

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
Π.Μ.Σ. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:

**ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ
ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΓΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ:
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ & ΚΡΙΤΙΚΗ
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ – ΜΕΛΕΤΗ
ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΣΕ ΔΥΟ
ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΑΘΑΝΑΣΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ (Α.Μ. 501)

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2007

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή – Στόχος Εργασίας 3

- 1.1 Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις 4
- 1.2 Χρησιμότητα και Σημασία Λογιστικών Καταστάσεων 6
- 1.3 Σύντομη Παρουσίαση Εργαλείων Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων 7
- 1.4 Περιορισμοί και Ορθός Τρόπος Χρήσης Εργαλείων Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων 13
- 1.5 Στόχος Εργασίας 15

Μέρος Α: Θεωρητική Επισκόπηση Βιβλιογραφίας 16

Κεφάλαιο 2. Αξιολόγηση Επιχειρήσεων με Χρήση Δεικτών 17

- 2.1 Δείκτες Αποδοτικότητας 17
- 2.2 Δείκτες Κερδοφορίας 20
- 2.3 Δείκτες Δραστηριότητας 23
- 2.4 Δείκτες Ρευστότητας 33
- 2.5 Δείκτες Κάλυψης Υποχρεώσεων 36
- 2.6 Δείκτες Χρηματοδοτικής Μόχλευσης 38
- 2.7 Χρηματιστηριακοί Δείκτες 40
- 2.8 DuPont Ανάλυση 43

Κεφάλαιο 3. Αξιολόγηση Επιχειρήσεων με Κάθετη Ανάλυση (Ανάλυση Μεγέθους) 44

- 3.1 Χρήση και Χρησιμότητα της Κάθετης Ανάλυσης (Ανάλυσης Κοινού Μεγέθους) 44
- 3.2 Μειονεκτήματα και Περιορισμοί της Κάθετης Ανάλυσης (Ανάλυσης Κοινού Μεγέθους) 50

Κεφάλαιο 4. Αξιολόγηση Επιχειρήσεων με Οριζόντια Ανάλυση & Ανάλυση Τάσης

- 4.1 Οριζόντια Ανάλυση 52
- 4.2 Ανάλυση Τάσης 54
- 4.3 Μειονεκτήματα και Περιορισμοί στην Χρήση της Οριζόντιας Ανάλυσης & της Ανάλυσης Τάσης 57

Κεφάλαιο 5. Αξιολόγηση Επιχειρήσεων Συμπεριλαμβάνοντας Ανάλυση Κινδύνου 60

- 5.1 Επιχειρηματικός Κίνδυνος 61
- 5.2 Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος 64
- 5.3 Συνδυασμός Επιχειρηματικού & Χρηματοοικονομικού Κινδύνου 66

**Κεφάλαιο 6. Αξιολόγηση Μικρών και Μεσαίων Επιχειρήσεων με Χρήση Λογιστικών
Καταστάσεων 68 *******

Μέρος Β: Πρακτική Εφαρμογή 73

Κεφάλαιο 7. Μεθοδολογία Έρευνας 74

7.1 Συλλογή & Επεξεργασία Στοιχείων 74

7.2 Μεθοδολογία Ανάλυσης των Στοιχείων 75

Κεφάλαιο 8. Συνοπτική Παρουσίαση των Επιλεγμένων Επιχειρήσεων 77

8.1 Επιχείρηση VERTICAL A.E.B.E.E. 77

8.2 ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε. 78

Κεφάλαιο 9. Ανάλυση των Επιχειρήσεων με Χρήση Δεικτών 80

9.1 Δείκτες Αποδοτικότητας 81

9.2 Δείκτες Κερδοφορίας 83

9.3 Δείκτες Δραστηριότητας 85

9.4 Δείκτες Ρευστότητας 89

9.5 Δείκτες Κάλυψης Υποχρεώσεων 91

9.6 Δείκτες Χρηματοδοτικής Μόγλευσης 91

9.7 DuPont Ανάλυση 93

Κεφάλαιο 10. Κάθετη Ανάλυση των Επιχειρήσεων 96

Κεφάλαιο 11. Οριζόντια Ανάλυση & Ανάλυση Τάσης των Επιχειρήσεων 100

Κεφάλαιο 12. Ανάλυση Κινδύνου των Επιχειρήσεων 106

12.1 Ανάλυση Επιχειρηματικού Κινδύνου 106

12.2 Ανάλυση Χρηματοοικονομικού Κινδύνου 107

Κεφάλαιο 13. Τελικά Συμπεράσματα – Προτάσεις 108 *****

Βιβλιογραφία 115

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή – Στόχος Εργασίας

Το αντικείμενο της εργασίας εντάσσεται στον ευρύτερο τομέα της χρηματοοικονομικής επιστήμης (finance). Πιο συγκεκριμένα, εντάσσεται στον τομέα της χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων (corporate finance). Η χρηματοοικονομική των επιχειρήσεων ασχολείται με την χρηματοοικονομική διαχείριση (financial management) που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις έτσι ώστε να λειτουργούν απρόσκοπτα και να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον ετεροχρονισμό στις πληρωμές και τις εισπράξεις (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Καραθανάσης, 1999) για να έχουν δυνατότητες για μελλοντική βιωσιμότητα και ανάπτυξη.

Η χρηματοοικονομική διαχείριση αποτελείται από τρεις βασικές αποφάσεις – διλήμματα που απασχολούν τις επιχειρήσεις. Αυτές είναι οι επενδυτικές αποφάσεις, οι χρηματοδοτικές αποφάσεις και οι μερισματικές αποφάσεις (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Weston & Brigham, 1986). Οι αποφάσεις των επιχειρήσεων είναι που διαμορφώνουν τις επίσημες λογιστικές καταστάσεις οι οποίες θεωρούνται ότι παρέχουν κρίσιμες πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης κατά την τρέχουσα περίοδο και κατά τις επόμενες μελλοντικές περιόδους (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Έτσι, υπάρχει η αναγκαιότητα για ανάπτυξη εργαλείων και μεθοδολογιών που αφορούν την αποτελεσματική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με σκοπό να διαμορφώνεται μια εικόνα για την επιχείρηση στο παρόν και στο μέλλον η οποία θα είναι χρήσιμη για όλες τις ομάδες ενδιαφέροντος γύρω από την επιχείρηση (στελέχη, ιδιοκτήτες, προμηθευτές, πελάτες, κράτος, χρηματοδότες) οι οποίες και θα κληθούν, με βάση την ανάλυση των στοιχείων, να λάβουν αποφάσεις που τις αφορούν (Bodie et al, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002).

