξη του,
2. αυξήσει την πιθανότητα να εξαντληθούν τα ρευστά της εταιρίας σε περιόδους ύφεσης,
3. μειώσει την ευελιξία της εταιρίας ως προς την δυνατότητα δανεισμού της.

Οι εταιρίες τις οποίες μελετάμε στη παρούσα εργασία εκτός από την εταιρία Μύλοι Λούλη, έχουν αρκετά αυξημένο αυτό το δείκτη και κυρίως η <<Μύλοι Σαραντόπουλος>>, πράγμα που σημαίνει ότι χρεωστάει πολλά χρήματα στις τράπεζες παρόλο που δεν έχει Μακροπρόθεσμα Δάνεια, αλλά από ότι μπορούμε να παρατηρήσουμε στον ισολογισμό τα Βραχυπρόθεσμα Δάνεια που το 2010 ξεπερνάν τα 8.000.000 € είναι σχεδόν τα διπλάσια από τα Ίδια Κεφάλαια που ανέρχονται περίπου στα 4.000.000 € την ίδια χρονιά.

xi. Βαθμός Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	2,32	2,98	3,62	2,47
Κεπενού	2,28	1,25	2,43	4,13
Λούλη	1,57	2,03	3,59	4,72
Χατζηκρανιώτη	0,57	1,18	-1,10	-1,81



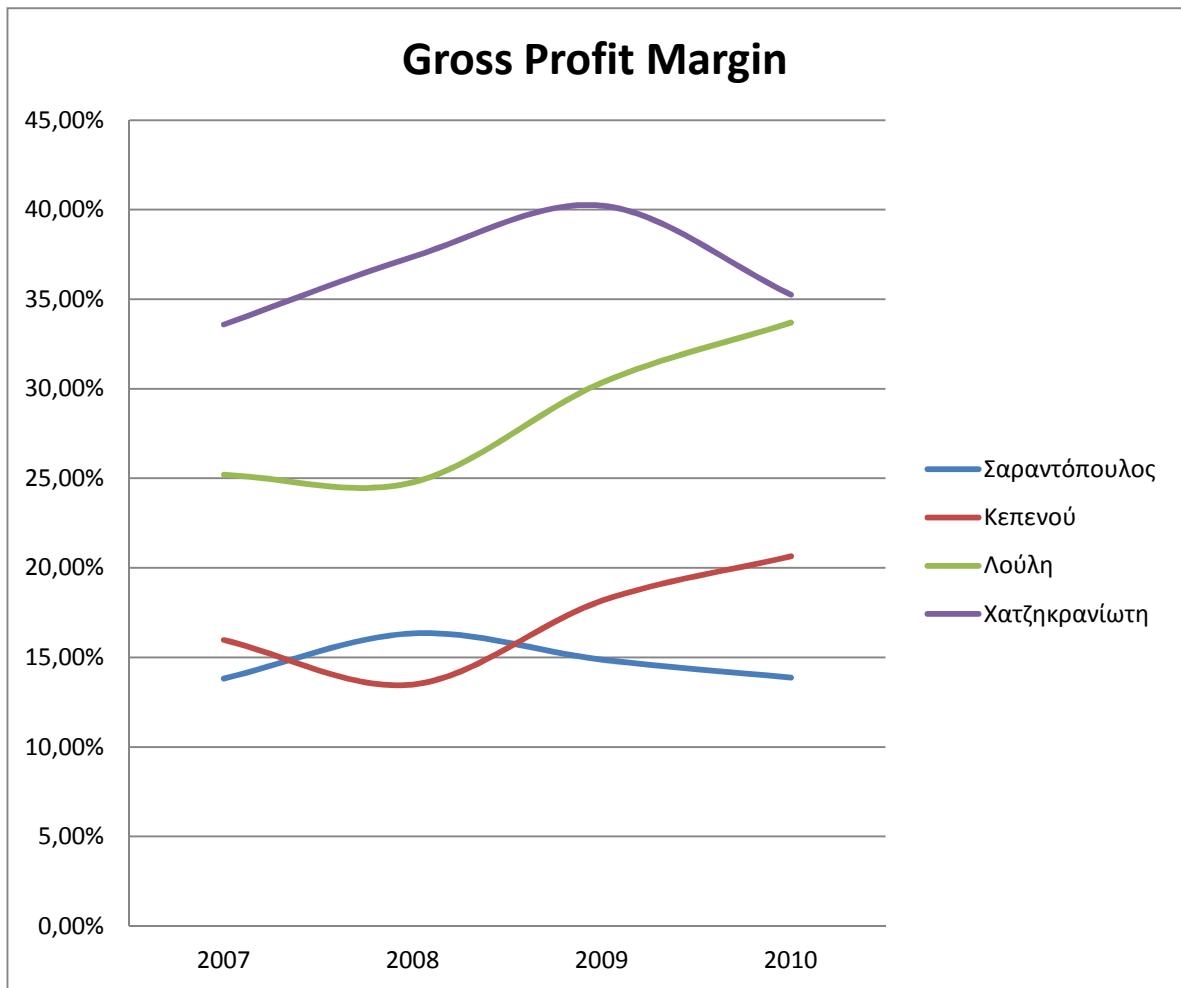
Ο δείκτης αυτός είναι ένα κριτήριο που προσδιορίζει το βαθμό, στον οποίο μπορούν να μειωθούν τα κέρδη της επιχείρησης χωρίς αυτή να βρεθεί σε οικονομικό αδιέξοδο, λόγω της αδυναμίας κάλυψης των χρηματοοικονομικών της δαπανών. Η αδυναμία αυτή μπορεί να έχει δυσμενείς οικονομικές συνέπειες για την επιχείρηση, διότι υπάρχει ο κίνδυνος αυτή να οδηγηθεί ακόμα και σε πτώχευση, σε περίπτωση που οι πιστωτές της ακολουθήσουν τη δικαστική οδό.

Με άλλα λόγια ο δείκτης αυτός υπολογίζει πόσες φορές το επίπεδο των κερδών μπορεί να καλύψει τους τόκους που χρωστά η επιχείρηση. Χαμηλές τιμές του δείκτη αυτού φανερώνουν την ύπαρξη του κινδύνου να μη μπορεί η εταιρία, σε μια ξαφνική πτώση των κερδών να αποπληρώσει τους δανειστές της. Τιμές κοντά στο 1 φανερώνουν ότι το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της επιχείρησης χρησιμοποιείται για την αποπληρωμή τόκων.

Από τον πίνακα φαίνεται ότι οι εταιρίες που εξετάζουμε εκτός από την επιχείρηση Μύλοι Χατζηκρανιώτη δεν έχουν μεγάλο πρόβλημα. Η προαναφερθείσα εταιρία δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις χρηματοοικονομικές τις υποχρεώσεις προς τις τράπεζες γιατί παρουσιάζει ζημίες σε όλα τα έτη εκτός από το έτος 2008.

xii. Περιθώριο Μεικτού Κέρδους

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	13%	16%	14 %	13%
Κεπενού	15%	13%	18 %	20%
Λούλη	25%	24%	30%	33%
Χατζηκρανιώτη	33%	37%	40 %	35 %



Ο αριθμοδείκτης αυτός αντιπροσωπεύει το ποσοστό από κάθε ευρώ που εισπράττει η επιχείρηση το οποίο το διατηρεί ως ακαθάριστο κέρδος. Παραδείγματος χάριν, εάν σε μια επιχείρηση το Μεικτό Περιθώριο Κέρδους ήταν 35%, σημαίνει ότι από αυτό θα κρατούσε 0,35 από κάθε ευρώ των πωλήσεων της για να το χρησιμοποιήσει έτσι ώστε να πληρώσει τα γενικά και διοικητικά έξοδα, τις μη λειτουργικές δαπάνες, τους χρεωστικούς τόκους και τις διανομές στους μετόχους.

