



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΧΕΡΕΙΑ**

ΚΟΒΑΝΗ ΜΑΡΓΑΡΙΤΑ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2017

Αφιέρωση

Στους γονείς μου Γεώργιο Κοβάνη και Ελένη Ξυνού

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΕ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΧΕΡΕΙΑ

ΜΑΡΓΑΡΙΤΑ ΚΟΒΑΝΗ

Σημαντικοί όροι: χρηματοοικονομική ανάλυση, λογιστικές καταστάσεις, αριθμοδείκτες, αποτίμηση εταιρειών, ταμειακές ροές

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία εφαρμόζεται χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση τριών εισηγμένων εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου για την πενταετία 2010-2014 με αντικειμενικό σκοπό την αποτύπωση των οικονομικών τους στοιχείων την παραπάνω περίοδο.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται περιλαμβάνει αρχικά την παρουσίαση του οικονομικού περιβάλλοντος τόσο της Ελλάδας όσο και της Ευρώπης μέσω των δημοσιονομικών και νομισματικών εξελίξεων καθώς και ανάλυση του κατασκευαστικού κλάδου μέσω μιας ανάλυσης ανταγωνισμού ώστε να επιτευχθεί ο αντικειμενικός σκοπός της εργασίας.

Όσον αφορά την ανάλυση της ευρωπαϊκής οικονομίας, οι δημοσιονομικές εξελίξεις είχαν θετική πορεία αφού στις περισσότερες χώρες παρουσιάστηκε βελτίωση των δημοσίων εσόδων και μείωση των κρατικών δαπανών. Ωστόσο, λίγο πιο δύσκολη ήταν η κατάσταση στις χώρες που υπάγονταν σε προγράμματα οικονομικής σταθερότητας με την Πορτογαλία όμως να παρουσιάζει θετικές δημοσιονομικές εξελίξεις. Επιπλέον, το δημοσιονομικό έλλειμμα μειωνόταν καθ' όλη τη διάρκεια της πενταετίας στις περισσότερες χώρες.

Στις νομισματικές εξελίξεις, υπήρξε διακύμανση του νομισματικού δείκτη M3 καθ' όλη τη διάρκεια της πενταετίας αν και σε γενικές γραμμές κυμάνθηκε σε θετικά επίπεδα έναντι αρνητικών προηγούμενων ετών εξαιτίας κυρίως της ανάκαμψης του χρηματοπιστωτικού τομέα και της μεγαλύτερης εμπιστοσύνης των καταθετών προς το τραπεζικό σύστημα.

Στην Ελλάδα, όλη την πενταετία η απασχόληση, μειωνόταν, μείωση που σχετίζεται άμεσα με τη συρρίκνωση του ΑΕΠ. Επιπλέον, χαρακτηριστικό είναι πως ενώ οι θέσεις εργασίας μειώθηκαν, η προσφορά εργασίας παρέμεινε η ίδια. Στις δημοσιονομικές εξελίξεις, μετά το 2011 υπήρξε αύξηση των δημοσίων εσόδων εξαιτίας κυρίως των νομοθεσιών που αφορούν την αύξηση φορολογικών συντελεστών. Παράλληλα, σημειώθηκε και μικρή μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Τέλος, όσον αφορά τις νομισματικές εξελίξεις, ο δείκτης M3 μειωνόταν ως το 2011 ενώ μετά παρουσίασε άνοδο.

Η δυσμενής οικονομική κατάσταση εκείνης της περιόδου είχε επιπτώσεις σε ολόκληρο τον κατασκευαστικό κλάδο. Συγκεκριμένα, ενώ το 2000-2008 ο κλάδος αποτελούσε το 6,1% του ΑΕΠ, το 2013 ο αριθμός αυτός μειώθηκε στο 1,6%. Η εμφάνιση ζημιολόγων επιχειρήσεων είχε σαν αποτέλεσμα την μείωση των κατασκευών κατά 76,3% από το 2008 έως το 2013. Τέλος, οι τιμές των κτιρίων δεν έμειναν ανεπηρέαστες αφού μειώθηκαν αρκετά επηρεάζοντας έτσι την οικονομική κατάσταση των ιδιοκτητών τους.

Αναφορικά, με τις εταιρείες που αναλύονται, από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις προκύπτει πως τα καθαρά αποτελέσματα μετά φόρων είναι σχεδόν και για τις τρεις ζημιολόγα τα περισσότερα έτη της περιόδου. Εξαιρέση αποτελεί η εταιρεία ΤΕΡΝΑ η οποία εμφανίζεται κερδοφόρα τα τρία από τα πέντε έτη. Ο κύκλος εργασιών παρουσιάζει φθίνουσα πορεία για τις ΜΟΧΛΟΣ και ΑΤΤΙΚΑΤ όπου από το 2010 ως το 2014 υπάρχει πτώση των πωλήσεων κατά 83% και 99% αντίστοιχα. Ωστόσο, η ΤΕΡΝΑ εκτοξεύει τις πωλήσεις της κατά 104% το 2014 σε σχέση με το 2010. Η ίδια εταιρεία επίσης εμφάνισε τα μοναδικά θετικά καθαρά περιθώριά κέρδους με μέσο όρο 0,978%.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θέλω να ευχαριστήσω θερμά τον καθηγητή μου Κο Παναγιώτη Αρτίκη, αναπληρωτή καθηγητή του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς που με τις συμβουλές του και την καθοδήγησή του με βοήθησε να πραγματοποιήσω τη διπλωματική μου εργασία πάνω σε ένα πολύ ενδιαφέρον θέμα. Θέλω επίσης να ευχαριστήσω τη βοηθό του Λυδία για την πολύτιμη καθοδήγησή της.

Τέλος, θα ήθελα να δώσω τις ευχαριστίες μου στους γονείς μου Γιώργο και Ελένη καθώς και στον φίλο μου Ηλία για την συμπαράστασή και την στήριξή τους καθ' όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Περιεχόμενα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ	1
1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	1
1.3 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	5
2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	5
2.1.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΣΤΟΙΧΕΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	5
2.1.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΒΑΣΙΣΜΕΝΗ ΣΤΗΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ	7
2.1.3 ΜΕΘΟΔΟΙ ΒΑΣΙΣΜΕΝΕΣ ΣΤΗΝ ΥΠΕΡΑΞΙΑ.....	9
2.1.4 ΑΠΟΦΑΣΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	12
2.2 ΠΟΙΑ ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΙΝΑΙ Η ΠΙΟ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗ;.....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	15
3.1 ΕΝΝΟΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	15
3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	15
3.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	21
3.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ.....	23
4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	23
4.2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	24
4.3 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	25
4.3.1 ΣΥΣΤΑΣΗ ΕΜΕ ΚΑΙ ΕΤΕ	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ	28
5.1 ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ	28
5.2 ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ.....	29
5.3 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	30
5.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	32
5.5 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ.....	37
6.1 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ	37
6.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	38
6.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΜΕΣΩ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ PORTER.....	39
6.4 SWOT ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ.....	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	43
7.1 ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ.....	43

7.1.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	43
7.2 ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε	45
7.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ	45
7.2.2 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ.....	46
7.3 ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.....	46
7.3.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	46
7.3.2 ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	49
8.1 ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.....	49
8.1.1 ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	49
8.1.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	51
8.1.2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.....	51
8.1.2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	52
8.1.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	53
8.1.2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	53
8.1.2.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ.....	54
8.1.2.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ.....	55
8.1.2.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	55
8.2 ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε	55
8.2.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΕΙΣ.....	55
8.2.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	58
8.2.2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.....	58
8.2.2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	58
8.2.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	59
8.2.2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	59
8.2.2.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ.....	60
8.2.2.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ.....	61
8.2.2.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	61
8.3 ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.....	61
8.3.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΕΙΣ.....	61
8.3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	63
8.3.2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.....	63
8.3.2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	63
8.3.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	64
8.3.2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	64
8.3.2.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ.....	65
8.3.2.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ.....	65
8.3.2.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	67
9.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	67
9.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	68
9.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	69

9.3.1 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (THE DIVIDED DISCOUNT MODEL).....	70
9.3.2 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DISCOUNTED CASH FLOW MODEL).....	70
9.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΗΜΑΤΩΝ ΣΕ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ EXCEL.....	71
9.5 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.....	72
9.5.1 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	83
9.6 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΕΡΝΑ Α.Ε	83
9.6.1 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	90
9.7 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Ε	91
9.8 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (CAPITAL ASSET PRICING MODEL-CAPM)	98
9.8.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΟ CAPM ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	
.Error! Bookmark not defined.	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ.....	102
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	103
ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	104
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΠΙΝΑΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	i

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Στην παρούσα εργασία γίνεται χρηματοοικονομική ανάλυση τριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, εταιρειών του κατασκευαστικού τομέα για τα έτη 2010-2014. Στην συνέχεια, παρουσιάζεται η αξιολόγηση και η αποτίμηση των ίδιων εταιρειών. Αντικειμενικός σκοπός αυτής της ανάλυσης είναι η αποτύπωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των υπό εξέταση επιχειρήσεων, η αποτύπωση της λογιστικής και οικονομικής τους κατάστασης και τελικά η αποτίμηση των παραπάνω επιχειρήσεων.

Συγκεκριμένα, μέσω της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων οι οποίες είναι δημοσιευμένες, των αριθμοδεικτών που μεταξύ άλλων είναι εκείνοι της αποδοτικότητας, του περιθωρίου κέρδους, της ρευστότητας, της δανειακής επιβάρυνσης και πολλών ακόμα όπως και με τη βοήθεια της αποτίμησης, γίνεται προσπάθεια να αποτυπωθεί η οικονομική κατάσταση των εν λόγω εταιρειών. Επίσης, όλα τα παραπάνω στοιχεία μελετώνται μαζί με την ανάλυση του μακροοικονομικού και μικροοικονομικού διεθνούς και εγχώριου περιβάλλοντος το οποίο διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην κατανόηση πολλών παραμέτρων.

Η χρηματοοικονομική κατάσταση των εξεταζόμενων εταιρειών όπως και του κλάδου, αποτελεί ένδειξη για τη βιωσιμότητα και την εξέλιξη του σε μια εποχή όπου ιδιαίτερα η χρηματοοικονομική κατάσταση μεταβάλλεται διαρκώς καθώς υπάρχουν ισχυρές πιέσεις, συγχωνεύσεις και εξαγορές ενώ αλλάζει ταχύτατα ακόμα και η δομή και το βασικό αντικείμενο των εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία που ακολουθείται περιλαμβάνει αρχικά την ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος με την μελέτη της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής της Ευρώπης και της Ελλάδος από το 2010 έως και το 2014. Ύστερα, μελετάται ο κατασκευαστικός κλάδος και πως αυτός επηρεάζεται από τις αλλαγές του εξωτερικού περιβάλλοντος. Ακολουθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση τριών

εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιρειών όπου ως βασικό εργαλείο χρησιμοποιούνται διάφοροι αριθμοδείκτες.

Η διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης προϋποθέτει την μελέτη των λογιστικών καταστάσεων για τη συγκεκριμένη περίοδο. Μέσω των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης εξάγονται συμπεράσματα σχετικά με την οικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση, το ύψος και το κόστος των πωλήσεων, τα διάφορα έξοδα διοικητικά, χρηματοοικονομικά κ.α.

Στη συνέχεια, με τη βοήθεια αυτών των οικονομικών καταστάσεων προκύπτουν διάφοροι αριθμοδείκτες οι οποίοι προσφέρουν πληροφόρηση για τους διάφορους τύπους κυκλοφοριακής ταχύτητας, τη σχέση των ξένων με τα ίδια κεφάλαια, την αποτελεσματικότητα παραγωγής μετρητών της επιχείρησης και πολλά ακόμα. Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες εξάγονται με τη διαίρεση διάφορων στοιχείων του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης.

Στο τέλος της μελέτης σειρά έχει η αποτίμηση των παραπάνω εταιρειών με τη μέθοδο των ταμειακών ροών. Με τη βοήθεια επίσης του CAPM υποδείγματος εξάγεται ένα έγκυρο αποτέλεσμα σχετικά με την τιμή της μετοχής της επιχείρησης ή την αξία της επιχείρησης.

Με λίγα λόγια, η μεθοδολογία της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας αποτελείται από τα εξής βήματα:

- Θεωρητική προσέγγιση και ορισμός της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και των αριθμοδεικτών.
- Ανάλυση της ευρωπαϊκής και εγχώριας οικονομικής κατάστασης.
- Μελέτη του κατασκευαστικού κλάδου.
- Μελέτη των λογιστικών καταστάσεων τριών εισηγμένων κατασκευαστικών εταιρειών.
- Διερεύνηση των σημαντικότερων χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών.
- Αποτίμηση μέσω ταμειακών ροών των παραπάνω εταιρειών.

1.3 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η δομή της παρούσας εργασίας αποτελείται από δέκα κεφάλαια και η περίοδος που εξετάζεται είναι από το 2010 έως και το 2014. Στο παρών κεφάλαιο το οποίο είναι εισαγωγικό, παρουσιάζεται ο αντικειμενικός σκοπός της εργασίας, οι μεθοδολογίες που θα χρησιμοποιηθούν για να επιτευχθεί ο σκοπός εκείνος και η διάρθρωσή της.

Το επόμενο κεφάλαιο αφορά στη βιβλιογραφική ανασκόπηση όπου παρουσιάζεται η έννοια της αποτίμησης, οι διάφοροι τρόποι αποτίμησης καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του καθενός. Ο ρόλος του κεφαλαίου αυτού είναι το να παρουσιαστεί η μελέτη πάνω στην οποία έχει βασιστεί η εργασία. Οι πληροφορίες προέρχονται από δημοσιευμένες πηγές επιστημόνων σχετικά με το θέμα και συμβάλλουν στην κατανόησή του μέσω της παρουσίασης όλου του φάσματος και της υπάρχουσας έρευνας για το συγκεκριμένο πεδίο.

Στη συνέχεια, στο 3^ο κεφάλαιο πραγματοποιείται μια θεωρητική προσέγγιση της έννοιας της χρηματοοικονομικής ανάλυσης εξηγώντας όλους τους αριθμοδείκτες, την έννοια της στατιστικής ανάλυσης, του κεφαλαίου κίνησης και του νεκρού σημείου συναλλαγών.

Στο 4^ο κεφάλαιο γίνεται η ανάλυση της ευρωπαϊκής οικονομίας όπου μελετώνται ο πληθωρισμός και περιγράφεται η πορεία των δημοσιονομικές και νομισματικών εξελίξεων που έχουν λάβει χώρα την περίοδο εκείνη με βάση δημοσιευμένα στοιχεία.

Στο επόμενο κεφάλαιο, στο 5^ο, αναλύεται η ελληνική οικονομία και τα οικονομικά μεγέθη που τη συντελούν. Αρχικά, γίνεται λόγος για το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, ενώ στα επόμενα υποκεφάλαια παρουσιάζεται η κατάσταση στην απασχόληση και ανεργία, ο πληθωρισμός και στο τέλος, οι δημοσιονομικές και νομισματικές εξελίξεις. Παρουσιάζονται και σχολιάζονται δηλαδή, οι σημαντικότερες οικονομικές εξελίξεις την περίοδο 2010-2014 ώστε να μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα για το πώς επηρεάζεται ο κλάδος των κατασκευών από την εγχώρια και διεθνή οικονομία.

Στο επόμενο κεφάλαιο, περιγράφονται τα γενικά χαρακτηριστικά του κατασκευαστικού κλάδου καθώς και διάφορα στατιστικά στοιχεία. Έπειτα, γίνεται ανάλυση του ανταγωνισμού μέσω του υποδείγματος Porter και τέλος ακολουθεί η καταγραφή των δυνατοτήτων και των αδυναμιών, των ευκαιριών και των απειλών, μια SWOT ανάλυση δηλαδή για τις εταιρείες που απαρτίζουν τον κατασκευαστικό κλάδο.

Οι εταιρείες που θα αναλυθούν στην παρούσα διπλωματική εργασία είναι:

- ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε
- ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε
- ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε

Στο 7^ο κεφάλαιο, γίνεται η μελέτη και παρουσιάζονται τα γενικά χαρακτηριστικά των παραπάνω εταιρειών. Αρχικά, περιγράφονται σύντομα το ιστορικό, η δομή και οι συμμετοχές της εταιρείας ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε ενώ ακολουθεί η ίδια ανάλυση στα επόμενα υποκεφάλαια για τις υπόλοιπες δύο εταιρείες.

Μετά τη γνωριμία με τις εταιρείες που θα αναλυθούν ακολουθεί το 8^ο κεφάλαιο με την μελέτη των λογιστικών και οικονομικών καταστάσεων. Για την κάθε εταιρεία σχολιάζονται ο ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, στοιχεία τα οποία προέρχονται από την ιστοσελίδα των επιχειρήσεων καθώς οι εταιρείες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και τα οικονομικά στοιχεία δημοσιευμένα. Επίσης, σε κάθε ένα από τα επόμενα υποκεφάλαια αναλύονται οι διάφοροι τύποι αριθμοδεικτών.

Στο 9^ο κεφάλαιο, πραγματοποιείται η αποτίμηση των τριών εταιρειών. Η ενότητα ξεκινά με τον ορισμό της αποτίμησης, τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται ενώ αμέσως μετά αναλύεται η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί, εκείνη της προεξόφλησης των ταμειακών ροών.

Στη συνέχεια, εισάγουμε τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών σε ένα πρόγραμμα με μακροεντολές στο excel από όπου και εξάγεται τελικά η αξία της μετοχής της κάθε επιχείρησης.

Στο 10^ο και τελευταίο κεφάλαιο παραθέτονται τα συμπεράσματα που εξήχθησαν από την διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και της αποτίμησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Στα πλαίσια της έρευνας για την παρούσα διπλωματική εργασία και ανατρέχοντας σε δημοσιευμένα άρθρα, βιβλία και μελέτες καταγράφηκαν οι μέθοδοι αποτίμησης που θα παρουσιαστούν παρακάτω και σκοπό έχουν την προβολή όλου του θεωρητικού υπόβαθρου που ακολουθήθηκε.

Σύμφωνα με τον καθηγητή Pablo Fernandez υπάρχουν τέσσερις σημαντικές κατηγορίες αποτίμησης οι οποίες εμπεριέχουν με τη σειρά τους διάφορες μεθόδους. Αρχικά, είναι η μέθοδος μέσω της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού, η μέθοδος βασισμένη στην κατάσταση εισοδήματος, μία μέθοδος βασισμένη σε ένα μείγμα μεθόδων και τέλος η προεξόφληση των ταμειακών ροών.

2.1.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΣΤΟΙΧΕΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Σύμφωνα λοιπόν με την πρώτη μέθοδο, θεωρείται πως η αξία της επιχείρησης προκύπτει από τον προσδιορισμό της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού. Η αξία προσδιορίζεται από μία στατική εικόνα η οποία όμως δε λαμβάνει υπόψη τη μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας και τη διαχρονική αξία του χρήματος. Δε λαμβάνεται επίσης υπόψη και άλλοι παράγοντες όπως οι ανθρώπινοι πόροι, τα διάφορα οργανωτικά προβλήματα που μπορεί να προκύψουν καθώς και πολλά ακόμα τα οποία δε μπορούν να απεικονιστούν στις λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων.

Οι μέθοδοι που βασίζονται στον προσδιορισμό της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού είναι: η λογιστική αξία, η προσαρμοσμένη λογιστική αξία, ρευστοποιήσιμη αξία και

Ας δούμε λοιπόν περιγραφικά τους διάφορους τύπους της αξίας για την παραπάνω μέθοδο:

- Λογιστική αξία: ή αλλιώς καθαρή θέση της επιχείρησης είναι ο συνολικός αριθμός των μετοχικών κεφαλαίων της. Η ποσότητα αυτή ισούται επίσης με τη διαφορά των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού η οποία αποτελεί το

πλεόνασμα των συνολικών αγαθών της εταιρείας και των δικαιωμάτων επί των συνολικών χρεών της με τρίτους.

Το μειονέκτημα της λογιστικής αξίας είναι ο ίδιος του ο ορισμός. Η αξία αυτή υπόκειται σε λογιστικά κριτήρια τα οποία πολλές φορές κατέχουν κάποιον βαθμό υποκειμενικότητας με αποτέλεσμα να διαφέρουν από τα κριτήρια της αγοράς ώστε τελικά, η λογιστική αξία να μην ταιριάζει σχεδόν ποτέ με την αγοραία τιμή.

- Προσαρμοσμένη λογιστική αξία: αυτή η μέθοδος προσπαθεί να προσπελάσει τα μειονεκτήματα που εμφανίζονται όταν λογιστικά κριτήρια εφαρμόζονται στην αποτίμηση. Όταν οι αξίες των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού αντιστοιχούν στην αγοραία αξία τους τότε έχει ληφθεί υπόψη η προσαρμοσμένη λογιστική αξία.
- Ρευστοποιήσιμη αξία: αυτή είναι η αξία της επιχείρησης αν πωληθούν όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και πληρωθούν οι υποχρεώσεις. Η αξία αυτή υπολογίζεται με την αφαίρεση των εξόδων εκκαθάρισης (αποζημιώσεις απόλυσης, φόροι και άλλα τυπικά έξοδα εκκαθάρισης) από την προσαρμοσμένη καθαρή θέση.

Ωστόσο, η χρησιμότητα αυτής της μεθόδου περιορίζεται στην περίπτωση που η εταιρεία αγοράζεται με σκοπό την εκκαθάρισή της σε μεταγενέστερη περίοδο. Βέβαια, αυτή η αξία αντιπροσωπεύει την ελάχιστη αξία της επιχείρησης δεδομένου ότι η αξία της εταιρείας, αν εκείνη συνεχίζει να λειτουργεί, είναι υψηλότερη από την ρευστοποιήσιμη αξία.

- Εύλογη αξία: σε αντίθεση με την αξία εκκαθάρισης, η εύλογη αξία δεν περιλαμβάνει εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν χρησιμοποιούνται για τις λειτουργίες της επιχείρησης (αχρησιμοποίητες εκτάσεις, συμμετοχές σε άλλες εταιρείες κτλ).
- Θεμελιώδης αξία: η θεμελιώδης αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει ώστε να σχηματιστεί μια ταυτόσημη εταιρεία με την εταιρεία που αποτιμάται. Μπορεί επίσης να οριστεί ως η αξία αντικατάστασης περιουσιακών στοιχείων. Στην πραγματικότητα, η θεμελιώδης αξία δεν περιλαμβάνει εκείνα τα

περιουσιακά στοιχεία που δε χρησιμοποιούνται για τις δραστηριότητες της εταιρείας.

Συνήθως ορίζονται δυο τύποι της θεμελιώδους αξίας:

1. Ακαθάριστη θεμελιώδης αξία: είναι η αξία του περιουσιακού στοιχείου στην τιμή αγοράς.
2. Καθαρή θεμελιώδης αξία: είναι η ακαθάριστη ουσιώδης αξία μείον τις υποχρεώσεις.

2.1.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΒΑΣΙΣΜΕΝΗ ΣΤΗΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

Σε αντίθεση με τις παραπάνω μεθόδους αποτίμησης οι οποίες βασίζονται στον ισολογισμό, οι συγκεκριμένες πρακτικές έχουν να κάνουν με την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας. Επιδιώκουν να προσδιορίσουν την αξία της επιχείρησης μέσω του μεγέθους των κερδών, των πωλήσεων και άλλων δεικτών. Έτσι, παρακάτω αναλύονται πέντε διαφορετικές μέθοδοι βασισμένες στα αποτελέσματα των εταιρειών:

- Αξία των κερδών (PER- Price Earnings Ratio)

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο. Η αξία της μετοχής προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του ετήσιου καθαρού εισοδήματος με ένα δείκτη που ονομάζεται λόγος των κερδών (PER).

Έχουμε λοιπόν, $Equity\ value = PER * earnings$

- Αξία των μερισμάτων

Τα μερίσματα αποτελούν το μέρος των κερδών που έχουν καταβληθεί στους μετόχους ενώ πολλές φορές αποτελούν και τη μοναδική ροή που λαμβάνουν οι μέτοχοι. Όσον αφορά αυτόν τον τρόπο υπολογισμού, η αξία της μετοχής είναι η καθαρή παρούσα αξία των μερισμάτων που περιμένουμε να λάβουμε. Σε πιο ειδική περίπτωση εταιρειών όπου αναμένονται σταθερά μερίσματα κάθε χρόνο, η τιμή αυτή μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$Equity\ value = DPS / K_e$

Όπου,

DPS = το μέρισμα ανά μετοχή που διανεμήθηκε από την εταιρεία τον προηγούμενο χρόνο (Dividend Per Share) και

K_e = κόστος κεφαλαίου.

Εάν όμως όπως ειπώθηκε, τα μερίσματα πρόκειται να αυξάνονται με έναν σταθερό ρυθμό g τότε η παραπάνω φόρμουλα διατυπώνεται ως εξής:

$Equity\ value = DPS / (K_e - g)$, όπου τώρα το DPS αφορά τα μερίσματα ανά μετοχή τον επόμενο χρόνο.

Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει πως εταιρείες που πληρώνουν περισσότερα μερίσματα (σαν ποσοστό των κερδών τους) δεν αποκτούν αύξηση στην τιμή της μετοχής τους σαν επακόλουθο. Αυτό συμβαίνει γιατί όταν οι εταιρείες διανέμουν περισσότερα μερίσματα μειώνεται η ανάπτυξή τους αφού μοιράζουν τα χρήματα στους μετόχους αντί να τα επανεπενδύουν.

- Πολλαπλάσια πωλήσεων

Αυτή η μέθοδος αποτίμησης η οποία χρησιμοποιείται σε ορισμένες βιομηχανίες πραγματοποιείται πολλαπλασιάζοντας τις πωλήσεις της εταιρείας με έναν αριθμό. Για παράδειγμα, ένα φαρμακείο συχνά αποτιμάται μέσω του πολλαπλασιασμού των ετήσιων πωλήσεων με τον αριθμό 2 ή έναν άλλο αριθμό ανάλογα με την κατάσταση της αγοράς.

Ο δείκτης τιμή/πωλήσεις μπορεί να «σπάσει» σε δύο δείκτες:

$Τιμή/πωλήσεις = (τιμή / κέρδη) * (κέρδη / πωλήσεις)$

Ο πρώτος δείκτης είναι ο δείκτης της τιμής προς τα κέρδη και ο δεύτερος είναι γνωστός ως η αποδοτικότητα των πωλήσεων.

- Άλλα πολλαπλάσια

Επιπρόσθετα, παρόμοιες μέθοδοι με την παραπάνω είναι οι εξής:

- ✓ Αξία της επιχείρησης / κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT)
- ✓ Αξία της επιχείρησης / κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA)

- ✓ Αξία της επιχείρησης / λειτουργικές ταμειακές ροές
- ✓ Αξία της επιχείρησης / λογιστική αξία

Έτσι, όταν η αξία της επιχείρησης αποτιμάται μέσω πολλαπλάσιων, είναι απαραίτητο να χρησιμοποιούνται πολλαπλάσια συγκρίσιμων εταιρειών.

2.1.3 ΜΕΘΟΔΟΙ ΒΑΣΙΣΜΕΝΕΣ ΣΤΗΝ ΥΠΕΡΑΞΙΑ

Γενικά, υπεραξία είναι η αξία που έχει μια εταιρεία πάνω από την λογιστική της αξία ή πάνω από την προσαρμοσμένη λογιστική της αξία. Η υπεραξία σκοπεύει να προσδιορίσει την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας η οποία συχνά δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό ωστόσο, συμβάλλει με πλεονεκτικό τρόπο σε σχέση με άλλες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο. Μερικές από τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της υπεραξίας έχουν χρησιμοποιηθεί προηγουμένως στην αποτίμηση.

Οι μέθοδοι αυτές εφαρμόζουν μια μικτή προσέγγιση: αφενός εφαρμόζουν μια στατική αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας αφετέρου, προσπαθούν να ποσοτικοποιήσουν την αξία που η εταιρεία θα δημιουργεί στο μέλλον. Βασικά, η διαδικασία γίνεται εκτιμώντας τη συνδυασμένη αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας συν ένα κέρδος κεφαλαίου που προέρχεται από την αξία των μελλοντικών κερδών της.

- Η «κλασσική» μέθοδος αποτίμησης

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η αξία της επιχείρησης ισούται με την καθαρή αξία των περιουσιακών της στοιχείων συν την υπεραξία. Με τη σειρά της, η υπεραξία αποτιμάται σε n φορές το καθαρό εισόδημα της εταιρείας ή ως ένα συγκεκριμένο ποσοστό του τζίρου της. Έτσι, σύμφωνα με τα παραπάνω η αξία της επιχείρησης ισούται με: $V = A + (n * B)$, ή $V = A + (z * F)$, όπου

A = καθαρή αξία περιουσιακών στοιχείων

n = συντελεστής μεταξύ 1.5 και 3

B = καθαρό εισόδημα

z = ποσοστό εσόδων από τις πωλήσεις και

F= κύκλος εργασιών.

Η πρώτη εξίσωση χρησιμοποιείται περισσότερο σε βιομηχανικές επιχειρήσεις ενώ, η δεύτερη κυρίως σε επιχειρήσεις του λιανικού εμπορίου.

- Η απλουστευμένη μέθοδος της σύντομης εισοδηματικής υπεραξίας ή αλλιώς UEK

Η μέθοδος αυτή αφορά το ότι η αξία της επιχείρησης είναι η αξία της καθαρής θέσης συν την υπεραξία όπου η υπεραξία προκύπτει από την κεφαλαιοποίηση. Χρησιμοποιείται λοιπόν η παρακάτω φόρμουλα:

$$V = A + an (B - iA), \text{ όπου}$$

A= διορθωμένο καθαρό ενεργητικό

An= παρούσα αξία n προσόδων και μεταξύ 5 με 8 ετών

B= καθαρό εισόδημα προηγούμενου έτους

I= επιτόκιο το οποίο επιτυγχάνεται με εναλλακτική τοποθέτηση και θα μπορούσε να είναι ομόλογα, επένδυση σε ακίνητα κ.α. Έτσι,

An(B-iA)= υπεραξία

- Έμμεση μέθοδος

Σε αυτόν τον τρόπο υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης εφαρμόζεται μια παραλλαγή των παραπάνω εξισώσεων της υπεραξίας: $V = (A+B/i)/2$ ή αλλιώς $V=A+(B-iA)/2i$

Το επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι συνήθως εκείνο των μακροπρόθεσμων ομολόγων του δημοσίου. Όπως φαίνεται στην πρώτη έκφραση της εξίσωσης, η μέθοδος αυτή δίνει το ίδιο βάρος στην αξία του καθαρού ενεργητικού και στην αξία της απόδοσης. Υπάρχουν επίσης αρκετές παραλλαγές της μεθόδου όπου δίνονται διαφορετικές σταθμίσεις στους παραπάνω συντελεστές.

- Αγγλοσαξονική ή άμεση μέθοδος

Η εξίσωση της συγκεκριμένης μεθόδου είναι: $V = A + (B - iA) / t_m$, όπου t_m είναι το επιτόκιο που κερδίζεται από σταθερού εισοδήματος ομόλογα πολλαπλασιασμένα με έναν συντελεστή μεταξύ 1,25 και 1,5 για την προσαρμογή του κινδύνου.

- Μέθοδος ετήσιας απόκτησης κερδών

Εδώ χρησιμοποιείται ο ακόλουθος τύπος αποτίμησης: $V = A + m (B - iA)$

Σε αυτήν την εξίσωση η υπεραξία ισούται με έναν συγκεκριμένο αριθμό ετών όπου παρουσιάζονται υπερκέρδη. Ο αγοραστής είναι έτοιμος να πληρώσει στον πωλητή την αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων συν τα έτη των υπερκερδών. Ο αριθμός των ετών m συνήθως κυμαίνεται μεταξύ 3-5 έτη και το επιτόκιο i είναι το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων δανείων.

- Μέθοδος με επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

Ο τύπος αυτής της μεθόδου είναι: $V = A + (B - iv) / t$ δεδομένου ότι $V = (A + B/t) / (1 + i/t)$

Η παραπάνω εξίσωση είναι μια παραλλαγή της φόρμουλας που χρησιμοποιείται στην UEK μέθοδο όταν ο αριθμός των ετών τείνει στο άπειρο.

2.1.4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΒΑΣΙΣΜΕΝΕΣ ΣΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Αυτές οι μέθοδοι προσπαθούν να εξάγουν την αξία της επιχείρησης εκτιμώντας τις ταμειακές ροές που θα δημιουργεί η εταιρεία στο μέλλον και στη συνέχεια προεξοφλώντας τις με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο.

Οι μικτές μέθοδοι που περιγράφηκαν προηγουμένως έχουν χρησιμοποιηθεί εκτεταμένα στο παρελθόν. Σήμερα όμως, χρησιμοποιούνται όλο και λιγότερο και μπορεί να πει κανείς ότι στις μέρες μας η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών είναι η μοναδική ορθή. Σε αυτές τις μεθόδους η εταιρεία θεωρείται σαν γεννήτρια ταμειακών ροών και η αξία της επιχείρησης εκτιμάται από τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ροών με τη χρήση ενός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου.

Στην αποτίμηση βάσει ταμειακών ροών καθορίζεται ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για κάθε είδους ροή. Ο καθορισμός αυτού του επιτοκίου είναι μία από τις πιο σημαντικές διαδικασίες καθώς λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος. Στην πράξη, το

προεξοφλητικό επιτόκιο καθορίζεται από τα ενδιαφερόμενα μέρη τα οποία δεν είναι διατεθειμένα να πωλήσουν ή να επενδύσουν κάτω από μία συγκεκριμένη απόδοση.

- Γενική μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών

Οι διάφορες μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών βασίζονται στον παρακάτω τύπο:

$$V = CF_1/(1+k) + CF_2/(1+k)^2 + CF_3/(1+k)^3 + \dots + (CF_n + VR_n)/(1+k)^n$$

Όπου,

CF_i = ταμειακές ροές που δημιουργούνται από την εταιρεία την περίοδο i

V_n = υπολειμματική αξία της εταιρείας στο έτος n

K = κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για τον κίνδυνο των ταμειακών ροών

Πριν όμως δούμε πιο λεπτομερώς τις διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης βάσει της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, πρέπει πρώτα να ορίσουμε τα διάφορα είδη των ταμειακών ροών που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση.

2.1.4 ΑΠΟΦΑΣΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει τα διάφορα είδη ταμειακών ροών που δημιουργούνται από την επιχείρηση καθώς και τα κατάλληλα προεξοφλητικά επιτόκια που για κάθε τέτοια ροή.

CASH FLOWS

FCF Free Cash Flow

ECF Equity Cash Flow

CFd Debt Cash Flow

APPROPRIATE DISCOUNT RATE

WACC Weighted average cost of capital

Ke Required return to equity

Kd Required return to debt

- Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF) είναι η λειτουργική ταμειακή ροή δηλαδή, η ροή που δημιουργείται από τις λειτουργίες της επιχείρησης χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο δανεισμός. Προκειμένου να υπολογίσουμε τις ελεύθερες μελλοντικές ταμειακές ροές πρέπει να υπολογίσουμε τα μετρητά που θα λάβουμε και θα πληρώσουμε κάθε περίοδο. Ωστόσο, για την αποτίμηση μιας εταιρείας ή μέθοδος βάση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαιτεί την πρόβλεψη περαιτέρω χρόνων από μια οποιαδήποτε πρόβλεψη μετρητών.
- Η ταμειακή ροή των ιδίων κεφαλαίων (ECF) υπολογίζεται αφαιρώντας από την ελεύθερη ταμειακή ροή τους τόκους που καταβάλλονται σε κάθε περίοδο στους κατόχους χρεών και προσθέτοντας το νέο χρέος που παρέχεται. Είναι δηλαδή η ταμειακή ροή που παραμένει διαθέσιμη στην εταιρεία μετά την κάλυψη των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και κεφαλαιακές απαιτήσεις και μετά την πληρωμή των χρηματοοικονομικών εξόδων. Αυτό μπορεί να εκφραστεί στην παρακάτω εξίσωση:

$$ECF = FCF - [\text{interest payments} \times (1 - T)] - \text{principal repayments} + \text{new debt}$$

Στην διατύπωση της ταμειακής ροής των ιδίων κεφαλαίων αποτιμάμε τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας και συνεπώς το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο θα είναι το κόστος κεφαλαίου K_e .