Έτσι, θεωρείται ότι η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων θα αποτελέσει ένα σημαντικό εργαλείο υποστήριξης απόφασης (Brigham & Ehrhardt, 2005; Lumby & Jones, 1999; Κάντζος, 2002; Weston & Brigham, 1986). Η παρούσα εργαλεία ασχολείται, κατά κύριο λόγο, με την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων παρουσιάζοντας σε θεωρητικό επίπεδο όλα τα σύγχρονα εργαλεία μαζί με τα

πλεονεκτήματα, τις δυνατότητές τους και τους περιορισμούς που εμφανίζουν. Επίσης, ασχολείται και με την εκτίμηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις λειτουργώντας σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας το οποίο, ιδιαίτερα στις μέρες μας, είναι αρκετά ευμετάβλητο.

1.1 Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις

Το κύριο χαρακτηριστικό στην λειτουργία μιας επιχείρησης είναι ότι σε καθημερινό επίπεδο λαμβάνουν χώρα εισπράξεις και πληρωμές μετρητών. Το χαρακτηριστικό, όμως, αυτών των γεγονότων είναι ότι εμφανίζουν ετεροχρονισμό (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Καραθανάσης, 1999) με συνέπεια σε κάποιες περιπτώσεις να υπάρχει έλλειμμα μετρητών και η επιχείρηση να πρέπει να σκεφτεί πως θα το καλύψει, ενώ σε κάποιες άλλες περιπτώσεις να υπάρχει πλεόνασμα μετρητών και η επιχείρηση να σκέφτεται, αντίστοιχα, πώς να το αξιοποιήσει. Ουσιαστικά, αυτός ο ετεροχρονισμός είναι που αποτελεί αιτία για την εμφάνιση της αναγκαιότητας για την χρηματοοικονομική διοίκηση μέσα στις επιχειρήσεις. Στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής διοίκησης, μια επιχείρηση πρέπει να λαμβάνει μια σειρά από αποφάσεις που αφορούν την διαχείριση των πληρωμών και των εισπράξεων. Οι αποφάσεις αυτές, γνωστές και ως χρηματοοικονομικές αποφάσεις, έχουν ως εξής (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Weston & Brigham, 1986):

1. *Επενδυτικές αποφάσεις (investing decisions)*: η κάθε επιχείρηση για να λειτουργεί, θα πρέπει να έχει στην κατοχή της διάφορα υλικά και αϋλα περιουσιακά στοιχεία που έχουν τρέχον ή πιο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Τα περιουσιακά αυτά στοιχεία, ως παραγωγικοί συντελεστές έχουν ένα κόστος απόκτησης και λειτουργίας και κάποιο χρονικό ορίζοντα όπου είναι παραγωγικά – λειτουργικά. Επίσης, εκτός από τις εκροές τις οποίες υπόκειται η επιχείρηση για την εισροή των περιουσιακών στοιχείων, προκύπτουν ορισμένα μελλοντικά οφέλη που αντανakλούν χρηματικές εισροές που προκύπτουν από την λειτουργία της επιχείρησης και την χρήση των περιουσιακών στοιχείων. Επομένως, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να

αξιολογούν τα κόστη και τα οφέλη που θα προκύπτουν από την κτήση και χρήση περιουσιακών στοιχείων με σκοπό να αποφασίζουν ποια περιουσιακά στοιχεία θα αγοράζουν. Έτσι, οι επενδυτικές αποφάσεις περιλαμβάνουν ακριβώς την αξιολόγηση αγοράς περιουσιακών στοιχείων, που ονομάζονται στη γλώσσα της χρηματοοικονομικής διοίκησης και επενδυτικά σχέδια. Το δίλημμα που διαχειρίζονται είναι ακριβώς ποιο επενδυτικό σχέδιο να αναλάβει η επιχείρηση αξιολογώντας μεμονωμένα σχέδια, αμοιβαία αποκλειόμενα σχέδια ή σχέδια που μπορεί να αναληφθούν και από κοινού με κάποια άλλα.

2. *Χρηματοδοτικές αποφάσεις (financing decisions)*: η αγορά – κτήση των περιουσιακών στοιχείων που αποφασίζονται να αγοραστούν στο πλαίσιο των επενδυτικών αποφάσεων απαιτεί μια εκταμίευση ενός –πολλές φορές σημαντικού– χρηματικού ποσού. Η δαπάνη είναι τόσο υψηλή στις περισσότερες των περιπτώσεων, ενώ τα οφέλη, ως συνήθως, καθυστερούν να έρθουν. Αυτός ο ετεροχρονισμός πληρωμών και εισπράξεων δημιουργεί ένα χρηματοδοτικό έλλειμμα στις επιχειρήσεις με συνέπεια να τίθεται ένα – σημαντικό- θέμα που αφορά τον τρόπο που θα γίνει η χρηματοδότηση – αγορά ενός περιουσιακού στοιχείου που αφορά ένα επενδυτικό σχέδιο. Για αυτό το σκοπό οι επιχειρήσεις καλούνται να αποφασίσουν με ποιον τρόπο θα χρηματοδοτήσουν την αγορά ενός κεφαλαιακού περιουσιακού στοιχείου, δηλαδή την ανάληψη ενός επενδυτικού σχεδίου. Το δίλημμα που έχουν οι επιχειρήσεις είναι – συνήθως – εάν θα χρηματοδοτήσουν ένα επενδυτικό σχέδιο με ίδια ή ξένα κεφάλαια. Εάν πρόκειται για ξένα κεφάλαια οι δυνατότητες είναι η χρηματοδότηση με έκδοση δανείου, όπου στην συγκεκριμένη αγορά υπάρχει ένα πλήθος χρηματοδοτικών – δανειακών προϊόντων. Εάν πρόκειται για ίδια κεφάλαια, οι δυνατότητες είναι η χρηματοδότηση με παρακρατηθέντα κέρδη που αποτελούν ουσιαστικά περιουσία των τρεχόντων ιδιοκτητών – μετόχων, η εισροή ιδίων κεφαλαίων από τους ίδιους τους ιδιοκτήτες – μετόχους, η εισροή ιδίων κεφαλαίων από καινούργιους ιδιοκτήτες – μετόχους.
3. *Μερισματική πολιτική (dividend policy)*: η ανάληψη επενδυτικών σχεδίων προκαλεί κόστη και οφέλη για μια επιχείρηση τα οποία καταγράφονται λογιστικά και έτσι προκύπτουν τα επίσημα λογιστικά κέρδη στα οποία έχουν λόγο οι μέτοχοι, καθώς τους ανήκουν. Εντούτοις, οι μάντζερς μιας

επιχείρησης έχουν δίλημμα εάν θα πρέπει να τα μοιράζουν ή εάν θα πρέπει να τα «κρατάνε» και να τα επανεπενδύουν σε νέα προσοδοφόρα –όπως έχουν αξιολογηθεί- επενδυτικά σχέδια. Πάντως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μερισματική πολιτική αποτελείται από τις λιγότερο κρίσιμες αποφάσεις με την έννοια ότι, όπως έχει δειχθεί σε σχετικές θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες, η μερισματική πολιτική δεν μεταβάλλει την αξία της επιχείρησης, και επομένως την αξία που έχουν στην κατοχή τους οι μέτοχοι.