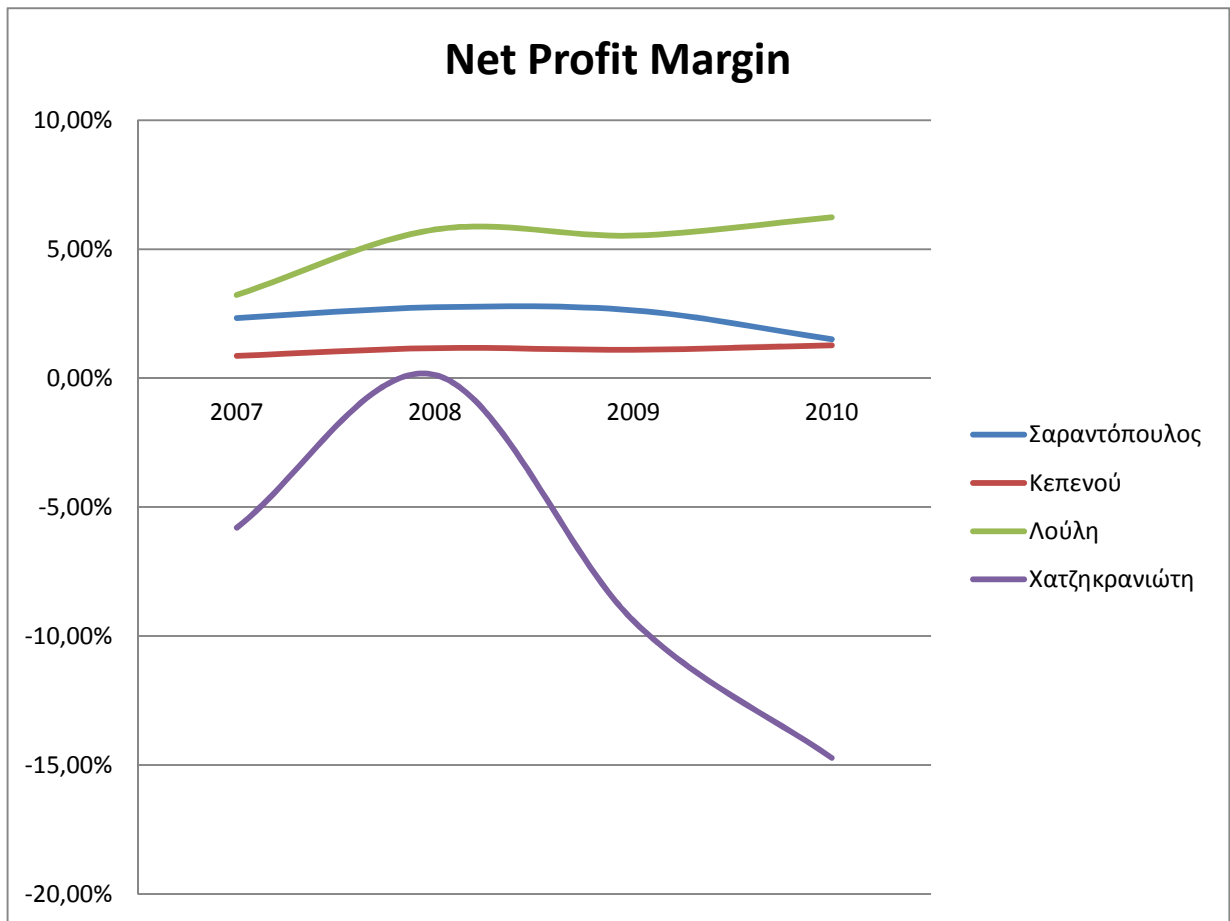
Ο δείκτης αυτός είναι αρκετά χρήσιμος, καθώς μας δίνει πληροφόρηση για την αποτελεσματικότητα της δραστηριότητας της επιχείρησης και για την ακολουθούμενη πολιτική τιμών. Είναι σημαντικός για της βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις, διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας τους.

Μια επιχείρηση θεωρείται επιτυχημένη, όταν έχει μεγάλο ποσοστό μεικτού κέρδους, που της επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά καθώς και τα άλλα έξοδα της, και συγχρόνως της αφήνει ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με της πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Ένας υψηλός δείκτης δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πουλάει σε υψηλές τιμές, ενώ ένας χαμηλός δείκτης δείχνει το αντίθετο. Αξίζει να σημειωθεί ότι, το Περιθώριο Μεικτού Κέρδους διαφέρει δραστικά από τη μια επιχείρηση στην άλλη ανάλογα με τη βιομηχανία.

Από τον πίνακα παρατηρούμε ότι η εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη με μέσο όρο 37,5% είναι αυτή που αγοράζει φθηνότερα την πρώτη ύλη σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες. Ακολουθούν η <<Μύλοι Λούλη>> και η <<Μύλοι Κεπένου>> με ποσοστά 28,5% και 17,06% αντίστοιχα και τέλος η <<Μύλοι Σαραντόπουλος>> με 14,72%. Το σχετικά χαμηλό ποσοστό της τελευταίας οφείλεται στο γεγονός ότι, ενώ έχει υψηλές πωλήσεις, έχει εξίσου υψηλό κόστος πωληθέντων με αποτέλεσμα το Περιθώριο Μεικτού Κέρδους να είναι μικρότερο σε σύγκριση με αυτό των άλλων εταιριών.

xiii. Περιθώριο Καθαρού Κέρδους

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	2,34%	2,75%	2,63%	1,51%
Κεπενού	0,86%	1,16%	1,10%	1,27%
Λούλη	3,22%	5,76%	5,52%	6,23%
Χατζηκρανιώτη	-5,80%	0,13%	-9,41%	-14,73%



Δείχνει το ποσοστό Καθαρού Κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή την τελική αποδοτικότητα των πωλήσεων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση, αλλά και μικρά Περιθώρια Καθαρού Κέρδους μπορούν να συνδυάζονται με ικανοποιητικά κέρδη, εφόσον είναι υψηλή η κυκλοφοριακή ταχύτητα των συνολικών κεφαλαίων.

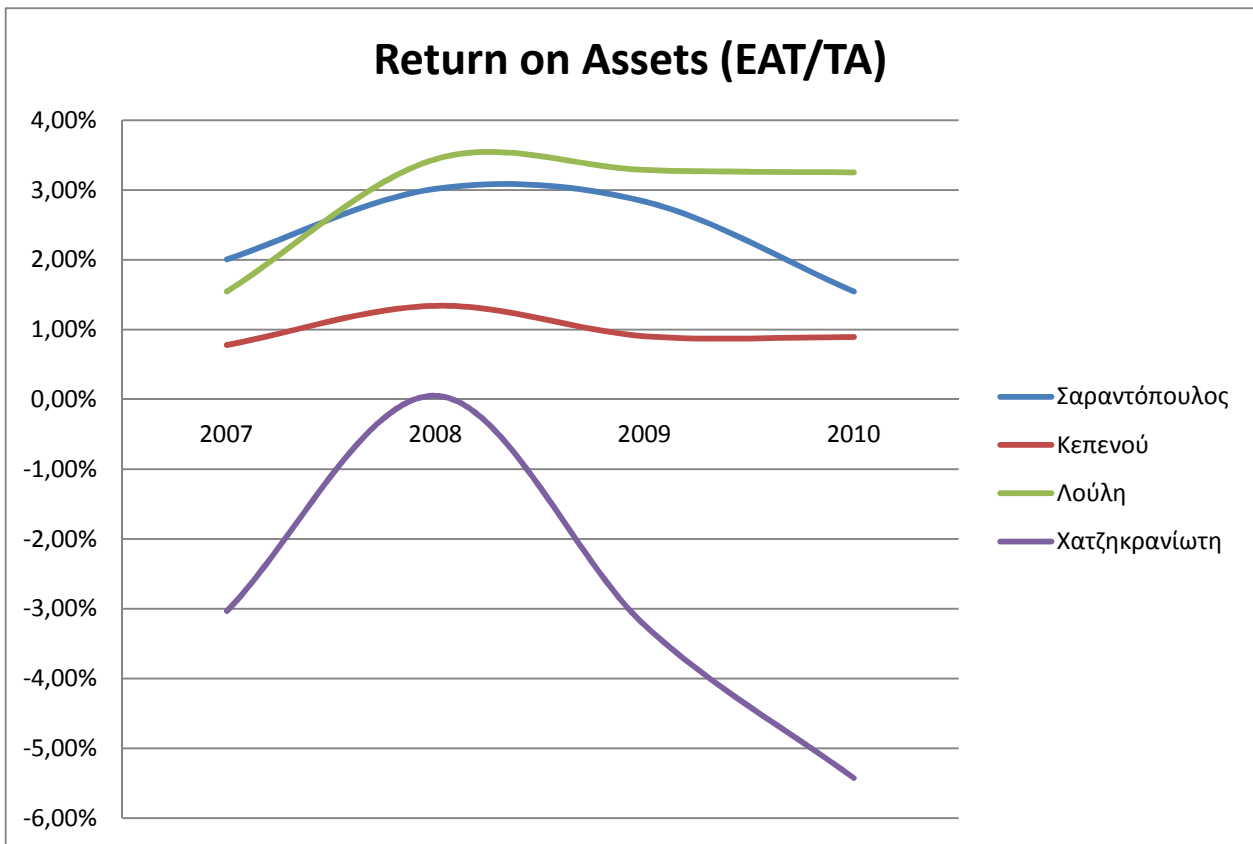
Στο συγκεκριμένο δείκτη πρέπει να συνεξετάσουμε και τη συμμετοχή των λειτουργικών εξόδων και εξόδων διαθέσεως στον κύκλο εργασιών (πωλήσεις), δεδομένου ότι τα έξοδα αυτά επηρεάζουν σοβαρά τη διαμόρφωση του αριθμοδείκτη. Η επιθυμητή τάση αυτού του δείκτη είναι ανοδική, που σημαίνει ότι σε μια ενδεχόμενη αύξηση του κύκλου εργασιών της επιχείρησης αντιστοιχεί μια μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση των κερδών εκμετάλλευσης.