- Οι ταμειακές ροές κεφαλαίων (CCF) είναι το άθροισμα των ταμειακών ροών του χρέους συν την ταμειακή ροή των ιδίων κεφαλαίων. Η ταμειακή ροή του χρέους αποτελείται από το άθροισμα των τόκων και των αποπληρωμών του κεφαλαίου. Έτσι, έχουμε:

$$CCF = ECF + DCF = ECF + I - \Delta D \quad \text{όπου,} \quad I = D K_d$$

2.2 ΠΟΙΑ ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΙΝΑΙ Η ΠΙΟ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗ;

Συγκεκριμένη απάντηση στο ερώτημα δεν υπάρχει καθώς η κατάλληλη μέθοδος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης εξαρτάται από την φύση της ίδιας της επιχείρησης.

Στην περίπτωση των τραπεζών για παράδειγμα, χρησιμοποιείται εκτενώς ο δείκτης PER (Price Earnings Ratio) ενώ στην περίπτωση των βιομηχανιών και εμπορικών επιχειρήσεων οι πιο χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αποτιμήσεων βασίζονται σε χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Τέλος, οι παράγοντες-κλειδιά που επηρεάζουν την διαδικασία της αποτίμησης είναι η ανάπτυξη, η απόδοση, το ρίσκο και τα επιτόκια.

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται από τις μελλοντικές ροές και από την αναμενόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια, η ανάπτυξη των μελλοντικών ροών βασίζεται στην απόδοση των επενδύσεων καθώς και στην ανάπτυξη της ίδιας της εταιρείας. Από την άλλη, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται και από έναν ακόμα παράγοντα πάνω στον οποίο η επιχείρηση δεν έχει κανέναν έλεγχο, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και ο κίνδυνος του μετοχικού κεφαλαίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

3.1 ΕΝΝΟΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Με τον όρο χρηματοοικονομική ανάλυση εννοούμε την διερεύνηση της κατάστασης μιας επιχείρησης με την βοήθεια των οικονομικών καταστάσεων. Στις λογιστικές καταστάσεις αποτυπώνονται η παρούσα χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας και αποτελούν τις κύριες πηγές άντλησης πληροφοριών για οποιαδήποτε ανάλυση αφορά την εταιρεία. Εκεί εμφανίζονται τα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων, οι πηγές άντλησης και προέλευσης κεφαλαίων καθώς και τα οικονομικά αποτελέσματα από τις οικονομικές δραστηριότητες που λαμβάνουν χώρα. Με την βοήθεια διάφορων εργαλείων όπως οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, αποδοτικότητας, δραστηριότητας, δανειακής επιβάρυνσης και πολλών ακόμα εξάγεται ένα βαθύτερο συμπέρασμα σχετικά την εικόνα της εταιρείας. Η πληροφόρηση που προκύπτει καταλήγει να είναι καλός σύμβουλος για τα μελλοντικά σχέδια και αποφάσεις που πρέπει να ληφθούν υπόψη για την καλή πορεία της εταιρείας.

3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Με τον όρο του αριθμοδείκτη εννοούμε τη σχέση μεταξύ δύο στοιχείων της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας. Ο αριθμός που προκύπτει, είτε πηλίκο είτε ποσοστό, μας δίνει μια αρκετά ακριβή εικόνα και ερμηνεία της οικονομικής μονάδας σε σχέση με τα στοιχεία που περιέχει ο αριθμοδείκτης. Οι δείκτες παρέχουν πληροφορίες για την πορεία της επιχείρησης και είναι πολύ σημαντικοί στην αξιολόγηση των μελλοντικών αποφάσεων που πρέπει να ληφθούν καθώς συνδέουν διαφορετικά στοιχεία του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης. Οι σημαντικότεροι και πιο διαδεδομένοι σε χρήση αριθμοδείκτες παρουσιάζονται παρακάτω:

Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Χρησιμοποιούνται προκειμένου να μετρηθεί ο βαθμός αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης στην χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων.

- **Συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα**= Καθαρές Πωλήσεις/ Σύνολο καθαρού ενεργ.
- **Κυκλοφοριακή ταχύτητα πάγιου ενεργητικού**= Καθαρές Πωλήσεις/ Πάγιο ενεργ.

Η σχέση αυτή δείχνει το ποσοστό που επενδύει η επιχείρηση σε πάγια περιουσιακά της στοιχεία σε σχέση με τις καθαρές πωλήσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο εντατικά χρησιμοποιούνται τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων. Αντίθετα, μια πολύ μικρή τιμή του δείκτη φανερώνει υπερεπένδυση σε πάγια στοιχεία.

- **Κυκλοφοριακή ταχύτητα κυκλοφορούντος ενεργητικού**=

=Καθαρές Πωλήσεις/ Κυκλοφορούν ενεργητικό

- **Ταχύτητα κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης** =

= Καθαρές πωλήσεις /Καθαρό κεφάλαιο κίνησης

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιείται από κάθε μονάδα καθαρού κεφαλαίου κίνησης και αν η επιχείρηση διατηρεί υψηλά κεφάλαια κίνησης. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης είναι καλό να παρατηρείται σε βάθος ετών και να συγκρίνεται με τον αντίστοιχο του κλάδου ώστε να μπορεί να εξαχθεί αποτέλεσμα. Υψηλή τιμή του δείκτη μπορεί να σημαίνει ανεπάρκεια κεφαλαίου κίνησης ή ακόμα αυξημένες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

όπου, **Καθαρό κεφάλαιο κίνησης**= Κυκλοφορούν ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Χρησιμοποιούνται στην μέτρηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης και της ικανότητάς της στη δημιουργία κερδών. Κατά πόσο δηλαδή η επιχείρηση ενεργεί επιτυχημένα ή όχι μια δεδομένη χρονική στιγμή.

- **Συνολική Αποδοτικότητα**= Συνολικά Κέρδη/ Σύνολο καθαρού ενεργητικού
- **Μικτό Περιθώριο Κέρδους**= Μικτά Κέρδη/Καθαρές πωλήσεις

Ο δείκτης αυτός δηλώνει το μικτό κέρδος της επιχείρησης για κάθε ένα ευρώ πωλήσεων που πραγματοποιούνται.

- **Καθαρό Περιθώριο Κέρδους**= Καθαρά Κέρδη/ Καθαρές πωλήσεις

Αντίστοιχα με τον παραπάνω δείκτη, εδώ εκφράζεται το καθαρό κέρδος για κάθε ένα ευρώ πωλήσεων που λαμβάνουν χώρα.

- **Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)**= Καθαρά Κέρδη/ ίδια Κεφάλαια

Με αυτόν τον αριθμοδείκτη εκφράζεται η αποδοτικότητα των κεφαλαίων που έχουν εισφέρει οι μέτοχοι στην επιχείρηση.

- **Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)** = Καθαρά Κέρδη/ Σύνολο ενεργητικού

Η αποδοτικότητα του ενεργητικού δηλώνει τα καθαρά κέρδη ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού, τη σχέση δηλαδή των καθαρών κερδών της επιχείρησης με την αξία της περιουσίας της. Πολύ υψηλό ενεργητικό και ζημία στα αποτελέσματα της επιχείρησης εκφράζουν την μη αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων.

Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας

Οι δείκτες αποτελεσματικότητας και κυκλοφοριακής ταχύτητας παρουσιάζουν τον τρόπο διαχείρισης στοιχείων της εταιρείας από την Διοίκηση. Οι δείκτες είναι συνήθως εκφρασμένοι σε μέρες γεγονός που βοηθά στην επίτευξη των παραγγελιών, στην μείωση του χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων κ.α.

- **Μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα**= (Αποθέματα *365)/ Καθαρές Πωλήσεις

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την ταχύτητα με την οποία ανανεώνονται τα αποθέματα. Υψηλή τιμή του δείκτη φανερώνει πως τα αποθέματα μένουν στάσιμα για πολύ καιρό δεσμεύοντας έτσι κεφάλαια από την επιχείρηση. Ωστόσο, πολύ χαμηλή τιμή του δείκτη, μπορεί να σημαίνει υπερβολικά χαμηλά αποθέματα και κατά συνέπεια συχνές ελλείψεις.

- **Μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων=** (Πελάτες *365)/ Καθαρές πωλήσεις με πίστωση

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τις μέρες που χρειάζονται για μια επιχείρηση ώστε να ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις της από τους πελάτες της. Όσο υψηλότερη τιμή έχει ο δείκτης, τόσες περισσότερες μέρες κάνουν οι πελάτες να εξοφλήσουν τα χρέη τους.

- **Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων=** (Προμηθευτές *365)/ Αγορές με πίστωση

Εν συνεχεία, ο δείκτης αυτός εκφράζει κατά αντιστοιχία με τον προηγούμενο τη διάρκεια αποπληρωμής των υποχρεώσεων από μέρος της επιχείρησης. Υψηλή τιμή, φανερώνει πως οι υποχρεώσεις της αργούν να τακτοποιηθούν ενώ η χαμηλή τιμή υποδηλώνει το αντίθετο.

Οι δύο τελευταίοι δείκτες, η διάρκεια δηλαδή είσπραξης των απαιτήσεων και η διάρκεια πληρωμής των υποχρεώσεων μπορούν να συνδυαστούν και να συγκριθούν ώστε να ληφθούν αποφάσεις σχετικά με την πολιτική πληρωμών που ακολουθεί η επιχείρηση και τα προβλήματα ρευστότητας που πιθανόν να έχει.

Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Χρησιμοποιούνται στον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης της επιχείρησης και κατά πόσο εύκολα ή όχι ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Μετρά δηλαδή κατά πόσο μπορεί η επιχείρηση, αν σταματήσει να πουλά, να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από το άμεσα ρευστοποιήσιμο ενεργητικό της.

- **Τρέχουσα Ρευστότητα=** Κυκλοφορούν ενεργητικό /Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
- **Άμεση Ρευστότητα=** (Κυκλοφορούν ενεργητικό – Αποθέματα)/Βραχυπρ. Υποχρ.

Παρατηρούμε πως στον τύπο της άμεσης ρευστότητας αφαιρούνται τα αποθέματα. Αυτό γίνεται γιατί είναι το δυσκολότερα ρευστοποιήσιμο στοιχείο του ενεργητικού. Επίσης, ο δείκτης αυτός είναι μια αρκετά αυστηρή μέτρηση για την ικανότητα της επιχείρησης να διαχειρίζεται τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

Αυτοί οι δείκτες χρησιμοποιούνται στην ανάλυση της δομής των κεφαλαίων μιας οικονομικής οντότητας είτε αυτά είναι τα ίδια κεφάλαια είτε ξένα και τα οποία χρησιμοποιούνται στην χρηματοδότησή της.

- **Ίδια προς συνολικά κεφάλαια** = Ίδια Κεφάλαια/ Συνολικά Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης αυτός εκφράζει την σχέση των ιδίων κεφαλαίων με τα συνολικά κεφάλαια που είναι διαθέσιμα στην επιχείρηση. Εκφράζεται επίσης η ανεξαρτησία που έχει μια επιχείρηση από δανειακά κεφάλαια. Ο δείκτης είναι σε μορφή ποσοστού και όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του τόσο προτιμότερος είναι.

- **Ίδια προς Ξένα Κεφάλαια** = Ίδια Κεφάλαια/ Ξένα Κεφάλαια

Με τον δείκτη αυτόν φανερώνεται η ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Τιμή του δείκτη μεγαλύτερη από την μονάδα δηλώνει μεγαλύτερη ασφάλεια ως προς τους πιστωτές της.

- **Δανειακή επιβάρυνση** = Ξένα Κεφάλαια/ Συνολικά Κεφάλαια

Με την σχέση αυτή φαίνεται η εξάρτηση της επιχείρησης από ξένα δανειακά κεφάλαια. Πολύ υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει υπερχρέωση της επιχείρησης. Είναι ένα δείκτης που συχνά εξετάζεται από τους δανειστές ώστε να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφάλειας των κεφαλαίων τους στην επιχείρηση.

- **Ξένα Μακροπρόθεσμα προς Απασχοληθέντα Κεφάλαια** = Ξένα Κεφάλαια/ Απασχοληθέντα Κεφάλαια

- **Κάλυψη Τόκων** = Συνολικά Κέρδη/ Χρηματοπιστωτικά έξοδα

Με αυτόν τον δείκτη φαίνεται η δυνατότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τα χρηματοπιστωτικά της έξοδα από τα κέρδη της προ φόρων και τόκων.

- **Κάλυψη Μερισμάτων** = Καθαρά Κέρδη/ Μερίσματα

Αριθμοδείκτες Παγιοποίησης Περιουσίας

- **Παγιοποίηση Περιουσίας=** Πάγιο ενεργητικό /Κυκλοφορούν ενεργητικό
- **Παγιοποίηση Περιουσίας=** Πάγιο ενεργητικό / Σύνολο ενεργητικού

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν την σχέση του πάγιο ενεργητικού με το σύνολο του ενεργητικού και του κυκλοφορούν ενεργητικού και τον βαθμό στον οποίο τα κεφάλαια έχουν επενδυθεί σε πάγια στοιχεία. Ωστόσο, μια υψηλή παγιοποίηση μπορεί να σημαίνει υψηλό δανεισμό και μεγάλες αποσβέσεις δηλαδή έξοδα τα οποία μειώνουν την απόδοση της επιχείρησης και ίσως να δημιουργούν προβλήματα ρευστότητας.

Αριθμοδείκτες χρηματοδότησης ενεργητικού

- **Χρηματοδότηση παγίου με ίδια κεφάλαια=** Ίδια Κεφάλαια/Καθαρή Αξία Παγίων

Ο δείκτης αυτός μετράει τον βαθμό χρηματοδότησης των παγίων της επιχείρησης από τα ίδια κεφάλαια. Υψηλή τιμή του δείκτη φανερώνει πως η επέκταση του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού της επιχείρησης έχει πραγματοποιηθεί περισσότερο από ίδια παρά από ξένα κεφάλαια.

- **Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας =**

Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης/ Κυκλοφορούν ενεργητικό

Με τον αριθμοδείκτη αυτόν εκφράζεται σε ποσοστό το μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού που χρηματοδοτείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

- **Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας=**

Απασχοληθέντα Κεφάλαια/ Πάγιο ενεργητικό

Αριθμοδείκτες επενδύσεων

Οι αριθμοδείκτες της επένδυσης χρησιμοποιούνται στην σύγκριση της αγοραίας τιμής της μετοχής με την λογιστική της αξία.

- **Τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)**= Τρέχουσα τιμή μετοχής/ Κέρδη ανά μετοχή
- **Τιμή προς λογιστική αξία (P/BV)**= Τρέχουσα τιμή μετοχής/ Λογιστική αξία μετοχής
- **Μερισματική απόδοση**= Μέρισμα ανά μετοχή προηγούμενης χρήσης/ Τρέχουσα τιμή μετοχής
- **Μερισματική πολιτική**= (P/E) * Μερισματική απόδοση

Οι αριθμοδείκτες μόνοι τους σαν απόλυτοι αριθμοί δε δηλώνουν τίποτα. Θα πρέπει να συγκρίνονται και να αναλύονται σε μια σειρά ετών ή ακόμα να μελετώνται και σε σχέση με άλλες εταιρείες του ίδιου κλάδου ώστε να εξαχεται ένα πιο ολοκληρωμένο συμπέρασμα. Συγκεκριμένα πρότυπα για τους αριθμοδείκτες δεν υπάρχουν. Για αυτό τον λόγο θα πρέπει να συγκρίνονται με όσον το δυνατόν περισσότερους αριθμοδείκτες του κλάδου έτσι ώστε να προκύπτει μια ενδεικτική τιμή αναφοράς.

3.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Το πρώτο βήμα με το οποίο αρχίζει μια στατιστική ανάλυση είναι ο καθορισμός των χρήσεων που θα εξεταστούν στην χρηματοοικονομική ανάλυση. Στην παρούσα εργασία, για τις κατασκευαστικές εταιρείες, εξετάζεται η πενταετία 2010-2015.

Στην συνέχεια, ακολουθείται ένα συγκεκριμένο είδος τυποποίησης των λογαριασμών των ισολογισμών που θα χρησιμοποιηθούν έτσι ώστε το δείγμα να είναι εύκολα συγκρίσιμο και ομοιόμορφο. Το ίδιο ακολουθείται και στην αποτύπωση των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης.

Το επόμενο βήμα της στατιστικής ανάλυσης αφορά την εμφάνιση των ισολογισμών και των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεων σε κάθετη μορφή και παράθεση ενός

λογαριασμού δίπλα στον άλλον ξεκινώντας από αριστερά με ισολογισμό της παλιότερης χρήσης. Έτσι, γίνεται ευκολότερη για τον αναλυτή η σύγκριση του κάθε οικονομικού στοιχείου και η μεταβολή του μέσα στα χρόνια καθώς φαίνονται ακόμα και οι παράγοντες που μπορεί να οδήγησαν σε αυτήν την αλλαγή.

Επιπρόσθετα, γίνεται ανάλυση κοινού μεγέθους όπου κάθε στοιχείο του ενεργητικού εκφράζεται ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού και το αντίστοιχο γίνεται και για τα στοιχεία του παθητικού. Κάθε στοιχείο της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης εμφανίζεται ως ποσοστό των πωλήσεων γεγονός που δείχνει πως κατανέμονται διάφορα έξοδα και τον αντίκτυπο που έχουν στο σύνολο των πωλήσεων.

Στην συνέχεια, πραγματοποιείται η ανάλυση δεικτών τάσης στην οποία εκφράζονται τα στοιχεία των διαδοχικών ισολογισμών ως ποσοστό των αντίστοιχων στοιχείων του αρχικού ισολογισμού που θεωρείται σαν ισολογισμός βάσης.

Τέλος, ένα ακόμη σημαντικό βήμα στην στατιστική ανάλυση σε μια χρηματοοικονομική μελέτη είναι η διαγραμματική απεικόνιση των στοιχείων του ισολογισμού που μας ενδιαφέρουν καθώς και των αριθμοδεικτών ώστε να συμπεραίνεται ξεκάθαρα η πορεία των στοιχείων και των δεικτών μέσα στο χρόνο.

3.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Ο ισολογισμός μιας επιχείρησης πολλές φορές δε μπορεί να παρέχει όλες τις πληροφορίες που χρειάζονται αφού η εικόνα που δίνει είναι στατική. Αντίθετα, ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων δείχνει κάθε κίνηση των στοιχείων του ενεργητικού σύμφωνα με την πορεία των εργασιών της επιχείρησης και τις αλλαγές που προκύπτουν στα στοιχεία του παθητικού. Παρουσιάζονται δηλαδή:

- ✓ τα κεφάλαια που απαιτήθηκαν είτε για αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού είτε για μείωση των υποχρεώσεων σε μια δεδομένη χρονική στιγμή.

- ✓ οι πηγές κεφαλαίων που αποτελούνται από αύξηση των επενδυμένων κεφαλαίων στην επιχείρηση είτε από μείωση των στοιχείων του ενεργητικού.

Ο πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων βασίζεται στην παρακάτω ισότητα:

**Αυξήσεις στοιχείων ενεργητικού + Μειώσεις στοιχείων παθητικού = Αυξήσεις
στοιχείων παθητικού + Μειώσεις στοιχείων ενεργητικού**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

4.1 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Το 2010, στις χώρες της ζώνης του ευρώ, ο πληθωρισμός αυξήθηκε φθάνοντας το 1,6% σε αντίθεση με το προηγούμενο έτος που κυμαινόταν κοντά στο 0,3%. Η άνοδος αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδιαίτερα των βιομηχανικών, διατροφικών και του αργού πετρελαίου. Η αύξηση των τιμών αντανάκλωσε τη γενική ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας σε σχέση με την ύφεση και την συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας που είχε συμπιέσει τις τιμές το 2009. Επιπλέον, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε αφήνοντας έτσι μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2010)

Έναν χρόνο αργότερα, το 2011 παρατηρείται περαιτέρω αύξηση των τιμών και κυρίως στα είδη ενέργειας αφού ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε περίπου στο 11,9% όσον αφορά το ενεργειακό σκέλος στο οποίο επηρεάζονται άμεσα οι τιμές του πετρελαίου, των υγρών καυσίμων και των λιπαντικών για εξοπλισμό προσωπικής μεταφοράς. Επίσης, παρουσιάστηκε έντονη αύξηση στο ηλεκτρικό ρεύμα, το πετρέλαιο θέρμανσης και το αέριο. Ωστόσο, σε σχέση με το 2010, το κόστος εργασίας αυξήθηκε και έφτασε περίπου στο 2,0% γεγονός που αντικατοπτρίζει την άνοδο της διαπραγματευτικής δύναμης των εργαζομένων και την βελτίωση των συνθηκών εργασίας. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2011)

Τα επόμενα χρόνια, 2012, 2013 και 2014 υπάρχει μείωση του πληθωρισμού στην ζώνη του ευρώ και συγκεκριμένα το 2013 μετράται στο 1,4% έναντι του 2,5% το 2012. Οι μειώσεις των τιμών σε όλα τα είδη ενέργειας και διατροφής αντανάκλουν αυτήν την μείωση και τα δύο χρόνια. Πιο ειδικά, η μεγάλη πτώση στις τιμές της ενέργειας οφείλεται στην επίσης πτωτική πορεία των τιμών του πετρελαίου σε δολάρια στις ΗΠΑ καθώς και στην ανατίμηση του ευρώ. Πιο έντονα από την μείωση αυτή επηρεάστηκαν τα προϊόντα που παράγονται απευθείας από το πετρέλαιο όπως τα υγρά καύσιμα και τα λιπαντικά χωρίς όμως να μείνουν ανεπηρέαστα το ηλεκτρικό ρεύμα και το πετρέλαιο

θέρμανσης. Τέλος , το 2014, ο πληθωρισμός υποχώρησε ακόμα περισσότερο και έφτασε στο 0,4% αντανακλώντας την γενικά υποτονική ζήτηση στην ζώνη του ευρώ. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2014)

4.2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Το 2010 πολλές χώρες στην ζώνη του ευρώ εξακολουθούσαν να έχουν προβλήματα και να αμφισβητούνται για την οικονομική αξιοπιστία τους. Έτσι, προχώρησαν σε περαιτέρω μέτρα δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής. Επιπλέον, υπάρχει σταθερότητα όσον αφορά την αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Η σταθερότητα αυτή οφείλεται από την μια, στην αύξηση των δημοσίων εσόδων και από την άλλη στη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των δημοσίων δαπανών. Η συγκράτηση των δαπανών ήταν έντονη όσον αφορά τις δημόσιες επενδύσεις και τις μισθολογικές δαπάνες αφού συντελέστηκαν μειώσεις στην απασχόληση και περικοπές μισθών σε πολλές χώρες. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2010)

Ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ στις χώρες της ευρωζώνης αυξήθηκε πάλι σημαντικά το 2010 ωστόσο, με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με το 2009. Σχεδόν όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ παρουσίασαν έλλειμμα πάνω από την τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ ενώ ως το τέλος του 2015 συνολικά 15 χώρες της ευρωζώνης είχαν υπαχθεί στην διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, με προθεσμίες για τη μείωση των λόγων του ελλείμματος κάτω από την τιμή αναφοράς.

Παρεμφερές ήταν το σκηνικό και το 2011 αφού τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής όπως οι μισθολογικές περικοπές, συνεχίστηκαν και έτσι τα έλλειμμα μειώθηκε από 6,2% του ΑΕΠ το 2010 σε 4,1% το 2011. Επιπλέον, έλαβαν χώρα θετικές εξελίξεις στα δημόσια έσοδα τα οποία διαμορφώθηκαν στο 45,3% από 44,7% το 2010. Γενικά, οι δημοσιονομικές εξελίξεις το 2011 ήταν για τις περισσότερες χώρες θετικές με εξαίρεση τις χώρες οι οποίες υπάγονται σε προγράμματα οικονομικής στήριξης ιδιαίτερα για την Ελλάδα, την Ισπανία, την Κύπρο, την Σλοβακία και την Ολλανδία. Ωστόσο, η Πορτογαλία εμφάνισε σημαντικά θετική εξέλιξη εξαιτίας μια προσωρινής συναλλαγής. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2011)

Τα έτη 2012 και 2013 σημειώθηκε επιπλέον μείωση στο συνολικό έλλειμμα και συγκεκριμένα από 3,5% το 2012 σε 3,1% το 2013 ενώ τα δημόσια έσοδα αυξήθηκαν

και τα δύο έτη παραπάνω από το 2011 και διαμορφώθηκαν σε 46,3% του ΑΕΠ το 2012 και σε 46,7% του ΑΕΠ το 2013. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2013)

Σύμφωνα με μακροοικονομικές μελέτες το 2014, το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης σε επίπεδο ευρωπαϊκό, μειώθηκε στο 2,6% του ΑΕΠ από 3,1% το 2013. Αυτή η μείωση του ελλείμματος συντελέστηκε εξαιτίας της αποτελεσματικότητας της έμμεσης φορολογίας ως αποτέλεσμα της ισχυρότερης ιδιωτικής κατανάλωσης. Από την άλλη, το χρέος της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε σε 92% του ΑΕΠ από 91% την προηγούμενη χρονιά, αύξηση η οποία οφείλεται στις υψηλές δαπάνες για τόκους. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2014)

4.3 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

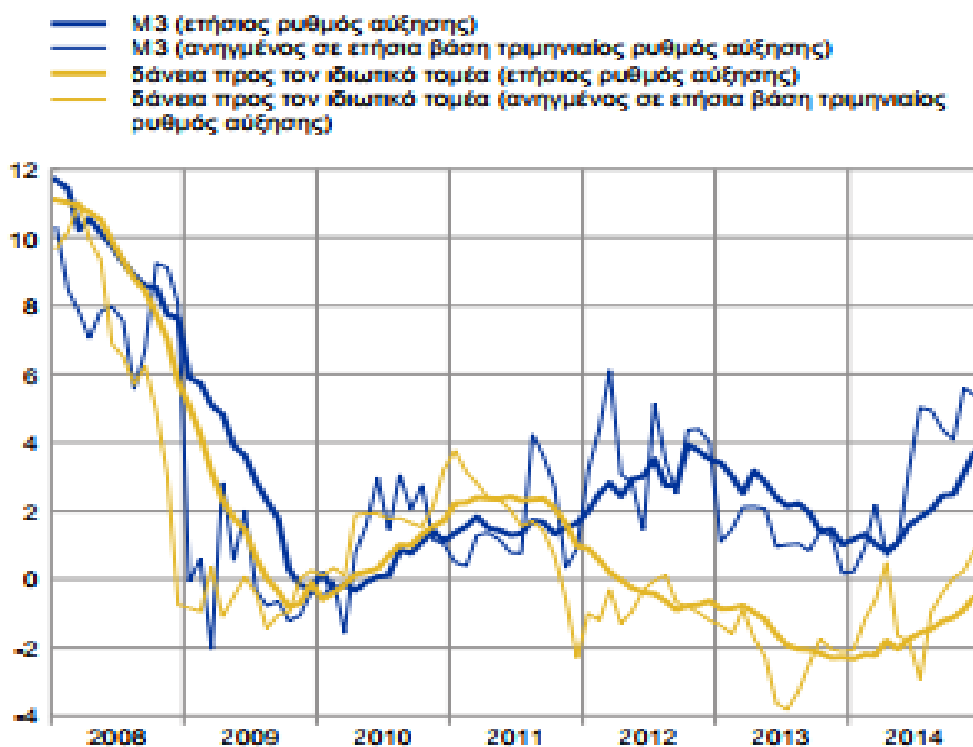
Στα δύο πρώτα έτη αυτής της ανάλυσης, δηλαδή το 2010 και το 2011, ο νομισματικός δείκτης M3 έγινε θετικός το 2010 και ανήλθε σε 1,7% το Δεκέμβριο έναντι -0,3% τον Δεκέμβρη του 2009 ενώ παρέμεινε σχεδόν ίδιος κοντά στο 2% το 2011. Στην εξέλιξη αυτή φαίνεται μια ανάκαμψη του χρηματοπιστωτικού τομέα αν και η αβεβαιότητα αυξήθηκε στο τέλος του 2010. Γενικά, το 2010 η νομισματική πολιτική επηρεάστηκε από την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης, τον Δεκέμβριο του 2010 και του 2011 ο αριθμός αύξησης των δανείων των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων προς τον ιδιωτικό τομέα έγινε και εκείνος θετικός και διαμορφώθηκε στο 1,9% το 2010 και στο 2,5% το 2011 αντί του -0,2% το 2009. Επιπλέον, το 2010 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της διακράτησης καταθέσεων M3 από τα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΛΧΙ) εμφάνισε μεγάλη αύξηση στο 10,8% έναντι -3,1% στα τέλη του 2009 ενώ στα τέλη του 2011 διαμορφώθηκε στα 3,4% και 0,9% με άνοδο στο 5,7% τον Ιανουάριο του 2012. Η έντονη μεταβλητότητα αποδίδεται στις διατραπεζικές μεταβολές κυρίως όμως στο ότι οι επενδυτές περιόρισαν τις καταθέσεις τους που περιλαμβάνονται στο M3 λόγω ανησυχιών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2011)

Ενώ το 2012 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 παρουσίασε τους πρώτους μήνες αύξηση και έφτασε σε υψηλότερα επίπεδα από το 2011 κοντά στο 3,5%, τον Δεκέμβριο του 2013 διαμορφώθηκε στο 1,0% εξαιτίας των νομισματικών εξελίξεων που διαδραματίστηκαν στην ζώνη του ευρώ. Αρχικά, η μειωμένη προθυμία για ανάληψη κινδύνων οδήγησε σε εκροές από λιγότερα ρευστοποιήσιμα μέσα που εμπεριέχονται

στο M3 προς μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία υψηλότερου κινδύνου. Επιπρόσθετα, υπήρξε πιο έντονη προτίμηση για πιο ρευστά χρηματοδοτικά μέσα του M3 με χαμηλότερα επιτόκια δηλαδή, μια αύξηση του M1. Τέλος, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε από 0,7% το 2012 σε 0,3% το 2013 λόγω της υποτονικότητας που υπήρχε στο σύνολο της οικονομίας.

Το 2014, το νομισματικό μέγεθος M3 φανέρωσε αύξηση στο 3,8% σε σχέση με το 1% του προηγούμενου έτους. Η αύξηση αυτή συντελέστηκε λόγω των αλλαγών που έλαβαν χώρα στο κανονιστικό πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σύμφωνα με τις οποίες οι τράπεζες ενθαρρύνθηκαν στο να στηρίζονται περισσότερο στις καταθέσεις λιανικής ως πηγή χρηματοδότησης. Επιπλέον, η ανάκαμψη του M3 πραγματοποιήθηκε και εξαιτίας των μειώσεων των επιτοκίων μετά από εντολή της ΕΚΤ και την υιοθέτηση επιπλέον μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής.

Παρακάτω παρουσιάζεται διαγραμματικά η πορεία του δείκτη M3 και των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης:



Πηγή: ΕΚΤ.

Οι πιστωτικές εξελίξεις παρέμειναν υποτονικές, αλλά η συνεχιζόμενη συρρίκνωση των πιστώσεων έφθασε στο κατώτερο σημείο καμπής το 2014 και παρατηρήθηκε μικρή ανάκαμψη των δανείων, ιδιαίτερα προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων των ΝΧΙ προς κατοίκους της ζώνης της ευρώ ανέκαμπτε σε όλη τη διάρκεια του έτους και έγινε σχεδόν μηδενικός στο τέλος του 2014. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των πιστώσεων των ΝΧΙ διαμορφώθηκε σε -0,1% τον Δεκέμβριο, από -2,0% τον Δεκέμβριο του 2013. Η ενίσχυση αυτή, η οποία σημειώθηκε πρωτίστως το δεύτερο εξάμηνο του έτους, αντανakλούσε κυρίως την εξέλιξη των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα και των πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση. Επίσης, επιβεβαιώνει ότι γύρω στο β' τρίμηνο του 2014 υπήρξε γενικευμένη αναστροφή της δυναμικής των δανείων, ιδίως για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Υπέρ της εκτίμησης αυτής συνηγορούν και οι έρευνες για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες υποδηλώνουν ότι, πέραν της εντονότερης ζήτησης δανείων, διάφοροι παράγοντες που σχετίζονται με το κόστος χρηματοδότησης και τους περιορισμούς των ισολογισμών των τραπεζών, σε συνδυασμό με τον αυξημένο ανταγωνισμό, συνέβαλαν σε χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων τόσο για επιχειρηματικά δάνεια όσο και για στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2014)

4.3.1 ΣΥΣΤΑΣΗ ΕΜΕ ΚΑΙ ΕΤΕ

Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως το 2014 συστάθηκε ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης (ΕΜΕ) και το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης (ΕΤΕ) οι οποίοι αποτελούν τους βασικούς πυλώνες ενός πλαισίου που σκοπό έχει την αποκοπή και την ανεξαρτητοποίηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών από τα κράτη για την αποφυγή οικονομικών κρίσεων.

Κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης, η έλλειψη ενός πλαισίου το οποίο να υποχρεώνει τους επενδυτές να αναλαμβάνουν ζημίες, έπαιξε σημαντικό ρόλο στη δημιουργία ενός φαύλου κύκλου μεταξύ τραπεζών και κρατών. Έτσι, ένας από τους βασικούς στόχους των δύο παραπάνω οργανισμών είναι η εξυγίανση των τραπεζικών ιδρυμάτων όχι όμως μέσω δαπανηρών δημοσίων παρεμβάσεων. (ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2014) .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

5.1 ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ

Ενώ η ελληνική οικονομία ως το 2008 περίπου σημείωνε αυξητικές τάσεις στον ρυθμό ανάπτυξης το 2010, παρουσιάζει ύφεση αφού η χώρα λόγω της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης αναγκάστηκε να ενταχθεί σε μηχανισμό στήριξης ο οποίος αποτελούταν από τους θεσμούς της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Από την αυστηρή δημοσιονομική πολιτική που ακολουθήθηκε με τη μείωση των δημοσίων δαπανών και της αύξησης της φορολογίας σίγουρα το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν δεν έμεινε ανεπηρέαστο. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το 2010 παρουσιάζει μείωση κατά 5,4%, το 2011 8,9%, 6,6% το 2012 και 3,9% το 2013. Ωστόσο, το 2014 φαίνεται μια αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,8% (σταθερές τιμές έτους 2010).