Οι αποφάσεις αυτές που λαμβάνει μια επιχείρηση διαμορφώνουν την καθημερινή της λειτουργία (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Weston & Brigham, 1986). Επίσης διαμορφώνουν τις χρηματικές εισροές και τις εκροές που λαμβάνουν χώρα και τελικά, σωρευτικά και αποθεματικά διαμορφώνουν τις επίσημες λογιστικές καταστάσεις (financial statements) που εκδίδονται κάθε τρίμηνο, εξάμηνο ή και έτος ανάλογα και με το μέγεθος της επιχείρησης και την κείμενη νομοθεσία.

1.2 Χρησιμότητα και Σημασία Λογιστικών Καταστάσεων

Οι λογιστικές καταστάσεις, ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα κατάστασης χρήσεως δείχνουν μεν μια στιγμιαία κατάσταση της επιχείρησης, που είναι αποτέλεσμα όλων των επενδυτικών, χρηματοδοτικών και μερισματικών αποφάσεων, αλλά δείχνουν δε και μια εικόνα για τις μελλοντικές προοπτικές που θα υπάρξουν για την επιχείρηση. Δείχνουν, επίσης, τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της επιχείρησης και τι αποφάσεις θα πρέπει να ληφθούν για να αναστραφεί μια δυσμενή κατάσταση, να αποτραπεί η πορεία προς μια τέτοια κατάσταση, είτε να παραμείνει μια ευνοϊκή κατάσταση ή να αλλάξει η πορεία προς μια τέτοια κατάσταση (Bodie et al, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002).

Από την τελευταία αυτή παράγραφο διαφαίνεται η χρησιμότητα και η σημασία των λογιστικών καταστάσεων ως προς τα στελέχη μιας επιχείρησης για εσωτερικούς σκοπούς. Εντούτοις, η χρησιμότητα και η σημασία των λογιστικών καταστάσεων είναι πολύ πιο ευρεία και έχει να κάνει με όλες τις ομάδες ενδιαφέροντος γύρω από μια επιχείρηση (stakeholders), όπως είναι οι ίδιοι οι ιδιοκτήτες που επιθυμούν να γνωρίζουν την οικονομική κατάσταση που βρίσκεται η επιχείρηση-περιουσία τους, οι προμηθευτές που επιθυμούν να γνωρίζουν εάν η συναλλαγή με την επιχείρηση αυτή

θα αποβεί συμφέρουσα ή ζημιογόνα, οι πελάτες της επιχείρησης που επιθυμούν να γνωρίζουν εάν η οικονομική κατάσταση της θα της επιτρέψει να προσφέρει ποιοτικά προϊόντα και υπηρεσίες, όπως επιθυμούν, το κράτος που επιθυμεί να γνωρίζει εάν η επιχείρηση θα πληρώνει τους φόρους, τις διάφορες εισφορές, τους μισθούς και δεν θα κινδυνεύει να αφήσει χωρίς δουλειά τους εργαζόμενους εάν αναγκαστεί να κλείσει, και τέλος οι χρηματοδότες, τρέχοντες και δυνητικοί που επιθυμούν να γνωρίζουν εάν η επένδυση στην επιχείρηση αυτή θα αποβεί προσοδοφόρα και εάν αξίζει να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στην λειτουργία της (Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002).

Δεν είναι τυχαίο ότι τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί πολλές μέθοδοι που αφορούν την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και ότι έχουν αναπτυχθεί και πολλές λογιστικές μέθοδοι, όπως το διεθνή λογιστικά πρότυπα (IAS), έτσι ώστε οι λογιστικές καταστάσεις να παρέχουν όλο και περισσότερο αξιόπιστα οικονομικά στοιχεία που θα οδηγήσουν, φυσικά, σε αξιόπιστα αποτελέσματα και συμπεράσματα ως προς την χρηματοοικονομική εικόνα μιας επιχείρησης για να μπορούν οι ομάδες ενδιαφέροντος, κάθε μια από το πόστο της, να λάβουν τις ορθές αποφάσεις (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Επομένως, αναγνωρίζεται η χρησιμότητα και η σημασία της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων.

1.3 Σύντομη Παρουσίαση Εργαλείων Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων

Το κυρίως μέρος της εργασίας θα καλυφθεί από την παρουσίαση των εργαλείων ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων. Τα δεδομένα που παρέχονται μέσω των λογιστικών καταστάσεων είναι πολύ χρήσιμα και σπουδαίας σημασίας, όπως αναλύθηκε και προηγουμένως. Εντούτοις, αυτά τα δεδομένα δεν είναι παρά μια πρωτογενή πληροφορία, με την έννοια ότι αποτελούν ένα όγκο αριθμών ο οποίος δεν προσφέρει αμέσως κάποια ουσιαστική πληροφόρηση για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης. Για αυτό το σκοπό υπάρχουν τα εργαλεία ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων τα οποία μετατρέπουν τα «ψυχρά» νούμερα σε ουσιαστικές και κρίσιμες πληροφορίες που αφορούν όλες τις ομάδες ενδιαφέροντος γύρω από μια επιχείρηση (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Στην πραγματικότητα, χωρίς

τα κατάλληλα εργαλεία ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων δεν θα ήταν δυνατό να μπορεί να αναλυθεί η οικονομική κατάσταση μια επιχείρησης, υπό την έννοια να εντοπιστούν τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της και να μπορούν να ληφθούν ορθές αποφάσεις ανάλογα με την κατάσταση στην οποία βρίσκεται.