Από τον παραπάνω πίνακα, βλέπουμε ότι η εταιρία Μύλοι Κεπενού παρουσιάζει αρκετά μικρό ποσοστό της τάξεως του 1,09% κατά μέσο όρο την τετραετία αλλά παρόλαυτα, παρατηρείται μια σταθερά ανοδική πορεία τα τελευταία τέσσερα χρόνια. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, η εταιρία έχει υποστεί μια μεγάλη μείωση στις πωλήσεις της, οι οποίες από 42.000.000 € το 2007 έπεσαν στα 27.000.000 € το 2010 ενώ το κόστος πωληθέντων συνεχίζει να είναι υψηλό και να αγγίζει τα 21.000.000 € το 2010. Η <<Μύλοι Σαραντόπουλος>>, με μέσο όρο στο 2,3% είχε μια αρκετά μεγάλη πτώση των τελευταίο χρόνο, που πιθανόν να οφείλεται σε απότομη αύξηση των εξόδων σε σχέση με άλλες χρονιές. Από την άλλη πλευρά, η εταιρία Μύλοι Λούλη έχει καταφέρει να έχει μια σταθερά ανοδική πορεία τα τελευταία χρόνια με μέσο όρο 5,18% στοιχείο ιδιαίτερα θετικό για τη βιωσιμότητα και την αναπτυξιακή πορεία του ομίλου.

Τέλος, άξια προσοχής είναι η εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη, η οποία εκτός από το 2008 όλες τις υπόλοιπες χρονιές είχε ζημίες, οι οποίες το 2010 έφτασαν το -14,73% και αυτό κατά ένα μεγάλο ποσοστό οφείλεται στα πολλά σταθερά και μεταβλητά έξοδα που έχει η εταιρία σε σύγκριση με τις πωλήσεις της.

xiv. Αποδοτικότητα Ενεργητικού

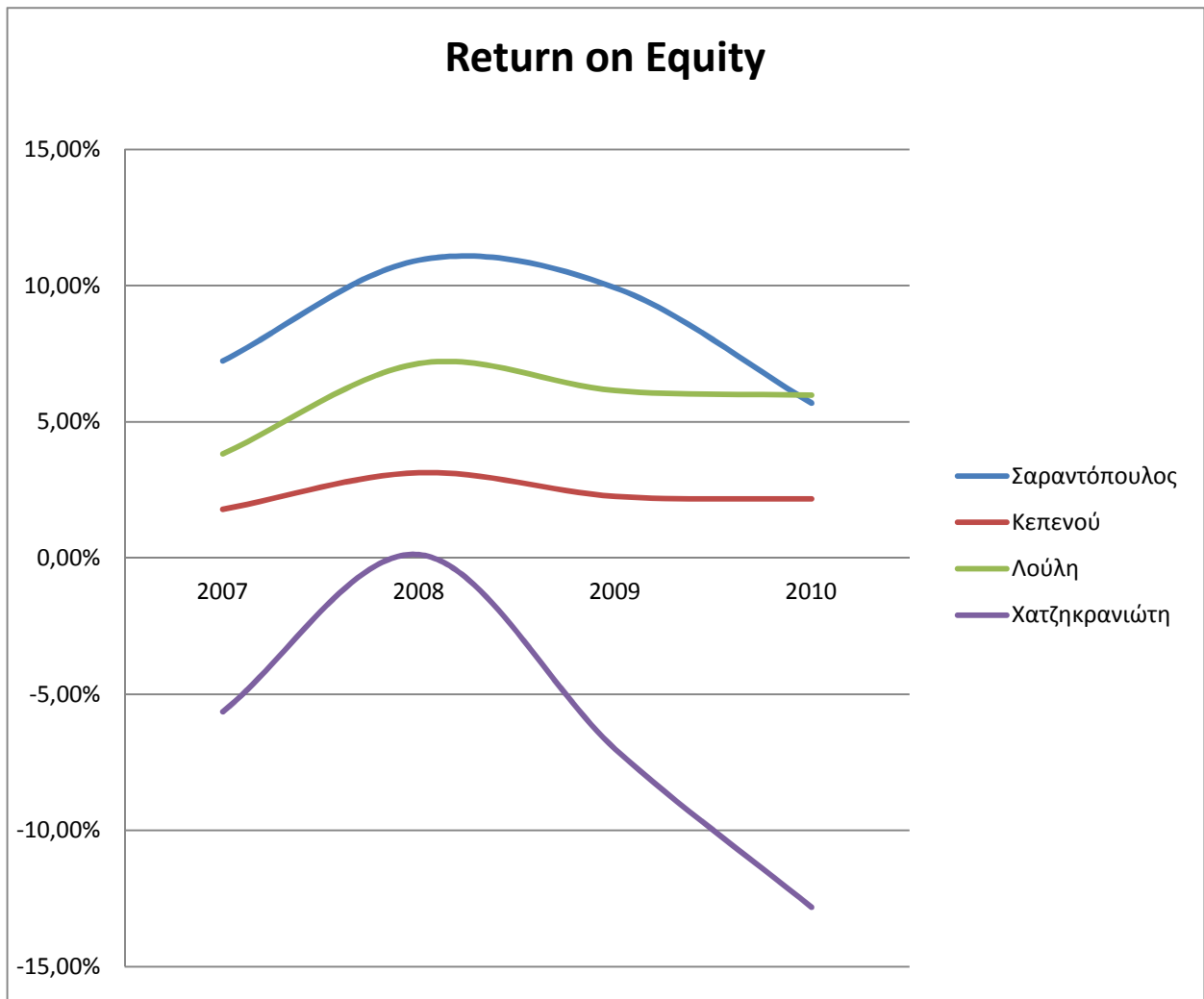
	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	2,00%	3,02%	2,83%	1,54%
Κεπενού	0,78%	1,34%	0,91%	0,89%
Λούλη	1,54%	3,44%	3,29%	3,25%
Χατζηκρανιώτη	-3,03%	0,05%	-3,24%	-5,43%



Ο δείκτης αυτός μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, αποτελώντας παράλληλα και ένα είδος αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης. Μετρά επίσης την ικανότητα της εταιρίας να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια ανταμείβοντας τα ανάλογα.

χν. Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	7,23%	10,94%	9,92%	5,69%
Κεπενού	1,79%	3,13%	2,26%	2,17%
Λούλη	3,83%	7,15%	6,15%	5,98%
Χατζηκρανιώτη	-5,65%	0,12%	-7,02%	-12,83%