Το δημόσιο έλλειμμα μειώθηκε από 15,3% το 2009 σε 11,1% το 2010, σε 10,2% το 2011 και σε 8,7% το 2012, αυξήθηκε σε 12,3% το 2013 αλλά μειώθηκε ξανά σημαντικά το 2014, φθάνοντας στο 3,5% του ΑΕΠ, ενώ κατά τα έτη 2013 και 2014 επιτεύχθηκε πρωτογενές πλεόνασμα.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει ορισμένους σημαντικούς οικονομικούς δείκτες για την Ελλάδα:

	2011	2012	2013	2014	2015
Εξέλιξη ΑΕΠ (σταθερές τιμές 2010)	-9,1%	-7,3%	-3,2%	0,7%	-0,2%
Πληθωρισμός: Μέσος Ετήσιος	3,3%	1,5%	-0,9%	-1,3%	-1,7%
Παραγωγικότητα εργασίας (EU-28=100)**	87,3	88,6	90,6	89	n.a.
Ποσοστό ανεργίας	17,9%	24,4%	27,5%	26,5%	24,9%
Δημόσιες επενδύσεις (% ΑΕΠ)**	2,4%	2,5%	3,4%	3,7%	3,8%
Εξαγωγές (αγαθά- τρέχουσες τιμές)*	24,3	27,6	27,3	27,2	25,8
Εισαγωγές (αγαθά- τρέχουσες τιμές)*	48,4	49,3	47	48,1	43,6

*δισεκατομμύρια €

** Πηγή: Eurostat

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή, 2015

Όσον αφορά τις επενδύσεις, ενώ τα πρώτα έτη έως και το 2013 υπήρξαν σημαντικές μειώσεις εξαιτίας των δραστικών περικοπών των δημοσίων δαπανών και της περιοριστικής οικονομικής πολιτικής που ακολουθήθηκε, το 2014 ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου στην Ελλάδα ανήλθε στα 20,6 δις.

Επίσης, σε ότι αφορά τις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις, οι συνολικές ακαθάριστες εισροές ξένων επενδυτικών κεφαλαίων, σημείωσαν μείωση το 2014 κατά 24,4% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ωστόσο, παραμένουν αυξημένες από το 2012 κατά 30,7%.

Τέλος, όπως φαίνεται και στον πίνακα και έχει να κάνει με το διεθνές εμπόριο, οι εξαγωγές ελληνικών αγαθών κατά το έτος 2014 μειώθηκαν σε σχέση με το 2013 κατά 1,5% περίπου, και ανήλθαν σε 27,2 δις ευρώ. Από την άλλη πλευρά, οι εισαγωγές της χώρας το 2014 ανήλθαν σε 47,7 δις Ευρώ ενώ το 2013 ήταν 46,9 δις Ευρώ, δηλαδή αυξήθηκαν κατά 1,7%. Η αύξηση των εισαγωγών κατά το 2014 και η μικρή μείωση των εξαγωγών έχει σαν αποτέλεσμα τη μικρή αύξηση του εμπορικού ελλείμματος αγαθών της χώρας κατά το έτος 2014. (www.enterprisegreece.gov.gr)

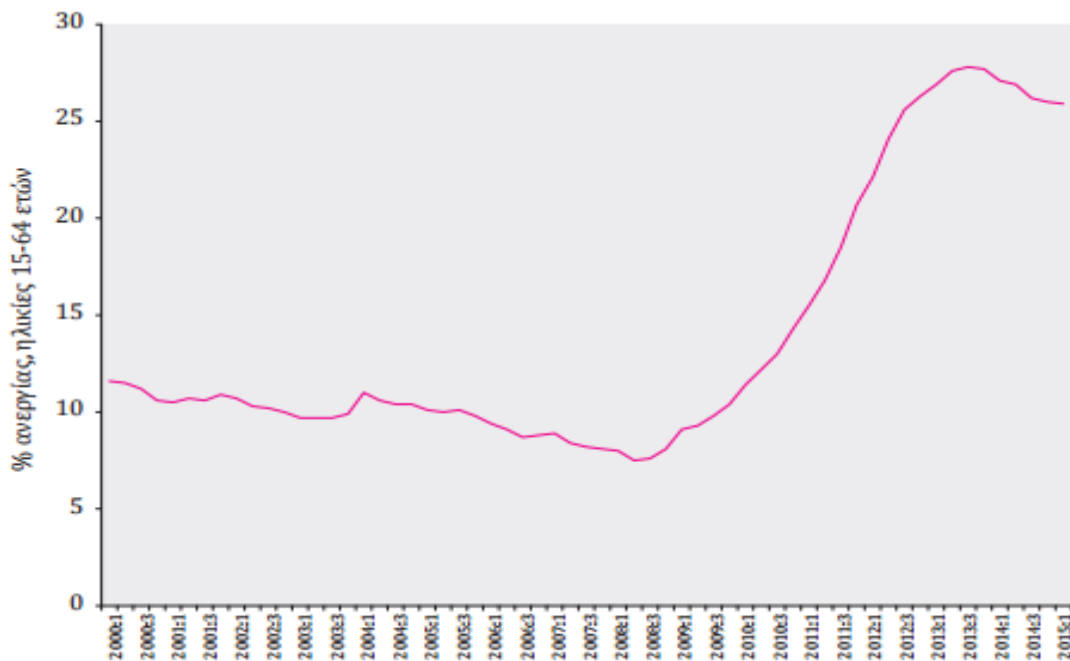
5.2 ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ

Το χρονικό διάστημα μεταξύ 2010-2014 παρατηρείται και ραγδαία μείωση της απασχόλησης η οποία σχετίζεται άμεσα με την συρρίκνωση του ΑΕΠ όπως είδαμε και παραπάνω. Σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat το 2013 ο αριθμός του εργατικού δυναμικού ανερχόταν στο 4,99 εκατομμύρια άτομα σε σύγκριση με το 2010 όπου ο αριθμός υπερέβαινε τα 5 εκατομμύρια άτομα. Αυτό που παρατηρήθηκε ήταν πως ενώ οι θέσεις εργασίας μειώθηκαν κατά πολύ η προσφορά εργασίας παρέμεινε η ίδια. Το γεγονός αυτό, σημαίνει πως τα νοικοκυριά προσπαθούν να αντιμετωπίσουν την συρρίκνωση των εισοδημάτων τους εξαιτίας της πολιτικής περικοπών που ακολουθήθηκε, μένοντας στην αγορά εργασίας.

Κατά την διάρκεια της προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας στα νέα μέτρα και περιορισμούς, η μείωση του συνόλου των απασχολουμένων έφτασε στο 19,2%. Ο αριθμός αυτός έρχεται να ακυρώσει όλη την πρόοδο που είχε λάβει χώρα από το 1992 με την δημιουργία 900.000 θέσεων εργασίας. Αυτή η μείωση της απασχόλησης αύξησε τα επίπεδα της ανεργίας κατά 926.000 άτομα. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως η προσφορά εργασίας δε μειώθηκε αλλά παρέμεινε στα ίδια επίπεδα και μάλιστα οι εργαζόμενοι αύξησαν σύμφωνα με στοιχεία, τις ώρες εργασίας τους οι οποίες ενώ το

2008 είχαν καθοδική πορεία στην συνέχεια παρουσιάστηκε άνοδος. Συγκεκριμένα, το 2000 οι ετήσιες ώρες εργασίας ήταν 2.100 και το 2008 μειώθηκαν στις 1.950 ώρες ετησίως ενώ το 2013-2014 πλησίασαν και πάλι τα επίπεδα του 2000, πράγμα που φανερώνει την επιθυμία των εργαζομένων να ανταπεξέλθουν στα δύσκολα οικονομικά γεγονότα.

Παρακάτω παρουσιάζεται ένα διάγραμμα από στοιχεία της Eurostat στο οποίο φαίνεται η δραματική αύξηση της ανεργίας μετά τα μέτρα λιτότητας στα πλαίσια της δημοσιονομικής πολιτικής.



Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, μετά το τρίτο τρίμηνο του 2008 υπάρχει σταθερά ανοδική πορεία της ανεργίας με μικρή βελτίωση και πτώση της στο πρώτο τρίμηνο του 2014 που όμως αργότερα σημειώνει ξανά χειροτέρευση.

5.3 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) καταρτίζεται από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) και χρησιμοποιείται για τη μέτρηση των μεταβολών του γενικού επιπέδου των τιμών των αγαθών και υπηρεσιών που συνθέτουν το "καλάθι του καταναλωτή". (www.bankofgreece.gr)

Ο Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) είναι οικονομικός δείκτης που καταρτίζεται για τη μέτρηση των διαχρονικών μεταβολών στις τιμές των καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών που αποκτώνται, χρησιμοποιούνται ή πληρώνονται από τα νοικοκυριά. Στόχος του ΕνΔΤΚ είναι να καλύψει την τελική καταναλωτική δαπάνη για όλα τα είδη νοικοκυριών ώστε να δοθεί μια έγκαιρη και σαφής εικόνα του πληθωρισμού.

Εννοιολογικά ο ΕνΔΤΚ είναι περισσότερο «δείκτης τιμών τύπου Laspeyres» παρά «δείκτης κόστους ζωής», πράγμα που αντικατοπτρίζει τον καίριο ρόλο του στη μέτρηση της σταθερότητας των τιμών. Συνεπώς, ο ΕνΔΤΚ δεν είναι ταυτόσημη έννοια με το κόστος ζωής. Γενικά, ο ΕνΔΤΚ μπορεί να θεωρηθεί ότι μετρά μόνο την μεταβολή στο επίπεδο των τιμών ενός καθορισμένου (σταθερού) προτύπου δαπανών. Το κόστος ζωής είναι ευρύτερη έννοια αφού πέραν των τιμών επηρεάζεται και από τις ποσότητες που αγοράζονται – καταναλώνονται όπως και τις ανέσεις/ανάγκες των νοικοκυριών. (mof.gov.cy)

Ο ΕνΔΤΚ υπολογίζεται σύμφωνα με μια εναρμονισμένη προσέγγιση και μεθοδολογία όπως καθορίστηκαν από την Ε.Ε με μια σειρά σχετικών κανονισμών.

Ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή κατά την δωδεκάμηνη περίοδο του 2010 διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 4,7% σημειώνοντας αύξηση κατά 5,2% σε σχέση με το 2009. Ο πληθωρισμός διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα μέχρι και τις αρχές του τρίτου τριμήνου του 2011 κυρίως λόγω των φορολογικών αυξήσεων που επιβλήθηκαν σε τιμές ειδών ευρείας κατανάλωσης. Ωστόσο, στη συνέχεια παρατηρείται μείωση του δείκτη και τελικά να ο μέσος όρος Τιμών Καταναλωτή το 2011 να διαμορφώνεται στο 3,1%, χαμηλότερα σε αντιστοιχία με εκείνου του 2010. Στην συνέχεια, πτώση του δείκτη υπάρχει και το 2012 και ιδιαίτερα στο τελευταίο τρίμηνο με μέσο όρο του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή στο 1,0% ενώ για τα υπόλοιπα δύο έτη της ανάλυσής μας ο πληθωρισμός αποκτά αρνητικές τιμές στο -0,9% το 2013 και στο -1,4 % το 2014.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τους εναρμονισμένους δείκτες τιμών καταναλωτή για την εξεταζόμενη περίοδο στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την θέση της Ελλάδας στην Ένωση:

13. ΕΕ: Εναρμονισμένοι δείκτες τιμών καταναλωτή (Εν. ΔΤΚ). Μέση ετήσια μεταβολή, 2010 - 2014					
%					
Χώρες	2010	2011	2012	2013	2014
ΕΕ 28	2,1	3,1	2,6	1,5	0,6
Ευρωζώνη					
Αυστρία (AT)	1,7	3,6	2,6	2,1	1,5
Βέλγιο (BE)	2,3	3,4	2,6	1,2	0,5
Γαλλία (FR)	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6
Γερμανία (DE)	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8
Ελλάς (EL)	4,7	3,1	1,0	-0,9	-1,4
Εσθονία (EE)	2,7	5,1	4,2	3,2	0,5
Ιρλανδία (IE)	-1,6	1,2	1,9	0,5	0,3
Ισπανία (ES)	2,0	3,1	2,4	1,5	-0,2
Ιταλία (IT)	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2
Κύπρος (CY)	2,6	3,5	3,1	0,4	-0,3
Λετονία (LV)	-1,2	4,2	2,3	0,0	0,7
Λιθουανία (LT)	1,2	4,1	3,2	1,2	0,2
Λουξεμβούργο (LU)	2,8	3,7	2,9	1,7	0,7
Μάλτα (MT)	2,0	2,5	3,2	1,0	0,8
Ολλανδία (NE)	0,9	2,5	2,8	2,6	0,3
Πορτογαλία (PT)	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2
Σλοβακία (SK)	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1
Σλοβενία (SL)	2,1	2,1	2,8	1,9	0,4
Φινλανδία (FI)	1,7	3,3	3,2	2,2	1,2

5.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Γενικά, από το 2010 και μετά συντελέστηκε πρόοδος όσον αφορά τις δημοσιονομικές ανισορροπίες που έλαβαν χώρα την διετία 2008-2009 σε σημείο που επιτεύχθηκε ξανά πρωτογενές πλεόνασμα το 2014 ενώ είχε καταγραφεί πρώτη φορά το 2003.

Το 2010 το δημοσιονομικό έλλειμμα διαμορφώθηκε κατά -4,88% του ΑΕΠ λιγότερο σε σχέση με εκείνο του 2009 και συγκεκριμένα ανήλθε στα 850,3εκ ευρώ. Οι άμεσοι φόροι σαν ποσοστό των δημοσίων εσόδων αυξήθηκαν κατά 1,3% σε σχέση με το 2009. Επίσης, οι δημόσιες δαπάνες αυξήθηκαν κατά 2,74% με αύξηση των εξόδων για μισθούς και ημερομίσθια κατά 1,45%. Επιπλέον, παρατηρούμε μείωση των δαπανών για επιδοτήσεις και τόκους κατά 11,37% και 10,41% αντίστοιχα. (www.inegsee.gr, 2010)

Το 2011 το δημοσιονομικό ισοζύγιο παρουσίασε έλλειμμα 6,0% του ΑΕΠ έναντι του 4,9% το 2010 και πιο συγκεκριμένα, το έλλειμμα ανήλθε στα 1.084,6εκ σε σύγκριση με το έλλειμμα 850,3 εκ το 2010. Επιπλέον, υπάρχει μια μικρή αύξηση στα δημόσια έσοδα το 2011 η οποία οφείλεται κυρίως στην αύξηση της άμεσης φορολογίας, τα έσοδα από την οποία αυξήθηκαν κατά 9,7% σε σύγκριση με το 1,3% την αντίστοιχη περίοδο το 2010. Η αύξηση αυτή των εσόδων πραγματοποιήθηκε κυρίως εξαιτίας της ψήφισης νομοθεσιών που αφορούν αυξημένους συντελεστές φορολόγησης και αύξηση φόρου εισοδήματος για φυσικά και νομικά πρόσωπα καθώς επίσης και επιβολή ειδικού φόρου για τα πιστωτικά ιδρύματα. Ωστόσο, οι παραπάνω αυξήσεις αντισταθμίστηκαν από μειώσεις στον φόρο κεφαλαιουχικών κερδών, στα τέλη μηχανοκίνητων οχημάτων κ.α. Είναι σημαντικό να σημειωθεί πως όσον αφορά την αύξηση των δαπανών οι μεγαλύτερες αφορούν τις πληρωμές τόκων και συντάξεων σε ποσοστό 17,9% ενώ οι υπόλοιπες όπως δαπάνες για μισθούς και επιδοτήσεις παρουσιάζουν μικρότερες αυξήσεις της τάξης του 3,8% και 8,0% αντίστοιχα. (www.inegsee.gr, 2011)

Όσον αφορά το έτος 2012, παρατηρείται αύξηση των δημόσιων εσόδων κατά 0,23% από το 2011 με αύξηση των άμεσων φόρων και μείωση όμως των εσόδων από την φορολογία εισοδήματος κατά 2,68%. Επίσης, υπάρχει και μείωση των δημόσιων δαπανών κατά 2,57% που προέρχεται κυρίως από μείωση των κεφαλαιουχικών δαπανών κατά 30,10% ενώ τέλος το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνεται και εκείνο και φτάνει τα 913,262 εκ με μείωση δηλαδή σχεδόν 5% από εκείνο της προηγούμενης χρονιάς. (www.inegsee.ge, 2012)

Το 2013, τα κρατικά έσοδα μειώνονται κατά 2,14% αφού τα φορολογικά έσοδα μειώθηκαν και εκείνα κατά 4,27% σε σχέση με το 2012. Παράλληλα, μειώθηκαν και οι εισφορές των ταμείων και των κοινωνικών ασφαλίσεων. Θετικό ήταν το αποτέλεσμα για τις δημόσιες δαπάνες οι οποίες μειώθηκαν κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης των κεφαλαιουχικών δαπανών σχεδόν 29,8% από τα 2012. Οι μισθοί παρουσίασαν και εκείνοι μείωση όπως επίσης και οι δαπάνες για τόκους. Τέλος, το δημοσιονομικό έλλειμμα παρουσίασε περεταίρω πτώση και από τα 913,262 εκ διαμορφώνεται στα 843,556 εκ. (www.inegsee.gr, 2013)

Τέλος, το 2014 τα κρατικά έσοδα αυξάνονται κατά 3,24% ενώ η μόνη μείωση παρουσιάζεται στον φόρο εισοδήματος κατά 5,21%. Οι δημόσιες δαπάνες μειώνονται κατά το ικανοποιητικό ποσοστό του 9,6% μείωση που προκύπτει από μειώσεις μισθών και ημερομισθίων, επιδοτήσεων, δαπανών για τόκους και συντάξεων. Τελικά,

επιτυγχάνεται πρωτογενές πλεόνασμα το οποίο αποτελεί το 0,4% του ΑΕΠ. (www.bankofgreece.gr)

5.5 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Κατά την διάρκεια του 2010, το νομισματικό μέγεθος M3 μειώθηκε και διαμορφώθηκε στο -12,5%. Η επιδείνωση αυτή οφείλεται στο αβέβαιο μακροοικονομικό περιβάλλον που υπήρχε εκείνο το διάστημα και στην δυσπιστία των αποταμιευτών. Επιπλέον, η καθυστέρηση της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών προς τις επιχειρήσεις και μειωμένη ρευστότητά τους ήταν από τους παράγοντες που συνετέλεσαν στην μείωση του M3. Στο M3 περιλαμβάνονται: καταθέσεις όψεως, επιταγές, διαθέσιμα εμπορικών τραπεζών, ημερήσιες καταθέσεις, προθεσμιακές καταθέσεις, καταθέσεις ταμιευτηρίων, συμφωνίες επαναγοράς, τραπεζικά ομόλογα, τίτλοι χρηματαγοράς διάρκειας 2 ετών και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι, για παράδειγμα, οι καταθέσεις προθεσμίας παρουσίασαν ιδιαίτερα πτωτική τάση και πραγματοποιήθηκαν μεγάλες εκροές αποταμιευτικών πόρων από τις εν λόγω καταθέσεις. Ταυτόχρονα, όσον αφορά τα υπόλοιπα στοιχεία του M3, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα γeros μειώθηκαν επίσης.

Τα επιτόκια των περισσότερων κατηγοριών καταθέσεων αυξήθηκαν από το 1,32% τον Δεκέμβριο του 2009 στο 2,17% έναν χρόνο μετά ενώ η μεγαλύτερη άνοδος σημειώθηκε στις καταθέσεις προθεσμίας. Αυτή η άνοδος των επιτοκίων των καταθέσεων αντικατοπτρίζει την πίεση που δέχτηκαν οι ελληνικές τράπεζες να διαμορφώσουν ένα ελκυστικό περιβάλλον για τους καταθέτες ώστε να αυξηθεί έτσι η ρευστότητά τους.

Η χρηματοδότηση της χώρας από τα Διεθνή Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα διαμορφώθηκε στο 5,5% το 2010 έναντι του 6,6% το 2009 ενώ ταυτόχρονα η χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα έλαβε για πρώτη φορά αρνητική τιμή. Παράλληλα, η δανειακή επιβάρυνση του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε γεγονός που οφείλεται στην πολύ χαμηλή ζήτηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για δάνεια αλλά και των αυστηρότερων κριτηρίων χορήγησης δανείων που εφαρμόστηκαν από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Το επόμενο έτος, το 2011, συνεχίστηκε η πτωτική τάση του M3 ενώ το ίδιο μέγεθος στην υπόλοιπη Ευρώπη παρουσίασε άνοδο κυρίως εξαιτίας της αύξησης των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων. Σημαντικό ρόλο στην συνεχιζόμενη πτώση του M3 διαδραμάτισαν οι φορολογικές υποχρεώσεις και γενικά το δυσμενές

οικονομικό περιβάλλον της χώρας. Έτσι, οι επιχειρήσεις αλλά και τα νοικοκυριά χρησιμοποιούν τις καταθέσεις τους ώστε να καλύψουν καταναλωτικές, δανειακές και λειτουργικές ανάγκες.

Στην συνέχεια, τα επιτόκια καταθέσεων παρουσίασαν περαιτέρω άνοδο σε σχέση με το 2010 και έφτασαν τον Σεπτέμβριο του 2011 στο 2,55%. Αντίθετα, τα πραγματικά επιτόκια συνέχισαν όπως και το προηγούμενο έτος να κινούνται σε αρνητικά επίπεδα, λιγότερο αυξημένα ωστόσο. Μάλιστα σε συνδυασμό με την μείωση του πληθωρισμού τον Ιούνιο, το πραγματικό επιτόκιο εμφάνισε θετικές τιμές.

Τέλος, ο ρυθμός ανόδου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας επιβραδύνθηκε φτάνοντας και σε αρνητικό επίπεδο ενώ η οι παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά και την ζήτηση των δανείων μείωσαν επίσης την χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα.

Συνεχίζοντας με τις εξελίξεις στην νομισματική πολιτική την τετραετία 2010-2014, το 2012 ο δείκτης M3 φαίνεται να παρουσίασε άνοδο καθώς τον Σεπτέμβρη του ίδιου έτους υπήρξε αυξημένη εισροή καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Ωστόσο, τους πρώτους εννέα μήνες, ο ρυθμός μείωσης των καταθέσεων μιας ημέρας ήταν εντονότερος από το 2011. Επίσης, από το 2009 έως το 2012 οι εκροές καταθέσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας αυξήθηκαν κατά 106,5 δις ευρώ φανερώνοντας έτσι την αβεβαιότητα προς τις ελληνικές τράπεζες εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης.

Έτσι, οι τράπεζες προκειμένου να αντιμετωπίσουν την εκροή των καταθέσεων συνεχίζουν και το 2012 την αύξηση των επιτοκίων των καταθέσεων με φθίνοντα όμως ρυθμό που παρόλα αυτά παραμένουν από τα υψηλότερα στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, τα επιτόκια σε όλες τις κατηγορίες δανεισμού μειώθηκαν αρκετά την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2012 καθώς οι τράπεζες επιθυμούσαν την μείωση της ζήτησης νέων δανείων από τους ιδιώτες και τις επιχειρήσεις. Επιπρόσθετα, η τραπεζική χρηματοδότηση προς τη γενική κυβέρνηση έλαβε αρνητικό ρυθμό την περίοδο Μαΐου-Ιουνίου.

Τέλος, όσον αφορά τα έτη 2013 και 2014, ο δείκτης M3, δηλαδή παρουσίασε αύξηση αφού οι καταθέτες επέστρεψαν καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες και μειώθηκε ο αποθησαυρισμός και η φυγή τραπεζογραμματίων στο εξωτερικό. Το γεγονός της επιστροφής των καταθέσεων ήρθε σε αντίθεση με το λιγότερο ευνοϊκό περιβάλλον που κυριάρχησε και τις δύο χρονιές στα επιτόκια των καταθέσεων στα οποία υπήρξε πτωτική πορεία. Έτσι, το 2014 συνεχίστηκε η καθοδική πορεία των επιτοκίων και

έφτασε στα επίπεδα του 2009, δηλαδή πριν την έντονη εκδήλωση της οικονομικής κρίσης. Επιπλέον, το 2014 τα επιτόκια δανεισμού για τα νοικοκυριά όπως τα επιτόκια στεγαστικών αυξήθηκαν δείχνοντας έτσι την μείωση του πιστωτικού κινδύνου το διάστημα αυτό ενώ δε συνέβη το ίδιο το 2013 όπου τα επιτόκια δανεισμού συνέχιζαν να μειώνονται. Παράλληλα, το 2014 οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου των τεσσάρων συστημικών τραπεζών ήταν επιτυχημένες όπως και επίσης η Συνολική Αξιολόγηση που διενεργήθηκε από την ΕΚΤ για τις συγκεκριμένες τράπεζες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

6.1 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Ο κατασκευαστικός κλάδος είναι από τους κλάδους ο οποίος συμβάλλει με πολλαπλούς τρόπους στην ανάπτυξη της οικονομίας μιας χώρας καθώς συνδέεται με άλλους κλάδους όπως της εξόρυξης, της μεταποίησης, του εμπορίου και των υπηρεσιών. Επιπρόσθετα με τους άλλους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας οι οποίοι συχνά αποτελούν και τους προμηθευτές των κατασκευών ενώ η άμεση επίδρασή του αφορά το παραγωγικό του αποτέλεσμα.

Η κατασκευαστική δραστηριότητα αναλύεται κυρίως σε δύο κατηγορίες: α) δημόσια έργα και β) ιδιωτικά έργα.

Τεχνικές εταιρείες στην παρούσα εργασία θεωρούνται οι εταιρείες που έχουν ως κύρια δραστηριότητα την μελέτη, την επίβλεψη και την κατασκευή δημόσιων και ιδιωτικών έργων.

Μετά το 1991 η κατασκευαστική δραστηριότητα στην Ελλάδα παρουσίασε καθοδική πορεία εξαιτίας των υψηλών επιτοκίων των στεγαστικών δανείων, την αύξηση των τιμών των υλικών κατασκευής και άρα της αύξησης του κόστους κατασκευής με αποτέλεσμα οι δραστηριότητες του κατασκευαστικού κλάδου να συγκεντρωθούν από τα έργα οικοδομικής δραστηριότητας στα έργα υποδομής του δημοσίου τομέα. Ωστόσο, από το 1995 και ύστερα τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων υποχώρησαν και φάνηκε μια ανάκαμψη η οποία ενισχύθηκε επίσης από την Ολυμπιάδα του 2004 όπου υπήρξε μεγάλη εξέλιξη των οικοδομικών έργων.

Είναι σημαντική η αναφορά στα μεγάλα δημόσια έργα που αποπερατώθηκαν ή βρίσκονται σε εξέλιξη όπως οι επεκτάσεις του μετρό της Αθήνας, ο διαγωνισμός για το μετρό της Θεσσαλονίκης, το αεροδρόμιο της Θεσσαλονίκης, ο οδικός άξονας της Εγνατίας, τα έργα εκτροπής του Αχελώου ποταμού, έργα ΟΣΕ κτλ, τα οποία μείωσαν αισθητά το επίπεδο της ανεργίας ενώ αυξήθηκε και η ελληνική βιομηχανία.

Όσον αφορά τα ιδιωτικά κατασκευαστικά έργα μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής κατηγορίες:

- Κατοικίες
- Εμπορικά ακίνητα

- Βιομηχανικά ακίνητα
- Αγροτικά και ειδικού σκοπού ακίνητα

Οι παραπάνω κατηγορίες περιέχουν και υποκατηγορίες οι οποίες ανάλογα με το ύψος του προϋπολογισμού κατατάσσονται σε κοινοπραξίες, σε μικρού ή μεγάλου μεγέθους κατασκευαστικές εταιρείες σε ιδιοκατασκευές ή αυθαίρετη δόμηση. (www.attikat.gr)

6.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Γενικά, στον κατασκευαστικό κλάδο, ο αριθμός των εταιρειών οι οποίες κατέχουν πτυχίο 5^{ης}, 6^{ης} και 7^{ης} τάξεως, ανέρχεται στο εκατό, βάσει στοιχείων της Διεύθυνσης Μητρώων της Γενικής Γραμματείας Δημοσίων Έργων ενώ οι 18 από αυτές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 2000-2008 ο κλάδος των κατασκευών αποτελούσε το 6,3% του ΑΕΠ και παράλληλα απασχολούσε το 8,1% της συνολικής απασχόλησης ενώ το 2013, λόγω της οικονομικής συρρίκνωσης παρουσίασε πτώση και κυμάνθηκε στο 1,6% του ΑΕΠ με 4,7% της συνολικής απασχόλησης. Με την παγκόσμια πλέον οικονομική ύφεση ο τομέας των κατασκευών ήταν από εκείνους που επηρεάστηκαν άμεσα με εμφάνιση ολοένα και περισσότερων ζημιολόγων κατασκευαστικών επιχειρήσεων, παύση λειτουργίας πολλών από αυτών και συρρίκνωση της παραγωγής. Συγκεκριμένα, από το 2008 ως το 2013 οι κατασκευές υποχώρησαν κατά 76,3% ενώ παράλληλα το 1/5 της μείωσης της απασχόλησης της οικονομίας, δηλαδή σχεδόν 1εκ. εργαζόμενοι, οφείλεται στην βύθιση του κλάδου. Στην συνέχεια, όσον αφορά, τις επενδύσεις στις κατασκευές, ενώ την περίοδο 2000-2008 ο κατασκευαστικός τομέας αποτελούσε το 40% των συνολικών επενδύσεων, από το 2010 ως το 2014 οι επενδύσεις στον κλάδο διαμορφώθηκαν στο 24%. Σημαντικό ρόλο σε αυτή την πτώση των επενδύσεων διαδραμάτισε και η επίσης μείωση της χρηματοδότησης για δημόσιες και ιδιωτικές κατασκευές. Την περίοδο 2009-2012 το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων υποχώρησε ως το 3,2% του ΑΕΠ από 9,6% που ήταν το 2009 ενώ μικρή βελτίωση υπήρξε το 2013 και 2014 που ανήλθε περίπου στο 3,7% του ΑΕΠ.

Επιπρόσθετα, η γενική δυσμενής μακροοικονομική κατάσταση είχε επίπτωση και στις τιμές των κτιρίων οι οποίες φαίνεται πως διαμόρφωσαν ιδιαίτερα καθοδική πορεία

στα τέλη του 2008 (-36%) επηρεάζοντας την περιουσιακή κατάσταση των ιδιοκτητών ενώ παρουσιάστηκε επιβράδυνση της πτώσης στα τέλη του 2013. Ενδιαφέρουσα είναι

επίσης η κατάταξη της Ελλάδας στην έβδομη θέση ανάμεσα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο ποσοστό της φορολογίας των ακινήτων ως ποσοστό του ΑΕΠ. Πιο συγκεκριμένα, το 2012 η φορολογία στα ακίνητα αποτελεί το 2,1% του συνολικού ΑΕΠ της χώρας ενώ τα έσοδα του κράτους από τους φόρους περιουσίας αποτελούν το 1,4% του ΑΕΠ.

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως ο κατασκευαστικός τομέας συνδέεται άμεσα με τους υπόλοιπους τομείς της οικονομίας οι οποίοι εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης δεν έμειναν ανεπηρέαστοι. Ωστόσο, η μειωμένη εγχώρια οικονομική δραστηριότητα αντισταθμίστηκε εν μέρει με τις εξαγωγές δομικών προϊόντων και προϊόντων ορυχείων. Ιδιαίτερα το 2011 η κατασκευαστική δραστηριότητα στο εξωτερικό άγγιξε τα 921 εκ ευρώ αριθμός που ξεπερνά κατά πολύ το ίδιο μέγεθος τα προηγούμενα χρόνια. (IOBE, 2015)

Αισιοδοξία προσφέρει το γεγονός ότι, αυξήθηκε η κοινοτική χρηματοδότηση προς τη χώρα μας, με στόχο να ξεκινήσουν έργα του ΕΣΠΑ, αλλά και κάποια μεγάλα αυτοχρηματοδοτούμενα έργα που μέχρι σήμερα είχαν «παγώσει». Η ενέργεια αυτή δίνει τη δυνατότητα επανενεργοποίησης των δημοσίων επενδύσεων, με αποτέλεσμα την τόνωση μεταξύ άλλων και του κατασκευαστικού κλάδου.

6.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΜΕΣΩ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ PORTER

Ο καθηγητής και σύμβουλος επιχειρήσεων Michael E. Porter ήταν από τους πρώτους που κατάφερε μέσω της θεωρίας, των «πέντε δυνάμεων του Porter» να αναλύσει το ανταγωνιστικό περιβάλλον των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας όρους της αγοράς. Σύμφωνα με τον ίδιο, η κερδοφορία μιας επιχείρησης είναι αποτέλεσμα των εξής πέντε δυνάμεων:

- ❖ του υφιστάμενου ανταγωνισμού
- ❖ της απειλής από νέους ανταγωνιστές
- ❖ της απειλής των υποκατάστατων προϊόντων
- ❖ της διαπραγματευτικής δύναμης των προμηθευτών και
- ❖ της διαπραγματευτικής δύναμης των αγοραστών

Ο **υφιστάμενος ανταγωνισμός** είναι από τα σημαντικότερα σημεία της θεωρίας του Porter καθώς μέσω αυτού προσδιορίζεται η ένταση του υπάρχοντος ανταγωνισμού. Σε έναν κλάδο με έντονο ανταγωνισμό οι επιχειρήσεις προσπαθούν με κάθε τρόπο να διατηρήσουν το μερίδιό τους ή να το αυξήσουν αποκτώντας ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, γεγονός που πολλές φορές επέρχεται με σκληρές τιμολογιακές τακτικές.

Στην συνέχεια, η **είσοδος νέων ανταγωνιστών** αφορά το κατά πόσο εύκολη είναι η είσοδος νέων επιχειρήσεων σε έναν κλάδο. Αφορά δηλαδή αν τα εμπόδια εισόδου που έχουν δημιουργήσει οι ήδη υπάρχουσες εταιρείες είναι εύκολο να ξεπεραστούν από νέες οι οποίες πολλές φορές κατέχουν καινοτόμες ιδέες. Από την άλλη μεριά ακόμα και εταιρείες με δημιουργικότητα είναι πολλές φορές δύσκολο να ξεπεράσουν την παρουσία μεγάλων και οργανωμένων εταιρειών καθώς και τα νομικά πλαίσια που τις προστατεύουν. Όσο πιο υψηλά είναι τα εμπόδια εισόδου σε έναν κλάδο τόσο πιο δύσκολη είναι η είσοδος νέων ανταγωνιστών σε αυτόν και το αντίστροφο.

Η ύπαρξη **υποκατάστατων προϊόντων** αποτελεί μια απειλή για μια επιχείρηση αφού μειώνει το μερίδιο αγοράς και την κερδοφορία. Για αυτόν τον λόγο οι επιχειρήσεις ακολουθούν διάφορες στρατηγικές όπως η διαφοροποίηση των προϊόντων τους προκειμένου να ξεπεράσουν τον κίνδυνο. Οι βασικοί παράγοντες που ευνοούν την δημιουργία υποκατάστατων σε μια αγορά είναι η ύπαρξη πολλών παρόμοιων και φθηνών αγαθών, το χαμηλό «κόστος εναλλαγής» που αντιμετωπίζουν οι αγοραστές όταν μεταπηδούν από την αγορά ενός αγαθού σε ένα άλλο και η ύπαρξη πολλών παρόμοιων ποιοτικά προϊόντων. Ωστόσο, η συγκεκριμένη «δύναμη» δεν υφίσταται στον κλάδο των κατασκευών εφόσον δεν υπάρχουν υποκατάστατες υπηρεσίες των τεχνικών εταιρειών.

Η **προμηθευτές** διαδραματίζουν και εκείνοι πολύ σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος αφού έχουν την δυνατότητα αυξάνουν ή να μειώνουν τις τιμές και να μεταβάλλουν την ποιότητα των αγαθών που προμηθεύουν ή ακόμα και να δημιουργούν αποκλειστικές συνεργασίες μεταξύ αυτών και των επιχειρήσεων. Ανάλογα με τον αριθμό των προμηθευτών και την δύναμή τους στην αγορά μεταβάλλουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων και μπορούν να πιέσουν αρκετά τα περιθώρια κέρδους τους. Στην περίπτωση όμως του κατασκευαστικού κλάδου, θα μπορούσαμε να πούμε πως η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών είναι μικρή αφού ο αριθμός των προμηθευτών (αδρανή υλικά, σκυρόδεμα, τσιμέντο κλπ.) είναι μεγάλος.