Στην βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετά εργαλεία ανάλυσης (Bodie et al, 1999; Brealey & Myers, 2000; Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002). Στην παρούσα εργασία παρουσιάζονται τέσσερις κύριες αναλύσεις που θεωρούνται αρκετά δημοφιλείς στο πλαίσιο της ανάλυσης των επιχειρήσεων. Οι αναλύσεις αυτές παρουσιάζονται παρακάτω:

1. Ανάλυση δεικτών (Ratio – analysis)
2. Ανάλυση μεγέθους – κάθετη ανάλυση (Vertical analysis)
3. Οριζόντια ανάλυση (Horizontal analysis)
4. Ανάλυση τάσης (Trend analysis)

Η ανάλυση δεικτών (ή αριθμοδεικτών όπως αναφέρεται πολλές φορές στην σχετική Ελληνική βιβλιογραφία) είναι η πιο δημοφιλής από τις υπόλοιπες αναλύσεις, καθώς θεωρείται ότι παρέχει πολλές πληροφορίες που αφορούν διάφορες συνιστώσες της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης (Κάντζος, 2002). Επίσης, έχει μεγάλο εύρος εφαρμογής, με την έννοια ότι υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί δείκτες που μπορούν να υπολογιστούν. Εντούτοις, και οι άλλες αναλύσεις παρέχουν σημαντικές πληροφορίες οι οποίες μπορεί να θεωρηθούν υποστηρικτικού χαρακτήρα σε σχέση με τις πληροφορίες που παρέχει η ανάλυση δεικτών. Παρακάτω, παρουσιάζεται συνοπτικά η λογική της κάθε ανάλυσης και τη χρησιμότητά της.

1.3.1 Ανάλυση δεικτών

Η ανάλυση δεικτών καλύπτει ένα μεγάλο εύρος των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης, καθώς αποτελείται από τον υπολογισμό μιας μεγάλης σειράς δεικτών οι οποίοι και είναι χωρισμένοι σε διάφορες ομάδες χρηματοοικονομικής και λειτουργικής δραστηριότητας μιας επιχείρησης (Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002). Ουσιαστικά, ο μεγάλος αριθμός δεικτών είναι αυτός που κάνει την ανάλυση αυτή να θεωρείται τόσο πλήρης που να καλύπτει όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης και να παρέχει τόσες πολλές διαφορετικές πληροφορίες που αφορούν το σύνολο της

χρηματοοικονομικής κατάστασής της. Για αυτό ακριβώς το σκοπό οι δείκτες που υπολογίζονται έχουν χωριστεί σε κατηγορίες για να είναι πιο εύκολη η ερμηνεία τους και η παραγωγή συμπερασμάτων.

Θα πρέπει να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι οι κατηγορίες που ακολουθούν και παρουσιάζονται βρίσκονται στη σχετική βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών και της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων (Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002). Εντούτοις, για κάθε κατηγορία υπάρχουν στην πραγματικότητα πολυάριθμοι δείκτες που αναφέρονται στην βιβλιογραφία (Κάντζος, 2002). Στο πλαίσιο μιας εισαγωγικής παρουσίασης της ανάλυσης των δεικτών, ο σκοπός είναι να παρουσιαστούν οι πιο βασικοί.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι κύριες κατηγορίες ανάλυσης δεικτών, καθώς και οι κυριότεροι δείκτες που υπάρχουν σε κάθε κατηγορία. Κατόπιν αναφέρεται συνοπτικά η έννοια του κάθε δείκτη, πως ερμηνεύεται, τι πληροφορία παρέχει και σε ποια ομάδα ενδιαφέροντος είναι χρήσιμος (Κάντζος, 2002).

Πίνακας 1.1, Βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες επιχειρηματικής ανάλυσης

1. Δείκτες αποδοτικότητας
Απόδοση συνολικών κεφαλαίων (ROA)
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)
2. Δείκτες κερδοφορίας
Μικτό περιθώριο κέρδους
Καθαρό περιθώριο κέρδους
3. Δείκτες δραστηριότητας – αποτελεσματικότητας
Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού
Κυκλοφοριακή ταχύτητα πάγιου ενεργητικού
Κυκλοφοριακή ταχύτητα κυκλοφορούντος ενεργητικού
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων
Κυκλοφοριακή ταχύτητα προμηθευτών
Μέση διάρκεια αποθεμάτων (ημέρες)
Μέση διάρκεια απαιτήσεων (ημέρες)
Μέση διάρκεια προμηθευτών (ημέρες)
Συνολικός Λειτουργικός κύκλος (ημέρες)
Καθαρός Λειτουργικός κύκλος (ημέρες)
4. Δείκτες ρευστότητας
Γενική ρευστότητα
Άμεση ρευστότητα
Ταμειακή ρευστότητα

5. Δείκτες κάλυψης υποχρεώσεων

Δείκτης κάλυψης τόκων

 Δείκτης κάλυψης μερισμάτων

6. Δείκτες κεφαλαιακής δομής

Χρηματοοικονομική μόχλευση

 Ξένα προς συνολικά κεφάλαια

7. Χρηματιστηριακοί δείκτες

P /E

 P /BV (Χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία)

Οι δείκτες αποδοτικότητας αποτελούν ποσοστιαίες ετήσιες αποδόσεις και παρέχουν μια πρώτη εικόνα σχετικά με το κατά πόσο καλά τα πήγε μια εταιρεία κατά την πρόσφατη χρήση. Οι αποδόσεις αυτές, εντούτοις, θα πρέπει να είναι συγκρίσιμες κάποιες άλλες αποδόσεις έτσι ώστε να μπορεί να αξιολογηθεί αν μια συγκεκριμένη επιχείρηση απέδωσε καλά ή όχι. Για αυτό το σκοπό χρειάζονται και αποδόσεις από παρόμοιες επιχειρήσεις –του ίδιου κλάδου, μεγέθους κτλ- έτσι ώστε να μπορεί να αξιολογηθεί πιο ορθά αν η απόδοση που πέτυχε μια επιχείρηση ήταν ικανοποιητική. Θεωρείται ότι η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ενδιαφέρει κατά κύριο λόγο τους μετόχους-ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης, καθώς δείχνει τι απόδοση είχαν τα χρήματα που επενδύουν στην επιχείρηση, ενώ η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων ενδιαφέρει τους διαχειριστές της επιχείρησης, για να βλέπουν πόσο καλά διαχειρίζονται τα συνολικά κεφάλαια που έχουν στην διάθεσή τους, αλλά και τους υπόλοιπους χρηματοδότες, για να μπορούν να αξιολογούν κατά πόσο τα δικά τους κεφάλαια αποδίδουν επίσης.