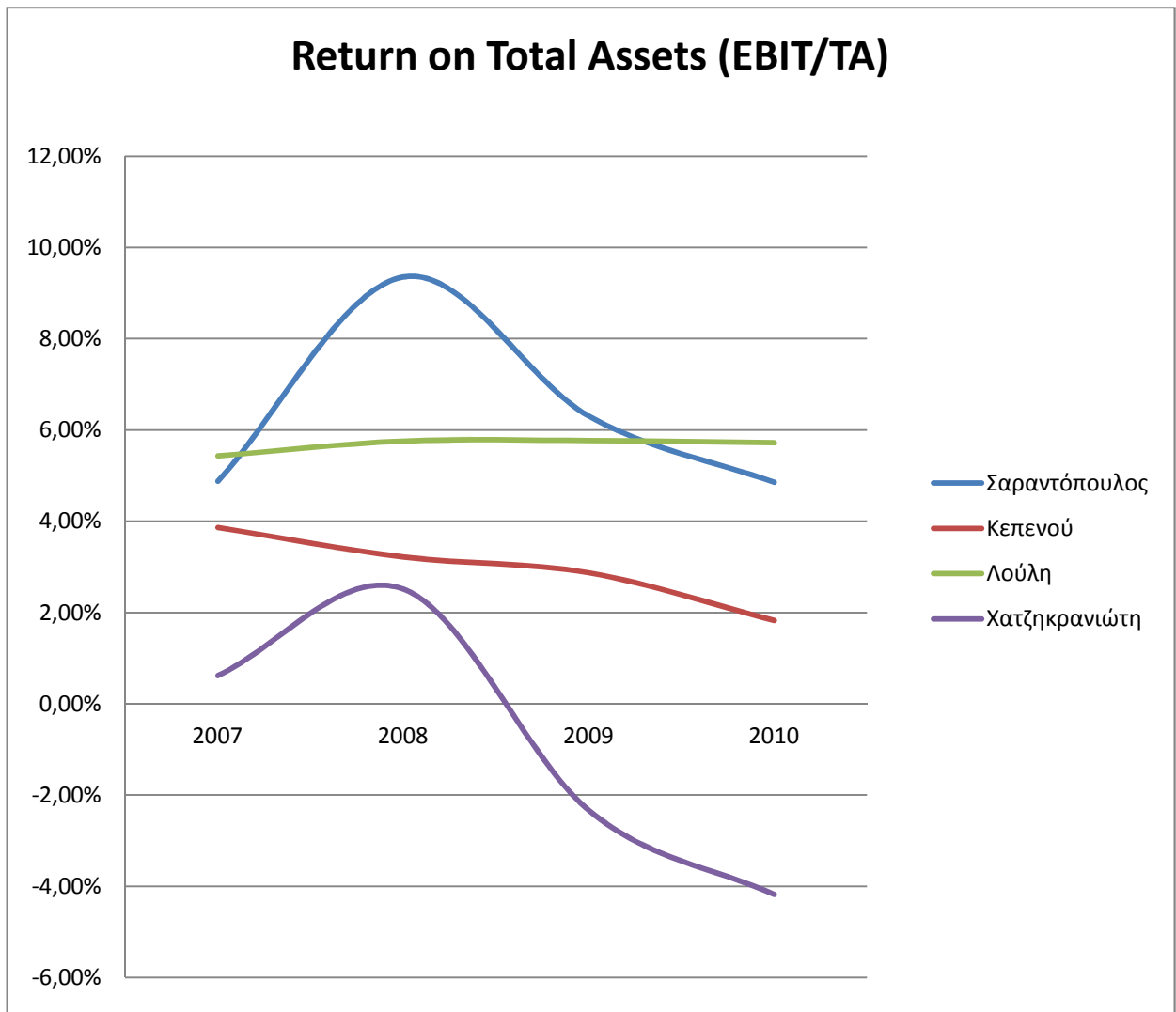


Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από την χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτή. Αποτελεί το βασικό δείκτη, τον οποίο η διοίκηση μιας εταιρίας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος τείνει να προβάλλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης, διότι κάνει μεγάλες πωλήσεις με μικρό ύψος Ιδίων Κεφαλαίων και ενδεχομένως να έχουμε αυξημένα κέρδη. Σε χαμηλή τιμή του δείκτη, οι ζημιές θα είναι ανάλογα μεγαλύτερες λόγω των αυξημένων χρηματοοικονομικών εξόδων που δημιουργούν τα ξένα κεφάλαια.

χνι. Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	4,87%	9,35%	6,30%	4,85%
Κεπενού	3,86%	3,22%	2,87%	1,83%
Λούλη	5,43%	5,76%	5,77%	5,72%
Χατζηκρανιώτη	0,62%	2,51%	-2,34%	-4,18%



Η Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού δείχνει την αναλογία αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης προς το σύνολο του ενεργητικού. Παράλληλα, μετρά την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Από τους παραπάνω τρεις δείκτες μπορούμε να βγάλουμε ορισμένα συμπεράσματα για τις εταιρίες που μελετάμε τα οποία είναι τα εξής:

1. Μύλοι Σαραντόπουλος

Στη συγκεκριμένη εταιρία, τόσο η Αποδοτικότητα Ενεργητικού, η Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού όσο και η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων τα τρία πρώτα έτη ήταν σε υψηλά επίπεδα, σε σύγκριση με τις άλλες εταιρίες. Το 2010 παρουσίασε μια αισθητή πτώση, η οποία οφείλεται κατά ένα μεγάλο ποσοστό, στην μεγάλη αύξηση των Βραχυπρόθεσμων Δανείων τα οποία έχουν ως συνέπεια την μείωση της αποδοτικότητας της εταιρίας. Ταυτόχρονα, τον τελευταίο χρόνο παρουσιάστηκε μείωση των Καθαρών Κερδών από 430.000 € σε 250.000 €, αφού τα έξοδα λειτουργίας διάθεσης αυξήθηκαν κατά 70% και τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας αυξήθηκαν κατά 36% περίπου.

2. Μύλοι Κεπενού

Στην εταιρία Μύλοι Κεπενού παρατηρήθηκε μια πτώση στις Πωλήσεις το 2010 της τάξεως των 5.000.000 € (περίπου 19%), με αποτέλεσμα να αυξηθούν κατά 33% τα αποθεματά της την τελευταία χρονιά. Το γεγονός αυτό την οδήγησε στο να δανειστεί από τις τράπεζες για να καλύψει τις Τρέχουσες Υποχρεώσεις της και αυτό φαίνεται από την αύξηση των Βραχυπρόθεσμων Δανείων της κατά 140%. Ένας άλλος λόγος για τον οποίο τα Καθαρά Κέρδη μειώθηκαν είναι γιατί τα έξοδα πωλήσεων παραμένουν σταθερά παρόλο που οι πωλήσεις μειώθηκαν. Παρόλαυτα, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η εταιρία έχει μια σταθερή πορεία την τελευταία τετραετία αφού παρουσιάζει μικρές αυξομειώσεις και στους τρεις δείκτες.

3. Μύλοι Λούλη

Η εταιρία Μύλοι Λούλη είναι αυτή που επιτυγχάνει τις υψηλότερες πωλήσεις σε σχέση με τις άλλες τρεις εταιρίες που μελετάμε. Γενικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι έχει μια σταθερή πορεία τα τελευταία τέσσερα χρόνια με μικρή μείωση το 2009 και το 2010. Αυτό οφείλεται στη μεγάλη μείωση που είχαν οι Πωλήσεις, οι οποίες ενώ το 2008 είχαν καταφέρει να ανέβουν στα 102.000.000 €, το 2010 έπεσαν στα 77.000.000 €. Παρόλαυτα, κατάφερε να μειώσει τα αποθεματά της και από 23.000.000 € που ήταν το 2007 το 2010 ανήλθαν στα 8.500.000 €. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι τα Μακροχρόνια Δάνεια μειώθηκαν κατά 80% περίπου από το 2008 και έπειτα.

4. Μύλοι Χατζηκρανιώτη

Η εταιρία αυτή αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα καθόλη τη διάρκεια της τετραετίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι, από το 2009 και μετά δεν μπορεί να καλύψει ούτε τα σταθερά της έξοδα και αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι, τα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων είναι αρνητικά γιατί τα έξοδα της είναι πολύ υψηλά σε σχέση με τις πωλήσεις της. Για παράδειγμα, το 2010 έκανε πωλήσεις ύψους 6.200.000 €, ενώ τα Σταθερά Έξοδά της έφτασαν τα 6.500.000 €, με αποτέλεσμα η εταιρία να παρουσιάζει ζημίες όλη την περίοδο που μελετάμε με μια μικρή ανάκαμψη το 2008.