Η τελευταία από τις δυνάμεις του Porter αφορά τη **διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών** οι οποίοι απαιτούν φθηνότερα προϊόντα και υπηρεσίες και ταυτόχρονα ποιοτικότερα. Όταν η δύναμη των αγοραστών είναι υψηλή τότε μπορούν να πετύχουν χαμηλότερες τιμές επηρεάζοντας έτσι την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Όσον αφορά τις τεχνικές εταιρείες, πολλές φορές τον ρόλο του αγοραστή διαδραματίζει το δημόσιο του οποίου η διαπραγματευτική δύναμη είναι σημαντική. Πολλές φορές μάλιστα μπορεί ακόμα και να δημιουργηθεί μια μονοψωνιακή περίπτωση.

Καταληκτικά, ο ανταγωνισμός είναι γεγονός το οποίο οφείλεται στον μεγάλο αριθμό των εταιρειών στον κατασκευαστικό κλάδο και στο επίπεδο των προσφερόμενων τιμών. Επίσης, η ύπαρξη υψηλών εμποδίων εξόδου εξαιτίας του υψηλού κόστους επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό το οποίο συνήθως αποτελεί και μη ανακτήσιμο κόστος, οδηγεί τις επιχειρήσεις στο να λειτουργούν με χαμηλή κερδοφορία ή ακόμα και με ζημία με αποτέλεσμα την ακόμα μεγαλύτερη αύξηση του ανταγωνισμού.

6.4 SWOT ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Η ανάλυση «δυνατών σημείων, αδυναμιών, ευκαιριών και απειλών» προσφέρει ευκολία στην κατανόηση και συνοπτική πληροφόρηση όλων των παραγόντων που λαμβάνουν χώρα στον τεχνικό κλάδο. Παρακάτω, παρουσιάζεται ένας πίνακας SWOT ανάλυσης.

ΙΣΧΥΡΑ ΣΗΜΕΙΑ (STRENGTHS)	ΑΔΥΝΑΤΑ ΣΗΜΕΙΑ (WEAKNESSES)
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Δυνατότητα ανάληψης μεγάλων έργων ➤ Το υψηλό επιστημονικό και τεχνικό επίπεδο του ανθρώπινου δυναμικού ➤ Τα προηγμένης τεχνολογίας μηχανήματα και τεχνολογικός εξοπλισμός 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Αναβολή ή ματαίωση τεχνικών έργων και κατασκευών Δημοσίου και Ιδιωτικού τομέα ➤ Οι μεγάλες καθυστερήσεις πληρωμών και οι σημαντικές οφειλές από πλευράς Δημοσίου και Ιδιωτικού τομέα με αποτέλεσμα τη δημιουργία προβλημάτων ρευστότητας και την καθυστέρηση πληρωμών ➤ Το Νομοθετικό πλαίσιο περί εκτέλεσης Δημοσίων έργων, αλλά και η γραφειοκρατία ➤ Ο οξύς ανταγωνισμός σε επίπεδο τιμών
ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (OPPORTUNITIES)	ΑΠΕΙΛΕΣ (THREATS)
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Η επέκταση των δραστηριοτήτων στο εξωτερικό ➤ Η ανάγκη της Ελλάδας για την υλοποίηση περιβαλλοντικών έργων (αξιοποίηση αποβλήτων κλπ) ➤ Η εκτέλεση έργων για Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας, για τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης των κτιρίων, για τουριστικές επενδύσεις (λιμάνια, μαρίνες, τουριστικά συγκροτήματα κλπ) 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Λόγω της συνεχιζόμενης οικονομικής κρίσης υπάρχει σημαντική μείωση του εισοδήματος των επιχειρήσεων αλλά και των νοικοκυριών με συνέπεια την περικοπή δαπανών για την ανέγερση οικοδομών και συντήρηση παλαιών έργων ➤ Η συνεχιζόμενη μείωση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων ➤ Η αναστολή των μεγάλων δημόσιων έργων και η μείωση στη δημοπράτηση νέων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

7.1 ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ

7.1.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Η κατασκευαστική εταιρεία ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ είναι σήμερα στην Ελλάδα μιας από τις μεγαλύτερες εταιρείες στον χώρο των κατασκευών κατέχοντας το υψηλότερο πτυχίο 7^{ης} τάξης του ΜΕΕΠ. Η εταιρεία έχει δικαίωμα ανάληψης μεγάλων κατασκευαστικών έργων ανεξαρτήτως προϋπολογισμού και είναι από τις ελάχιστες εταιρείες που συμμετέχουν ενεργά σε διαγωνισμούς του δημοσίου. Με την πάροδο των χρόνων η ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ έχει κατασκευάσει έργα που καλύπτουν όλα τα κατασκευαστικά φάσματα και τα έχει παραδώσει σε έγκαιρο χρονικό διάστημα. (www.mochlos.com)

Η εταιρεία δραστηριοποιείται στις εξής κατηγορίες έργων:

- Οικοδομικά έργα (δημόσια κτίρια, κατοικίες, γραφεία, εμπορικά κέντρα κ.α)
- Αυτοκινητόδρομους, σήραγγες, γέφυρες και άλλα οδικά έργα
- Σιδηροδρομικά έργα
- Αεροδρόμια
- Φράγματα
- Ηλεκτρομηχανολογικά έργα
- Υδραυλικά έργα
- Λιμενικά έργα
- Αθλητικές εγκαταστάσεις
- Έργα τηλεπικοινωνιών
- Έργα εξοικονόμησης υδάτων και περιβαλλοντικά έργα

Παράλληλα, η εταιρεία έχει βιομηχανική δραστηριότητα με την παραγωγή και πώληση έτοιμου σκυροδέματος στις μονάδες της στην Πάτρα. Τέλος δραστηριοποιείται και στην Ρουμανία. (www.mochlos.com)

7.1.2 ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ, ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Το 1973 ιδρύεται η εταιρεία ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. ενώ το 1991 ιδρύεται, στην ευρύτερη περιοχή των Πατρών, μια ανεξάρτητη βιομηχανική μονάδα κατασκευής και εμπορίας έτοιμου σκυροδέματος. Τρία χρόνια αργότερα, το 1994 εισάγονται οι μετοχές της Εταιρίας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Το 1995 εξαγοράζεται η κατασκευαστική εταιρεία ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Ε. από την ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. Μετά από έναν χρόνο, το 1996 εξαγοράζεται η κατασκευαστική εταιρία ΑΜΒΡΑΚΙΑ Α.Ε. και το 1997 ιδρύεται στη Ρουμανία η EUROROM CONSTRUCTII 97-S.R.L. ως θυγατρική της ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. Το 2002 η ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. συγχωνεύεται με τις εταιρείες ΑΛΦΑ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε., ΣΚΟΡΔΑΛΟΣ Α.Ε. και ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε. και ταυτόχρονα εξαγοράζονται τα κατασκευαστικά τμήματα των εταιριών ΔΙΕΚΑΤ Α.Ε. και ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. Η συγχώνευση αυτή έδωσε τη δυνατότητα στην εταιρεία να επιτύχει την εγγραφή της στην 8η τάξη του Ελληνικού Μητρώου Εργοληπτικών Επιχειρήσεων Δημοσίων Έργων (ΜΕΕΠ).

Επιπλέον, πραγματοποιείται η ίδρυση υποκαταστήματος της ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής καθώς και η ίδρυση της LAMDA-OLYMPIC S.R.L από κοινού από τις EUROROM CONSTRUCTII '97 S.R.L. και LAMDA DEVELOPMENT S.A. του Ομίλου Λάτση. Στη συνέχεια, το **2003** γίνεται μεταφορά της καταστατικής έδρας της εταιρείας από την Πάτρα στην Αθήνα, στον Δήμο Αλίμου Αττικής (Σολωμού 20) ενώ το **2004** ιδρύεται από την Εταιρεία υποκατάστημα στο Βουκουρέστι της Ρουμανίας (www.mochlos.com)

ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ

Κύριες εταιρίες στις οποίες συμμετέχει η ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. και τα αντικείμενα της δραστηριότητάς τους:

ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Ε.

Η ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Ε. ιδρύθηκε στην Αθήνα το 1976. Η καταστατική έδρα της βρίσκεται στην οδό Σολωμού 22 στην Αθήνα (Ελλάδα).

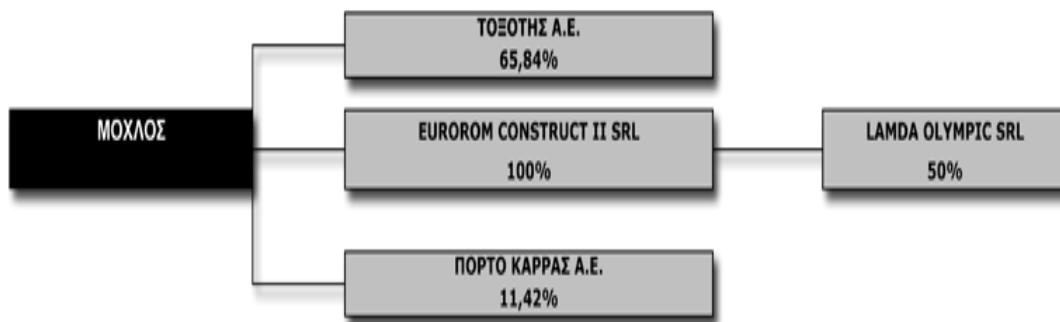
Η ΤΟΞΟΤΗΣ αναλαμβάνει την εκτέλεση κάθε είδους ιδιωτικών και δημοσίων έργων μικρής κλίμακας.

ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.

Η ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε. είναι ιδιοκτήτρια και συμμετέχει ενεργά στη διαχείριση και λειτουργία του ξενοδοχειακού συγκροτήματος, και των αγροτικών και βιομηχανικών εγκαταστάσεων Πόρτο Καρράς, στη χερσόνησο της Σιθωνίας, στη Χαλκιδική (Ελλάδα)

ΔΟΜΗ ΟΜΙΛΟΥ

Στο διάγραμμα παρακάτω παρουσιάζεται η δομή του ομίλου ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ μαζί με τις εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν. (www.mochlos.com)



7.2 ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε

7.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Το 1972 ιδρύεται η εταιρεία ΤΕΡΝΑ Α.Ε. και δύο χρόνια μετά πραγματοποιείται η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ανοίγοντας νέες προοπτικές ανάπτυξης και χρηματοδότησης των επενδύσεων της. Το 1997 ιδρύεται η "ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ" και προχωρά η έναρξη της δραστηριοποίησής της στον κλάδο της ενέργειας. Το 1998 η εταιρεία εφαρμόζει σύστημα διασφάλισης ποιότητας σύμφωνα με το πρότυπο ISO 9002. Το, 1999 οι διοικήσεις των εταιρειών ΓΕΚ και ΤΕΡΝΑ αποφασίζουν τη συνένωση των εταιρειών τους με σκοπό τη

δημιουργία ενός από τους μεγαλύτερους Ελληνικούς ομίλους στον χώρο των κατασκευών, της ενέργειας και του Real Estate. Η ΓΕΚ αποκτά το 50% της ΤΕΡΝΑ ενώ το 2002 γίνεται η ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης του ομίλου με απορρόφηση από την ΤΕΡΝΑ του κατασκευαστικού τομέα της ΓΕΚ, καθώς και των εταιρειών ΨΥΚΤΙΚΗ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΔΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΡΓΟΔΥΜΑΜΙΚΗ και ΗΝΙΟΧΟΣ. (www.terna.gr)

7.2.2 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Η εταιρεία έχοντας πτυχίο 7^{ης} τάξης στο ΜΕΕΠ αναλαμβάνει την περάτωση ενός μεγάλου εύρους του κατασκευαστικού τομέα με υψηλό προϋπολογισμό. Συγκεκριμένα, η ΤΕΡΝΑ δραστηριοποιείται σε:

- Έργα υποδομής (σιδηροδρομικές γραμμές, μετρό, σήραγγες, αυτοκινητόδρομοι, κτλ)
- Έργα υποδομής (εμπορικά κέντρα, κτίρια, αποθήκες)
- Η/Μ & Βιομηχανικά έργα (διυλιστήρια κτλ)
- Ενεργειακά έργα (αιολικά πάρκα, εργοστάσια ηλεκτρικής ενέργειας, υδροηλεκτρικά έργα)

Επιπρόσθετα, η εταιρεία έχει δραστηριοποιηθεί και στο εξωτερικό έχοντας κατασκευάσει σήραγγες στην Σερβία, αυτοκινητόδρομους στα Σκόπια, συγκροτήματα και πύργους στο Μπαχρέιν, εμπορικό κέντρο στην Doha ενώ υπό κατασκευή βρίσκεται το αιολικό πάρκο στο Bogdanci στην ΠΓΔΜ το οποίο είναι με κοινοπραξία.

7.3 ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε

7.3.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Η ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε (ΑΤΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ – ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΛΑΤΟΜΙΚΕΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ) ιδρύθηκε το 1980 και είναι κάτοχος πτυχίου 7^{ης} τάξεως, το ανώτατο για την Ελλάδα. Η εταιρεία μπορεί να λάβει μέρος σε δημόσιους διαγωνισμούς για όλες τις κατηγορίες έργων αλλά και σε

ιδιωτικά έργα. Συγκεκριμένα, υπάγεται στον υποκλάδο 452.1 «έργα πολιτικού μηχανικού», 452.3 «κατασκευή αυτοκινητόδρομων» και 452.4 «κατασκευή υδραυλικών έργων».

Κατά τα τελευταία πέντε έτη ο σκοπός και οι δραστηριότητες της ΑΤΤΙΚΑΤ ΑΤΕ έχουν διευρυνθεί και περιλαμβάνονται, εκτός των άλλων, έργα εξόρυξης, απόληψης, επεξεργασίας, μεταφοράς, παραγωγής, μετάπλασης και εμπορίας αδρανών υλικών προερχόμενων από σκληρά πετρώματα. Επιπλέον, αναλαμβάνει την περάτωση και την εκμετάλλευση έργων πάσης φύσεως παραγωγής και εκμετάλλευσης ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές όπως αιολικά πάρκα, υδροηλεκτρικοί σταθμοί, βιομάζα και εκμετάλλευση του παραγόμενου αφαλατωμένου ύδατος. Τέλος, η εταιρεία συμμετέχει σε κοινοπραξίες και παρέχει εγγυήσεις σε τρίτους υπέρ εταιρειών. (www.attikat.gr)

7.3.2 ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Στο διάστημα 1980 - 1985, η Εταιρία ανέπτυξε έντονη δραστηριότητα στην κατασκευή των μεγάλων έργων υποδομής της περιόδου αυτής, όπως των βιομηχανικών περιοχών της ΕΤΒΑ, των αποχετευτικών έργων των πόλεων Λάρισας, Βόλου, Ιωαννίνων, Ρεθύμνου και άλλων μεγάλων έργων οδοποιίας.

Στο διάστημα 1986 - 1993, η ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε αναπτύχθηκε δυναμικά με την κατασκευή έργων οδοποιίας, όπως ο Αυτοκινητόδρομος Κορίνθου - Τρίπολης, ο Αυτοκινητόδρομος Θεσσαλονίκης - Κατερίνης, τα εγγειοβελτιωτικά έργα (Κατερίνης, Κιλκίς, Κολυμπάρι Χανίων Κρήτης) καθώς και υλοποίηση έργων στον ΟΣΕ, στη ΔΕΗ κλπ..

Κατά την περίοδο 1994 - 1998, η ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε συνέχισε την πορεία της με την κατασκευή μεγάλων έργων. Το 1994 πραγματοποιήθηκε η εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και τέθηκαν οι βάσεις για μια μόνιμη και σταθερή ανοδική πορεία. Το 1995 η ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε απέκτησε εργοληπτικό πτυχίο Η΄ τάξης (ανώτατη τάξη).

Το 1997 η Εταιρία προεπιλέχθηκε και ανέλαβε σημαντικά έργα, για τα οποία είχε εκδηλώσει ενδιαφέρον, όπως η Παράκαμψη Λάρισας, τμήματα της Εγνατίας Οδού, τμήματα του Αεροδρομίου των Σπάτων, του νέου Αυτοκινητόδρομου Αθηνών - Θεσσαλονίκης και η κατασκευή σήραγγας, χωματουργικών και λοιπών έργων στη νέα Διπλή Σιδηροδρομική Γραμμή Αθηνών - Θεσσαλονίκης, περιοχή Πλαταμώνια -

Λεπτοκαρυάς. Επίσης, την ίδια περίοδο η Εταιρία προχώρησε στην εκτέλεση αυτοχρηματοδοτούμενων έργων, όπως των κτιρίων, γραφείων και καταστημάτων του Ιδρύματος ΕΡΡΙΚΟΣ ΝΤΥΝΑΝ (Νοσοκομείο Ερυθρού Σταυρού), του κτιρίου της Τραπέζης Μακεδονίας - Θράκης στο Βόλο, ενώ παράλληλα συνέχισε την κατασκευή άλλων σημαντικών έργων, όπως του νέου Αυτοκινητόδρομου Αθηνών - Κορίνθου τμήμα Μέγαρα - Κακιά Σκάλα και τμήμα Κινέττα - Άγιοι Θεόδωροι, του Περιφερειακού Γενικού Νοσοκομείου Αλεξανδρούπολης. Τέλος, η ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε διεύρυνε τον κύκλο εργασιών της στο εξωτερικό (κυρίως στο χώρο των Βαλκανίων, των Παρευξείνιων χωρών, στην Κύπρο, Μέση Ανατολή) λαμβάνοντας μέρος σε διαγωνισμούς κατασκευής αυτοκινητόδρομων στη Βουλγαρία.

Το 1999 η Εταιρία εγκατέστησε Σύστημα Διοίκησης Ποιότητας κατά το Διεθνές Πρότυπο ISO 9002:1994 και απέκτησε το πρώτο της Πιστοποιητικό Ποιότητας ISO 9002 από τον διαπιστευμένο Φορέα LLOYD'S REGISTER. Το 2004 Σύστημα Ποιότητας αναθεωρήθηκε με το νέο Πρότυπο ISO 9001:2000 και η Εταιρεία επαναπιστοποιήθηκε από το Γερμανικό Φορέα TÜV CERT / TÜV RHEINLAND GROUP. Η πιστοποίηση ισχύει μέχρι τον Ιούνιο του 2007.

Τον Απρίλιο του 1999 η Εταιρεία απέκτησε το 70% της Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ Α.Τ.Ε. έναντι 2.660.441.536 δρχ, δηλαδή 7.807.605 ευρώ περίπου. Η εξαγορά χρηματοδοτήθηκε με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.

Την 24.01.2002 του 2002 εξαγόρασε το 100% της Εταιρίας ΗΧΟΠΛΑΣΤ Α.Ε. με έδρα την Αθήνα έναντι 2.877.000 ευρώ. Το σύνολο του τιμήματος εξαγοράς προήλθε από τα διαθέσιμα της Εταιρείας. (www.attikat.gr)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

8.1 ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε

8.1.1 ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Οι αντίστοιχοι πίνακες του παραρτήματος παρουσιάζουν τα οικονομικά στοιχεία μέσω ισολογισμών και Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεων όπως εκείνα είναι δημοσιευμένα στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο ενώ παράλληλα ακολουθεί και επισκόπηση των οικονομικών στοιχείων για την περίοδο 2010-2014. Μελετώντας λοιπόν την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης για τα έτη 2010-2014 εξάγονται οι ακόλουθες παρατηρήσεις:

Όσον αφορά τον εταιρικό κύκλο εργασιών, το 2010 παρουσιάζεται κάμψη και συγκεκριμένα ανέρχεται στα € 37,48 εκ έναντι των € 66,04 εκ το προηγούμενο έτος. Η καθοδική πορεία του κύκλου εργασιών συνεχίζεται και το 2011, 2012 και 2013 φθάνοντας στα € 19,96 εκ, € 5 εκ και τα € 2,24 εκ αντίστοιχα. Η μείωση αυτή οφείλεται στην έλλειψη δημοπράτησης νέων έργων αλλά και στην μη ανάληψη μεγάλων έργων υψηλού προϋπολογισμού. Το 2014 ωστόσο, διαμορφώνεται υψηλότερος εταιρικός κύκλος εργασιών στα € 6,21 εκ παρουσιάζοντας έτσι αύξηση κατά 176,6% από το 2013.

Τα εταιρικά μικτά αποτελέσματα της ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε γίνονται αρνητικά το 2012 και 2013 φανερώνοντας ζημίες ύψους € -7εκ και € -5,94 χιλ τα αντίστοιχα έτη. Το 2014 υπάρχει ανάκαμψη στα μικτά αποτελέσματα και παρουσιάζονται κέρδη € 0,218 χιλ.

Στην συνέχεια, τα εταιρικά λειτουργικά αποτελέσματα (αποτελέσματα προ φόρων χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων – δηλαδή το EBITDA) αρχίζουν και μειώνονται από το 2011 φθάνοντας στα € 1,8 εκ από € 3,1 εκ το 2010 ενώ τα επόμενα έτη ως το 2014 υπάρχει ζημία η οποία διαμορφώνεται στα € -14,6 εκ το 2012, € -5,8 εκ το 2013 και € -1,4 ελ το 2014. Τα αρνητικά αυτά αποτελέσματα οφείλονται στον επαναπροσδιορισμό των απαιτήσεων από κατασκευαστικά συμβόλαια σε σχέση με τις τρέχουσες δυσμενείς οικονομικές συνθήκες της αγοράς καθώς επίσης και στην ολοκλήρωση παλαιών έργων σε συνδυασμό με την μείωση ανάληψης νέων.

Τα εταιρικά αποτελέσματα προ φόρων διαμορφώθηκαν ζημιογόνα από το 2011 ως το 2014 ιδιαίτερα το 2012 όπου οι ζημίες προ φόρων ανέρχονται στα € -15,53 εκ. Μόνο το 2010 υπήρξαν κέρδη προ φόρων ύψους € 0,12 εκ.

Τα καθαρά αποτελέσματα μετά φόρων όσον αφορά την εταιρεία ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε ήταν κερδοφόρα μόνο τον πρώτο χρόνο της εξεταζόμενης περιόδου δηλαδή το 2010 και διαμορφώθηκαν στα € 1,41εκ. ενώ τα υπόλοιπα έτη τα αποτελέσματα μετά φόρων ήταν ζημιογόνα και ανήλθαν στα € -2,9 εκ το 2011, € -12,5 εκ το 2012, € -7,47 εκ το 2013 και σε € -5,19 εκ το 2014.

Συνεχίζοντας, το κόστος πωλήσεων για το 2010 αποτελεί το 83,8% των πωλήσεων και συνεχίζει να αυξάνεται μέχρι και πάνω από τις πωλήσεις το 2012 και 2013 παρουσιάζοντας έτσι αρνητικά μικτά αποτελέσματα.

Το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων ανήλθε στα € 73,8 εκ το 2010, ποσό μειωμένο σε σχέση με το αντίστοιχο της προηγούμενης χρονιάς γεγονός που οφείλεται στην συγχώνευση των εταιρειών του συγκροτήματος ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ από την εταιρεία ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε. Το 2011 υπάρχει ξανά πώση των Ιδίων Κεφαλαίων στα € 67,05 εκ εξαιτίας της προεξόφλησης απαιτήσεων της εταιρείας από το Ελληνικό Δημόσιο. Κατά τον ίδιο τρόπο, η μείωση συνεχίζεται και τα υπόλοιπα έτη με τα ίδια Κεφάλαια να διαμορφώνονται στα € 51,1 εκ το 2012, € 40,8 εκ το 2013 και € 36,7 εκ το 2014 κυρίως λόγω του επαναπροσδιορισμού της εύλογης αξίας των επενδυτικών ακινήτων της εταιρείας.

Καθώς παρατηρούμε τα στοιχεία του ισολογισμού σε κάθετη μορφή, το σύνολο του κυκλοφορούν ενεργητικού λαμβάνει μεγαλύτερη τιμή το 2010 και αποτελεί το 65% του συνόλου του ενεργητικού με μέσο όρο την πενταετία στο 33,4%. Παράλληλα, το πάγιο ενεργητικό ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού λαμβάνει την μεγαλύτερη τιμή του το 2012, 88% και την χαμηλότερη το 2010, 35% με μέσο όρο πενταετίας 73%.

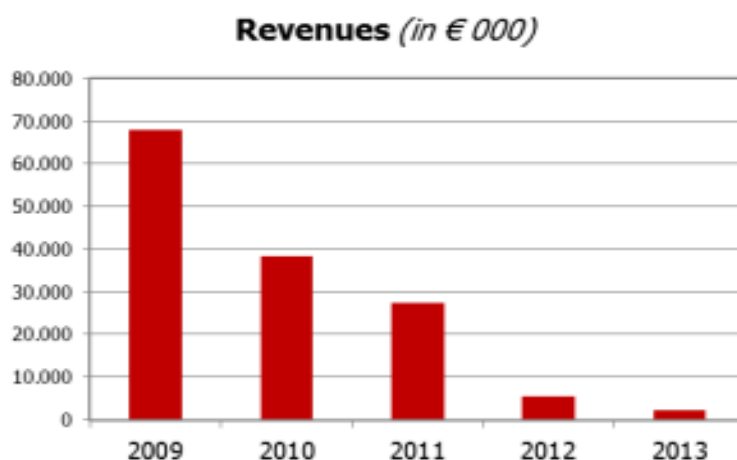
Επιπλέον, τα ταμιακά διαθέσιμα αποτελούν το 5,8% του συνόλου του κυκλοφορούν ενεργητικού, ποσό μεγαλύτερο από όλα τα υπόλοιπα έτη αφού το 2011 αποτελούν το 1,9%, το 2012 το 1,1% ενώ το 2013 και 2014 το 1,07% και 3% αντίστοιχα. Παραμένουν δηλαδή ένα σχετικά μικρό ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού το οποίο ωστόσο μειώνεται και αυτό στο πέρασμα των ετών. Από την άλλη, βλέπουμε πως το σημαντικότερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτελείται από τις απαιτήσεις από κατασκευαστικά συμβόλαια. Συγκεκριμένα, οι απαιτήσεις αυτές ως ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού διαμορφώνονται στην πενταετία με μέσο όρο 43,6%.

Στην συνέχεια, όσον αφορά τα στοιχεία του παθητικού, τα ίδια κεφάλαια ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού από 53% το 2011 μειώνονται στο 40% το 2014. Αντίθετα, το σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ως μέρος του παθητικού αυξάνεται διαχρονικά στην πενταετία αφού από 51% το 2010 και 46% το 2011 φτάνει στο 59% το 2014.

Το μετοχικό κεφάλαιο και ο λογαριασμός «διαφορά υπέρ το άρτιο» παραμένουν σταθερά και τα πέντε έτη.

Επιπλέον, το 2014 η εταιρεία αντιμετωπίζει σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας αφού σύμφωνα με την ετήσια έκθεση που είναι δημοσιευμένη στην ιστοσελίδα της εταιρείας οι ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της ανέρχονται στα 111,4 εκ. ευρώ και αφορούν επιταγές και γραμμάτια πληρωτέα ποσού 29,6 εκ. ευρώ, υποχρεώσεις από φόρους 7,63 εκ. ευρώ, μισθοδοσία προσωπικού 5,46 εκ. ευρώ, τραπεζικά δάνεια 62,96 εκ. ευρώ καθώς και υποχρεώσεις προς ασφαλιστικά ταμεία ύψους 6,07 εκ. ευρώ.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει την πορεία των εσόδων από το 2008 έως το 2013.



8.1.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

8.1.2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Ο αριθμοδείκτης της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας μειώνεται κατά τη διάρκεια της πενταετίας και από 0,392 το 2010 μειώνεται κατά 92% το 2013 στο 0,029 και 0,085 το 2014. Ο μέσος όρος και τα πέντε έτη είναι 0,16. Όσον αφορά τον δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας του παγίου ενεργητικού και εκείνος ακολουθεί πτωτική

πορεία μετά το 2010 και από 0,70 μειώνεται στο 0,082 το 2014 με μέσο όρο πενταετίας 0,24. Παρομοίως, μειώνεται και η κυκλοφοριακή ταχύτητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού αν και το 2014 παρουσιάζει μικρή άνοδο και ο μέσος όρος των πέντε ετών είναι 0,32.

Τέλος, ο δείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας του καθαρού κεφαλαίου κίνησης μειώνεται κάθε χρόνο και γίνεται αρνητικός μετά το 2011. Συγκεκριμένα, από 0,88 το 2010 και 0,7 το 2011, φθάνει το -1,93 το 2014. Αυτό συμβαίνει γιατί τα έτη 2012, 2013 και 2014 το κεφάλαιο κίνησης είναι αρνητικό εξαιτίας της μεγαλύτερης τιμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Γενικά, ένα αρνητικό κεφάλαιο κίνησης δηλαδή όταν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι υψηλότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό, ελλοχεύει καθυστέρηση ή αδυναμία εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων της επιχείρησης καθώς η οικονομική μονάδα είναι αρκετά ευαίσθητη σε μικρές αλλαγές των πωλήσεων και των συνθηκών της αγοράς.

Σε γενικές γραμμές, οι τιμές των δεικτών δραστηριότητας δεν είναι υψηλές και άρα όχι τόσο ικανοποιητική η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

8.1.2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Όσον αφορά τον δείκτη της μέσης διάρκειας της επένδυσης σε αποθέματα παρατηρείται πως το 2011 και το 2012 ο δείκτης είναι μηδενικός αφού δεν υπάρχουν αποθέματα εκείνα τα έτη. Το 2010 ο δείκτης είναι χαμηλός στη 1 ημέρα ενώ το 2013 και το 2014 στις 57 και 4 ημέρες αντίστοιχα. Το 2011 ο δείκτης παρουσιάζει την υψηλότερη τιμή του φανερώνοντας στασιμότητα στα αποθέματα για σχεδόν 2 μήνες.

Συνεχίζοντας με τον δείκτη της μέσης διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων, ο μέσος όρος της πενταετίας διαμορφώνεται στις 185 ημέρες με υψηλότερη τιμή τις 395 ημέρες το 2013 και χαμηλότερη τις 105 ημέρες το 2011. Ταυτόχρονα, ο παραπάνω δείκτης είναι καλό να συγκρίνεται και να μελετάται με τον δείκτη της μέσης διάρκειας πληρωμής των υποχρεώσεων. Και αυτό γιατί η ανάλυση και των δυο δίνει συμπεράσματα για το πόσο γρήγορα η επιχείρηση εισπράττει τις απαιτήσεις της και πότε εξοφλεί τις υποχρεώσεις της. Αν η τιμή του πρώτου αριθμοδείκτη είναι υψηλότερη από την τιμή του άλλου αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση δε μπορεί να πληρώνει έγκαιρα τις υποχρεώσεις της λόγω προβλημάτων ρευστότητας.

Έτσι, η μέση διάρκεια πληρωμής των υποχρεώσεων έχει μέσο όρο τα πέντε έτη 498 ημέρες, τιμή μεγαλύτερη από την αντίστοιχη του προηγούμενου δείκτη. Το γεγονός αυτό φανερώνει πως η επιχείρηση εξοφλεί τις υποχρεώσεις της αφού έχει λάβει τις απαιτήσεις της δείχνοντας έτσι αποτελεσματικότερη διαχείριση.

8.1.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης της συνολικής αποδοτικότητας κυμαίνεται γενικά σε χαμηλά επίπεδα το 2010 και 2011 και συγκεκριμένα στο 3,2% και 2,1% αντίστοιχα ενώ τα επόμενα έτη γίνεται αρνητικός.

Στη συνέχεια, ο δείκτης του μικτού περιθωρίου κέρδους από 16% το 2010 μειώνεται στο 9,7% το επόμενο έτος και για τα επόμενα δύο έτη λαμβάνει αρνητικές τιμές λόγω των ζημιολογώνων μικτών αποτελεσμάτων αυτών των χρήσεων ενώ γίνεται ξανά θετικός το 2014 και διαμορφώνεται στο 3,5%. Παρόμοια τροπή λαμβάνει και ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου κέρδους αφού μετά το 3,7% το 2010 παραμένει αρνητικός τα επόμενα τέσσερα έτη φθάνοντας το -332% το 2013.

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων δε λαμβάνει ιδιαίτερα ικανοποιητικές τιμές αφού και εκείνη έχει αρνητικές τιμές μετά το 2010 εφόσον παρουσιάζονται ζημίες στα καθαρά κέρδη για όλες τις επόμενες χρήσεις μετά του 2010. Παρομοίως, ο αριθμοδείκτης της αποδοτικότητας του ενεργητικού γίνεται αρνητικός μετά το 2010.

8.1.2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η τιμή του αριθμοδείκτη της τρέχουσας ρευστότητας κατά την πενταετία 2010-2014, κυμάνθηκε από το 0,82 στο 1,74. Συγκεκριμένα, ο δείκτης έλαβε την μεγαλύτερη τιμή το 2010 στο 1,74 και το 2011 στο 1,67 ενώ τα επόμενα έτη διαμορφώθηκε κοντά στο 0,84 με μέσο όρο πενταετίας 1,18. Παρόμοια πορεία ακολούθησε και η άμεση ρευστότητα με τα δύο πρώτα έτη να λαμβάνει τις μεγαλύτερες τιμές της ενώ αργότερα παρουσιάστηκε μείωση (μέσος όρος 1,18). Επίσης, παρατηρείται πως το 2011 και το 2012 οι δύο δείκτες συμπίπτουν αφού τα αποθέματα τα δύο εκείνα έτη είναι μηδενικά.

Γενικά, οι δείκτες ρευστότητας κυμάνθηκαν σε ικανοποιητικά επίπεδα όλα τα έτη αφού ήταν συνήθως πάνω από 1,0 ή πολύ κοντά στην μονάδα.

8.1.2.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

Όσον αφορά τον δείκτη των ιδίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια, παρατηρούμε πως η διακύμανση που παρουσιάζεται μέσα στην πενταετία δεν είναι μεγάλη καθώς ο δείκτης κυμαίνεται από 40,3% σε 53,3%. Την μεγαλύτερη τιμή του ο δείκτης την λαμβάνει το 2011 και ο μέσος όρος τα πέντε έτη είναι 47%.

Συνεχίζοντας με τους δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίου, ο δείκτης των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια παρουσιάζει μείωση κατά την πενταετία. Το 2010 και το 2011 διαμορφώθηκε στο 33,8% και 40,6% ενώ τα επόμενα έτη μειώθηκε με μέσο όρο 12,23%. Από την άλλη μεριά, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης αυξήθηκε κατά την διάρκεια των ετών από 14,2% το 2010 έφτασε το 39,3% το 2014.

Τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς απασχοληθέντα κεφάλαια αυξάνονται από 22,8% το 2010 σε 46,7% και 49,3% το 2013 και 2014 με μέσο όρο και τα πέντε έτη 37,08%. Τέλος, ο δείκτης της κάλυψης τόκων διαμορφώνεται αρνητικός και τα πέντε έτη της εξεταζόμενης περιόδου αφού τα συνολικά κέρδη της εταιρείας παρουσιάζονται ζημιογόνα όλη την περίοδο. Συγκεκριμένα, το 2010 η κάλυψη τόκων είναι -1,96 φορές και στη συνέχεια μειώνεται ακόμα περισσότερο φθάνοντας τις -18,28 φορές το 2012. Αργότερα, παρουσιάζει βελτίωση παραμένοντας όμως σε αρνητικά επίπεδα.

8.1.2.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Η τιμή του δείκτη πάγιο ενεργητικό προς κυκλοφορούν ενεργητικό αυξάνεται από 0,53 το 2010 σε 0,75 το 2011 και αμέσως μετά αυξάνεται και διαμορφώνεται με μέσο όρο 5,58 ως το 2014. Η αύξηση εξηγείται και από την εικόνα του ισολογισμού όπου το πάγιο ενεργητικό αυξάνεται τα τελευταία 3 χρόνια παραπάνω από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Ο αριθμοδείκτης καθαρού παγίου ενεργητικού προς συνολικό ενεργητικό αυξάνεται μετά το 2010 από 0,349 στο 0,832 το 2014 με μέσο όρο πενταετίας 0,664.