Οι δείκτες κερδοφορίας δείχνουν το περιθώριο κέρδους που κερδίζει μια επιχείρηση από την πώληση των προϊόντων και υπηρεσιών που διαθέτουν στο κοινό. Οι δείκτες αυτοί θα πρέπει να συγκρίνονται με επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου που εμπορεύονται παρόμοια προϊόντα και υπηρεσίες έτσι ώστε να μπορεί να φανεί κατά πόσο μια επιχείρηση διαχειρίζεται ικανοποιητικά το κόστος που υπόκειται για την παραγωγή και διάθεση των προϊόντων της. Οι δείκτες κερδοφορίας ενδιαφέρουν κυρίως τους διαχειριστές μιας επιχείρησης διότι δείχνουν κατά πόσο μπορεί να διαχειριστούν ικανοποιητικά τα κόστη, έτσι ώστε να αφήνουν πολλές από τις πωλήσεις να μένουν στην επιχείρηση αυξάνοντας την αξία της και κατά συνέπεια τον πλούτο των μετόχων της.

Οι δείκτες δραστηριότητας – αποτελεσματικότητας δείχνουν πόσο επαρκώς και ικανοποιητικά διαχειρίζονται οι υπεύθυνοι μιας επιχείρησης τα περιουσιακά της στοιχεία. Οι δείκτες αυτοί μετρώνται σε «φορές που ανακυκλώνονται τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης. Ουσιαστικά, μετράνε πόσα Ευρώ πωλήσεων αποδίδει η χρήση ενός Ευρώ περιουσιακών στοιχείων. Οι δείκτες αυτοί είναι αυστηρά συγκρίσιμοι μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων, καθώς ο κάθε κλάδος με τις δικές του ιδιαιτερότητες στην φύση των προϊόντων και υπηρεσιών έχει τις δικές του «φυσιολογικές» και «ικανοποιητικές» ταχύτητες. Οι δείκτες αυτοί απασχολούν τους διαχειριστές της επιχείρησης που θα πρέπει να βρίσκουν τρόπους να αυξάνουν την ταχύτητα ανακύκλωσης των περιουσιακών στοιχείων, καθώς αυτό σημαίνει περισσότερο εντατική αξιοποίηση, περισσότερες πωλήσεις, κέρδη και, φυσικά, υψηλότερες αποδόσεις.

Οι δείκτες ρευστότητας δείχνουν κατά πόσο μια επιχείρηση μπορεί να καλύψει τις τρέχουσες απαιτήσεις που ανακύπτουν από τους βραχυπρόθεσμους χρηματοδότες της, όπως είναι προμηθευτές, βραχυπρόθεσμα δάνεια κτλ. Οι δείκτες αυτοί πρέπει να είναι πάνω από την μονάδα, καθώς αυτό σημαίνει κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις. Οι δείκτες αυτοί ενδιαφέρουν πρωτίστως τους βραχυπρόθεσμους χρηματοδότες της επιχείρησης, αλλά και τους χρηματοδότες των δανειακών κεφαλαίων.

Οι δείκτες κάλυψης υποχρεώσεων δείχνουν κατά πόσο τα κέρδη προ τόκων και φόρων μιας επιχείρησης επαρκούν για να καλύψουν τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις που απορρέουν από την χρήση δανειακών κεφαλαίων και τις υποχρεώσεις διανομής μερισμάτων στους ιδιοκτήτες της. Είναι προφανές ότι αυτοί οι δείκτες ενδιαφέρουν, αντίστοιχα, τους χρηματοδότες της επιχείρησης, τόσο αυτούς των ξένων-δανειακών κεφαλαίων, όσο αυτούς των ιδίων κεφαλαίων.

Οι δείκτες κεφαλαιακής δομής δείχνουν κατά πόσο μια επιχείρηση είναι εκτεθειμένη σε ξένα κεφάλαια σε σχέση με τα δικά της κεφάλαια. Οι δείκτες αυτοί είναι συγκρίσιμοι για ομοειδείς επιχειρήσεις. Δείχνουν το βαθμό που μια επιχείρηση είναι εκτεθειμένη σε χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Αφορούν τους διαχειριστές της επιχείρησης, έτσι ώστε να γνωρίζουν την έκθεση της επιχείρησης σε δανειακά κεφάλαια και να μπορούν να λαμβάνουν ανάλογες αποφάσεις χρηματοδότησης, τους χρηματοδότες της, για να μπορούν να αξιολογούν τις δυνατότητες της στην άντληση νέων κεφαλαίων, και τους ιδιοκτήτες μετόχους της, για να μπορούν να αξιολογούν

την απόδοση που επιτυγχάνει η επιχείρηση σε σχέση με τον κίνδυνο που έχει αναλάβει.

Οι *χρηματιστηριακοί δείκτες* δείχνουν πόσο αποτιμά μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά μια επιχείρηση. Δείχνουν σε ένα δυναμικό πλαίσιο πόσο καλά τα πάει μια επιχείρηση και, το κυριότερο, πόσο καλά αναμένεται να τα πάει στο μέλλον. Οι δείκτες αυτοί ενδιαφέρουν τους τρέχοντες και τους δυνητικούς χρηματοδότες ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης για να μπορούν να γνωρίζουν την πορεία της επένδυσής τους σε μετοχές της.

1.3.2 Ανάλυση μεγέθους – κάθετη ανάλυση

Στο πλαίσιο της ανάλυσης μεγέθους το κάθε στοιχείο του ισολογισμού εκφράζεται ως ποσοστό επί του συνολικού ενεργητικού (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Επομένως, μπορεί να φανεί αμέσως ποια είναι η σύνθεση της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων, αν υπερισχύουν τα πάγια ή τα κυκλοφορούντα ενεργητικά κτλ. Εκφράζοντας το κάθε στοιχείο του ενεργητικού σε ποσοστό επί του συνόλου, μπορούν οι διαχειριστές μιας επιχείρησης να αποφασίζουν εάν αυτή η κατανομή είναι ικανοποιητική ή αν πρέπει να μεταβληθεί υπέρ ή κατά κάποιου στοιχείου του ενεργητικού. Ομοίως, στην πλευρά του παθητικού μπορεί να φανεί άμεσα ποια είναι η σύνθεση της χρηματοδότησης της επιχείρησης και επίσης να μπορεί να ληφθεί απόφαση για μεταβολή κάποιου στοιχείου.

Η ανάλυση μεγέθους περιλαμβάνει, επίσης, και την έκφραση του κάθε στοιχείου των αποτελεσμάτων χρήσεως ως προς τις πωλήσεις. Η λογική είναι να μπορεί να φανούν άμεσα όλα τα περιθώρια κέρδους και κόστους που αναφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως.