χvii. Αριθμοδείκτης Τιμή προς Κέρδη

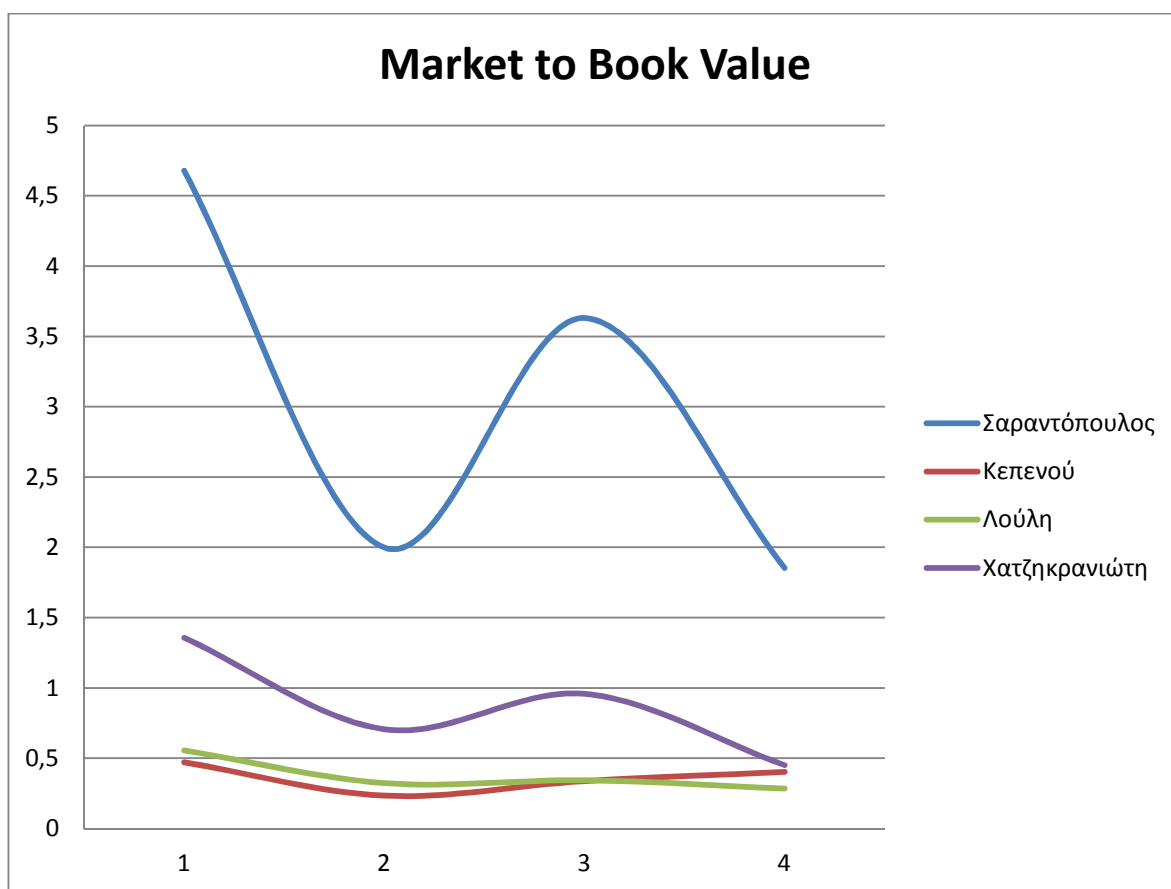
	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	64,67	18,27	36,59	32,59
Κεπενού	26,34	7,44	14,89	18,56
Λούλη	14,49	4,51	5,56	4,74
Χατζηκρανιώτη	-	-	-	-



Ο λόγος P/E μιας μετοχής (λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή) εκφράζει την τιμή που καταβάλλεται για μια μετοχή σε σχέση με το ετήσιο καθαρό εισόδημα, ή κέρδος που έχει η επιχείρηση ανά μετοχή και αποτελεί τον πιο γνωστό χρηματοοικονομικό δείκτη αποτίμησης. Ο εν λόγω αριθμοδείκτης αντικατοπτρίζει την κεφαλαιακή διάρθρωση της εν λόγω εταιρίας. Είναι ένα από τα κυριότερα μέτρα που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν μια μετοχή είναι υπεριτιμημένη ή υποτιμημένη. Υψηλό P/E σημαίνει ότι οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερα για κάθε μονάδα του καθαρού εισοδήματος, σε σχέση με ένα χαμηλότερο P/E. Ο δείκτης αυτός είναι πάντα θετικό μέγεθος, και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιές. Με άλλα λόγια, η αναλογία P/E δείχνει την τρέχουσα ζήτηση των επενδυτών για μια μετοχή της εταιρίας.

xviii. Αριθμοδείκτης Χρηματιστηριακής προς Λογιστικής Αξίας

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	4,67	1,99	3,63	1,85
Κεπενού	0,47	0,23	0,33	0,40
Λούλη	0,55	0,32	0,34	0,28
Χατζηκρανιώτη	1,35	0,70	0,95	0,44



Ο δείκτης της Χρηματιστηριακής προς τη Λογιστική Αξία μας δίνει μια ακόμη ένδειξη για το πώς οι επενδυτές αποτιμούν μια επιχείρηση. Οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλά ποσοστά απόδοσης στα Ίδια Κεφάλαια τους είναι σε θέση να διαθέτουν τις μετοχές γενικά σε τιμές υψηλότερες ή πολλαπλάσιες από τη λογιστική τους αξία.

Από την εφαρμογή των παραπάνω αριθμοδεικτών μπορούμε να πούμε ότι, η εταιρία Μύλοι Σαραντόπουλος έχει κερδίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Οι δείκτες Αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε δείχνουν τις προοπτικές εξέλιξης των εταιριών και βλέπουμε ότι η <<Μύλοι Σαραντόπουλος>> έχει πολύ καλές προοπτικές, γεγονός που το αποδεικνύουν τα αποτελέσματα από την εφαρμογή των δεικτών τα οποία είναι αισθητά υψηλότερα σε σχέση με τις άλλες εταιρίες. Από την άλλη πλευρά, αξίζει να σημειώσουμε ότι η συγκεκριμένη επιχείρηση έχει πολλά Βραχυπρόθεσμα Δάνεια σε σχέση με τα Ίδια Κεφάλαια, γεγονός που κάνει την επένδυση αρκετά επικίνδυνη.

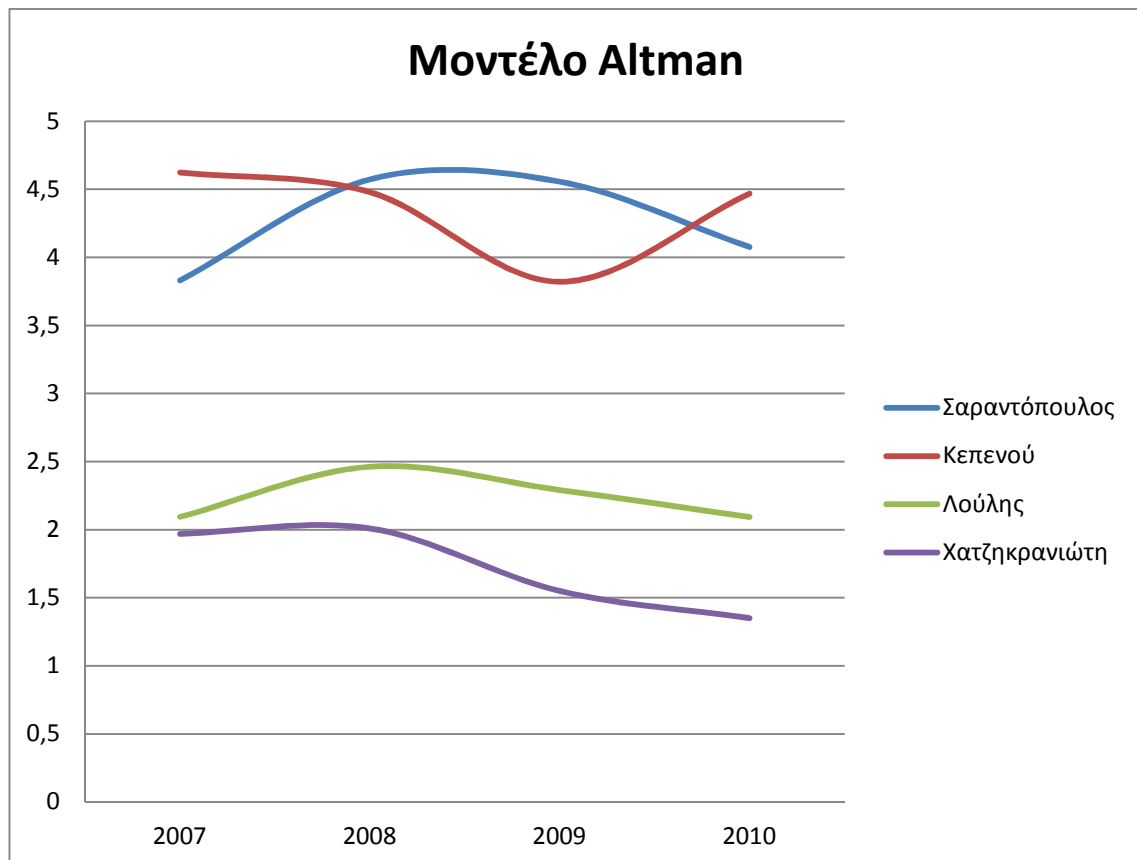
Οι άλλες δυο εταιρίες (Μύλοι Κεπενού και Μύλοι Λούλη) κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα χωρίς ιδιαίτερες αυξομειώσεις. Τέλος, η <<Μύλοι Χατζηκρανιώτη>> λόγω της άσχημης οικονομικής κατάστασης στην οποία βρίσκεται, αντιμετωπίζει προβλήματα, καθώς έχει χάσει την αξιοπιστία της προς τους επενδυτές, οι οποίοι δείχνουν να μην βρίσκουν καθόλου ελκυστική την εταιρία για να επενδύσουν σε αυτή. Κλείνοντας, πρέπει να αναφέρουμε ότι ο δείκτης Τιμή προς Κέρδη βγαίνει αρνητικός, και γι' αυτό δεν τον συμπεριλάβαμε στον αντίστοιχο πίνακα και σχεδιάγραμμα.