8.1.2.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ο δείκτης της χρηματοδότησης παγίου με ίδια κεφάλαια παρουσιάζει μείωση κατά τη διάρκεια της πενταετίας. Πιο ειδικά, το 2010 ο αριθμοδείκτης διαμορφώθηκε στο 1,38 και μετά παρουσίασε πτώση που έφτασε ως το 0,48 το 2014 με μέσο όρο και τα πέντε έτη στο 0,83. Οι όχι και τόσο υψηλές τιμές του δείκτη τα τελευταία χρόνια ίσως να φανερώνουν πως η επέκταση και η χρηματοδότηση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού να πραγματοποιήθηκε περισσότερο από δανειακά κεφάλαια παρά από ίδια.

Στην συνέχεια, ο δείκτης της χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας παρουσιάζει και εκείνος μείωση μετά το 2010 και γίνεται αρνητικός το 2012 και 2013 εξαιτίας του ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης εκείνα τα έτη είναι αρνητικό αφού οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι υψηλότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Συγκεκριμένα, από 0,425 το 2010 και 0,401 το 2011 μειώνεται στο -0,26 και -0,099 τα επόμενα δύο έτη ενώ αυξάνεται στο 0,21 το 2014.

Τέλος, ο δείκτης της χρηματοδότησης του παγίου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας μειώνεται και εκείνος μετά το 2010 χωρίς να γίνεται όμως αρνητικός και έχει μέσο όρο πενταετίας 1,23.

8.2 ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε

8.2.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΕΙΣ

Οι πίνακες του παραρτήματος παρουσιάζουν τα οικονομικά στοιχεία μέσω ισολογισμών και Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεων της εταιρείας ΤΕΡΝΑ Α.Ε όπως εκείνα είναι δημοσιευμένα στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο ενώ παράλληλα ακολουθεί και επισκόπηση των οικονομικών στοιχείων για την περίοδο 2010-2014.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρείας ΤΕΡΝΑ Α.Ε, ο κύκλος εργασιών αυξάνεται καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου με το μεγαλύτερο ύψος πωλήσεων να σημειώνεται το 2014 στα 718 εκατ. ευρώ περίπου και το χαμηλότερο το 2012 στα 291 εκατ. ευρώ περίπου. Το 2011 οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 40% σε σχέση με το προηγούμενο έτος ενώ το 2012 παρουσιάστηκε μείωση σχεδόν πάλι 40% από το 2011. Ωστόσο, γενικά το σύνολο των πωλήσεων το 2014 αυξήθηκε κατά 104% από το 2010.

Στη συνέχεια, το κόστος των πωλήσεων ως ποσοστό των πωλήσεων διαμορφώνει την μεγαλύτερη του τιμή το 2010 όπου αποτελεί το 95% των συνολικών πωλήσεων και την ελάχιστη τιμή το 2011 όπου αποτελεί το 87% των πωλήσεων. Ο μέσος όρος και των πέντε ετών κυμαίνεται στο 91,6%.

Ταυτόχρονα, τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας ως ποσοστό των πωλήσεων διαμορφώνονται σε σχετικά μικρό ποσοστό που κυμαίνεται από 2% έως 5% περίπου. Ειδικότερα, το 2010 τα διοικητικά έξοδα αποτελούν το 4,4% των πωλήσεων, το 2,8% το 2011, 4,8% το 2012 και 3,7% και 2,2% το 2013 και 2014 αντίστοιχα. Επίσης, τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη την περίοδο 2010-2014 κυμάνθηκαν σε πολύ χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό των πωλήσεων με μέσο όρο πενταετίας 0,32% περίπου.

Όσον αφορά τα μικτά κέρδη, το μεγαλύτερο αποτέλεσμα ως απόλυτος αριθμός πραγματοποιήθηκε το 2011 στα 65 εκ ευρώ περίπου ενώ το μικρότερο το 2010 στα 17 εκ ευρώ. Σε γενικές γραμμές τα μικτά κέρδη παρουσίασαν αύξηση κατά τη διάρκεια της πενταετίας εκτός από το 2012 όπου μειώθηκαν. Στη συνέχεια όμως αυξάνονταν ως το 2014.

Τα αποτελέσματα προ φόρου εισοδήματος παρουσιάζονται ζημιογόνα το 2010 και 2012 στο -1 εκ ευρώ και -2,5εκ ευρώ αντίστοιχα ενώ το 2011 και 2014 διαμορφώνονται σχεδόν στο ίδιο επίπεδο με καθαρά κέρδη προ φόρου στα 29 εκ ευρώ.

Τα ίδια με τα ανωτέρω συμβαίνουν και στα καθαρά αποτελέσματα μετά φόρου όπου υπάρχουν ζημίες το 2010 και 2012 της τάξης των 2,6 εκ ευρώ και 4,9 εκ ευρώ αντίστοιχα ενώ τα υψηλότερα καθαρά αποτελέσματα παρουσιάζονται το 2011 με κέρδη 23 εκ ευρώ.

Στην ανάλυση του ισολογισμού σε κάθετη μορφή παρατηρείται πως κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, το σύνολο του ενεργητικού και του παθητικού μειώνεται το 2012 κατά 15% σε σχέση με το 2010 και διαμορφώνεται στα 627 εκ. ευρώ περίπου. Την μεγαλύτερη τιμή τους την λαμβάνουν το 2014 στα 857 εκ ευρώ.

Από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, οι εμπορικές απαιτήσεις λαμβάνουν την μεγαλύτερη τιμή τους το 2011 στα 232 εκ ευρώ περίπου και ταυτόχρονα αποτελούν το 45% του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Γενικά, ο λογαριασμός των εμπορικών απαιτήσεων όλα τα έτη αποτελεί υψηλό ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού με μέσο όρο 38%. Αμέσως επόμενα στοιχεία του κυκλοφορούντος ως ποσοστά του είναι οι λοιπές απαιτήσεις και οι απαιτήσεις από κατασκευαστικά συμβόλαια. Τέλος,

ικανοποιητικό ποσοστό στο σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού κατέχουν και τα χρηματικά διαθέσιμα με μέσο όρο πενταετίας στο 15,6%.

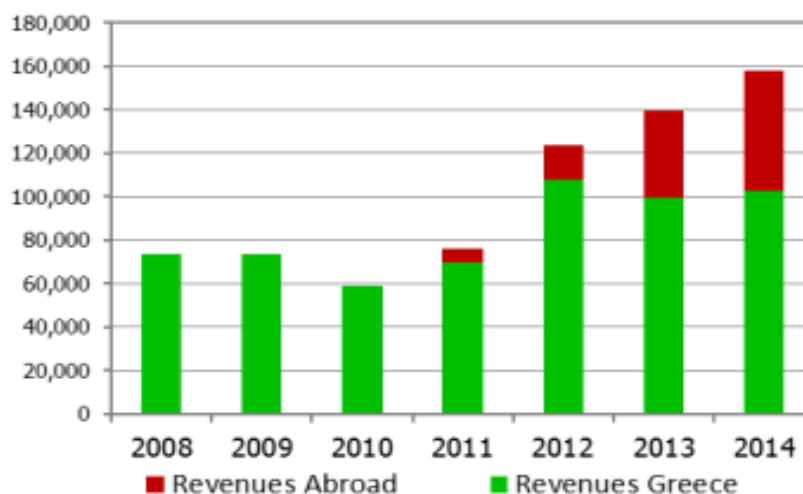
Στην συνέχεια, αναλύοντας το παθητικό, παρατηρείται πως τα ίδια κεφάλαια καθ' όλη την διάρκεια την υπό εξέταση περιόδου είναι μικρότερα από το σύνολο των υποχρεώσεων οι οποίες κατά μέσο όρο αποτελούν το 81,6% του συνόλου του παθητικού σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια που κατά μέσο όρο αποτελούν το 18,1% του παθητικού.

Το μετοχικό κεφάλαιο παραμένει αμετάβλητο τα τρία πρώτα χρόνια της ανάλυσης στα 28 εκ. ευρώ περίπου ενώ το 2013 και 2014 αυξάνεται στα 40 εκ. ευρώ (αύξηση 38%).

Όσον αφορά το λογαριασμό των μακροπρόθεσμων δανείων, μέχρι και το 2012 αποτελεί το σημαντικότερο στοιχείο στο σύνολο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ενώ λαμβάνει την μεγαλύτερη τιμή του το 2013. Ωστόσο, το 2014 μειώνεται αρκετά και ειδικότερα κατά 49% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Συνεχίζοντας με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, οι προμηθευτές αποτελούν μεγάλο μέρος του συνόλου των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ενώ το 2014 διαμορφώνονται στα 168 εκ. ευρώ περίπου από 100 εκ. ευρώ τα προηγούμενα έτη. Στον ίδιο λογαριασμό, τα βραχυπρόθεσμα δάνεια λαμβάνουν την μεγαλύτερη τιμή των 122 εκ. ευρώ περίπου το 2011 και την χαμηλότερη το 2014 όπου διαμορφώνονται στα 22,5 εκ. ευρώ.

Ακολουθεί ένα διάγραμμα με την πορεία των εσόδων για την εταιρεία τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο.



8.2.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

8.2.2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας έχει μέσο όρο πενταετίας 1,25. Η χαμηλότερη τιμή παρουσιάζεται το 2013 όπου ο δείκτης διαμορφώνεται στο 0,85 αλλά αυξάνεται και το 2014 φθάνει στη μεγαλύτερή του τιμή 1,85. Γενικά, ο δείκτης κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα και τα πέντε έτη. Επίσης, σε υψηλά επίπεδα διαμορφώνεται και η ταχύτητα του παγίου ενεργητικού με μέσο όρο 1,75 ενώ η υψηλότερη τιμή σημειώνεται το 2014 στο 2,17. Ο δείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας του κυκλοφορούντος ενεργητικού κυμαίνεται σε χαμηλότερες τιμές σε σχέση με εκείνες του παγίου ενεργητικού και με μέσο όρο πενταετίας 0,89. Η υψηλότερη τιμή του αριθμοδείκτη σημειώνεται το 2014 στο 1,36 ενώ η χαμηλότερη το 2010 στο 0,64 και από τότε ακολουθεί ανοδική πορεία.

Τέλος, η ταχύτητα κυκλοφορίας του καθαρού κεφαλαίου κίνησης παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλές τιμές και συγκεκριμένα το 2014 φθάνει το 12,34 και έχει μέσο όρο τα πέντε έτη 5,38. Οι υψηλές τιμές του δείκτη μπορεί να σημαίνουν κάποια ανεπάρκεια κεφαλαίου κίνησης ή υψηλές τιμές βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

8.2.2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης της μέσης διάρκειας της επένδυσης σε αποθέματα παρουσιάζει μέση τιμή τα πέντε έτη ίση με 4 μέρες. Γενικά, ο αριθμοδείκτης δεν παρουσιάζει μεγάλες διαφορές από το ένα έτος στο άλλο. Η υψηλότερη και η χαμηλότερή του τιμή είναι 4,7 μέρες το 2012 και 2,53 μέρες το 2011 αντίστοιχα. Οι τιμές του δείκτη είναι ικανοποιητικές καθώς δεν είναι υψηλές γεγονός που θα σήμαινε υψηλό απόθεμα το οποίο μένει στάσιμο αρκετές μέρες, αλλά ούτε ιδιαίτερα χαμηλές.

Στη συνέχεια, μελετώντας τη μέση διάρκεια εισπράξεως απαιτήσεων, παρατηρείται μείωση των ημερών κατά 62,3% από το 2010 ως το 2014 ενώ ο μέσος όρος τα πέντε έτη διαμορφώθηκε στις 167 ημέρες. Συγκεκριμένα, από 227 μέρες που ήταν η μέση διάρκεια εισπράξεως απαιτήσεων το 2010 μειώθηκε σταδιακά στις 172 ημέρες το επόμενο έτος φθάνοντας τις 85 ημέρες το 2014. Ο δείκτης αυτός κυμαινόταν σε υψηλά επίπεδα καθώς η εταιρεία χρειαζόταν παραπάνω από τρεις μήνες ώστε για την

είσπραξη των απαιτήσεων της. Ωστόσο, το 2014 ο χρόνος αυτός μειώνεται σημαντικά καθιστώντας λιγότερο επισφαλή την είσπραξη των απαιτήσεων.

Παράλληλα, όπως προαναφέρθηκε ο δείκτης της είσπραξης των απαιτήσεων είναι σημαντικό να συγκρίνεται με τον δείκτη της μέσης διάρκειας πληρωμής των υποχρεώσεων. Για τον τελευταίο, παρατηρείται πως μόνο το 2014 είναι μεγαλύτερος του δείκτη της μέσης διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων ενώ ο μέσος όρος πενταετίας είναι 93 ημέρες έναντι 167 ημερών. Αυτό ουσιαστικά σημαίνει πως από το 2010 έως και το 2013 η επιχείρηση πλήρωνε γρηγορότερα τις υποχρεώσεις της απ' ότι λάμβανε τις απαιτήσεις της γεγονός που συνεπάγεται προβλήματα ρευστότητας.

8.2.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Στην ανάλυση των δεικτών αποδοτικότητας, η συνολική αποδοτικότητα το 2014 φθάνει στην υψηλότερη τιμή της 11% ενώ το 2010 παρουσιάζει την χαμηλότερή της στο 1,9% χωρίς όμως να γίνεται αρνητική.

Ο δείκτης του μικτού περιθωρίου κέρδους έχει μέση τιμή 8,18% και φθάνει το 13% το 2011 και από μειώνεται ως το 6,1% το 2014. Παράλληλα, η τιμή του δείκτη του καθαρού περιθωρίου κέρδους διαμορφώνεται αρνητική το 2010 και το 2012 εξαιτίας των ζημιογόνων καθαρών αποτελεσμάτων χρήσης ενώ το 2011 παρουσιάζει την μεγαλύτερη τιμή του 4,7%.

Συνεχίζοντας, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι και εκείνη αρνητική το 2010 και 2012 και έχει μέσο όρο τα πέντε έτη 4,6%. Με παρόμοιο τρόπο διαμορφώνεται και η αποδοτικότητα του ενεργητικού η οποία είναι και εκείνη αρνητική τα δύο προαναφερθέντα έτη και έχει μέση τιμή ίση με 0,94%.

8.2.2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι τιμές των δεικτών τρέχουσας και άμεσης ρευστότητας κυμάνθηκαν σε υψηλά επίπεδα καθώς και οι δύο δείκτες όλα τα έτη έχουν τιμές πάνω από 1,0. Πιο ειδικά, ο μέσος όρος του δείκτη της τρέχουσας ρευστότητας τα πέντε έτη είναι 1,29 ενώ η μεγαλύτερη του τιμή διαμορφώνεται το 2013 στο 1,62 και η χαμηλότερη το 2014 στο

1,12. Παρόμοιες τιμές παρουσιάζει και ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας με μέσο όρο 1,27 ενώ η χαμηλότερή του τιμή βρίσκεται πάλι το 2014 στο 1,1.

8.2.2.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

Από τους αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίου και βιωσιμότητας ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια έχει μέσο όρο την εξεταζόμενη περίοδο ίσο με 18,16%. Το 2013 ο δείκτης παρουσιάζει την μεγαλύτερη τιμή του στο 20,6% ενώ το 2010 την χαμηλότερη στο 14,9%. Στη συνέχεια, ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς τα ξένα κεφάλαια παρουσιάζει διάφορες διακυμάνσεις στη διάρκεια των ετών οι οποίες δεν απέχουν πολύ μεταξύ τους. Συγκεκριμένα, από 52,4% το 2010 τιμή η οποία είναι και η μικρότερη φθάνει το 75,2% την επόμενη χρονιά ενώ μειώνεται ως το 2014 ως το 59,8% με μέσο όρο 61,54%.

Ακόμη, η δανεική επιβάρυνση αυξάνεται στην πάροδο του χρόνου έως και το 2013 ενώ το 2014 μειώνεται κατά 26% και έχει μέσο όρο 29,7%. Ο αριθμοδείκτης των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων προς τα απασχοληθέντα κεφάλαια κυμαίνεται από 57% έως 65% και παρουσιάζει μέσο όρο πενταετίας 61,8%.

Τέλος, ο δείκτης της κάλυψης τόκων κυμαίνεται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα όλα τα έτη και συγκεκριμένα από 0,76 έως 2,98 φορές με μέσο όρο 1,68 φορές.

8.2.2.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Ο δείκτης του παγίου ενεργητικού προς το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει μικρές διακυμάνσεις στα πέντε έτη καθώς κυμαίνεται από 0,363 το 2010 σε 0,654 το 2012 και 0,626 το 2014 και μέσο όρο 0,51. Επίσης μικρή διακύμανση στις τιμές του παρουσιάζει ο δείκτης παγίου ενεργητικού προς συνολικό ενεργητικό που έχει μέσο όρο πενταετίας 0,335 και παρουσιάζει την υψηλότερή του τιμή επίσης το 2012 στο 0,395.

8.2.2.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Όσον αφορά τον δείκτη της χρηματοδότησης του παγίου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια, η μέση τιμή των πέντε ετών είναι 54,4% και δεν παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια της πενταετίας ενώ η μεγαλύτερη του τιμή καταγράφεται το 2013 στο 62,2%.

Ταυτόχρονα, η χρηματοδότηση του κυκλοφορούν ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας έχει μέση τιμή 21,6% ενώ η μεγαλύτερη τιμή του δείκτη διαμορφώνεται το 2013 με ποσοστό 38,3%. Τώρα, η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας διαμορφώνεται με υψηλότερα ποσοστά όλη την πενταετία με μέσο όρο 144,62% ενώ το 2013 η τιμή του δείκτη φθάνει το 177%. Δηλαδή το πάγιο ενεργητικό χρηματοδοτείται σε ποσοστό μεγαλύτερο από το σύνολό του από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

8.3 ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.

8.3.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΩΛΗΣΕΙΣ

Οι πίνακες στο παράρτημα παρουσιάζουν τα οικονομικά στοιχεία μέσω ισολογισμών και Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεων της εταιρείας ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε όπως εκείνα είναι δημοσιευμένα στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο ενώ παράλληλα ακολουθεί και επισκόπηση των οικονομικών στοιχείων για την περίοδο 2011-2014.

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί πως για την συγκεκριμένη εταιρεία τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης του 2010 όπως εκείνα έχουν δημοσιευθεί στην επίσημη σελίδα της εταιρείας είναι λανθασμένα καθώς δε συμφωνούν τα νούμερα. Έτσι η ανάλυση που αφορά την ΚΑΧ ξεκινά από το 2011 σε αντίθεση με τις υπόλοιπες δύο εταιρείες.

Παρατηρώντας την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης για την εταιρεία ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε, τα έσοδα της παρουσιάζουν μείωση κάθε έτος. Συγκεκριμένα, το 2011 υπάρχει μείωση των εσόδων κατά σχεδόν 9 εκ. ευρώ εξαιτίας της δυσχέρειας εκτέλεσης των ήδη αναληφθέντων έργων λόγω των προβλημάτων ρευστότητας που αντιμετωπίζει η εταιρεία εξαιτίας της καθυστέρησης εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του Δημοσίου. Η πτώση των εσόδων συνεχίζει καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου φθάνοντας έτσι στο 2014 όπου τα συνολικά έσοδα έχουν μειωθεί κατά 99,4% σε σχέση

με το 2010. Ο λόγος σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της εταιρίας το 2014 είναι η μη ύπαρξη νέων συμβάσεων μετά από την ολοκλήρωση των παλαιότερων.

Τα αποτελέσματα προ φόρων διαμορφώνονται ζημιογόνα καθόλη τη διάρκεια της ανάλυσης. Τέλος, τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα μετά φόρων παρουσιάζονται και εκείνα ζημιογόνα όλα τα έτη. Ωστόσο, η ζημία διαμορφώνεται στα 32 εκ. ευρώ το 2011 και φτάνει τα -29 εκ. ευρώ το 2014.

Στη συνέχεια, όσον αφορά τη μελέτη των ισολογισμών για την εξεταζόμενη περίοδο παρατηρούμε πως το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το μεγαλύτερο ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού όλα τα έτη και έχει μέσο όρο την πενταετία 53,23%. Επίσης, το 2014 το κυκλοφορούν ενεργητικό φθάνει το 57% του ενεργητικού ενώ η χαμηλότερη τιμή του καταγράφεται το 2011 στο 50%. Έτσι το πάγιο ενεργητικό κατά μέση τιμή αποτελεί το 46,28% του συνόλου του ενεργητικού ενώ αντιστρόφως με το κυκλοφορούν η υψηλότερη τιμή παρουσιάζεται το 2011 στο 49,9% και η χαμηλότερη το 2014 στο 42,2%.

Στο κυκλοφορούν ενεργητικό, παρατηρείται πως κατά τη διάρκεια των ετών το μεγαλύτερο μέρος κατέχει ο λογαριασμός των λοιπών απαιτήσεων με μέσο όρο πενταετίας ως ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού 60,66%. Ο αμέσως επόμενος λογαριασμός είναι εκείνος των πελατών με μέσο όρο 36,24% και τα πέντε χρόνια. Ταυτόχρονα, παρατηρείται μείωση των ταμιακών διαθεσίμων μετά το 2010. Πιο ειδικά, από 185 χιλ. ευρώ παρουσιάζουν πτώση 84% το 2011 και αυξάνονται πάλι το 2012. Ωστόσο, η μείωση συνεχίζεται τα επόμενα έτη και τελικά το 2014 τα ταμιακά διαθέσιμα διαμορφώνονται στα 4 χιλ. ευρώ.

Περνώντας στην ανάλυση του παθητικού για την ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε, το μετοχικό κεφάλαιο παραμένει σταθερό στην πενταετία στα 24 εκ. ευρώ περίπου ενώ το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μειώνεται κάθε χρόνο και από 52 εκ. ευρώ το 2010 και 19 εκ. ευρώ το 2011 διαμορφώνεται αρνητικό τα επόμενα τρία χρόνια φθάνοντας τα -52 εκ. το 2014. Η αρνητική αυτή τιμή των ιδίων κεφαλαίων οφείλεται στα ζημιογόνα αποτελέσματα εις νέο των οποίων το αρνητικό ποσό ξεπερνά το ύψος των υπόλοιπων στοιχείων του λογαριασμού των Ιδίων Κεφαλαίων.

Επιπλέον το μεγαλύτερο μέρος του παθητικού αποτελείται από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις οι οποίες σαν ποσοστό του παθητικού αυξάνονται κάθε έτος φθάνοντας μάλιστα το 126% του παθητικού το 2014. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δηλαδή

ξεπερνούν το σύνολο του παθητικού το 2014 εξαιτίας της μεγάλης ζημίας που παρουσιάζεται στα ίδια κεφάλαια.

Αντίθετα με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν πτωτική πορεία και από 75 εκ. ευρώ το 2010 μειώνονται στα 17 εκ. το 2014.

8.3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

8.3.2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας παρουσιάζει πτωτική πορεία στη διάρκεια της πενταετίας ξεκινώντας από 0,08 το 2010 καταλήγει στο 0,0017 το 2014 με μέσο όρο τα πέντε έτη 3,054%.

Την ίδια εξέλιξη είχαν και οι δείκτες της κυκλοφοριακής ταχύτητας των παγίων και του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Συγκεκριμένα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του παγίου ενεργητικού παρουσιάζει μέσο όρο 2,42% και η κυκλοφοριακή ταχύτητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού 2,37%. Επίσης, και οι δύο δείκτες παρουσιάζουν υψηλό ποσοστό μείωσης από το 2010 ως το 2014 και συγκεκριμένα ο πρώτος μειώνεται κατά 98,9% και ο δεύτερος κατά 91,36%.

Τέλος, ο δείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κίνησης παρουσιάζει την μεγαλύτερη τιμή του το 2010 στο 49,7% και έκτοτε γίνεται αρνητικός όλα τα επόμενα έτη φθάνοντας στη χαμηλότερη τιμή του το 2014 στο -0,0064. Η αρνητική τιμή της κυκλοφοριακής ταχύτητας του καθαρού κεφαλαίου κίνησης οφείλεται στις αρνητικές τιμές που λαμβάνει το καθαρό κεφάλαιο κίνησης μετά το 2010.

8.3.2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης της μέσης διάρκειας της επένδυσης σε αποθέματα παρατηρούμε πως αυξάνεται κάθε χρόνο. Συγκεκριμένα από την πολύ μικρή τιμή που λάμβανε το 2010 καταλήγει το 2014 να φθάνει σχεδόν τις 65 ημέρες ενώ ο μέσος όρος και τα πέντε έτη είναι 91 σχεδόν ημέρες.

Παράλληλα, η μέση διάρκεια πληρωμής των υποχρεώσεων λαμβάνει ανάλογη πορεία με τον προηγούμενο δείκτη αφού η αύξηση τα τελευταία έτη της ανάλυσης είναι πολύ μεγάλη.

8.3.2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης της συνολικής αποδοτικότητας το 2010 διαμορφώνεται στο 88%, το 2011 μειώνεται στο 60,6% και αυξάνεται πάλι το 2012 στο 77%. Στη συνέχεια, παρουσιάζει σημαντική αύξηση το 2013 στο 246% ενώ το 2014 μειώνεται και γίνεται αρνητικός στο -65%. Η αρνητική τιμή του τελευταίου έτους της εξεταζόμενης περιόδου οφείλεται στην αρνητική τιμή του καθαρού ενεργητικού. Γενικά, η συνολική αποδοτικότητα λαμβάνει μέση τιμή 81% κατά τη διάρκεια της πενταετίας.

Παράλληλα οι δείκτες του μικτού περιθωρίου κέρδους και του καθαρού περιθωρίου κέρδους λαμβάνουν αρνητικές τιμές όλα τα έτη της πενταετίας εκτός από το μικτό περιθώριο κέρδους το οποίο έχει θετική τιμή το 2014 εξαιτίας των κερδών που παρουσιάστηκαν στα μικτά αποτελέσματα. Πιο ειδικά, το μικτό περιθώριο κέρδους λαμβάνει αρνητικές τιμές τα έως και το 2013 λόγω των ζημιολόγων μικτών αποτελεσμάτων ενώ το 2014 αυξάνεται στο 59% με μέσο όρο τα πέντε έτη -364,7%. Όσον αφορά καθαρό περιθώριο κέρδους, είναι αρνητικό και τα πέντε έτη αφού τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας είναι ζημιολόγα.

Ο αριθμοδείκτης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων βαίνει αρνητικός τα πρώτα δύο χρόνια ενώ τα επόμενα τρία παρουσιάζει θετικό ποσοστό και λαμβάνει μέσο όρο τα πέντε έτη ίσο με 282,72%. Τέλος, η αποδοτικότητα του ενεργητικού διαμορφώνεται αρνητικά και τα πέντε χρόνια με μέσο όρο πενταετίας -17,7%.

8.3.2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι δείκτες τρέχουσας και άμεσης ρευστότητας για την εταιρεία ΑΤΤΙΚΑΤ παρουσιάζουν ελάχιστη διαφορά μεταξύ τους. Συγκεκριμένα, η τρέχουσα ρευστότητα έχει μέσο όρο και τα πέντε έτη 0,722 ενώ μειώνεται σταδιακά κάθε χρόνο ξεκινώντας από 1,21 το 2010 και 0,715 τον επόμενο χρόνο, φθάνοντας το 2014 στο 0,458.

Παρόμοια πορεία παρουσιάζει και ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας ο οποίος έχει μέσο όρο λίγο μικρότερο από την τρέχουσα ρευστότητα, 0,701 ενώ και εκείνος έχει πτωτική πορεία στη διάρκεια της πενταετίας.

8.3.2.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια παρουσιάζει μείωση από χρόνο σε χρόνο ξεκινώντας από 23% το 2010 και 11% το 2011 στη συνέχεια γίνεται αρνητικός το 2012 και το τελευταίο έτος της εξεταζόμενης περιόδου φθάνει στη χαμηλότερη τιμή του -38%. Παρόμοια εξέλιξη παρουσιάζει και ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς τα ξένα κεφάλαια καθώς και εκείνος ξεκινώντας από 69% το 2010 και 59% το 2011 μειώνεται στο -306,9% το 2014.

Όσον αφορά τον δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης, παρουσιάζει μέσο όρο 20,6% την πενταετία ενώ η υψηλότερη και η χαμηλότερη τιμή της διαμορφώνονται στο 33% το 2010 και στο 12,5% το 2014 αντίστοιχα. Συνεχίζοντας με τους δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίου και βιωσιμότητας, εκείνος των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων προς τα απασχοληθέντα κεφάλαια παρουσιάζει αύξηση τα πρώτα έτη και καταλήγει αρνητικός το 2014. Πιο ειδικά, από 59% το 2010 αυξάνεται στο 104% το 2012 και στο 390% το 2013 ενώ το τελευταίο έτος μειώνεται αρκετά και διαμορφώνεται αρνητικός στο -48,3%.

Τέλος, η κάλυψη τόκων από αρνητική το 2010 στις -1,39 φορές αυξάνεται και γίνεται θετική όλα τα υπόλοιπα έτη ενώ η υψηλότερη τιμή σημειώνεται το 2012 στις 12,16 φορές ενώ στη συνέχεια μειώνεται πάλι στις 7,64 φορές το 2013 και 2,94 το 2014. Ο μέσος όρος του δείκτη και για τα 5 έτη είναι 5,57 φορές,

8.3.2.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Όσον αφορά τον δείκτη του παγίου ενεργητικού προς το κυκλοφορούν ενεργητικό, υπάρχει μικρή διακύμανση κατά τη διάρκεια της πενταετίας και η μέση τιμή του είναι 0,87. Η μεγαλύτερη τιμή του δείκτη σημειώνεται το 2011 στο 0,99 ενώ η χαμηλότερη το 2014 όπου διαμορφώνεται στο 0,73.

Παράλληλα, ο αριθμοδείκτης του παγίου ενεργητικού προς το συνολικό ενεργητικό εξελίσσεται επίσης με μικρή διακύμανση και με μέσο όρο πενταετίας 0,46. Η

μεγαλύτερη τιμή του παρουσιάζεται το 2011 στο 0,49 ενώ η χαμηλότερη ομοίως το 2014 στο 0,42.

Γενικά, οι τιμές των αριθμοδεικτών της παγιοποίησης περιουσίας διαμορφώνονται σε φυσιολογικά επίπεδα που δεν είναι πολύ χαμηλά ούτε όμως πολύ υψηλά γεγονός που μπορεί να σήμαινε υψηλό δανεισμό και άρα υψηλές αποσβέσεις.

8.3.2.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ο δείκτης χρηματοδότησης του παγίου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια παρουσιάζει μείωση μετά το 2010 ενώ από το 2012 και μετά γίνεται αρνητικός εξαιτίας των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, από 48,8% το 2010 και 22,4% το 2011, μειώνεται στο -1,7%, -34,4% και -91,3% τα επόμενα τρία έτη.

Παράλληλα, η χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας μειώνεται επίσης μετά το 2010 και διαμορφώνεται αρνητικά. Έτσι, από 17% το 2010 ο δείκτης μειώνεται φθάνοντας μάλιστα στο -118% το 2014. Η υψηλή τιμή της μείωσης οφείλεται στην επίσης υψηλή μείωση του κεφαλαίου κίνησης το οποίο είναι αρνητικό τα τελευταία τέσσερα έτη και το 2014 διαμορφώνεται στα -94 εκ. ευρώ, πτώση η οποία εξηγείται με τη σειρά της στη μεγάλη αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κάθε χρόνο.

Τέλος, όσον αφορά τον δείκτη της χρηματοδότησης του παγίου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, υπάρχει μείωση κάθε έτος αλλά μόνο το 2014 ο δείκτης διαμορφώνεται σε αρνητικά επίπεδα. Επίσης, έχει μέσο όρο την πενταετία ίσο με 33,4%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

9.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η έννοια της αποτίμησης και η ανάλυσή της αποτελεί τη βασικότερη διαδικασία της εταιρικής χρηματοδότησης. Με τον όρο αποτίμηση, εννοείται μια σειρά μελέτης και ανάλυσης μέσω της οποίας εκτιμάται η σημερινή αξία της επιχείρησης ή κάποιων περιουσιακών της στοιχείων. Όλες αυτές λοιπόν οι αναλύσεις προσπαθούν να δώσουν μια απάντηση στο ερώτημα: «πόσο αξίζει μια επιχείρηση;». Η απάντηση αφορά ένα πλήθος επενδυτών όπως υποψήφιους αγοραστές ή πωλητές μιας επιχείρησης, επενδυτικές τράπεζες αλλά και εταιρείες επενδυτικού κεφαλαίου.

Κατά την εξέταση των μεθόδων προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνονται υπόψη διάφοροι παράγοντες και παράμετροι οι οποίοι δεν είναι πάντα εύκολο να εκτιμηθούν. Η εφαρμογή των μεθόδων περιλαμβάνει λεπτομερή πληροφόρηση για τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της οικονομικής οντότητας. Ωστόσο, πολλές φορές αυτή η πληροφόρηση δεν είναι διαθέσιμη στους απλούς επενδυτές εκτός της επιχείρησης.

Είναι χρήσιμο να σημειωθεί πως οι μέθοδοι πρέπει να αξιολογούνται ως προς την καταλληλότητά τους σε συνδυασμό με την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Για παράδειγμα, επιχειρήσεις που διαθέτουν σημαντική ποσότητα ακίνητης περιουσίας είναι πιο εύκολο να εκτιμηθούν σωστά. Επιπλέον, στην τελική αξία της επιχείρησης που διαπραγματεύονται ο αγοραστής και ο πωλητής εισέρχεται και η έννοια «της φήμης και της πελατείας» η οποία προσδίδει μια πιο ασφαλή εικόνα της αξίας της επιχείρησης.

Η εκτίμηση της αξίας της οικονομικής οντότητας πραγματοποιείται και από τα δύο διαπραγματευτικά μέρη, δηλαδή από τον αγοραστή και των πωλητή οι οποίοι πραγματοποιούν διάφορες προσεγγίσεις. Κοινό σημείο των εκτιμήσεων που θα γίνουν, αποτελεί η εκτίμηση των μελλοντικών λειτουργικών κερδών της επιχείρησης η οποία ωστόσο περιλαμβάνει αρκετές υποθέσεις και αβεβαιότητα. (Σγουρινάκης, 2016)

9.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

Σκοπός μέσω των μεθόδων αποτίμησης είναι να εξαχθεί μία τιμή για την μετοχή της επιχείρησης για την οποία υπάρχουν τρεις πιθανές εκδοχές:

- Η εκτιμώμενη τιμή της μετοχής να ισούται με την αγοραία τιμή της, οπότε και η μετοχή έχει μια δίκαιη τιμή.
- Η εκτιμώμενη τιμή της μετοχής να είναι μικρότερη της αγοραίας της τιμής, οπότε η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη.
- Η εκτιμώμενη τιμή της μετοχής να είναι μεγαλύτερη της αγοραίας της τιμής, οπότε η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη.

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες στις οποίες μπορούν να χωριστούν οι μέθοδοι αποτίμησης πάνω στις οποίες υπάρχει η βάση και για όλες τις υπόλοιπες τεχνικές που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές. Είναι η κατηγορία των απόλυτων υποδειγμάτων αποτίμησης και η κατηγορία των σχετικών υποδειγμάτων.