1.3.3 Οριζόντια ανάλυση

Στο πλαίσιο της οριζόντιας ανάλυσης κάθε στοιχείο του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως εκφράζεται ως ποσοστιαία μεταβολή σε σχέση με το αντίστοιχο στοιχείο του προηγούμενου έτους (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Ο σκοπός της ανάλυσης είναι να γίνει μια πιο δυναμική ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων έτσι ώστε να μπορεί κάποιος να διακρίνει κατά πόσο κάποια στοιχεία της επιχείρησης αυξάνονται ή μειώνονται και πόσο και να φανούν αιτίες που σε κάποιους τομείς η επιχείρηση δεν τα πηγαίνει καλά.

1.3.4 Ανάλυση τάσης

Στο πλαίσιο της ανάλυσης της τάσης, κάθε στοιχείο του ισολογισμού και της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσεως εκφράζεται ως αριθμοδείκτης σε σχέση με το μέγεθος κάποιας χρονιάς που θεωρείται βάση σύγκρισης και έχει τιμή δείκτη ίση με 100 (Κάντζος, 2002). Επομένως, μπορεί να φανεί η διαχρονική εξέλιξη των μεγεθών μιας επιχείρησης και να αποκαλυφθούν θετικές ή αρνητικές τάσεις, έτσι ώστε να μπορεί μια επιχείρηση να λάβει αποφάσεις που να προλαμβάνουν δυσμενείς καταστάσεις.

Θεωρείται ως ιδιαίτερο χρήσιμο και κρίσιμο να αναλύονται τα στοιχεία μιας επιχείρησης σε βάθος χρόνου και να μπορεί να προβλεφθούν κάποιες μελλοντικές εξελίξεις στα μεγέθη αυτά, αν η επιχείρηση μείνει άπραγη, για είναι σε θέση οι υπεύθυνοι να λάβουν τις ορθές αποφάσεις σε προληπτικό επίπεδο.

1.4 Περιορισμοί και Ορθός Τρόπος Χρήσης Εργαλείων Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων

Οι σημαντικότεροι περιορισμοί της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων με τα εργαλεία που παρουσιάστηκαν έχουν να κάνουν με την ποιότητα της αξιοπιστίας των λογιστικών καταστάσεων (Bodie et al, 1999; Brealey & Myers, 2000; Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002). Ας μην λησμονηθεί ότι οι λογιστικές καταστάσεις παρέχουν, εκτός από αληθινές πληροφορίες, ουσιαστικά και επισήμως λογιστικές εγγραφές. Ο νόμος σε πολλές περιπτώσεις αφήνει τις επιχειρήσεις ελεύθερες να καταγράψουν δαπάνες και έσοδα που δεν συμβαίνουν στην πραγματικότητα, καθώς και αύξηση ή μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της. Η λεγόμενη δημιουργική λογιστική (creative accounting) θεωρείται ότι αφήνει κάποια περιθώρια στις επιχειρήσεις να αλλοιώνουν ως ένα βαθμό τις λογιστικές καταστάσεις και να μην παρέχουν αληθινές πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης.

Συνεπώς, η ποιότητα της αξιοπιστίας των λογιστικών καταστάσεων είναι ο μεγαλύτερος κίνδυνος και για την ποιότητα της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης μιας επιχείρησης με βάση τα εργαλεία που περιγράφηκαν. Επιπλέον, οι περιορισμοί έχουν να κάνουν, πολλές φορές και στην

έλλειψη επαρκών στοιχείων. Η ορθή αξιολόγηση των λογιστικών καταστάσεων απαιτεί σύγκριση, καθώς αντανακλά απλά και μόνο μια φωτογραφία της επιχείρησης μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Η σύγκριση πρέπει να γίνεται και διαστρωματικά με ομοειδείς επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου, αλλά και διαχρονικά τόσο ως προς την ίδια της επιχείρησης, όσο και ως προς την θέση της σε σχέση με τον κλάδο.

Η εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων (IAS) αναμένεται να προσφέρει περισσότερες ευκαιρίες για καλύτερη ποιότητα των πρωτογενών λογιστικών δεδομένων (Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002). Επίσης, σε πολλές περιπτώσεις τα προσαρτήματα των ελεγκτών παρέχουν ουσιαστικές πληροφορίες σχετικά με τα πραγματικά μεγέθη των επιχειρήσεων και θα πρέπει να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη στο πλαίσιο μιας αναπροσαρμογής των λογιστικών αριθμών που να αντανακλούν καλύτερα την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης (Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002).

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων θα πρέπει να γίνεται συνθετικά με την έννοια ότι το ένα συμπέρασμα που προκύπτει από την μια ανάλυση σε ένα συγκεκριμένο μέγεθος της επιχείρησης θα πρέπει να είναι αλληλένδετο με κάποιο συμπέρασμα που θα προκύψει από άλλη ανάλυση, άλλου μεγέθους (Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002). Δηλαδή, π.χ. δεν μπορεί να εξετάζεται ξεχωριστά η αποδοτικότητα από την αποτελεσματικότητα ή από την κεφαλαιακή δομή. Άλλωστε η αξιολόγηση μιας επιχείρησης είναι απόρροια όλων των οικονομικών μεγεθών της. Επίσης, δε θα πρέπει να λησμονηθεί ότι η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων θα πρέπει να γίνεται με παράλληλη αξιολόγηση του κινδύνου που αναλαμβάνει μια επιχείρηση.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι οι αναλύσεις που παρουσιάστηκαν αφορούν όλους τους τομείς των χρηματοοικονομικών αποφάσεων που αναπτύχθηκαν στην αρχή του κεφαλαίου.

Στο πλαίσιο της συγκεκριμένης εργασίας, εντούτοις, υπάρχει και ένας ακόμα περιορισμός που πρέπει να ληφθεί πολύ σοβαρά υπόψη όσο αφορά τη χρήση των λογιστικών καταστάσεων και την εφαρμογή των ανωτέρων μεθόδων. Ο περιορισμός έχει να κάνει με το μέγεθος της επιχείρησης. Η λογική είναι ότι όλες οι μέθοδοι είναι ευρέως διαδεδομένοι για μεγάλες επιχειρήσεις, κυρίως εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, αν και δεν θεωρείται και απαραίτητο. Μια μικρή ή μεσαία επιχείρηση έχει διάφορες ιδιαιτερότητες οι οποίες κάνουν τις μεθόδους να μην προσφέρουν τόσο αξιόπιστα αποτελέσματα και να πρέπει να εφαρμόζονται και να

ερμηνεύονται με ιδιαίτερη προσοχή. Ουσιαστικά, ένα υποσύνολο των μεθόδων, που παρουσιάστηκαν συνοπτικά και θα παρουσιαστούν πιο λεπτομερειακά στα παρακάτω, είναι αυτό στο οποίο δίνεται ιδιαίτερο βάρος για να μπορεί να διεξαχθεί μια περισσότερο αξιόπιστη οικονομική αξιολόγηση μιας επιχείρησης.