5.2 Εφαρμογή Μοντέλου Altman

Τα παρακάτω αποτελέσματα προκύπτουν από την εφαρμογή του ακόλουθου τύπου:

$$Z = 6.56*T_1 + 3.26*T_2 + 6.72*T_3 + 1.05*T_4$$

	2007	2008	2009	2010
Σαραντόπουλος	3,83	4,57	4,55	4,07
Κεπενού	4,62	4,47	3,82	4,46
Λούλη	2,09	2,46	2,29	2,09
Χατζηκρανιώτη	1.97	2.01	1.55	1.35



Αξίζει να ξαναθυμίσουμε ότι, εταιρίες με Z-score (σκορ πρόκρισης – απόρριψης Cut off point) :

- $Z > 2,67$ η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή περιοχή, δεν υπάρχει ενδεχόμενο πτώχευσης,
- $Z < 1,81$ η επιχείρηση βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη για πτώχευση,
- $1,81 < Z < 2,67$ η επιχείρηση βρίσκεται σε αμφισβητούμενη περιοχή.

Από το πίνακα και από όσα έχουμε αναφέρει σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, μπορούμε να καταλάβουμε ότι οι δυο πρώτες εταιρίες (η Μύλοι Σαραντόπουλος και η Μύλοι Κεπενού) δεν αντιμετωπίζουν κάποιο ιδιαίτερο πρόβλημα σύμφωνα με τα όσα υποστηρίζει το μοντέλο που εφαρμόζουμε, αφού ο δείκτης που υπολογίσαμε είναι αρκετά μεγαλύτερος από 2,67. Αυτό μας δίνει να καταλάβουμε ότι οι εταιρίες είναι αρκετά ασφαλής και κατά ένα μεγάλο ποσοστό δεν θα βρεθούν αντιμέτωποι με το ενδεχόμενο χρεοκοπίας για τα επόμενα δυο έτη.

Από την άλλη πλευρά, η εταιρία Μύλοι Λούλη βρίσκεται στην γκριζα περιοχή στην οποία χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή. Η συγκεκριμένη εταιρία είναι η μεγαλύτερη σε μέγεθος (σε σύγκριση με τις άλλες τρεις εταιρίες που μελετάμε), με αποτέλεσμα να έχει πολύ μεγαλύτερα έξοδα, τόσο σταθερά όσο και μεταβλητά, καθώς και πολύ υψηλότερα χρέη και υποχρεώσεις προς τράπεζες και προμηθευτές. Γι' αυτό το λόγο, ο δείκτης βρίσκεται στην αμφισβητούμενη περιοχή, παρόλο που η εταιρία βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, σε συνδυασμό πάντα με την οικονομική κρίση που περνάει η χώρα μας.

Κλείνοντας, αξίζει να αναφέρουμε ότι η εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη παρουσιάζει μια πτωτική πορεία στο δείκτη σχεδόν όλη την τετραετία, γεγονός που οφείλεται στο ότι, η συγκεκριμένη επιχείρηση έχει επηρεαστεί από την οικονομική ύφεση με αποτέλεσμα να έχει ζημίες και πολύ πιθανό να αντιμετωπίζει πρόβλημα βιωσιμότητας.

Κεφάλαιο 6. Συμπεράσματα

Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας, η παγίωση ενός άκρως ανταγωνιστικού (επιχειρηματικού και οικονομικού) περιβάλλοντος, οι συνεχείς μεταβαλλόμενες συνθήκες στην αγορά σε συνδυασμό με την οικονομική ύφεση και την αύξηση της ανεργίας, διαμόρφωσαν ένα αρκετά απαιτητικό πλαίσιο μέσα στο οποίο καλούνται να λειτουργήσουν οι επιχειρήσεις.

Παράλληλα, οι επιχειρήσεις υπάρχουν και λειτουργούν μέσα σε ένα περιβάλλον το οποίο επηρεάζεται άμεσα από τους μετόχους, τους ανταγωνιστές, το κράτος αλλά και γενικότερα από την κοινωνία. Άρα λοιπόν, είναι προφανές ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους, να συλλέξουν, να ομαδοποιήσουν, να αναλύσουν και να αξιολογήσουν πλήθος πληροφοριών από τις οποίες εξαρτάται η επιβίωση και η ανάπτυξη της εταιρίας.

Η χρηματοοικονομική λειτουργία της επιχείρησης αποτελεί το μοχλό εκκίνησης ολόκληρης της επιχειρηματικής δραστηριότητας, αφού οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις έχουν ζωτική σημασία για την επιβίωση και την επιτυχή πορεία μιας επιχείρησης. Οι αποφάσεις αυτές θα πρέπει να βασίζονται σε ακριβή, λεπτομερή και εμπειριστατωμένα στοιχεία, τα οποία λαμβάνονται από διαφορετικές πηγές.

Η εξασφάλιση κεφαλαίων για τη λειτουργία και ανάπτυξη της επιχείρησης, οι πηγές άντλησης των κεφαλαίων αυτών, η λήψη επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων, η καλή γνώση των αγορών και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης εντάσσονται στη χρηματοοικονομική της λειτουργία, γι' αυτό και βρίσκεται σχεδόν πάντα στην κορυφή της οργανωτικής δομής. Αξίζει να αναφέρουμε ότι, τα εργαλεία του χρηματοοικονομικού προγραμματισμού είναι οι Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις, ο Ισολογισμός, τα Αποτελέσματα Χρήσης και φυσικά η χρήση Αριθμοδεικτών.

Στη παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκαν όλα τα εργαλεία τα οποία μόλις αναφέραμε και φυσικά ιδιαίτερη βαρύτητα δόθηκε στην ερμηνεία των αριθμοδεικτών από τους οποίους προκύπτουν τα έξι συμπεράσματα για κάθε μια εταιρία χωριστά:

✓ Μύλοι Σαραντόπουλος

Η εταιρία, παρά της ανταγωνιστικές συνθήκες και την άσχημη οικονομική κατάσταση που επικρατεί στην αγορά των αλεύρων, επιδίωξε αλλά και κατάφερε την σταθερή αύξηση του όγκου των Πωλήσεων, καθώς και των Εισπρακτέων Λογαριασμών την τελευταία τετραετία. Είναι η μόνη εταιρία η οποία είχε σταδιακή και σταθερή αύξηση Πωλήσεων κατά τη διάρκεια των τεσσάρων χρόνων που μελετάμε.

Ταυτόχρονα, τα Καθαρά Κέρδη και τα Κέρδη μετά από Τόκους και Φόρους παρουσιάζουν αύξηση κατά τα έτη 2008 και 2009, αλλά το 2010 έχουμε αισθητή μείωση που αγγίζει το 11%. Αυτό είναι συνέπεια, τόσο της αύξησης των Βραχυπρόθεσμων Δανείων συνεπώς και της αύξηση των τόκων την τελευταία χρονιά, όσο και της αύξησης των Σταθερών Εξόδων της εταιρίας.

Η ρευστότητα της εταιρίας δεν είναι ικανοποιητική, αλλά καταφέρνει με συνεχή Βραχυπρόθεσμο Δανεισμό να ανταπεξέρχεται στις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της, γεγονός βέβαια που είναι επικίνδυνο στις δύσκολες εποχές που περνά η χώρα μας. Πρέπει να τονίσουμε εδώ ότι οι δείκτες Χρέους ή Μόχλευσης είναι αρκετά υψηλοί για τα δεδομένα του κλάδου γεγονός που αποδεικνύει ότι τα Ίδια Κεφάλαια είναι αισθητά λιγότερα από το Σύνολο των υποχρεώσεων και η εταιρία είναι αρκετά χρεωμένη στις τράπεζες.