Τα απόλυτα υποδείγματα αποτίμησης χρησιμοποιούν θεμελιώδη στοιχεία και δεδομένα της επιχείρησης ώστε να υπολογίσουν την πραγματική εσωτερική αξία της επιχείρησης. Στη συνέχεια υπολογίζεται η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ροών. Οι παρακάτω μέθοδοι είναι εκείνες που εντάσσονται στα απόλυτα υποδείγματα αποτίμησης:

- Η μέθοδος της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού
- Η μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών
- Η μέθοδος υπερκερδών
- Η μέθοδος προεξόφλησης των μερισμάτων

Όσον αφορά την κατηγορία των σχετικών υποδειγμάτων, εδώ πραγματοποιείται σύγκριση μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων όπου εξετάζονται συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες και πολλαπλασιαστές. Οι δείκτες που εξετάζονται συνήθως είναι:

- Ο δείκτης τιμή προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)
- Ο δείκτης τιμή προς λογιστική αξία μετοχής (P/BV)

Η μέθοδος αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί εξαρτάται κάθε φορά από το είδος της επιχείρησης και τα βασικά χαρακτηριστικά της. Για παράδειγμα, μία μη εισηγμένη εταιρεία στο χρηματιστήριο, είναι προφανές ότι δε μπορεί να αποτιμηθεί με βάση τους τελευταίους δείκτες εφόσον εκείνοι δεν υφίστανται. Για αυτό οι μέθοδοι που περιλαμβάνονται στα απόλυτα υποδείγματα είναι πιο συχνά διαδεδομένοι αν και είναι πιο ορθή η χρήση παραπάνω από ενός υποδειγμάτων.

9.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία για την αποτίμηση των εταιρειών είναι εκείνη της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Η μέθοδος αυτή λαμβάνει υπόψη τις απαιτούμενες επενδύσεις και τις άλλες ταμειακές ροές που χρειάζονται για να παραχθούν κέρδη και ρευστότητα. Επιπλέον, στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις παρελθόντων ετών λαμβάνοντας υπόψη την κατάσταση της αγοράς αφού ενσωματώνεται και ένα προεξοφλητικό επιτόκιο. (Σγουρινάκης, 2016, σ. 65)

Στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF), η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου υπολογίζεται με βάση την παρούσα αξία (PV) των μελλοντικών ταμειακών ροών που δημιουργούνται από αυτό το περιουσιακό στοιχείο. (Ζησάκη, 2015, σ. 20). Ο προσδιορισμός της αξίας των περιουσιακών στοιχείων απαιτεί όπως ειπώθηκε, την εκτίμηση των μελλοντικών εισροών αλλά και εκροών και στη συνέχεια την αναγωγή των στοιχείων εκείνων στο παρόν (χρονική περίοδος «μηδέν») με τη χρησιμοποίηση ενός ποσοστού προεξόφλησης.

Ωστόσο, ο υπολογισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών απαιτεί όπως είδαμε προβλέψεις για τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης όπως οι ισολογισμοί και οι μελλοντικές χρήσεις. Όλη αυτή η διαδικασία εμπεριέχει αβεβαιότητα και διάφορες μορφές κινδύνου που προέρχονται τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης γεγονός που καθιστά πολλές φορές δυσχερή την ανάλυση.

Τα μοντέλα που βασίζονται στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι τα εξής:

9.3.1 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (THE DIVIDED DISCOUNT MODEL)

Το μοντέλο αυτό προεξόφλησης μερισμάτων βασίζεται μόνο στις ροές μερισμάτων. Έτσι η αξία της μετοχής δίνεται από την προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων όπου χρησιμοποιείται σαν επιτόκιο προεξόφλησης το κόστος κεφαλαίου.

Τα μερίσματα διανέμονται στους μετόχους από την εταιρεία και είναι ένα ποσοστό των ετήσιων κερδών που καταβάλλεται ως εισόδημα. Είναι δηλαδή για τον κάθε μέτοχο, ένα ποσοστό από τα καθαρά διανεμόμενα κέρδη.

Το ύψος των μερισμάτων που διανέμεται στους μετόχους διαφέρει και εξαρτάται από το μέγεθος της εταιρείας. Μεγάλες και καθιερωμένες στο χώρο εταιρείες διανέμουν υψηλότερα κέρδη σε σχέση με μικρότερες και αναπτυσσόμενες. Οι τελευταίες συνήθως μοιράζουν μικρότερα μερίσματα καθώς μεγάλο μέρος των κερδών χρησιμοποιείται στην επέκταση της εταιρείας και σε επανεπενδύσεις. Επίσης, εταιρείες που δε διανέμουν μερίσματα για τις μετοχές τους είναι εκείνες που έχουν καθυστερήσει πληρωμές και προτιμούν να κρατήσουν παρά να διανείμουν τα κέρδη τους. Υπάρχουν ωστόσο εταιρείες που προχωρούν ακόμα και σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό προκειμένου να διανείμουν μερίσμα στους μετόχους και να διατηρήσουν την καλή εικόνα της εταιρείας απέναντι στους επενδυτές.

9.3.2 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DISCOUNTED CASH FLOW MODEL)

Οι εταιρείες κατά τη διάρκεια λειτουργίας τους πραγματοποιούν διάφορες λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες οι οποίες έχουν σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία χρηματικών ροών, είτε εισροών είτε εκροών. Οι επενδύσεις απαιτούν δαπάνες οι οποίες ονομάζονται κεφαλαιουχικές δαπάνες. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι «η διαφορά μεταξύ των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και των επενδύσεων σε μετρητά». (Penman, 2010). Είναι δηλαδή, το ποσό των χρημάτων που έχει απομείνει στην εταιρεία ώστε να χρησιμοποιηθεί για άλλους σκοπούς αφού προηγουμένως έχουν πληρωθεί κεφαλαιουχικές δαπάνες συμπεριλαμβανομένων κτιρίων και εξοπλισμού καθώς και άλλα έξοδα που απαιτούνται στην τρέχουσα λειτουργία. Ονομάζεται «ελεύθερη» ταμειακή ροή γιατί είναι αυτό που το μέρος των μετρητών που μένει ελεύθερο για επανεπενδύσεις.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές αντιπροσωπεύουν τα μετρητά που η εταιρεία είναι ικανή να παράγει μετά την δαπάνη των χρημάτων της που απαιτείται για διατήρηση ή επέκταση των περιουσιακών της στοιχείων. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι σημαντικές για την επιχείρηση γιατί της επιτρέπουν να ενισχύσει την αξία των μετοχών. Αρνητική τιμή στις ελεύθερες ταμειακές ροές δεν είναι απαραίτητα ένα κακό σημάδι καθώς μπορεί να σημαίνει πως η επιχείρηση πραγματοποιεί μεγάλες επενδύσεις και άρα αναπτύσσεται ταχέα. Επιπλέον, η χρήση των ελεύθερων ταμειακών ροών δίνει, σύμφωνα με επενδυτές, μια πιο σαφή και πραγματική εικόνα για τη δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει μετρητά και να δημιουργεί κέρδη καθώς, η εξέταση μόνο των κερδών δεν είναι ικανοποιητική εφόσον είναι πιο εύκολη η προσαρμογή τους μέσω λογιστικών πρακτικών.

Παρακάτω δίνεται ο τύπος του μοντέλου που μας βοηθάει στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF = Cash Flow

r = discount rate (WACC)

Το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι αυτό που απεικονίζει καλύτερα την επικινδυνότητα των ταμειακών ροών από το σύνολο των επενδυτικών της σχεδίων, και ονομάζεται μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

9.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΗΜΑΤΩΝ ΣΕ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ EXCEL

Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως για όλη την παρακάτω μελέτη των τριών εισηγμένων εταιρειών, η εισαγωγή των οικονομικών στοιχείων έγινε σε ένα αρχείο excel το οποίο διαθέτει αρκετά φύλλα με μακροεντολές που εν τέλει εξάγουν τους πίνακες αποτίμησης. Το πρόγραμμα αυτό συντάχθηκε από τους καθηγητές Russell Lundholm και Richard Sloan.

Σκοπός της διαδικασίας αυτής είναι η εξαγωγή συμπερασμάτων, η ανάλυση και η μελέτη των στοιχείων που προκύπτουν. Με το πρόγραμμα που χρησιμοποιήθηκε φαίνεται βήμα -βήμα η διαδικασία που ακολουθείται όταν καλούμαστε να πραγματοποιήσουμε την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Την ίδια διαδικασία και με

παρόμοια ειδικά προγράμματα ακολουθεί και ένας τεχνικός αναλυτής ο οποίος σε καμία περίπτωση δε δουλεύει χειρόγραφα. Σε μία ανάλυση λοιπόν, ψάχνουμε εργαλεία και τρόπους ώστε να πραγματοποιηθεί αυτή η ανάλυση και να επικεντρωθούμε στη μελέτη των δεικτών που προκύπτουν.

Έτσι, στο πρόγραμμα του excel με τις εντολές που διαθέτει πραγματοποιήθηκε η αποτίμηση με την εξής ακολουθία βημάτων:

1. Καταχώρηση οικονομικών στοιχείων στο φύλλο της Κατάστασης Οικονομικών Στοιχείων (Financial Statements Sheet).

Εδώ, είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως στο πρόγραμμα που χρησιμοποιήθηκε τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών εισήχθησαν με τη μορφή των IFRS (International Financial Reporting Standards) προτύπων τα όποια διαφέρουν από το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο με το οποίο ήταν δημοσιευμένες οι οικονομικές καταστάσεις στις ιστοσελίδες των εταιρειών.

2. Εύρεση των χρηματοοικονομικών δεικτών και ανάλυση ταμειακών ροών.
3. Δημιουργία μελλοντικών προβλέψεων σε επόμενο φύλλο (Financial Statement predictions).
4. Εισαγωγή των υποθέσεων του κόστους κεφαλαίου στο φύλλο των παραμέτρων της αποτίμησης (Valuation Parameters Sheet) ώστε να εξαχθεί η αξία της επιχείρησης.

9.5 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε

Προκειμένου λοιπόν να προχωρήσουμε στην αποτίμηση της εταιρείας ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε μέσω ταμειακών ροών παραθέτονται οι παρακάτω πίνακες όπου παρουσιάζονται τα στοιχεία του ισολογισμού, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και τελικά ο πίνακας των ταμειακών ροών.

Income Statement	2010	2011	2012	2013	2014
Sales (Net)	37.481.000	19.957.000	5.004.659	2.244.615	6.209.638
Cost of Goods Sold	-31.397.000	-18.020.000	-12.014.789	-2.250.555	-5.991.367
Gross Profit	6.084.000	1.937.000	-7.010.130	-5.940	218.271
R&D Expense	0	0	0	0	0
SG&A Expense	-5.402.000	-6.474.000	-8.490.107	-6.940.196	-2.322.010
EBITDA	682.000	-4.537.000	-15.500.237	-6.946.136	-2.103.739
Depreciation & Amortization	0	0	0	0	0
EBIT	682.000	-4.537.000	-15.500.237	-6.946.136	-2.103.739
Net Interest Expense	-1.590.000	-983.000	-799.266	-681.116	-421.069
Non-Operating Income (Loss)	1.139.000	5.696.000	702.610	695.251	522.352
EBT	231.000	176.000	-15.596.893	-6.932.001	-2.002.456
Income Taxes	1.284.000	-2.274.000	3.032.785	708.673	-671.368
Other Income (Loss)	-108.000	-799.000	61.547	-1.250.970	-703.011
Net Income Before Ext. Items	1.407.000	-2.897.000	-12.502.561	-7.474.298	-3.376.835

Ext. Items &	0	0	0	0	0
Disc. Ops.					
Minority	0	0	0	0	-1.819.496
Interest in Earnings					
Preferred Dividends	0	0	0	0	0
Net Income (available to common)	1.407.000	-2.897.000	-12.502.561	-7.474.298	-5.196.331

Όσον αφορά τον παραπάνω πίνακα όπου περιέχονται τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων, γίνονται οι εξής διευκρινήσεις:

- Στον λογαριασμό “Selling, General & Administrative Expense” περιλαμβάνονται τα έξοδα διοίκησης, διάθεσης καθώς και τα λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης.
- Το “Net Interest” Expense αφορά τα χρηματοοικονομικά έξοδα.
- Ο λογαριασμός “Non-Operating” Income περιλαμβάνει τον συμψηφισμό των στοιχείων: κέρδη/ζημίες από κοινοπραξίες, κέρδη/ζημίες από αποτίμηση ακινήτων καθώς και τα λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης.
- Στη συνέχεια, καταχωρείται η φορολογία εισοδήματος ως “Income Taxes”.
- Ως “Other Income” καταχωρείται το άθροισμα των χρηματοοικονομικών εσόδων με τα άλλα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα εφόσον δεν αποτελούν την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης αλλά αφορούν κέρδη ή ζημίες από χρηματοοικονομικές ενέργειες.
- Τέλος, μόνο για το έτος 2014 παρατηρούμε πως στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης υπάρχει και ένας λογαριασμός «Κέρδη/ Ζημίες απομείωσης Δπ.Πχ στοιχεία ενεργητικού» τον οποίο θα καταχωρήσουμε ως “Extraordinary Items and Discontinued Operations”

Έτσι, δημιουργώντας τον πίνακα εσόδων και εισάγοντας στα στοιχεία του τις παραπάνω διευκρινήσεις για όλη την πενταετία, φθάνουμε στο καθαρό εισόδημα για την εξεταζόμενη εταιρεία του οποίου η ανάλυση έχει πραγματοποιηθεί σε προηγούμενες σελίδες.

Στη συνέχεια, σημαντικό βήμα πριν την ανάλυση των ταμειακών ροών είναι η αποτύπωση των στοιχείων του ισολογισμού. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα στοιχεία όπως εκείνα είναι δημοσιευμένα στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας ενώ παράλληλα γίνονται διευκρινήσεις που αφορούν αρχικά το κυκλοφορούν ενεργητικό:

Balance Sheet	2010	2011	2012	2013	2014
Operating Cash and Market. Sec.	5.772.000	1.334.000	1.429.000	1.827.328	469.329
Receivables	93.368.00 0	68.930.00 0	10.823.00 0	14.862.34 7	14.674.38 7
Inventories	108.000	0	0	352.136	82.002
Other Current Assets	24.000	24.000	0	0	0

- Στον λογαριασμό “Operating Cash and Market” καταχωρούνται τα μετρητά και τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας.
- Ως “Receivables” αναγράφεται οτιδήποτε εισπρακτέο όπως πελάτες ή απαιτήσεις και συγκεκριμένα καταχωρείται το άθροισμα των απαιτήσεων από κατασκευαστικά συμβόλαια, από κοινοπραξίες, από πελάτες καθώς και οι λοιπές απαιτήσεις.

- Τα αποθέματα καταχωρούνται ως “Inventories” ενώ στο τέλος οποιοδήποτε στοιχείο του κυκλοφορούντος ενεργητικού έχει περισσέψει καταχωρείται ως “Other Current Assets”.

Αμέσως μετά, σειρά έχει το πάγιο ενεργητικό όπου:

PP&E (Net)	11.521.000	7.211.000	3.645.000	3.435.459	3.280.915
Investments	14.326.000	18.257.000	12.532.000	12.040.015	11.691.037
Intangibles	1.000	0	0	394	0
Other Assets	27.486.000	29.865.000	72.141.000	62.820.904	60.663.525
Total Assets	152.606.000	125.621.000	100.570.000	95.338.583	90.861.195

- Ο λογαριασμός “Property, Plant & Equipment” περιλαμβάνει όλα τα ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια.
- Το σύνολο των επενδύσεων σε θυγατρικές επιχειρήσεις, σε συγγενείς επιχειρήσεις καθώς και οι επενδύσεις σε ακίνητα περιλαμβάνονται στον λογαριασμό “Investments”.
- Στη συνέχεια όλα τα ασώματα πάγια όπως ευρεσιτεχνίες κτλ καταχωρούνται ως “Intangibles” ενώ οποιοδήποτε στοιχείο του πάγιου ενεργητικού δεν καταχωρήθηκε στους παραπάνω λογαριασμούς, καταχωρείται στον λογαριασμό “Other Assets”.

Παράλληλα, περνάμε τα στοιχεία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων:

Current Debt	9.821.000	6.597.000	4.692.000	2.197.172	1.360.890
Accounts	26.080.000	16.065.000	8.694.000	7.781.994	6.588.508

Payable					
Income Taxes Payable	24.000	668.000	195.000	151.878	54.014
Other Current Liabilities	21.087.000	18.728.000	1.867.000	8.613.176	10.426.174
Total Current Liabilities	57.012.000	42.058.000	15.448.000	18.744.220	18.429.586

- Οι βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις καταχωρούνται ως “Current Debt”.
- Στον λογαριασμό “Accounts Payable” περιλαμβάνεται οτιδήποτε πληρωτέο που στη συγκεκριμένη περίπτωση αφορά το σύνολο των προμηθευτών και τις υποχρεώσεις προς κοινοπραξίες.
- Οι τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις καταχωρούνται στον “Income Taxes Payable” ενώ και πάλι οτιδήποτε περισσεύει καταχωρείται ως “Other Current Liabilities”.

Αμέσως μετά την εισαγωγή των στοιχείων των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σειρά έχει εκείνη των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων η οποία πραγματοποιείται με παρόμοιο τρόπο:

Long-Term Debt	4.912.000	5.035.000	4.841.000	6.910.557	6.307.476
Other Liabilities	5.410.000	1.484.000	20.524.000	19.953.498	20.223.464
Deferred Taxes	11.478.000	9.990.000	8.628.000	9.199.005	8.956.156
Total Liabilities	78.812.000	58.567.000	49.441.000	54.807.280	53.916.682

- Οι μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις περιλαμβάνονται στο “Long-Term Debt”.

- Το “Deferred Taxes” αφορά τον αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος ενώ ξανά, οποιοδήποτε περίσσιο στοιχείο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων εισάγεται στον λογαριασμό “Other Liabilities”.

Τέλος, εισάγουμε και τα στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων:

Paid in Common Capital (Net)	73.410.000	73.410.000	73.410.000	73.410.192	73.410.192
Retained Earnings	384.000	-6.356.000	-22.281.000	-32.636.038	-36.708.366
Total Common Equity	73.794.000	67.054.000	51.129.000	40.774.154	36.701.826
Total Liabilities and Equity	152.606.000	125.621.000	100.570.000	95.581.434	90.618.508

- Στον λογαριασμό “Paid in Common” περιλαμβάνεται το μετοχικό κεφάλαιο ενώ στον “Retained Earnings” εισάγεται το άθροισμα των υπόλοιπων στοιχείων των ιδίων κεφαλαίων.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης (g) για τα επόμενα τρία έτη μετά την παρούσα ανάλυση, δηλαδή για τα έτη 2015,2016 κα 2017 ορισμένων οικονομικών μεγεθών σε σχέση με τον κύκλο εργασιών όπως του κόστους των πωλήσεων, την αποτελεσματικότητα του φορολογικού συντελεστή, των απαιτήσεων, των πληρωτέων λογαριασμών και του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος. Τα στοιχεία αυτά επιλέχθηκαν λόγω της σημαντικότητάς τους στην ερμηνεία των οικονομικών μεγεθών. Οι ρυθμοί ανάπτυξης της παρούσας εταιρείας αλλά και των υπόλοιπων δύο που ακολουθούν στα επόμενα κεφάλαια, προκύπτουν από τους κυλιόμενους μέσους όρους των ιστορικών στοιχείων.

Στο σημείο αυτό πρέπει να διευκρινιστεί η έννοια της αναβαλλόμενης φορολογίας καθώς εμφανίζεται και στον παρακάτω πίνακα προβλέψεων όπως και για τις επόμενες εταιρείες καθώς και στους ισολογισμούς τους.

Η έννοια λοιπόν της αναβαλλόμενης φορολογίας είναι σχετικά νέα για τις ελληνικές επιχειρήσεις οι οποίες δεν εντάσσονται στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και αφορά τόσο την αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση όσο και απαίτηση. Η αναβαλλόμενη φορολογία συνδέεται με την έννοια της «προσωρινής διαφοράς» η οποία αναφέρεται ως η διαφορά της λογιστικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου και της φορολογικής του βάσης. Η προσωρινή αυτή διαφορά μπορεί να προκύπτει για παράδειγμα από τη χρησιμοποίηση διαφορετικών συντελεστών απόσβεσης οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν στο μέλλον τα φορολογητέα αποτελέσματα της επιχείρησης.

G	2015	2016	2017
Sales Growth	160,9%	145,1%	129,3%
Cost of Goods Sold/Sales	96,5%	96,5%	96,5%
Effective Tax Rate	-33,5%	-33,5%	-33,5%
Receivables/Sales	236,3%	236,3%	236,3%
Accounts Payable/COGS	110%	110%	110%
Deferred Taxes/Sales	144,2%	144,2%	144,2%

Στη συνέχεια, έχοντας ολοκληρώσει με τους πίνακες του ισολογισμού και με την κατάσταση εσόδων της εταιρείας, προχωράμε με την κατάρτιση των πινάκων των ταμειακών ροών.

Όπως προαναφέρθηκε, η κατάσταση των ταμειακών ροών παρέχει για την εταιρεία αξιοσημείωτες πληροφορίες σχετικά με τις πληρωμές της επιχείρησης και βοηθάει στην πρόβλεψη των μελλοντικών αναγκών εισοδήματος. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως στην κατάσταση των ταμειακών ροών καταχωρούμε μεταβολές των διαφόρων στοιχείων, δηλαδή την μεταβολή κάποιου στοιχείου από το ένα έτος στο άλλο και όχι απλά την τιμή του μία συγκεκριμένη χρονιά.

Προκειμένου να δημιουργήσουμε τον πίνακα των ταμειακών ροών αρκεί να μελετήσουμε τις καταστάσεις του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης. Η κατάσταση των ταμειακών ροών αποτελείται από τρεις περιπτώσεις στις οποίες παρουσιάζονται οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από τις εξής δραστηριότητες:

- Λειτουργικές δραστηριότητες (Operations)
- Επενδυτικές δραστηριότητες (Investing activities)
- Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (Financing activities)

Στη συνέχεια, δημιουργούμε τον πρώτο πίνακα ο οποίος έχει να κάνει με τις ταμειακές ροές που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες. Ως λειτουργικές δραστηριότητες αναφέρονται εκείνες που παράγουν είτε έσοδα είτε αποτελούν το άμεσο κόστος της παραγωγής ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας.

Operating:	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14
Net Income	-2.897.000	-12.502.561	-7.474.298	-5.196.331
+Depreciation & Amortization	0	0	0	0
+Increase in Deferred Taxes	-1.488.000	-1.362.000	571.005	-242.849
+Increase in Other Liabilities	-3.926.000	19.040.000	-570.502	269.966
+Minority Interest in Earnings	0	0	0	1.819.496
+Preferred Dividends	0	0	0	0
=Funds From Operations	-8.311.000	5.175.439	-7.473.795	-3.349.718
-Increase in	24.438.000	58.107.000	-4.039.347	187.960

Receivables				
-Increase in Inventory	108.000	0	-352.136	270.134
-Increase in Other Current Assets	0	24.000	0	0
+Increase in Accounts Payable	-10.015.000	-7.371.000	-912.006	-1.193.486
+Increase in Taxes Payable	644.000	-473.000	-43.122	-97.864
+Increase in Other Curr. Liabilities	-2.359.000	-16.861.000	6.746.176	1.812.998
=Cash From Operations	4.505.000	38.601.439	-6.074.230	-2.369.976

Έτσι, στον πίνακα που υπάρχει παραπάνω καταχωρούμε αρχικά το καθαρό εισόδημα. Έστερα, στο καθαρό εισόδημα προσθέτουμε τις αποσβέσεις άυλων και πάγιων στοιχείων. Αμέσως μετά, λαμβάνουμε υπόψη και καταχωρούμε οποιαδήποτε αύξηση ή μείωση στους λογαριασμούς του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των υποχρεώσεων.

Η δεύτερη περίπτωση της κατάστασης των ταμειακών ροών είναι οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από τις επενδυτικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Συνήθως σε αυτήν την περίπτωση περιλαμβάνονται μακροπρόθεσμες επενδύσεις που κάνει η επιχείρηση και εκεί προσθέεται κάθε επένδυση σε πάγιο ενεργητικό όπως εγκαταστάσεις και εξοπλισμός.

Investing:	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14
-Capital Expenditures	4.310.000	3.566.000	209.541	154.544
-Increase in Investments	-3.931.000	5.725.000	491.985	348.978

-Purchases of Intangibles	1.000	0	-394	394
-Increase in Other Assets	-2.379.000	-42.276.000	9.320.096	2.157.379
=Cash From Investing	-1.999.000	-32.985.000	10.021.228	2.661.295

Η τελευταία περίπτωση της κατάστασης των ταμειακών ροών είναι οι ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες οι οποίες περιλαμβάνουν δανεισμό, έκδοση μετοχών και πληρωμή μερισμάτων.

Financing:	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14
+Increase in Debt	-3.101.000	-2.099.000	-425.271	-1.439.363
-Dividends Paid to Minority Interest	0	0	0	-1.819.496
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0
+Increase in Pref. Stock	0	0	0	0
-Dividends Paid on Common	0	0	0	0
+/-Net Issuance of Common Stock	0	0	192	0
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	-3.843.000	-3.422.439	-2.880.740	1.124.003
=Cash From Financing	-6.944.000	-5.521.439	-3.305.819	-2.134.856

Ως “increase in debt”, «αύξηση του χρέους» αναφέρεται η μεταβολή του συνολικού μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού από τη μία χρονιά στην άλλη.

9.5.1 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Από τη μελέτη της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης και συγκεκριμένα από τον λογαριασμό των πωλήσεων, παρατηρούμε μια ασυνήθιστα μεγάλη αύξηση το τελευταίο έτος της ανάλυσης, το 2014. Ενώ, όλα τα προηγούμενα έτη οι πωλήσεις μεταβάλλονταν με φθίνοντα ρυθμό, το 2014 εκτοξεύονται με αύξηση 176,6% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Η αύξηση αυτή ίσως εξηγείται από την μεγάλη μείωση των αποθεμάτων που το έτος εκείνο διαμορφώθηκαν κατά 77% χαμηλότερα από το 2013. Έτσι, η εταιρεία ίσως προχώρησε στην πώληση πολλών αποθεμάτων, γεγονός που μπορεί να ερμηνεύσει εν μέρει τη μεγάλη αύξηση των πωλήσεων.

Παρατηρούμε επίσης, στον πίνακα των ταμειακών ροών από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, μεγάλη μεταβολή ανάμεσα στις διετίες 2010-2011 και 2011-2012 στα μετρητά από τις δραστηριότητες αυτές (cash from operations). Συγκεκριμένα, από 4 εκ. την πρώτη διετία υπάρχει αύξηση κατά 34 σχεδόν εκ. τη δεύτερη. Η αύξηση αυτή της ροής χρημάτων στην επιχείρηση ίσως μπορεί να εξηγηθεί από την μείωση των απαιτήσεων από το 2011 στο 2012. Αυτό σημαίνει δηλαδή πως η επιχείρηση εισέπραξε χρήματα από μέρος των απαιτήσεών της με αποτέλεσμα την ροή χρημάτων η οποία εξηγεί και τη μεγάλη αύξηση των μετρητών από τις λειτουργικές δραστηριότητες ανάμεσα στις δύο διετίες.

9.6 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΕΡΝΑ Α.Ε

Ακολουθώντας παρόμοια διαδικασία με την προηγούμενη εταιρεία, έτσι και για την ΤΕΡΝΑ Α.Ε θα καταρτίσουμε αρχικά τον πίνακα της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και του ισολογισμού ώστε τελικά να φθάσουμε στη δημιουργία της κατάστασης των ταμειακών ροών.

Income Statement	2010	2011	2012	2013	2014
Sales (Net)	351.224.000	492.209.000	291.039.000	344.993.000	718.499.000
Cost of Goods Sold	-334.061.000	-426.663.000	-270.112.000	-310.627.000	-674.630.000
Gross Profit	17.163.000	65.546.000	20.927.000	34.366.000	43.869.000
R&D Expense	0	0	0	0	0
SG&A Expense	-16.246.000	-14.308.000	-14.162.000	-12.872.000	-16.229.000
EBITDA	917.000	51.238.000	6.765.000	21.494.000	27.640.000
Depreciation & Amortization	0	0	0	0	0
EBIT	917.000	51.238.000	6.765.000	21.494.000	27.640.000
Net Interest Expense	-8.310.000	-20.730.000	-17.488.000	-19.341.000	-14.728.000
Non-Operating Income (Loss)	5.476.000	-1.210.000	8.131.000	5.767.000	16.351.000
EBT	-1.917.000	29.298.000	-2.592.000	7.920.000	29.263.000
Income Taxes	-775.000	-6.011.000	-2.343.000	-7.398.000	-11.953.000
Other Income (Loss)	0	0	0	0	0
Net Income Before Ext. Items	-2.692.000	23.287.000	-4.935.000	522.000	17.310.000
Ext. Items & Disc. Ops.	0	0	0	0	0
Minority Interest in Earnings	0	0	0	0	0
Preferred Dividends	0	0	0	0	0
Net Income (available to	-2.692.000	23.287.000	-4.935.000	522.000	17.310.000

common)					
---------	--	--	--	--	--

Έτσι, στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης όπου και εδώ γίνονται οι εξής διευκρινήσεις:

- Στους λογαριασμούς “Sales” και “Cost of Goods Sold” καταχωρούμε τον κύκλο εργασιών και το κόστος των πωλήσεων αντίστοιχα.
- Το σύνολο των εξόδων διοίκησης και έρευνας και ανάπτυξης καταχωρείται ως “Selling, General & Administrative Expense”.
- Στη συνέχεια, εμφανίζονται τα αποτελέσματα προ φόρων και αποσβέσεων ως EBITDA.
- Αμέσως μετά περνάμε τα χρηματοοικονομικά έξοδα ως “Net Interest Expense”.
- Ως μη λειτουργικό εισόδημα/ζημία (Non-operating Income/Loss) καταχωρούνται τα λοιπά έσοδα (έξοδα) αφού αποτελούν εισόδημα από δευτερεύουσες λειτουργίες της επιχείρησης.
- Τέλος, ο φόρος εισοδήματος αντιστοιχεί στον λογαριασμό “Income Taxes” όπου καταλήγουμε στα καθαρά κέρδη (Net Income).

Μετά τον πίνακα της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, καταρτίζεται πίνακας με τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού. Παρακάτω παρουσιάζονται τα στοιχεία αυτά σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.

Balance Sheet	2010	2011	2012	2013	2014
Operating Cash and Market. Sec.	93.671.000	84.137.000	35.316.000	71.752.000	106.140.000
Receivables	446.463.000	430.731.000	339.447.000	371.993.000	412.011.000
Inventories	4.205.000	3.422.000	3.740.000	4.038.000	8.626.000

Other Current Assets	0	0	500.000	9.182.000	584.000
Total Current Assets	544.339.000	518.290.000	379.003.000	456.965.000	527.361.000
PP&E (Net)	81.848.000	73.133.000	64.743.000	57.531.000	86.813.000
Investments	36.000	36.000	36.000	6.087.000	6.481.000
Intangibles	4.978.000	4.711.000	4.418.000	4.167.000	5.109.000
Other Assets	111.076.000	151.674.000	178.908.000	159.580.000	231.755.000
Total Assets	742.277.000	747.844.000	627.108.000	684.330.000	857.519.000
Current Debt	82.430.000	122.687.000	32.312.000	83.046.000	22.568.000
Accounts Payable	127.522.000	164.002.000	185.680.000	134.600.000	230.251.000
Income Taxes Payable	3.095.000	11.204.000	12.000	23.000	4.945.000
Other Current Liabilities	207.577.000	137.725.000	84.996.000	63.868.000	211.378.000
Total Current Liabilities	420.624.000	435.618.000	303.000.000	281.537.000	469.142.000
Long-Term Debt	97.000.000	84.350.000	87.001.000	118.981.000	59.711.000
Other Liabilities	113.977.000	93.796.000	107.975.000	142.308.000	178.553.000
Deferred Taxes	0	0	0	0	4.666.000
Total Liabilities	631.601.000	613.764.000	497.976.000	542.826.000	712.072.000
Minority Interest	0	0	0	0	0
Preferred Stock		0	0	0	0
Paid in Common Capital (Net)	28.910.000	28.910.000	28.910.000	40.010.000	40.010.000

Retained Earnings	81.766.000	105.170.000	100.222.000	101.494.000	105.437.000
Total Common Equity	110.676.000	134.080.000	129.132.000	141.504.000	145.447.000
Total Liabilities and Equity	742.277.000	747.844.000	627.108.000	684.330.000	857.519.000

- Αρχικά, περνάμε τους λογαριασμούς του κυκλοφορούντος ενεργητικού όπου τα χρηματικά διαθέσιμα και τα αποθέματα καταχωρούνται ως “Operating Cash and Market Sec.” και “Inventories” αντίστοιχα. Παράλληλα, το σύνολο των εμπορικών απαιτήσεων, των απαιτήσεων από κατασκευαστικά συμβόλαια, οι προκαταβολές και οι λοιπές απαιτήσεις καθώς και οι απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος καταχωρούνται ως “Receivables” ενώ οποιοδήποτε στοιχείο περισσεύει ως “Other Current Assets”.
- Συνεχίζοντας, καταχωρούμε τα στοιχεία του πάγιου ενεργητικού αρχίζοντας από τα ενσώματα πάγια στοιχεία τα οποία αντιστοιχούν στον λογαριασμό “Property, Plant & Equipment”. Οι επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση αντιστοιχούν στον λογαριασμό “Investments” ενώ τα ασώματα πάγια στοιχεία στον λογαριασμό “Intangibles”. Τέλος, και εδώ ως “Other Assets” περνάμε τα υπόλοιπα πάγια στοιχεία.
- Οι λογαριασμοί των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων περιλαμβάνουν τα βραχυπρόθεσμα δάνεια τα οποία καταχωρούνται ως “ Current Debt”, τους πληρωτέους λογαριασμού οι οποίοι αποτελούνται από τους προμηθευτές και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση και καταχωρούνται ως “Accounts Payable”. Ο πληρωτέος φόρος εισοδήματος αντιστοιχεί στο “Income Taxes Payable” και στο τέλος καταχωρείται ότι απέμεινε ως άλλες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.
- Με παρόμοιο τρόπο καταχωρούμε και τα στοιχεία των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων όπου τα μακροπρόθεσμα δάνεια αντιστοιχούν στο “Long-term Debt”, οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις στο “Deferred Taxes” ενώ και πάλι ως “Other Liabilities” περνάμε το σύνολο των υπόλοιπων λογαριασμών.

- Για το τέλος μένει το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων όπου το μετοχικό κεφάλαιο αναφέρεται ως “Paid in Common Capital” ενώ το άθροισμα των υπόλοιπων στοιχείων καταχωρείται ως “Retained Earnings”.

Όπως και στην προηγούμενη ενότητα έτσι και εδώ παρουσιάζεται ένας πίνακας με τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης οικονομικών στοιχείων σε σχέση με τις πωλήσεις για τα έτη 2015, 2016 και 2017. Συγκεκριμένα, του κόστους πωληθέντων, της αποτελεσματικότητας του φορολογικού συντελεστή, των πληρωτέων λογαριασμών, των απαιτήσεων και του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος.