1.5 Στόχος Εργασίας

Ο στόχος της εργασίας είναι να παρουσιαστούν επαρκώς όλες οι αναλύσεις των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης. Η παρουσίαση θα περιλαμβάνει την λογική των αναλύσεων και θα γίνει περισσότερο λεπτομερή αναφορά στην χρησιμότητά τους, στους περιορισμούς και την ορθή χρήση τους στην αξιολόγηση μιας επιχείρησης. Εκτός από τους δείκτες που παρουσιάστηκαν σε ένα εισαγωγικό επίπεδο, θα παρουσιαστούν και άλλοι δείκτες που έχουν προτείνει διάφοροι συγγραφείς κατά καιρούς. Εκτός από τις μεθόδους αξιολόγησης, παρουσιάζεται και η ανάλυση του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις και πώς αυτός διακρίνεται σε επιχειρηματικό (business risk) και χρηματοοικονομικό κίνδυνο (financial risk). Έτσι, ουσιαστικά, ο στόχος της εργασίας, σε ένα πρώτο επίπεδο, είναι να γίνει μια κριτική αξιολόγηση των μεθόδων που υπάρχουν για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνει μια επιχείρηση λόγω των λειτουργιών της.

Σε δεύτερο επίπεδο, ο στόχος είναι μια πρακτική εφαρμογή των παραπάνω μεθοδολογιών για να γίνει σαφές στον αναγνώστη ο τρόπος που εφαρμόζονται και σε τι είδους συμπεράσματα μπορεί να καταλήγουν.

Μέρος Α:

Θεωρητική Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

Το πρώτο μέρος της παρούσας εργασίας αποτελείται από την θεωρητική και σε βάθος παρουσίαση των χρηματοοικονομικών εργαλείων αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Όπως έχει αναφερθεί και στην εισαγωγή της εργασίας, οι οικονομικές-λογιστικές καταστάσεις μιας επιχείρησης είναι αυτές που προσφέρουν εκείνο το πρωτογενές υλικό πάνω στο οποίο θα βασιστεί κάποιος αναλυτής για να διεξάγει μια ανάλυση σχετικά με την παρούσα και την δυνητική οικονομική κατάσταση που λαμβάνει χώρα σε μια επιχείρηση.

Το πρώτο μέρος της εργασίας αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια. Κάθε ένα από αυτά ασχολείται με τις διαφορετικές μεθόδους αξιολόγησης μιας επιχείρησης. Το δεύτερο κεφάλαιο (πρώτο του μέρους αυτού) αποτελεί ουσιαστικά πιο σημαντικό κομμάτι της εργασίας, καθώς ασχολείται με την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δεικτών μέσω των οποίων αξιολογείται η παρούσα κατάσταση και η πορεία μιας επιχείρησης όσο αφορά και τις τρεις χρηματοοικονομικές αποφάσεις που αναπτύχθηκαν στην εισαγωγή.

Στο τρίτο και τέταρτο κεφάλαιο της εργασίας αναπτύσσονται εναλλακτικές μέθοδοι ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων όπως είναι η κάθετη και οριζόντια ανάλυση, καθώς και η ανάλυση τάσης. Οι μέθοδοι αυτές είναι σχετικά απλές και παρέχουν κάποιες πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης, αλλά δεν παρέχουν τόσες πληροφορίες όσο η ανάλυση δεικτών. Μάλλον θεωρούνται περισσότερο συμπληρωματικές μέθοδοι.

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η ανάλυση κινδύνου μιας επιχείρησης. Εκτός από την εκτίμηση της παρούσας κατάστασης ως προς την πλευρά της αποδοτικότητας, είναι πάντα αναγκαίο για μια επιχείρηση να γνωρίζει σε τι και πόσο κίνδυνο είναι εκτεθειμένη στο πλαίσιο ενός αβέβαιου εξωτερικού περιβάλλοντος. Για αυτό η μέτρηση και εκτίμηση του κινδύνου είναι πολύ σημαντική, όπως επίσης και ο διαχωρισμός του σε επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Κεφάλαιο 2

Αξιολόγηση Επιχειρήσεων με Χρήση Δεικτών

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται όλοι οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες που χρησιμεύουν για την ανάλυση και αξιολόγηση της παρούσας και δυνητικής οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης.

Για κάθε δείκτη ή ομάδα δεικτών που παρουσιάζονται θα γίνει ιδιαίτερη αναφορά στην αναγκαιότητα και χρησιμότητά τους, καθώς και ποιες ομάδες ενδιαφέροντος (stakeholders) γύρω και μέσα σε μια επιχείρηση ενδιαφέρει η ανάλυση αυτών των αριθμοδεικτών. Θα παρουσιαστεί, επίσης, η μαθηματική μορφή του κάθε δείκτη και μια κριτική ανάλυση και αξιολόγησή σχετικά με το πόσο μπορεί να πει την αλήθεια για την οικονομική κατάσταση σε μια επιχείρηση, τι περιορισμούς και μειονεκτήματα έχει και πως πιθανόν μπορούν να διορθωθούν ή να αποφευχθούν σφάλματα στην μέτρηση και την ερμηνεία

Τέλος, θα γίνει και μια γενική αναφορά σχετικά με τι είδους δεδομένα χρειάζονται, πώς αντλούνται και πως ελέγχονται έτσι ώστε να προκύπτουν αξιόπιστα αποτελέσματα και ερμηνείες.

2.1 Δείκτες Αποδοτικότητας

Η αξιολόγηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης δεν μπορεί παρά να γίνει με βάση μια πλήρη ανάλυση των επενδυμένων μεγεθών – κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για να διαμορφώσουν τα αποτελέσματα χρήσεως (κέρδη) της (Κάντζος, 2002). Προφανώς, η ποιότητα της αξιολόγησης, όπως και κάθε αριθμοδείκτη που θα παρουσιαστεί, εξαρτάται άμεσα από το κατά πόσο οι λογιστικές – οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί με τις προβλεπόμενες αρχές, έτσι ώστε να απεικονίζονται πραγματικά στοιχεία για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης. Παρακάτω, παρουσιάζονται οι δείκτες αποδοτικότητας που παρουσιάζονται στη σχετική βιβλιογραφία (Bodie et al, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002):

Δείκτης απόδοσης συνόλου επενδυμένων κεφαλαίων

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT)}^1}{\text{Μέσος Όρος Συνόλου Παθητικού}} \quad (1)$$

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός μετράται σε ποσοστιαίες μονάδες και δείχνει την αναλογία των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης προς το μέσο όρο του συνόλου κάθε πηγής χρηματοδότησης που είχε στη διάθεσή της η επιχείρηση μέσα στο οικονομικό έτος χρήσης.