✓ Μύλοι Κεπενού

Η οικονομική κατάσταση της εταιρίας Μύλοι Κεπενού είναι αρκετά ικανοποιητική για τα δεδομένα του κλάδου. Παρόλο που οι Πωλήσεις μειώνονται σταδιακά, με αποτέλεσμα και τα Καθαρά Κέρδη να έχουν πτωτική πορεία τα τελευταία τρία χρόνια, η εταιρία δεν αντιμετωπίζει κάποιο εμφανές πρόβλημα αφού η ρευστότητα της είναι σε πολύ καλά επίπεδα.

Το Κεφάλαιο Κίνησης της επιχείρησης δείχνει ότι το Κυκλοφορούν Ενεργητικό υπερκαλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις, αυξάνεται σημαντικά κατά τα έτη 2007, 2008, 2009 με μια μικρή πτώση το 2010.

Παράλληλα, η εταιρία έχει αρκετές υποχρεώσεις προς τις τράπεζες, τόσο Βραχυπρόθεσμες όσο και Μακροπρόθεσμες, παρολαυτά δεν αντιμετωπίζει κάποιον κίνδυνο γιατί οι δείκτες Χρέους είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Τέλος, παρόλο που η εταιρία έχει μια μικρή πτωτική τάση τα τελευταία χρόνια, δεν έχει άμεσο κίνδυνο χρεοκοπίας, αφού σύμφωνα με τον δείκτη Z-score η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή ζώνη.

✓ Μύλοι Λούλη

Η εταιρία Μύλοι Λούλη, παρόλο την οικονομική κρίση που αντιμετωπίζει ο κλάδος και ολόκληρη η οικονομία της χώρας μας, έχει καταφέρει να είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες στον κλάδο της αλευροβιομηχανίας και αυτό οφείλεται στο ότι επενδύει και στοχεύει στην περαιτέρω ανάπτυξη της δια μέσου σύγχρονων δομών και χρήση νέων τεχνολογιών, το οποίο φαίνεται και από τα παρακρατηθέντα κέρδη τα οποία είναι πολύ υψηλά σε σχέση με τις άλλες τρεις εταιρίες, γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η εταιρία έχει ως στόχο την συνεχή ανάπτυξη και βελτίωση της, τόσο όσο αναφορά τις εγκαταστάσεις, όσο και τον εξοπλισμό της.

Από τους αριθμοδείκτες Χρέους ή Μόχλευσης μπορούμε να δούμε ότι σαν εταιρία, δεν είναι υπερβολικά χρεωμένη στις τράπεζες, σε συνδυασμό πάντα με τα Ίδια Κεφάλαια και το Σύνολο του Ενεργητικού της επιχείρησης και μπορεί να κρατά τις Βραχυπρόθεσμες και Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της σε αρκετά ικανοποιητικά επίπεδα για το μέγεθος της εταιρίας.

Στόχος της <<Μύλοι Λούλη>> ήταν να μειώσει τα Αποθέματα της, τα οποία σε σύγκριση με τις άλλες εταιρίες ήταν αρκετά υψηλότερα και τα κατάφερε, αφού παρατηρείται μια πτωτική πορεία των Αποθεμάτων και τα τέσσερα χρόνια τα οποία εξετάζουμε στη παρούσα εργασία και αυτό ίσως ερμηνεύει το γεγονός ότι διαπιστώθηκε μια μικρή πτώση επί των πωλήσεων από το 2008 και έπειτα.

Οι δείκτες Ρευστότητας είναι ικανοποιητικοί και αυτό οφείλεται στη σωστή διαχείριση ρευστών διαθέσιμων που προκύπτουν από λειτουργικές ροές, αφού η εταιρία έχει καταφέρει να εισπράττει από τους πελάτες της σε ένα αρκετά σύντομο χρονικό διάστημα από τη στιγμή της πώλησης.

Κλείνοντας, παρά το γεγονός ότι η εταιρία Μύλοι Λούλη είναι η μεγαλύτερη σε μέγεθος από τις εταιρίες που μελετάμε στην παρούσα εργασία, αξίζει να σημειώσουμε ότι, κατόπιν εφαρμογής του μοντέλου Altman, φαίνεται ότι η εταιρία αντιμετωπίζει πρόβλημα, αφού ο δείκτης Z-score δεν είναι αρκετά ικανοποιητικός σε σύγκριση με τις εταιρίες Μύλοι Σαραντόπουλος και Μύλοι Κεπένου, οι οποίοι δεν αντιμετωπίζουν κάποιον άμεσο κίνδυνο. Αυτό οφείλεται στο ότι οι πωλήσεις μειώνονται αισθητά τα τρία τελευταία χρόνια, καθώς επίσης και ότι το Κεφάλαιο Κίνησης της εταιρίας δεν είναι ικανοποιητικό σε συνδυασμό πάντα με το μέγεθος και της υποχρεώσεις της.

✓ Μύλοι Χατζηκρανιώτη

Είναι φανερό ότι η εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη έχει επηρεαστεί σε πολύ μεγάλο βαθμό από την άσχημη οικονομική κατάσταση που επικρατεί και σε συνδυασμό με πιθανόν λάθος αποφάσεις και λάθος βήματα που μπορεί να γίνονται από τη διοίκηση, η εταιρία έχει φτάσει σε σημείο να αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα τα οποία πρέπει να λυθούν άμεσα.

Η εταιρία, εκτός από το 2008 που είχε μια μικρή ανοδική πορεία, τα υπόλοιπα έτη έχει ζημιές, οι οποίες έχουν αυξανόμενη τάση. Αυτό οφείλεται στη μείωση του Περιθωρίου Μικτού Κέρδους, λόγω της αύξησης του Κόστους Πωληθέντων των προϊόντων της. Επιπλέον, αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας και ένας από τους βασικότερους λόγους είναι ότι εισπράττει από τους πελάτες της 320 μέρες μετά την πώληση, ενώ υποχρεώνεται να πληρώνει τους προμηθευτές της 80 μέρες κατά μέσο όρο μετά την αγορά των πρώτων υλών.

Ταυτόχρονα, από τον υπολογισμό του δείκτη οικονομικής καλύψεως ο οποίος επίσης είναι αρνητικός τα δυο τελευταία έτη, αδυνατεί να πληρώσει και τους τόκους που οφείλει στις τράπεζες, παρόλο που οι υποχρεώσεις της προς τις τράπεζες δεν είναι πολύ μεγάλες σε σχέση και με τις άλλες εταιρίες που μελετάμε.

Στόχος της εταιρίας θα πρέπει να είναι η μείωση του χρόνου πίστωσης των πελατών της εταιρίας. Η μείωση αυτή θα επιφέρει θετικά αποτελέσματα στην βελτίωση της εικόνας της επιχείρησης, αφού αν επιτευχθεί αυτός ο στόχος θα παρατηρηθεί αύξηση των ταμειακών ροών καθώς και μείωση τραπεζικού δανεισμού.