G	2015	2016	2017
Sales Growth	98,7%	89,1%	79,6%
Cost of Goods Sold/Sales	93,9%	93,9%	93,9%
Effective Tax Rate	40,8%	40,8%	40,8%
Receivables/Sales	57,3%	57,3%	57,3%
Accounts Payable/COGS	34,1%	34,1%	34,1%
Deferred Taxes/Sales	0,6%	0,6%	0,6%

Έχοντας λοιπόν ετοιμάσει τους πίνακες με τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας, τον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, σειρά έχει και εδώ η ανάλυση των ταμειακών ροών. Η διαδικασία που εφαρμόζεται είναι η ίδια με προηγουμένως. Πρώτα, ακολουθούν οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, μετά οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες και στο τέλος από τις χρηματοοικονομικές. Οι τρεις παρακάτω πίνακες παρουσιάζουν αντίστοιχα τις ταμειακές ροές:

Operating:	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Net Income	23.287.000	-4.935.000	522.000	17.310.000
+Depreciation & Amortization	0	0	0	0
+Increase in Deferred Taxes	0	0	0	4.666.000
+Increase in Other Liabilities	-20.181.000	14.179.000	34.333.000	36.245.000
+Minority Interest in Earnings	0	0	0	0
+Preferred Dividends	0	0	0	0
=Funds From Operations	3.106.000	9.244.000	34.855.000	58.221.000
-Increase in Receivables	15.732.000	91.284.000	-32.546.000	-40.018.000
-Increase in Inventory	783.000	-318.000	-298.000	-4.588.000
-Increase in Other Current Assets	0	-500.000	-8.682.000	8.598.000
+Increase in Accounts Payable	36.480.000	21.678.000	-51.080.000	95.651.000
+Increase in Taxes Payable	8.109.000	-11.192.000	11.000	4.922.000
+Increase in Other Curr. Liabilities	-69.852.000	-52.729.000	-21.128.000	147.510.000
=Cash From Operations	-5.642.000	57.467.000	-78.868.000	270.296.000

Investing:	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
-Capital Expenditures	8.715.000	8.390.000	7.212.000	-29.282.000
-Increase in Investments	0	0	-6.051.000	-394.000
-Purchases of Intangibles	267.000	293.000	251.000	-942.000
-Increase in Other Assets	-40.598.000	-27.234.000	19.328.000	-72.175.000
=Cash From Investing	-31.616.000	-18.551.000	20.740.000	-102.793.000

Financing:	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
+Increase in Debt	27.607.000	-87.724.000	82.714.000	-119.748.000
-Dividends Paid to Minority Interest	0	0	0	0
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0
+Increase in Pref. Stock	0	0	0	0
-Dividends Paid on Common	0	0	0	0
+/-Net Issuance of Common Stock	0	0	11.100.000	0
+/-Clean Surplus Plug	117.000	-13.000	750.000	-13.367.000
=Cash From Financing	27.724.000	-87.737.000	94.564.000	-133.115.000

9.6.1 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Από τον πίνακα των ταμειακών ροών των λειτουργικών δραστηριοτήτων της ΤΕΡΝΑ Α.Ε φαίνεται πως η μεταβολή των απαιτήσεων ανάμεσα στις διετίες 2010-2011, 2011-2012, 2012-2013 είναι αρκετά έντονη και επηρεάζει τη ροή μετρητών στην εταιρεία.

Συγκεκριμένα, στη δεύτερη διετία φαίνεται πως υπάρχει μείωση των απαιτήσεων ώστε τελικά υπάρχει ροή μετρητών 57 εκ. ευρώ αφού η εταιρεία εισέπραξε μέρος των απαιτήσεών της. Το αντίθετο ωστόσο συμβαίνει την επόμενη διετία 2012-2013.

Επιπλέον, παρατηρείται πως την τελευταία διετία 2013-2014 της ανάλυσης τα μετρητά που «έρευσαν» από τις δραστηριότητες αυτές διαμορφώνονται στα 270 εκ. ευρώ, αριθμός πολύ μεγαλύτερος σε σχέση με τα -78 εκ. ευρώ την προηγούμενη διετία. Αν δούμε ωστόσο πιο αναλυτικά τον πίνακα, η μεταβολή των πληρωτέων λογαριασμών (increase in accounts payable) αυξάνεται αρκετά τα τελευταία δύο χρόνια σε σχέση με την ίδια μεταβολή την προηγούμενη διετία. Δηλαδή, η εταιρεία δεν έχει πληρώσει μέρος των προμηθευτών της με αποτέλεσμα να της έχουν μείνει χρήματα τα οποία φαίνονται στη ροή μετρητών της.

9.7 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Ε

Τέλος, και για την εταιρεία ΑΤΤΙ-ΚΑΤ εισάγουμε τα οικονομικά στοιχεία στο πρόγραμμα αποτίμησης που χρησιμοποιούμε. Παρακάτω παρουσιάζονται και αναλύονται τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεων και του ισολογισμού και στο τέλος εξάγονται οι ταμειακές ροές.

Ωστόσο, πρέπει να αναφερθεί όπως και σε προηγούμενο κεφάλαιο ότι για τη συγκεκριμένη εταιρεία τα οικονομικά στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης το έτος 2010 όπως εκείνα είναι δημοσιευμένα στην ηλεκτρονική σελίδα της εταιρείας, είναι λανθασμένα καθώς τα νούμερα δε συμφωνούν μεταξύ τους οπότε αμφισβητείται και η αξιοπιστία των στοιχείων εκείνων. Για αυτό το λόγο στην παρακάτω ανάλυση δεν περιλαμβάνεται το έτος 2010 παραμόνο στον ισολογισμό.

Income Statement	2011	2012	2013	2014
Sales (Net)	1.296.049	532.475	252.064	61.485
Cost of Goods Sold	-3.542.288	-1.130.716	-359.907	-25.126
Gross Profit	-2.246.240	-598.241	-107.843	36.359
R&D Expense	0	0	0	0

SG&A Expense	-3.619.416	-3.097.370	-3.071.509	-3.095.457
EBITDA	-5.865.655	-3.695.612	-3.179.352	-3.059.098
Depreciation & Amortization	0	0	0	0
EBIT	-5.865.655	-3.695.612	-3.179.352	-3.059.098
Net Interest Expense	-4.917.840	-1.885.691	-2.670.161	-7.991.487
Non-Operating Income (Loss)	1.857.920	141.227	-5.184	-84.233
EBT	-8.925.576	-5.440.075	-5.854.696	-11.134.819
Income Taxes	5.569.596	2.060.542	-589.644	641.431
Other Income (Loss)	-29.402.663	-17.787.039	-16.272.722	-18.881.906
Net Income Before Ext. Items	-32.758.643	-21.166.572	-22.717.062	-29.375.294
Ext. Items & Disc. Ops.	0	0	0	0
Minority Interest in Earnings	0	0	0	0
Preferred Dividends	0	0	0	0
Net Income	-32.758.643	-21.166.572	-22.717.062	-29.375.294

- Στους λογαριασμούς “Sales” και “Cost of Goods Sold” καταχωρούμε τα έσοδα και το κόστος πωληθέντων αντίστοιχα.
- Το σύνολο των εξόδων διοίκησης και έρευνας και ανάπτυξης καταχωρείται ως “Selling, General & Administrative Expense”.
- Στη συνέχεια, εμφανίζονται τα αποτελέσματα προ φόρων και αποσβέσεων ως EBITDA.
- Αμέσως μετά περνάμε το χρηματοοικονομικό κόστος ως “Net Interest Expense”.

- Ως “other income/Loss” καταχωρείται ο συμψηφισμός των άλλων εσόδων και εξόδων.
- Ως “Non-operating income” καταχωρείται ο λογαριασμός των μεριδίων κερδών ή ζημιών από συγγενείς επιχειρήσεις.
- Τέλος, ο φόρος εισοδήματος αντιστοιχεί στον λογαριασμό “Income Taxes” όπου καταλήγουμε στα καθαρά κέρδη (Net Income).

Στη συνέχεια περνάμε τα στοιχεία του ισολογισμού όπως κάναμε και στις υπόλοιπες δύο επιχειρήσεις.

Balance Sheet	2010	2011	2012	2013	2014
Operating Cash and Market. Sec.	185.810	28.475	134.123	33.659	4.094
Receivables	113.084.099	86.311.816	83.746.526	83.999.147	77.702.214
Inventories	10.876	10.876	10.876	10.876	10.876
Other Current Assets	3.813.584	1.387.246	2.221.383	3.547.141	2.355.493
Total Current Assets	117.094.370	87.738.413	86.112.908	87.590.823	80.072.678
PP&E (Net)	73.362.336	55.479.833	50.264.152	44.250.746	34.328.144
Investments	13.671.620	13.605.677	11.921.881	10.313.856	10.290.226
Intangibles	19.208.992	17.668.027	16.130.491	14.594.207	13.057.975
Other Assets	1.021.152	954.909	895.292	896.522	899.922
Total Assets	224.358.469	175.446.859	165.324.724	157.646.154	138.648.945
Current Debt	11.484.192	11.855.414	24.089.443	34.238.121	62.965.281
Accounts	23.039.153	47.412.538	47.343.357	47.410.588	47.402.418

Payable					
Income Taxes Payable	0	0	0	0	0
Other Current Liabilities	61.761.278	63.444.536	64.094.586	67.699.894	64.339.690
Total Current Liabilities	96.284.624	122.712.488	135.527.387	149.348.604	174.707.389
Long-Term Debt	10.922.263	11.925.928	12.926.177	13.966.877	0
Other Liabilities	47.619.712	9.791.335	9.119.402	8.732.831	8.360.703
Deferred Taxes	17.085.730	11.329.012	9.141.083	9.704.228	9.062.534
Total Liabilities	171.912.330	155.758.763	166.714.048	181.752.540	192.130.625
Minority Interest	0	0	0	0	0
Preferred Stock	0	0	0	0	0
Paid in Common Capital (Net)	24.493.367	24.493.367	24.493.367	24.493.367	24.493.367
Retained Earnings	27.952.773	-4.805.870	-25.882.691	-48.599.753	-77.975.047
Total Common Equity	52.446.140	19.687.497	-1.389.324	-24.106.386	-53.481.680
Total Liabilities and Equity	224.358.469	175.446.859	165.324.724	157.646.154	138.648.945

- Και εδώ αρχικά, βρίσκονται οι λογαριασμοί του κυκλοφορούντος ενεργητικού όπου ως “Operating Cash and Market Securities” καταχωρούνται τα ταμειακά

διαθέσιμα και ισοδύναμα. Ως “Receivables” και “Inventories” εισάγονται το σύνολο των πελατών και των λοιπών απαιτήσεων πρώτα και τα αποθέματα στο έπειτα ενώ στο τέλος τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που αποτιμώνται στην εύλογη αξία καταχωρούνται ως “Other Current Assets”.

- Ύστερα, σειρά έχουν οι λογαριασμοί του πάγιου ενεργητικού. Τα ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια αντιστοιχούν στο “PP&E” ενώ τα άυλα περιουσιακά στοιχεία στο “Intangibles”. Όλες οι επενδύσεις, επενδύσεις σε ακίνητα, σε θυγατρικές επιχειρήσεις και σε συγγενείς επιχειρήσεις καταχωρούνται ως “Investments” και ως “Other Assets” ο τελευταίος λογαριασμός των παγίων, λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις.
- Έτσι, μετά τα στοιχεία του ενεργητικού προχωράμε στο παθητικό ξεκινώντας από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Οι βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις αντιστοιχούν στο “Current Debt”, οι προμηθευτές στο “Accounts Payable” και οι λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις στο “Other Current Liabilities” ενώ ο πληρωτέος φόρος εισοδήματος είναι μηδενικός όλη την πενταετία.
- Προχωρώντας στους λογαριασμούς των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, τα δάνεια καταχωρούνται ως “Long-Term Debt”, ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος ως “Deferred Taxes” και οι υπόλοιποι λογαριασμοί που έμειναν ως “Other Liabilities”.
- Τελειώνοντας με τα στοιχεία του ισολογισμού καταχωρούμε τους λογαριασμούς των ιδίων κεφαλαίων όπου το μετοχικό κεφάλαιο αντιστοιχεί στο “Paid in Common Capital” και όλα τα υπόλοιπα στοιχεία στο “Retained Earnings”.

Επιπρόσθετα, παρουσιάζεται ακολούθως πίνακας που όπως και προηγουμένως δείχνει ορισμένους δείκτες που έχουν επιλεχθεί εξαιτίας της σημαντικότητάς τους. Οι δείκτες αυτοί είναι οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης των πωλήσεων, του λόγου του κόστους των αγαθών προς το σύνολο των πωλήσεων και ο φορολογικός συντελεστής. Οι τιμές των δεικτών για την επόμενη τριετία μετά την ανάλυσή μας έχουν προκύψει από τους κυλιόμενους μέσους όρους των αντίστοιχων ιστορικών στοιχείων.

G	2015	2016	2017
Sales Growth	-68,5%	-61,3%	-54,2%
Cost of Goods Sold/Sales	40,9%	40,9%	40,9%
Effective Tax Rate	5,8%	5,8%	5,8%

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι πίνακες των ταμειακών ροών από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Operating:	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Net Income	-32.758.643	-21.166.572	-22.717.062	-29.375.294
+Depreciation & Amortization	0	0	0	0
+Increase in Deferred Taxes	-5.756.718	-2.187.929	563.145	-641.695
+Increase in Other Liabilities	-37.828.377	-671.933	-386.571	-372.128
+Minority Interest in Earnings	0	0	0	0
+Preferred Dividends	0	0	0	0
=Funds From Operations	-76.343.738	-24.026.434	-22.540.488	-30.389.117
-Increase in Receivables	26.772.284	2.565.290	-252.621	6.296.933
-Increase in Inventory	0	0	0	0
-Increase in Other Current	2.426.338	-834.137	-1.325.758	1.191.648

Assets				
+Increase in Accounts Payable	24.373.385	-69.181	67.231	-8.170
+Increase in Taxes Payable	0	0	0	0
+Increase in Other Curr. Liabilities	1.683.258	650.049	3.605.308	-3.360.204
=Cash From Operations	-21.088.473	-21.714.413	-20.446.327	-26.268.910

Investing:				
-Capital Expenditures	17.882.503	5.215.681	6.013.407	9.922.602
-Increase in Investments	65.943	1.683.796	1.608.025	23.629
-Purchases of Intangibles	1.540.965	1.537.536	1.536.284	1.536.232
-Increase in Other Assets	66.242	59.618	-1.230	-3.400
=Cash From Investing	19.555.653	8.496.630	9.156.486	11.479.064

Financing:				
+Increase in Debt	1.374.885	13.234.279	11.189.378	14.760.282
-Dividends Paid to Minority Interest	0	0	0	0
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0
+Increase in Pref. Stock	0	0	0	0
-Dividends Paid on Common	0	0	0	0

+/-Net Issuance of Common Stock	0	0	0	0
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	0	89.751	0	-0
=Cash From Financing	1.374.886	13.324.030	11.189.378	14.760.282

9.8 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (CAPITAL ASSET PRICING MODEL-CAPM)

Ένα από τα πιο γνωστά και δημοφιλή υποδείγματα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων CAPM. Το μοντέλο αυτό ήταν το έργο ενός οικονομολόγου, που αργότερα βραβεύτηκε με το βραβείο Nobel, William Sharpe 1964. Το μοντέλο του ξεκινά με την ιδέα πως η ιδιωτική επένδυση εμπεριέχει 2 είδη κινδύνου:

- Συστηματικός κίνδυνος- υπάρχουν κίνδυνοι αγοράς που δε μπορούν να διαφοροποιηθούν. Τα επιτόκια, η οικονομική ύφεση και οι πόλεμοι είναι μερικοί από αυτούς.
- Μη συστηματικός κίνδυνος- ο κίνδυνος αυτός είναι συγκεκριμένος για ατομικές μετοχές και μπορεί να διαφοροποιηθεί καθώς ο επενδυτής αυξάνει τον αριθμό των μετοχών που διαθέτει στο χαρτοφυλάκιό του. Σε πιο ειδικό επίπεδο, αντιπροσωπεύει την απόδοση μιας μετοχής η οποία δε συμβαδίζει με τις γενικές κινήσεις της αγοράς.

Η σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου δείχνει πως ο συγκεκριμένος κίνδυνος μπορεί να αποφευχθεί μέσω της διαφοροποίησης. Το πρόβλημα είναι πως η διαφοροποίηση εξακολουθεί να μην επιλύει το ζήτημα του συστηματικού κινδύνου. Ακόμα και ένα χαρτοφυλάκιο με όλες τις μετοχές της αγοράς δε μπορεί να εξαλείψει αυτόν τον κίνδυνο. Επομένως, στον υπολογισμό της απόδοσης μιας μετοχής, ο συστηματικός κίνδυνος είναι αυτός που πλήττει πιο πολύ τους επενδυτές. Ως εκ τούτου, το CAPM υπόδειγμα εξελίχθηκε ως ένας τρόπος μέτρησης αυτού του συστηματικού κινδύνου.

Ο Sharpe βρήκε πως η απόδοση μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου μετοχών θα πρέπει να είναι ίση με το κόστος κεφαλαίου της. Η φόρμουλα που χρησιμοποιείται εξακολουθεί να είναι το CAPM υπόδειγμα όπου περιγράφεται η σχέση μεταξύ του κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης.

Η εξίσωση του CAPM υπόδειγματος αρχίζει με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate) όπου συνήθως είναι το δεκαετές ομόλογο του δημοσίου. Σε αυτό προστίθεται ένα ασφάλιστρο σύμφωνα με το οποίο οι επενδυτές ζητούν να αποζημιωθούν για τον πρόσθετο κίνδυνο που αποδέχονται. Αυτή η πριμοδότηση αγοράς μετοχών αποτελείται από την αναμενόμενη απόδοση από το σύνολο της αγοράς μείον τον συντελεστή απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Το ασφάλιστρο κινδύνου μετοχών πολλαπλασιάζεται με έναν συντελεστή που ο Sharpe ονόμασε "beta".

Το "beta" μετρά τη μεταβλητότητα της μετοχής, δείχνει δηλαδή πώς η τιμή μιας συγκεκριμένης μετοχής μετακινείται προς τα πάνω ή προς τα κάτω σε σύγκριση με το πόσο το χρηματιστήριο στο σύνολό του μετακινείται επίσης προς τα πάνω και προς τα κάτω. Εάν η τιμή της μετοχής μεταβάλλεται ακριβώς όπως η αγορά, τότε το βήτα της μετοχής θα ισούται με 1. (www.investopedia.com)

Έχουμε λοιπόν:

$$r_i = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Όπου,

r_i : η απαιτούμενη απόδοση του χρεογράφου i

r_f : η απόδοση του χρεογράφου i χωρίς κίνδυνο

r_m : η αναμενόμενη απόδοση όλης της αγοράς

β : ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου β του χρεογράφου i

Τα χρεόγραφα με συντελεστή $\beta > 1$ χαρακτηρίζονται ως «επιθετικά» ενώ εκείνα με $\beta < 1$ ως «αμυντικά».

Γενικότερα, η απαιτούμενη απόδοση μιας επένδυσης μπορεί να εκφραστεί με τον γενικότερο τύπο:

Απαιτούμενη απόδοση = απόδοση χωρίς κίνδυνο + ανταμοιβή για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο

9.8.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΟ CAPM ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σύμφωνα λοιπόν με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων πρέπει να εισάγουμε το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (r_f), το market risk premium καθώς και το beta για την κάθε μια από τις τρεις κατασκευαστικές επιχειρήσεις την 30/6/2015 οπότε και πραγματοποιείται η διαδικασία της αποτίμησης. Ο συντελεστής βήτα της κάθε επιχείρησης βρίσκεται μέσω παλινδρομήσεων του CAPM υποδείγματος.

Έτσι, εισάγοντας τα δεδομένα στο πρόγραμμα αποτίμησης του excel:

- $r_f = 0,61\%$
- Market risk premium = $12,11\%$
- Beta για ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε = $1,45$
- Beta για ΤΕΡΝΑ Α.Ε = $1,18$
- Beta για ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Τ.Ε = $1,32$

και αντικαθιστώντας τα στο CAPM υπόδειγμα βρίσκουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της κάθε επιχείρησης.

Ωστε τελικά:

- Για την ΜΟΧΛΟΣ: $r = 0,61 + (1,45 * 12,11) = 18,16$
- Για την ΤΕΡΝΑ: $r = 0,61 + (1,18 * 12,11) = 14,89$
- Για την ΑΤΤΙΚΑΤ: $r = 0,61 + (1,32 * 12,11) = 16,59$

Όσον αφορά, τους συντελεστές beta για τις τρεις εταιρείες, παρατηρείται πως οι συντελεστές χαρακτηρίζονται ως «επιθετικοί». Σημαίνει δηλαδή, πως η μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής της κάθε εταιρείας είναι αρκετά ευαίσθητη σε σχέση με την μεταβλητότητα της αγοράς. Επίσης, η συσχέτισή τους είναι θετική.

Έτσι, τα παραπάνω στοιχεία τα εισάγουμε στο φύλλο με τις παραμέτρους της αποτίμησης, “valuation parameters” και έχουμε τα εξής αποτελέσματα στην εκτιμώμενη τιμή μετοχής της κάθε εταιρείας:

- Estimated price/share για την ΜΟΧΛΟΣ: -2.531,36 ευρώ
- Estimated price/share για την ΤΕΡΝΑ: 8,01 ευρώ και
- Estimated price/share για την ΑΤΤΙΚΑΤ: -341,44 ευρώ

Αντλώντας από το Χρηματιστήριο Αθηνών στοιχεία για την κεφαλαιοποίηση και το συνολικό πλήθος των μετοχών στις 30/06/2015 μπορούμε να επιβεβαιώσουμε αν τα αποτελέσματα είναι ρεαλιστικά ή όχι. Οπότε για την ΤΕΡΝΑ η τιμή της μετοχής είναι 2,19 ευρώ. Οι υπόλοιπες δύο εταιρείες ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε και ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Τ.Ε δε βρίσκονται μετά το 2014 σε λειτουργία. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς στις 26/8/2015 όρισε ως μη διαπραγματεύσιμη στο χρηματιστήριο την μετοχή της ΑΤΤΙΚΑΤ ενώ ο ΜΟΧΛΟΣ διέκοψε τη λειτουργία του.

Έτσι, δεν έχουμε αποτελέσματα για την πραγματική τιμή της μετοχής το 2015 παραμόνο για την ΤΕΡΝΑ η οποία συνεχίζει την πορεία της και μάλιστα ανοδικά. Επιπλέον, όπως φαίνεται τα αποτελέσματα της αποτίμησης των εταιρειών ΜΟΧΛΟΣ και ΑΤΤΙΚΑΤ δεν είναι ρεαλιστικά. Οι μη ρεαλιστικές τιμές προκύπτουν από το γεγονός πως μια “fundamental analysis” πολλές φορές δεν αρκεί προκειμένου να εξαχθεί αποτέλεσμα αποτίμησης.

Επιπρόσθετα, είναι πολύ σημαντικό να κατανοηθεί η ιδιαιτερότητα των κατασκευαστικών εταιρειών. Ο κλάδος των κατασκευών είναι ευαίσθητος τόσο στις αλλαγές της συνολικής οικονομίας όσο και στις διακυμάνσεις των επιτοκίων και ο κύκλος εργασιών εξαρτάται από το επίπεδο εξειδίκευσης της εταιρείας καθώς και αν δραστηριοποιείται στον ιδιωτικό ή δημόσιο τομέα.

Έτσι η αποτίμηση μιας κατασκευαστικής εταιρείας απαιτεί αρχικά την κατανόηση των βασικών χαρακτηριστικών της. Χωρίς την ανάλυση των στοιχείων αυτών η εκτίμηση μπορεί να είναι εξαιρετικά ανακριβής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Το δύσκολο και αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον τόσο στην Ελλάδα όσο και στον υπόλοιπο ευρωπαϊκό κόσμο κατέστησε δυσχερή τη λειτουργία πολλών ελληνικών εταιρειών. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, τα μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής δυσχέραναν τις λειτουργίες των επιχειρήσεων καθώς οι κατασκευαστικές εταιρείες εξαρτώνται άμεσα από το ελληνικό δημόσιο με τα δημόσια έργα που αναλαμβάνουν όπου παρουσιάζονται μεγάλες καθυστερήσεις.

Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το δωδεκάμηνο Φεβρουάριος 2010-Φεβρουάριος 2011 η οικοδομική δραστηριότητα τόσο για τον δημόσιο όσο και τον ιδιωτικό τομέα παρουσίασε πτώση κατά 30,8% σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο ενώ ο δείκτης απασχόλησης στον τομέα των κατασκευών διαμορφώθηκε στο -22%.

Για τις τρεις κατασκευαστικές εταιρείες ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε, ΤΕΡΝΑ Α.Ε και ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Τ.Ε φαίνεται πως ο κύκλος εργασιών τους μειώνεται με την πάροδο των ετών της ανάλυσης εκτός από την ΤΕΡΝΑ η οποία το 2014 καταφέρνει και αυξάνει τις πωλήσεις της κατά 108,3% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά.

Γενικότερα, μόνο η εταιρεία ΤΕΡΝΑ Α.Ε έχει καταφέρει και βρίσκεται σε λειτουργία μέχρι και σήμερα ενώ παράλληλα έχει αυξήσει και τον κύκλο εργασιών της.

Το πρόγραμμα με τις μακροεντολές στο excel που χρησιμοποιήθηκε έδειξε πως η μόνη ρεαλιστική τιμή μετοχής ήταν της εταιρείας ΤΕΡΝΑ αν και βέβαια υπάρχει μια απόκλιση 5,82 μονάδων. Για τις υπόλοιπες δύο εταιρείες τα αποτελέσματα δεν ήταν σωστά καθώς οι τιμές εξήχθησαν αρνητικές.

Η αποτίμηση εταιρειών και ιδιαίτερα εισηγμένων στο χρηματιστήριο είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί και να οδηγήσει σε ασφαλή συμπεράσματα μέσα από διάφορα προγράμματα όπως εκείνο που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία. Οι διάφορες ανωμαλίες της χρηματαγοράς όπως το φαινόμενο του Ιανουαρίου, το φαινόμενο της Δευτέρας, η υποαντίδραση και η υπεραντίδραση των επενδυτών και των traders καθώς και πολλά ακόμα φαινόμενα καθιστούν τις εισηγμένες εταιρείες απρόβλεπτες. Αυτός είναι και ο λόγος που υπάρχει και διαφορά στην εκτιμώμενη τιμή μετοχής από αυτήν που τελικά είναι.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Σγουρινάκης Νίκος, Μέθοδοι εκτίμησης της αξίας της επιχείρησης, Οικονομική βιβλιοθήκη, 2016

www.attikat.gr

www.bankofgreece.gr

www.eap.gr , Κλαδική μελέτη τεχνικών εταιρειών 7^{ης}, 6^{ης}, 5^{ης} τάξης, 2011

www.enterprisegreece.gov.gr

www.helex.gr

www.iobe.gr, Η σημασία ανάπτυξης, τα εμπόδια και το μέλλον του κλάδου των κατασκευών

www.inegsee.gr , 2010

www.inegsee.gr , 2011

www.inegsee.gr , 2012

www.inegsee.gr , 2013

www.inegsee.gr , 2014

www.mochlos.gr

www.mof.gov.cy

www.terna.gr

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Fernandez Pablo, 2007, Company valuation methods. The most common errors in valuations, IESE Business School

Miller Merton and Modigliani Franco, 1961, Dividend Policy, growth and the valuation of shares, The University of Chicago Press

www.investopedia.gr

www.market-risk-premia.com

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΠΙΝΑΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσωμ. Πάγια	11.521.000	7.211.000	3.645.000	3.435.459	3.280.915
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	1000	0	0	394	161
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	2.563.000	7.286.000	436.000	218.105	0
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχ.	0	0	0	0	0
Χρηματοοικ. Στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	27.295.000	24.590.000	36.129.000	34.451.500	33.809.247
Επενδύσεις σε ακίνητα	11.763.000	10.971.000	12.096.000	11.821.910	11.691.037
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	191.000	5.275.000	36.012.000	28.369.404	26.854.278
Σύνολο	53.334.000	55.333.000	88.318.000	78.296.772	75.635.638
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Αποθέματα	108.000	0	0	352.136	82.002
Απαιτήσεις από κατασκ. Συμβόλαια	49.977.000	25.716.000	5.330.000	6.037.153	8.257.018
Απαιτήσεις από πελάτες	14.567.000	5.748.000	1.564.000	2.433.743	2.911.589
Απαιτήσεις από κοινοπραξίες	1.618.000	3.053.000	1.991.000	0	0
Λοιπές απαιτήσεις	27.206.000	34.413.000	1.938.000	6.391.451	3.505.780
Χρηματοοικ. Στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτ.	24.000	24.000	0	0	0
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	5.772.000	1.334.000	1.429.000	1.827.328	469.329
Σύνολο	99.272.000	70.288.000	12.252.000	17.041.811	15.225.718
Σύνολο ενεργητικού	152.606.000	125.621.000	100.570.000	95.338.583	90.861.356
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	73.410.000	73.410.000	73.410.000	73.410.192	73.410.192
Διαφορά υπέρ το άρτιο	14.405.000	14.405.000	14.405.000	14.404.829	14.404.829
Αποθεματικά από αποτίμηση ακιν. Σε τρεχ. Αξίες	2.658.000	1.890.000	1.639.000	1.551.360	1.543.236
Αποθεματικά από αποτ. Χρηματ. Στοιχ. Προς πωλ	12.915.000	9.628.000	6.478.000	3.624.800	4.750.924
Λοιπά αποθεματικά	5.708.000	5.708.000	5.708.000	5.707.776	5.662.591
Αποτελέσματα εις νέο	-35.035.000	-37.695.000	-50.178.000	-57.611.828	-62.756.179
Συναλλαγματικές Διαφορές	-267.000	-292.000	-333.000	-312.975	-313.767
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους	73.794.000	67.054.000	51.129.000	40.774.153	36.701.825
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	0	0	0	0	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	73.794.000	67.054.000	51.129.000	40.774.159	36.701.825
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	11.478.000	9.990.000	8.628.000	9.199.005	8.956.156
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου	187.000	14.000	3.000	41.616	45.486
Κρατικές επιχορηγήσεις παγίων	10.000	10.000	0	0	0
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	4.912.000	5.035.000	4.841.000	6.910.557	6.307.476
Λοιπές προβλέψεις	125.000	476.000	976.000	975.778	1.545.118
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.086.000	984.000	19.545.000	18.936.104	18.632.860
Σύνολο	21.800.000	16.509.000	33.993.000	35.820.210	35.729.945
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και συναφείς υποχρεώσεις	24.832.000	15.233.000	7.710.000	7.781.994	6.588.508
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	24.000	668.000	195.000	151.878	54.014
Βραχυπρόθεσμες Δανειακές υποχρεώσεις	9.821.000	6.597.000	4.692.000	2.197.172	1.360.890
Υποχρεώσεις προς κοινοπραξίες	1.248.000	832.000	984.000	0	0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21.084.000	18.728.000	1.867.000	8.613.176	10.426.174
Σύνολο	57.012.000	42.058.000	15.448.000	18.744.220	18.429.586
Σύνολο υποχρεώσεων	78.812.000	58.567.000	49.441.000	54.564.430	54.159.531
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	152.606.000	125.621.000	100.570.000	95.338.583	90.861.356

ΤΕΡΝΑ Α.Ε	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό					
Ασώματα πάγια στοιχεία	4.978	4.711	4.418	4.167	5.109
Ενσώματα πάγια στοιχεία	81.848	73.133	64.743	57.531	86.813
Υπεραξία	0	0	0	0	0
Επενδυτικά ακίνητα	1.596	1.596	1.596	1.596	1.596
Συμμετοχές σε θυγατρικές	98.220	98.510	108.749	64.962	140.307
Συμμετοχές σε συγγενείς	0	0	0	0	0
Συμμετοχές σε κοινοπραξίες	3.708	6.957	7.463	75.179	34.480
Επενδύσεις διαθ.προς πωλ.	36	36	36	6.087	6.481
Λοιπές μακρ.απαιτήσεις	577	33.087	51.203	15.122	32.717
Αναβαλλόμενες φορολ.απαιτήσεις	6.975	11.524	9.897	2.721	22.655
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργ.	197.938	229.554	248.105	227.365	330.158
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Αποθέματα	4.205	3.422	3.740	4.038	8.626
Εμπορικές απαιτήσεις	219.176	232.402	170.216	131.998	168.843
Απαιτήσεις από κατασκ.συμβόλαια	57.511	86.343	63.931	91.507	156.710
Προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	162.985	96.516	94.792	133.299	77.104
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	6.791	15.470	10.508	15.189	9.354
Επενδύσεις διαθ.προς πωλ.	0	0	500	9.182	584
Χρηματικά διαθέσιμα	93.671	84.137	35.316	71.752	106.140
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	544.339	518.290	379.003	456.965	527.361
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	742.277	747.844	627.108	684.330	857.519
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια αποδιδ.στους μετόχους					
Μετοχικό κεφάλαιο	28.910	28.910	28.910	40.010	40.010
Διαφορά υπέρ το άρτιο	35.922	35.922	35.922	35.922	35.922
Αποθεματικά	44.028	46.040	47.504	46.070	42.566
Κέρδη εις νέον	1.816	23.208	16.796	19.502	26.949
Σύνολο	110.676	134.080	129.132	141.504	145.447
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	0	0	0	0	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	110.676	134.080	129.132	141.504	145.447
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	97.000	84.350	87.001	118.981	59.711
Δάνεια από χρηματοδ.μισθώσεις	36.708	24.591	14.451	6.674	23.008
Λοιπές μακρ.υποχρεώσεις	71.761	63.932	83.195	125.705	149.831
Λοιπές προβλέψεις	2.374	2.188	7.202	7.202	3.833
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπ.	3.134	3.085	3.127	2.727	1.881
Αναβαλλόμενες φορολ.υποχρεώσεις	0	0	0	0	4.666
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρ.	210.977	178.146	194.976	261.289	242.930
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές	111.212	94.685	104.729	101.839	168.245
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	82.430	122.687	32.312	83.046	22.568
Μακρ.υποχρ.πληρωτέες την επομ.χρήση	16.310	69.317	80.951	32.761	62.006
Υποχρεώσεις από κατασκ.συμβάσεις	41.158	18.021	54.087	27.179	64.445
Δεδοουλευμένες και λοιπές βραχ.υποχρ.	166.419	119.704	30.909	36.689	146.933
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	3.095	11.204	12	23	4.945
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	420.624	435.618	303.000	281.537	469.142
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦ.ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	742.277	747.844	627.108	684.330	857.519

ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Τ.Ε	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια	73.362.336,27	55.479.833,33	50.264.152,23	44.250.745,54	34.328.143,73
Επενδύσεις σε ακίνητα	9.615.464,60	9.615.464,60	9.615.464,60	8.007.439,32	8.007.439,32
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	19.208.991,67	17.668.026,72	16.130.491,08	14.594.207,45	13.057.975,10
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	1.757.225,95	1.757.225,95	73.430,13	73.430,13	73.430,13
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	2.298.929,06	2.232.986,29	2.232.986,29	2.232.986,29	2.209.356,90
Λοιπές μακροπρόθεσμες απατήσεις	1.021.151,50	954.909,37	895.291,87	896.521,87	899.921,87
Σύνολο	107.264.099,05	87.708.446,26	79.211.816,20	70.055.330,60	58.576.267,05
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	10.876,34	10.876,34	10.876,34	10.876,34	10.876,34
Πελάτες	45.033.982,79	32.139.507,44	29.535.638,52	29.495.910,96	30.826.135,83
Λοιπές απατήσεις	68.050.116,62	54.172.308,24	54.210.886,98	54.503.235,68	46.876.078,31
Χρημ/κα περ. στοιχεία που αποτιμ στην ευλ. αξία	3.813.584,15	1.387.245,83	2.221.383,24	3.547.140,95	2.355.492,91
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	185.809,87	28.475,29	134.122,68	33.658,82	4.094,19
Σύνολο	117.094.369,77	87.738.413,14	86.112.907,76	87.590.822,75	80.072.677,58
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	224.358.468,82	175.446.859,40	165.324.723,96	157.646.153,35	138.648.944,63
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Κεφάλαιο και αποθεματικά					
Μετοχικό κεφάλαιο	24.493.366,50	24.493.366,50	24.493.366,50	24.493.366,50	24.493.366,50
Υπέρ το άρτιο	57.072.374,32	57.072.374,32	57.072.374,32	57.072.374,32	57.072.374,32
Λοιπά αποθεματικά	34.806.665,09	34.806.665,09	34.806.665,09	34.806.665,09	20.118.788,12
Αποτελέσματα εις νέο	-63.926.266,63	-96.684.909,62	-117.761.730,72	-140.478.792,72	-155.166.209,85
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	52.446.139,28	19.687.496,29	-1.389.324,81	-24.106.386,81	-53.481.680,91
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	10.922.263,40	11.925.927,60	12.926.176,65	13.966.876,79	0,00
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	17.085.729,95	11.329.011,95	9.141.083,29	9.704.228,46	9.062.533,52
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	242.566,00	251.994,00	133.424,00	124.791,00	125.601,00
Λοιπές προβλέψεις	180.000,00	180.000,00	180.000,00	210.000,00	210.000,00
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	47.197.146,13	9.359.341,39	8.805.978,28	8.398.040,24	8.025.102,20
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	75.627.705,48	33.046.874,94	31.186.662,22	32.403.936,49	17.423.236,72
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές	23.039.153,17	47.412.538,16	47.343.357,34	47.410.588,07	47.402.418,23
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	11.484.192,43	11.855.413,71	24.089.443,48	34.238.121,41	62.965.280,51
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	61.761.278,46	63.444.536,30	64.094.585,73	67.699.894,19	64.339.690,08
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	96.284.624,06	122.712.488,17	135.527.386,55	149.348.603,67	174.707.388,82
Σύνολο υποχρεώσεων	171.912.329,54	155.759.363,11	166.714.048,77	181.752.540,16	192.130.625,54
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	224.358.468,82	175.446.859,40	165.324.723,96	157.646.153,35	138.648.944,63

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε

	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Πωλήσεις	37.481.000	19.957.000	5.004.659	2.244.615	6.209.638
Κόστος Πωλήσεων	-31.397.000	-18.020.000	-12.014.789	-2.250.555	-5.991.367
Μικτό κέρδος	6.084.000	1.937.000	-7.010.130	-5.940	218.271
Έξοδα διοίκησης	-3.017.000	-4.198.000	-3.842.796	-2.129.883	-1.118.585
Έξοδα διάθεσης	-2.000	-54.000	0	0	0
Λοιπά έξοδα εκμ.	-2.383.000	-2.222.000	-4.647.311	-4.810.313	-1.203.425
Λοιπά έσοδα εκμ.	2.440.000	6.296.000	884.300	1.118.412	653.719
Αποτελέσματα εκμ. προ φόρων	3.122.000	1.759.000	-14.615.937	-5.827.724	-1.450.020
Χρηματοοικ. Έξοδα	-1.590.000	-983.000	-799.266	-681.116	-421.069
Χρηματοοικ. Έσοδα	7.000	4.000	699.374	5.429	221.940
Άλλα χρηματοοικ. Αποτελεσμ.	-115.000	-803.000	-637.827	-1.256.399	-924.951
Κέρδη/ζημίες από κοινοπραξ.	1.184.000	357.000	-247.834	-149.560	0
Κέρδη/ζημίες από αποτίμηση ακινήτων	-2.485.000	-957.000	66.144	-273.601	-131.367
Κέρδη/ζημίες απομείωσης ΔπΠΧ στοιχ. Ενεργ	0	0	0	0	-1.819.496
Κέρδη προ φόρων	123.000	-623.000	-15.535.346	-8.182.971	-4.524.963
Φορολογία εισοδήματος	1.284.000	-2.274.000	3.032.785	708.673	-671.368
Κέρδη μετά φόρων από συνεχιζ. Δραστ.	0	0	0	0	0
Καθαρά κέρδη μετά φόρων	1.407.000	-2.897.000	-12.502.562	-7.474.298	-5.196.331

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΤΕΡΝΑ Α.Ε

	2010	2011	2012	2013	2014
Συνεχιζόμενες δραστηριότητες					
Κύκλος εργασιών	351.224	492.209	291.039	344.993	718.499
Κόστος πωλήσεων	-334.061	-426.663	-270.112	-310.627	-674.630
Μικτό κέρδος	17.163	65.546	20.927	34.366	43.869
Έξοδα διοίκησης	-15.550	-13.976	-14.036	-12.790	-16.133
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	-696	-332	-126	-82	-96
Λοιπά έσοδα (έξοδα)	5.476	-1.210	8.131	5.767	16.351
Καθαρά χρημ/κα έσοδα (έξοδα)	-8.310	-20.730	-17.488	-19.341	-14.728
Κέρδη (ζημίες) από αποτιμ.συγγ.επιχ.	0	0	0	0	0
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	-1.917	29.298	-2.592	7.920	29.263
Φόρος εισοδήματος	-775	-6.011	-2.343	-7.398	-11.953
Καθαρά κέρδη από συν.δραστ.	-2.692	23.287	-4.935	522	17.310
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	-2.692	23.287	-4.935	522	17.310

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Τ.Ε

	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Έσοδα	10.357.683,68	1.296.048,51	532.475,32	252.064,45	61.485,00
Κόστος πωληθέντων	-20.317.660,89	-3.542.288,35	-1.130.716,43	-359.907,12	-25.126,23
Μικτό κέρδος	-9.959.977,21	-2.246.239,84	-598.241,11	-107.842,67	36.358,77
Άλλα έσοδα	1.845.070,70	597.721,54	1.330.466,90	594.628,70	760.300,72
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	10.828.279,37	-3.619.415,53	-3.097.370,40	-3.071.508,91	-3.095.456,97
Άλλα έξοδα	110.680.105,19	-30.000.384,77	-19.117.505,50	-16.867.350,66	-19.642.207,12
Χρηματοοικονομικό κόστος	-86.310.450,29	-4.917.840,48	-1.885.690,87	-2.670.160,95	-7.991.487,32
Μερίδιο κερδών ή ζημιών από συγγ.επιχ.	-723.552,93	1.857.919,86	141.227,16	-5.183,61	-84.233,36
Κέρδη (ζημίες) προ φόρων	-44.036.393,71	-38.328.239,22	-23.227.113,82	-22.127.418,10	-30.016.725,28
Φόρος εισοδήματος	-4.477.427,03	5.569.596,24	2.060.541,52	-589.643,90	641.431,18
Κέρδη (ζημίες) μετά από φόρους	-48.513.820,74	-32.758.642,98	-21.166.572,30	-22.717.062,00	-29.375.294,10
Συνολικά έσοδα μετά φορων	-48.513.820,74	-32.758.642,98	-21.166.572,30	-22.717.062,00	-29.375.294,10

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ					
	2010	2011	2012	2013	2014
Συνολική κυκλοφοριακή ταχ.	0,392	0,2388	0,058	0,029	0,085
Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίου	0,7	0,36	0,056	0,028	0,082
Κυκλοφ.ταχύτητα κυκλοφ.ενεργητικού	0,377	0,2839	0,408	0,1317	0,407
Ταχύτητα κυκλοφορίας κεφαλαίου κίνησης	0,88	0,7	-1,56	-1,31	-1,93
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα	1	-	-	57,26	4,82
Μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων	141,85	105,12	114,06	395,75	171,14
Μέση διάρκεια πληρωμής των υποχρεώσεων	288,67	308,54	234,22	1262	401,37
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Συνολική αποδοτικότητα	0,032	0,021	-0,17	-0,076	-0,02
Μικτό περιθώριο κέρδους	0,16	0,097	-1,4	-0,0026	0,035
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,037	-0,145	-2,4	-3,32	-0,836
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,019	-0,043	-0,244	-0,183	-0,141
Αποδοτικότητα ενεργητικού	0,00921	-0,023	-0,124	-0,078	-0,0571
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ					
Τρέχουσα ρευστότητα	1,74	1,67	0,793	0,909	0,826
Άμεση ρευστότητα	1,73	1,67	0,793	0,89	0,821
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ					
Ίδια κεφάλαια προς συνολικά κεφάλαια	0,483	0,533	0,508	0,427	0,403
Ίδια προς ξένα κεφάλαια	3,385	4,061	1,504	1,138	1,027
Δανειακή επιβάρυνση	0,142	0,131	0,338	0,375	0,393
Ξένα μακροπρ.κεφάλαια προς απασχοληθ.	0,928	0,197	0,399	0,467	0,493
Κάλυψη τόκων	1,96	1,78	18,28	8,55	3,44
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ					
Πάγιο ενεργητικό προς κυκλοφορούν	0,537	0,758	7,208	4,594	4,967
Πάγιο ενεργητικό προς σύνολο ενεργητ.	0,349	0,44	0,878	0,821	0,832
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
Χρηματοδότηση παγίου με Ίδια κεφ.	1,38	1,21	0,57	0,52	0,48
Χρηματοδ. κυκλ.με κεφ. μεγάλης διάρκειας	0,425	0,401	-0,26	-0,099	0,21
Χρηματοδ. παγίου με κεφ.μεγάλης διάρκειας	1,79	1,51	0,96	0,97	0,95

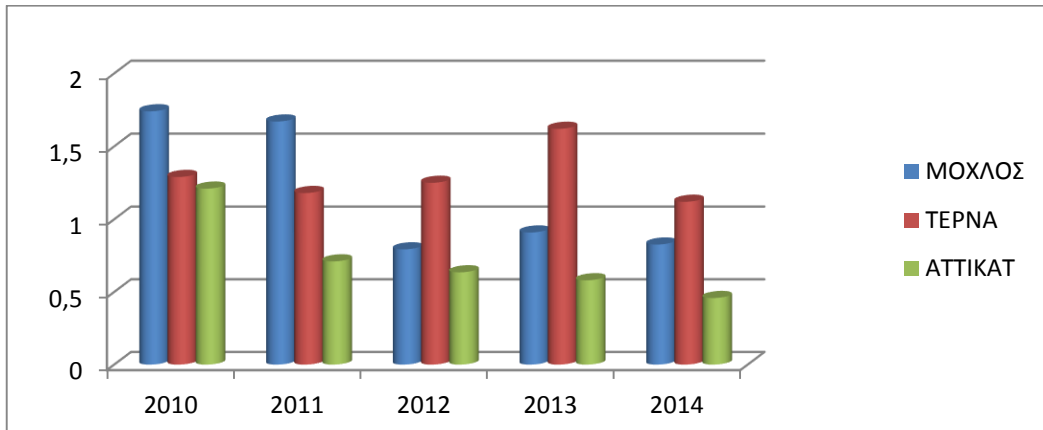
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΕΡΝΑ Α.Ε

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ					
	2010	2011	2012	2013	2014
Συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα	1,09	1,576	0,89	0,856	1,85
Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων	1,77	2,14	1,17	1,51	2,17
Κυκλοφοριακή ταχύτητα κυκλοφορούν ενεργητικού	0,645	0,949	0,767	0,754	1,36
Ταχύτητα κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης	2,83	5,95	3,82	1,96	12,34
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Μέση διάρκεια επενδύσης σε αποθέματα	4,36	2,53	4,7	4,27	4,38
Μέση διάρκεια εισπράξεως απαιτήσεων	227,77	172,33	213,47	139,65	85,77
Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων	121,51	81	56,66	119,66	91,02
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Συνολική αποδοτικότητα	2%	0,16	0,045	0,067	0,11
Μικτό περιθώριο κέρδους	0,048	0,13	0,071	0,09	0,061
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-0,0076	0,047	-0,016	0,0015	0,024
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	-0,024	0,17	-0,038	0,0036	0,11
Αποδοτικότητα ενεργητικού	-0,0036	0,031	-0,0078	0,0076	0,02
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ					
Τρέχουσα ρευστότητα	1,29	1,18	1,25	1,62	1,12
Άμεση ρευστότητα	1,28	1,18	1,23	1,6	1,1
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ					
Ίδια κεφάλαια προς συνολικά κεφάλαια	0,149	0,179	0,205	0,206	0,169
Ίδια κεφάλαια προς ξένα κεφάλαια	0,524	0,752	0,662	0,541	0,598
Δανειακή επιβάρυνση	0,28	0,23	0,31	0,38	0,28
Ξένα μακροπρόθεσμα προς απασχοληθέντα κεφ.	0,65	0,57	0,601	0,648	0,625
Κάλυψη τόκων	0,76	2,41	0,851	1,409	2,98
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ					
Πάγιο ενεργητικό προς κυκλοφορούν ενεργητικό	0,363	0,442	0,654	0,497	0,626
Πάγιο ενεργητικό προς συνολικό ενεργητικό	0,26	0,306	0,395	0,33	0,385
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
Χρηματοδότηση παγίου με ίδια κεφάλαια	0,559	0,58	0,52	0,622	0,44
Χρηματοδ. κυκλοφορούν με κεφ.μεγάλης διάρκειας	0,227	0,159	0,2	0,383	0,11
Χρηματοδ. παγίου με κεφ.μεγάλης διάρκειας	1,625	1,36	1,306	1,77	1,17

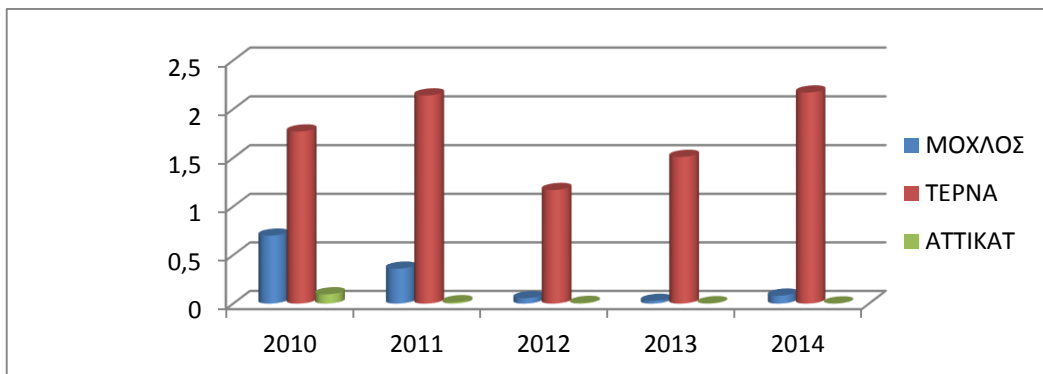
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΤΤΙΚΑΤ Α.Τ.Ε

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ					
	2010	2011	2012	2013	2014
Συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα	0,08	0,024	0,017	0,03	0,0017
Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων	0,096	0,014	0,0067	0,0035	0,00104
Κυκλοφοριακή ταχύτητα κυκλοφορούν ενεργητικού	0,088	0,014	0,0061	0,0028	0,0076
Ταχύτητα κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης	0,497	-0,037	-0,01	-0,004	-0,0064
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Μέση διάρκεια επενδύσης σε αποθέματα	0,38	3,06	7,45	15,74	64,56
Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων	413,89	4885,42	15282,63	48081,4	688598,4
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
Συνολική αποδοτικότητα	88%	0,606	0,77	2,46	-0,65
Μικτό περιθώριο κέρδους	-0,96	-1,73	-1,12	-0,427	0,59
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-4,68	-25,27	-39,75	-90,12	-477,76
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	-0,925	-1,66	15,23	0,942	0,549
Αποδοτικότητα ενεργητικού	-0,216	-0,186	-0,128	-0,144	-0,211
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ					
Τρέχουσα ρευστότητα	1,21	0,71	0,635	0,58	0,458
Άμεση ρευστότητα	1,17	0,704	0,619	0,56	0,44
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦ ΑΛΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ					
Ίδια κεφάλαια προς συνολικά κεφάλαια	0,23	0,11	-0,0084	-0,15	-0,38
Ίδια κεφάλαια προς ξένα κεφάλαια	0,69	0,59	-0,044	-0,74	-3,069
Δανειακή επιβάρυνση	0,33	0,188	0,188	0,2	0,125
Ξένα μακροπρόθεσμα προς απασχοληθέντα κεφ.	0,59	0,62	1,04	3,9	-0,483
Κάλυψη τόκων	-1,3	6,501	12,16	7,64	2,94
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ					
Πάγιο ενεργητικό προς κυκλοφορούν ενεργητικό	0,916	0,99	0,919	0,799	0,731
Πάγιο ενεργητικό προς συνολικό ενεργητικό	0,478	0,499	0,479	0,44	0,422
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
Χρηματοδότηση παγίου με ίδια κεφάλαια	0,48	0,224	-0,017	-0,344	-0,913
Χρηματοδότηση κυκλοφορούν με κεφ.μεγάλης διάρκειας	0,17	-0,398	-0,573	-0,7	-1,18
Χρηματοδότηση παγίου με κεφ.μεγάλης διάρκειας	1,19	0,601	0,376	0,11	-0,615

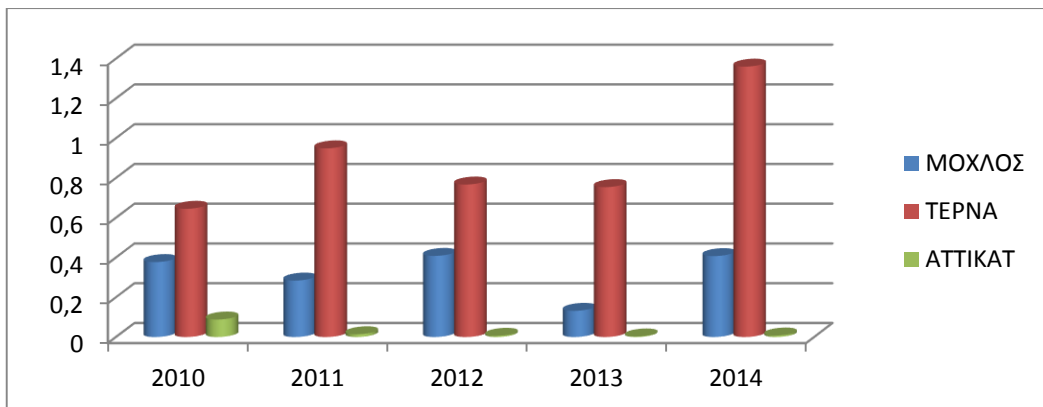
ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ



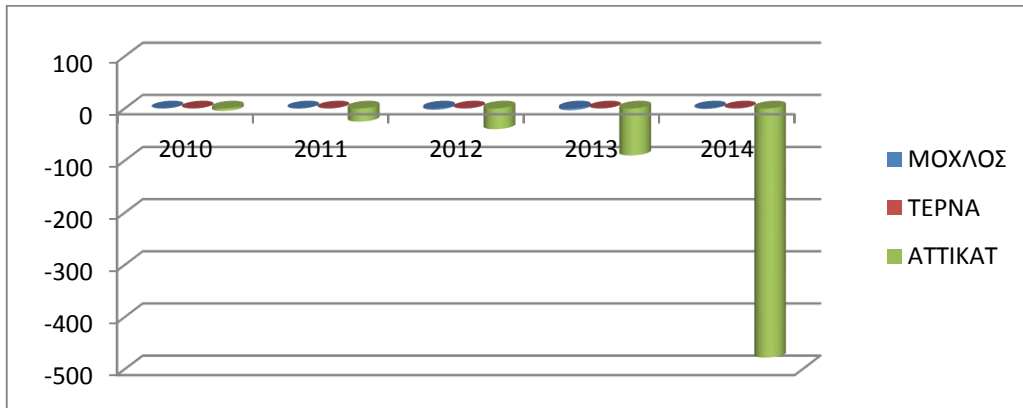
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ



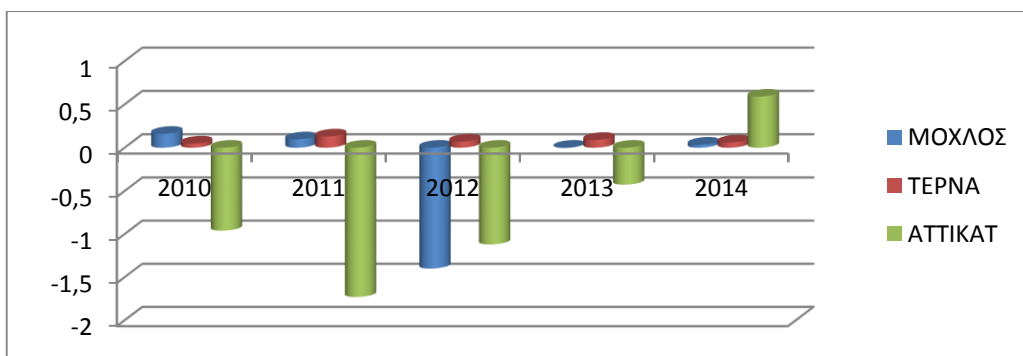
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ



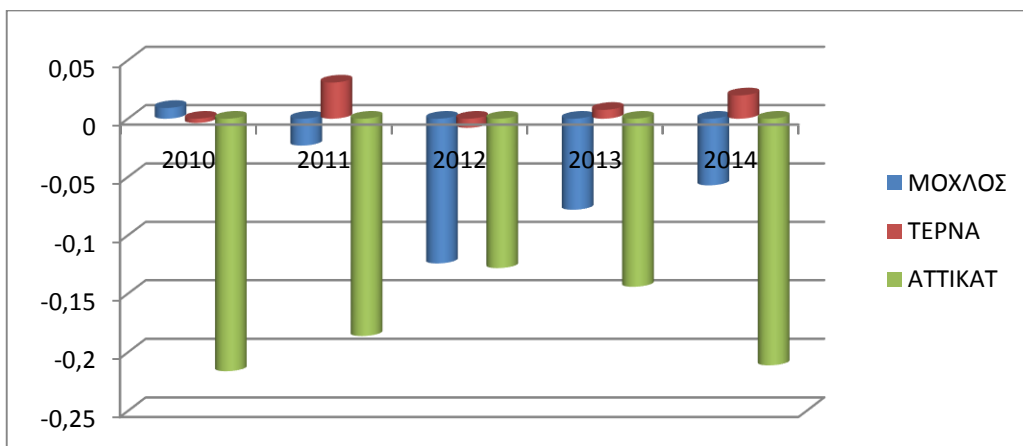
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ



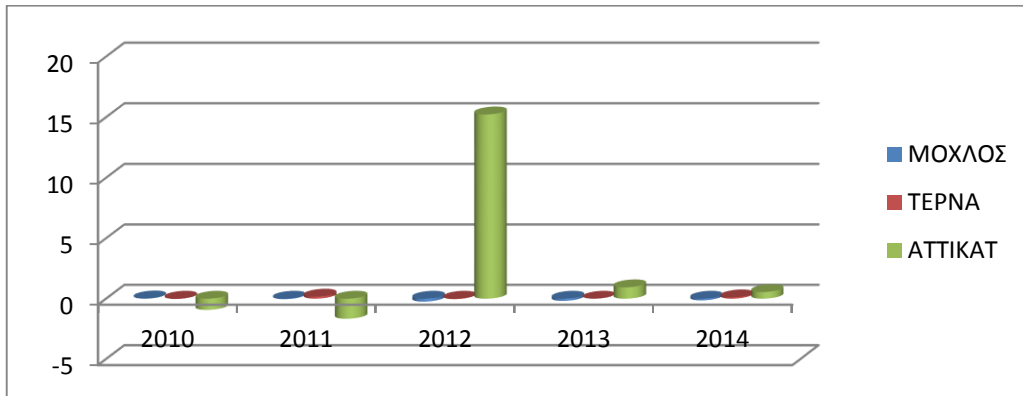
ΜΙΚΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ



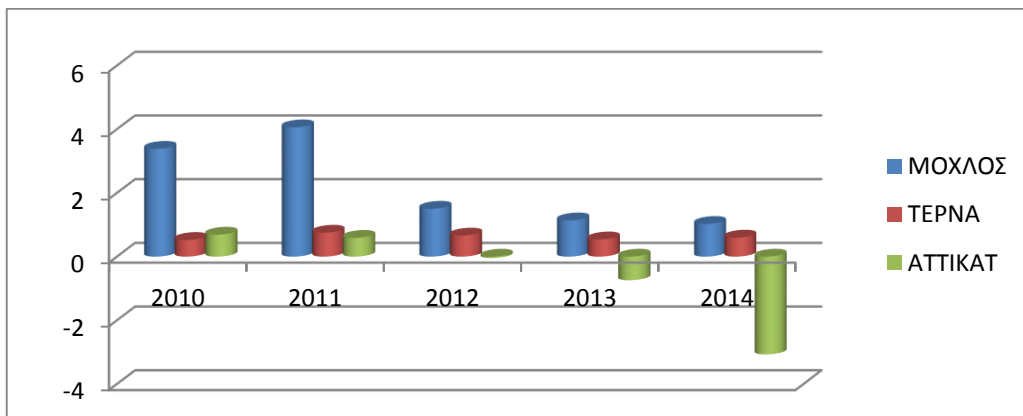
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ



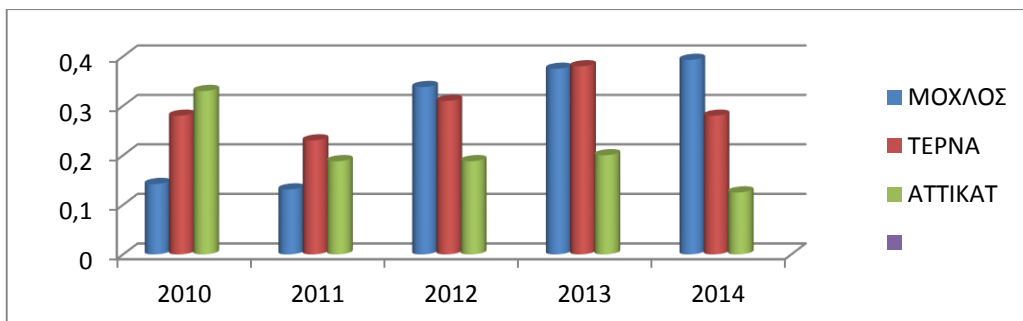
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



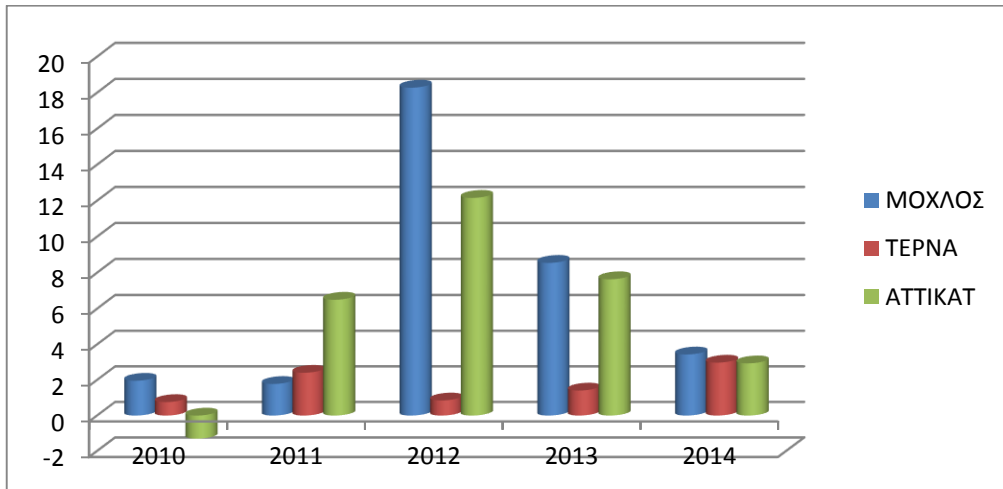
ΙΔΙΑ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ



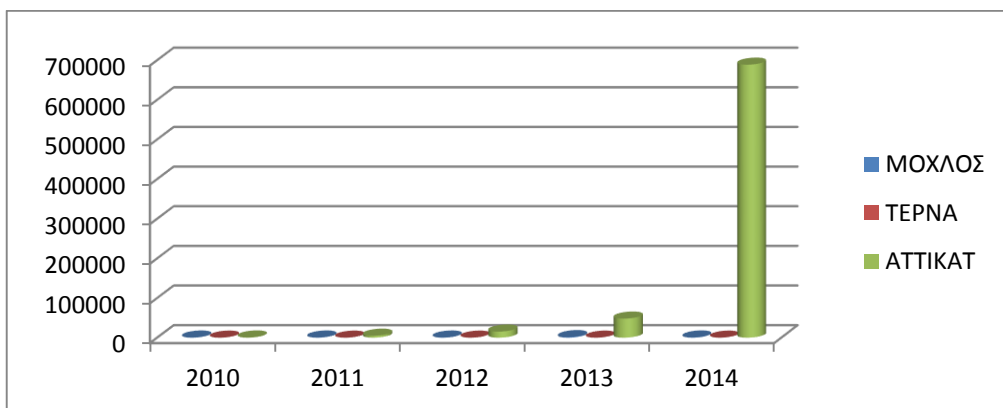
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ



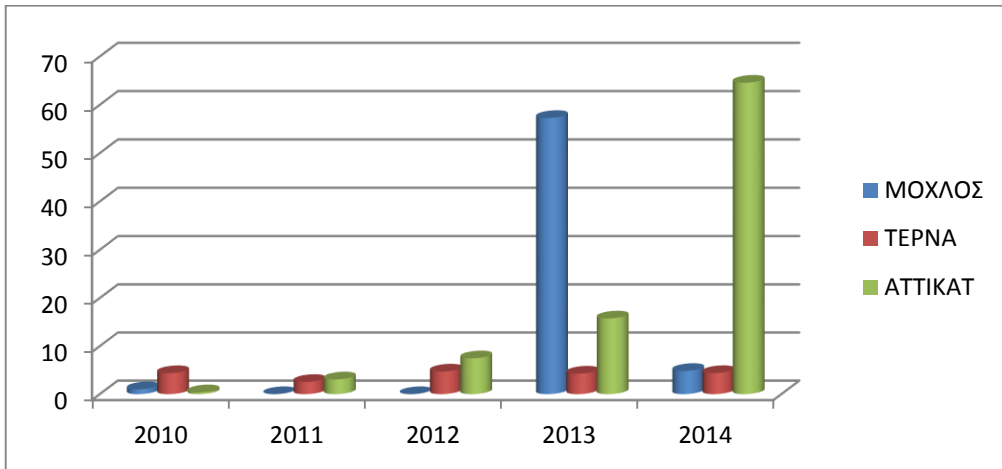
ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ



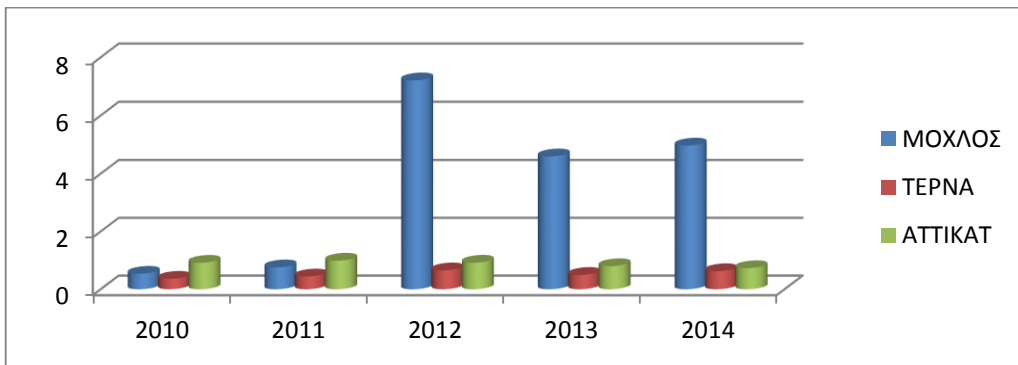
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (ΣΕ ΜΕΡΕΣ)



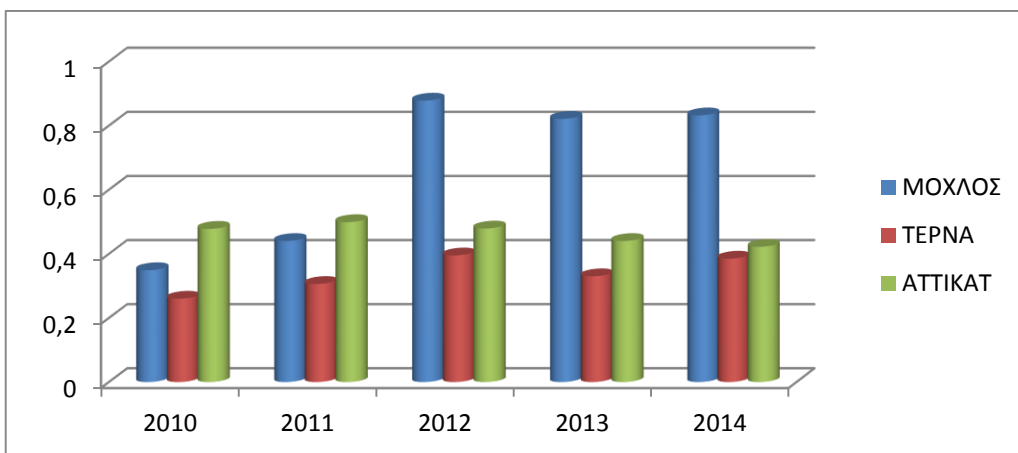
ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ



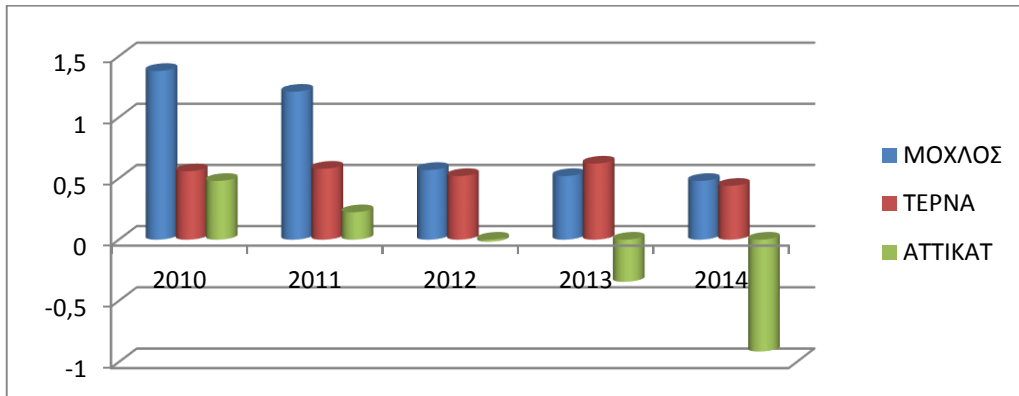
ΠΑΓΙΟ ΠΡΟΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ



ΠΑΓΙΟ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ



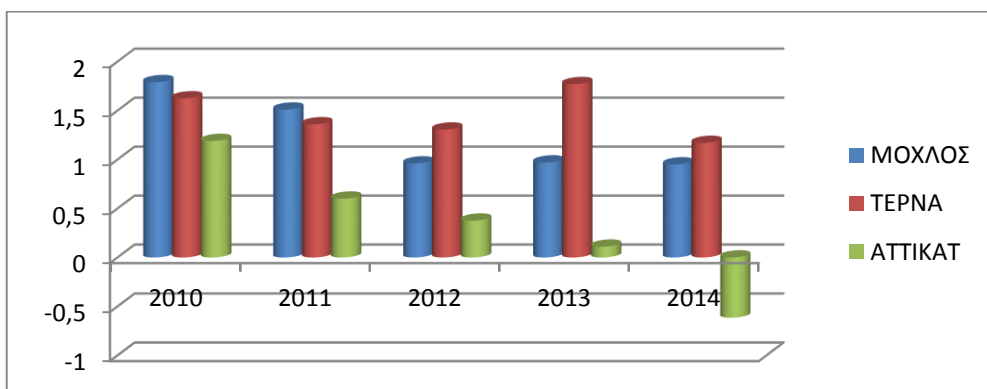
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΠΑΓΙΟΥ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ



ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΓΑΛΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ



ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΠΑΓΙΟΥ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΓΑΛΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ



ΠΩΛΗΣΕΙΣ