Κεφάλαιο 7. Παραρτήματα

7.1 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Σαραντόπουλος

<i>Κυλινδρόμυλοι Σαραντόπουλος</i>				
	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
Αποθέματα	2573723,37	2410524,59	2042549,87	3184028,74
Εισπρακτέοι Λογαριασμοί	3223572,48	5183666,04	6007690,23	6568563,8
Μετρητά	408459,46	122241,02	172354,79	122894,95
Πληρωτέοι Λογαριασμοί	3244046,23	1446806,94	2055120,36	2008470,35
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια	4709321,88	7329735,24	6916508,45	8472813,67
Κόστος Πωληθέντων	9259895,85	12954229,29	13857972,64	14770051,15
Πωλήσεις	10743643,43	15485153,77	16279027,13	17146590,32
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	6210696,46	7718397,78	8224522,64	9876360,64
Πάγιο Ενεργητικό	6304222,35	6394014,22	6908682,03	6911188,71
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	0	0	0	0
Ίδια κεφάλαια	3468502,8	3891034,47	4319497,87	4557571,88
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	610017,41	1320099,6	953667,96	814144,24
Τόκοι	262234,54	442074,93	262967,69	328982,88
Φόροι	108741,82	452517,66	262198,5	226032,75
Καθαρά Κέρδη	250869,81	425507,01	428501,77	259128,61
Σύνολο Ενεργητικού	12514918,81	14112412	15133204,67	16787549,35
Τιμή Μετοχής	3,88	1,86	3,75	2,02
Κέρδη ανά Μετοχή	0,059995889	0,101760636	0,102476837	0,061970993
Αριθμός Μετοχών	4181450	4181450	4181450	4181450
Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής	16224026	7777497	15680437,5	8446529
Λογιστική Αξία Μετοχής	0,829497614	0,930546693	1,033014354	1,089950108
Τρέχουσες Υποχρεώσεις	7953368,11	8776542,18	9333386,93	10740488,45
Κεφάλαιο Κίνησης	2966650,23	6271590,84	5807644,16	7608685,86
Σύνολο Υποχρεώσεων	9046416,01	8776542,18	10813706,8	12209977,47
Μερίσματα	0	0	0	0
Παρακρατηθέντα Κέρδη	250869,81	425507,01	428501,78	259128,61

7.2 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Κεπενού

<i>Μύλοι Κεπενού</i>				
	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
Αποθέματα	8022912,27	5809107,56	3974085,69	6005808,4
Εισπρακτέοι Λογαριασμοί	13901993,45	16654260,8	16548970,37	12122445,13
Μετρητά	819287,65	1638272,29	6859034,05	7483100,17
Πληρωτέοι Λογαριασμοί	1235406,82	1242375,96	1671503,37	1462930,07
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια	14536128,55	11000045	3570000	8769508,68
Κόστος Πωληθέντων	27122722,34	36797966,84	26967434,65	21782739,65
Πωλήσεις	32277044,65	42530763	32954101,44	27452611,08
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	22744919,71	24102366,99	27355816,45	25612080,04
Πάγιο Ενεργητικό	12818068,23	12772029,28	12657308,37	13450139,23
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	0	5000000	14805000	8591677,59
Ίδια κεφάλαια	15486749,6	15780258,94	16008552,75	16055865,23
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	1373811,78	1186582,42	1148317,88	712919,12
Τόκοι	601123,74	944393,1	471470,34	172351,68
Φόροι	495499	252320,02	314553,73	191754,95
Καθαρά Κέρδη	277189,04	494509,34	362293,81	348812,49
Σύνολο Ενεργητικού	35562987,94	36874396,27	40013124,82	39062219,27
Τιμή Μετοχής	1,089826	0,549651	0,805523	0,966628
Κέρδη ανά Μετοχή	0,041371499	0,073807364	0,054073703	0,052061566
Αριθμός Μετοχών	6700000	6700000	6700000	6700000
Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής	7301834,2	3682661,7	5397004,1	6476407,6
Λογιστική Αξία Μετοχής	2,311455164	2,355262528	2,389336231	2,396397796
Τρέχουσες Υποχρεώσεις	15838535,37	12314574,81	10342003,37	10279304,63
Κεφάλαιο Κίνησης	21442512,89	22787837,18	20583813,08	24102284,09
Σύνολο Υποχρεώσεων	20076238,34	21094137,33	24004572,08	23006354,03
Μερίσματα	0	0	0	0
Παρακρατηθέντα Κέρδη	273659,94	279649,89	219211,71	21930,69

7.3 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Λούλη

<i>Μύλοι Λούλη</i>				
	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
Αποθέματα	23084060	13889864	9916499	8459618
Εισπρακτέοι Λογαριασμοί	31638973	32267780	27690515	26775505
Μετρητά	2608986	11776435	2014799	4123489
Πληρωτέοι Λογαριασμοί	14499945	13379739	10099869	10112507
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια	36376178	18428850	21124396	26788807
Κόστος Πωληθέντων	63347337	77405219	61334482	51445357
Πωλήσεις	84689575	102905305	88050923	77587616
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	59099984	59324497	43250184	42200572
Πάγιο Ενεργητικό	117954658	112741710	104675925	106511710
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	31000000	40400000	21199999	12000000
Ίδια κεφάλαια	71358164	82895117	79006748	80802938
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	9618619	9911988	8536227	8508068
Τόκοι	6121590	4859981	2372815	1802400
Φόροι	766556	872089	1301934	1871863
Καθαρά Κέρδη	2730473	5924096	4861478	4833805
Σύνολο Ενεργητικού	177054642	172066207	147926109	148712281
Τιμή Μετοχής	2,380379	1,608718	1,626827	1,379655
Κέρδη ανά Μετοχή	0,164260398	0,356383076	0,29245787	0,290793109
Αριθμός Μετοχών	16622832	16622832	16622832	16622832
Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής	39568640,21	26741449,05	27042471,9	22933773,28
Λογιστική Αξία Μετοχής	4,292780195	4,986822763	4,7529054	4,860960996
Τρέχουσες Υποχρεώσεις	60761904	34545123	33163170	40695937
Κεφάλαιο Κίνησης	34714258	43208224	31211410	28293442
Σύνολο Υποχρεώσεων	105696478	89171090	68919361	67909343
Μερίσματα	0	0	0	0
Παρακρατηθέντα Κέρδη	2720676	5924096	4861478	4833805

7.4 Παράρτημα για εταιρία Μύλοι Χατζηκρανιώτη

<i>Χατζηκρανιώτη</i>				
	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
Αποθέματα	1833333,76	2649480,5	1359026,81	799990,26
Εισπρακτέοι Λογαριασμοί	5949660,79	5334304,17	5068810,67	5592899,94
Μετρητά	100107,05	65770,82	317556,21	38510,97
Πληρωτέοι Λογαριασμοί	1164737,44	1614362,24	604050,27	714313,92
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια	3456046,32	7573424,21	7602931,58	7230996,6
Κόστος Πωληθέντων	5161601,22	4904652,17	3609010,08	4044461,16
Πωλήσεις	7772904,69	7831328,32	6037250,01	6246725,47
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	8162600,87	8562419,53	6912959,19	6511375,11
Πάγιο Ενεργητικό	6692671,05	10528462,38	10618798,35	10440604,86
Μακροπρόθεσμα Δάνεια	550666,66	413000,05	910796,99	1414432,78
Ίδια κεφάλαια	7982261,52	7976347,34	8094106,46	7173984,37
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	91532,41	479670,62	-409899,27	-708686,73
Τόκοι	159425,1	404913,46	370139,79	390231,96
Φόροι	493589,57	81982,67	0	0
Καθαρά Κέρδη	-450694,35	9823,18	-568182,38	-920122,09
Σύνολο Ενεργητικού	14855271,92	19090881,91	17531757,54	16951979,37
Τιμή Μετοχής	1,788136	0,929831	0,96	0,8
Κέρδη ανά Μετοχή	-0,07446509	0,001623016	-0,07040761	-0,22803804
Αριθμός Μετοχών	6052425	6052425	8069900	4034950
Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχής	10822559,03	5627732,39	7747104	3227960
Λογιστική Αξία Μετοχής	1,318853438	1,317876279	1,002999599	1,777961157
Τρέχουσες Υποχρεώσεις	5278394,14	9837184,87	8526854,09	8363562,82
Κεφάλαιο Κίνησης	6340253,05	6298658,87	5989036,68	5378808,89
Σύνολο Υποχρεώσεων	6873010,4	11114534,57	9437651,08	9777995,6
Μερίσματα	0	0	0	0
Παρακρατηθέντα Κέρδη	-450694,35	-531053,42	-568182,38	-920122,09

Βιβλιογραφία:

<http://el.wikipedia.org>.

<http://www.icap.gr>. (2010, November 10).

<http://www.kepenos.gr/>. (2011).

<http://www.ksarantopoulos.gr>. (2011).

<http://www.livepedia.gr>. (n.d.).

<http://www.loulisgroup.com>. (2011).

<http://www.oae.gr>. (n.d.).

<http://www.xkran.gr/>. (2011)

Beaver, W. (1966). *Financial Ratios as Predictors of Failure*.

Altman. (1968). *Financial Ratios*.

Walsh, C. (2006). *Αριθμοδείκτες και Management*.

Βασιλείου, Δ. (1999). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Τόμος Α)*. Ομάδα Εκτέλεσης Έργου ΕΑΠ/1997-1999.

Γκίκα, Δ. (2002). *Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων*. Αθήνα: Γ. Μπένου.

Ισολογισμός Κεπενού.

Ισολογισμός Λούλη.

Ισολογισμός Σαραντόπουλου σελ.5. (2010).

Ισολογισμός Χατζηκρανιώτη.