Πως υπολογίζεται: Σχετικά με τον υπολογισμό του, θα πρέπει να σημειωθεί ότι λαμβάνονται υπόψη τα κέρδη προ τόκων καθώς στον παρανομαστή περιλαμβάνονται και τα ξένα κεφάλαια στα οποία αντιστοιχούν σαν αμοιβή οι τόκοι. Όσο αφορά το μέσο όρο του συνολικού παθητικού, αυτός είναι δυνατό να είναι ο σταθμικός μέσος όρος όπου κάθε ύψος επενδυμένου κεφαλαίου σταθμίζεται ως προς το συνολικό διάστημα που χρησιμοποιήθηκε, εάν είναι γνωστό. Πιο συγκεκριμένα, για να βρεθεί αυτός ο σταθμικός μέσος όρος πολλαπλασιάζεται το ύψος κάθε κεφαλαίου επί ένα κλάσμα με αριθμητή τις ημέρες του οικονομικού έτους που αυτό παρέμενε ίδιο μέσα στην χρήση, πριν μεταβληθεί, και παρανομαστή τις ημέρες του χρόνου.

Τι τιμές λαμβάνει: Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ποσοστό και επομένως αξιολογείται αριθμητικά ως προς τη μονάδα ή το 100%.

Πως χρησιμοποιείται: Η απόδοση του συνόλου των επενδυμένων κεφαλαίων χρησιμοποιείται ευρέως, και απασχολεί πολλές ομάδες ενδιαφέροντος μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, θεωρείται ότι αποτελεί τη βασική ένδειξη αποδοτικότητας μιας επιχείρησης, ανεξάρτητα από τον τρόπο που χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της, και επομένως αντανακλά την ικανότητά της να παράγει κέρδη. Για αυτό το λόγο, ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται από τη διοίκηση π.χ. για να αξιολογήσει τυχόν κινήσεις μόχλευσης που πρέπει να γίνουν για να εξασφαλιστεί υψηλότερη απόδοση εάν αυτό κρίνεται αναγκαίο, από εξωτερικούς παράγοντες που μπορεί να ενδιαφέρονται να επενδύσουν σε αυτή την επιχείρηση, έως ακόμα και από το κράτος που ενδιαφέρεται να αποτιμήσει την αντικειμενική αποδοτικότητα μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί κάποιους από τους υπό στενότητα πόρους της οικονομίας – κοινωνίας.

¹ Ο τύπος είναι σύμφωνα με Κάντζο (2002). Οι Bodie et al, (1999), Brigham & Ehrhardt, (2005), Weston & Brigham (1986) χρησιμοποιούν τα καθαρά κέρδη προ φόρων, όπως είναι και το πιο συνηθισμένο.

Μειονεκτήματα: Με βάση τον υπολογισμό του δείκτη δεν είναι παράλληλα εμφανείς οι στόχοι της επιχείρησης, οι οποίοι π.χ. σε κάποια τρέχουσα χρήση ήταν δυνατό να μην έχουν δώσει την προτεραιότητα τους στην υψηλή τιμή του δείκτη αυτού. Επομένως, μια επιχείρηση με χαμηλό δείκτη αποδοτικότητας του συνόλου του κεφαλαίου μπορεί να αξιολογηθεί μεροληπτικά. Επίσης, ένα ακόμα μειονέκτημα αποτελεί το ότι ο δείκτης είναι κάπως γενικός και δεν προσφέρει από μόνος του λεπτομερή συμπεράσματα, με την έννοια να αναλυθεί και να αξιολογηθεί πως προέκυψε η μία ή η άλλη απόδοση. Ένα άλλο μειονέκτημα έχει να κάνει με την κατασκευή του δείκτη και πιο συγκεκριμένα με το πώς υπολογίζεται το μέσο σταθμικό παθητικό, καθώς οι λογιστικές καταστάσεις δίνουν υπόλοιπα στην αρχή και στο τέλος της περιόδου αγνοώντας τις διακυμάνσεις μέσα στην περίοδο. Έτσι, το μέσο σταθμικό παθητικό χωρίς εσωτερική πληροφόρηση πέραν των λογιστικών καταστάσεων δεν μπορεί να υπολογιστεί αμερόληπτα και επομένως, δεν μπορεί να υπολογιστεί αμερόληπτα και ο ίδιος ο δείκτης.

Δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά κέρδη προ φόρων (EBT)}}{\text{Μέσος Όρος Συνόλου Ιδίων Κεφαλαίων}} \quad (2)$$

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός μετράται σε ποσοστιαίες μονάδες και δείχνει την αναλογία των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης προς το μέσο όρο των ιδίων κεφαλαίων που είχε στη διάθεσή της η επιχείρηση μέσα στο οικονομικό έτος χρήσης.

Πως υπολογίζεται: Λαμβάνονται υπόψη τα κέρδη προ φόρων. Όσο αφορά το μέσο όρο των ιδίων κεφαλαίων, αυτός υπολογίζεται όπως υπολογίστηκε – σταθμικά – και ο μέσος όρος των συνολικών κεφαλαίων, απλώς λαμβάνεται υπόψη μόνο η μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων μέσα στο οικονομικό έτος.

Τι τιμές λαμβάνει: Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ποσοστό και επομένως αξιολογείται αριθμητικά ως προς τη μονάδα ή το 100%.

Πως χρησιμοποιείται: Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων –σε συνδυασμό και με τον αντίστοιχο κίνδυνο άλλωστε– χρησιμεύει στην αξιολόγηση σχετικά με το κατά πόσο είναι ικανοποιητική ή όχι η αμοιβή, ως ποσοστιαία απόδοση, των ιδίων κεφαλαίων που έχουν τοποθετήσει οι ιδιοκτήτες σε μια επιχείρηση. Για να αξιολογηθεί ορθά ο δείκτης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι στόχοι της

επιχείρησης, αλλά και ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης που υπάρχει σε μια επιχείρηση. Παρατηρείται ότι ο δείκτης αυτός απασχολεί περισσότερο εσωτερικά την επιχείρηση σε αντίθεση με τον προηγούμενο δείκτη.

Μειονεκτήματα: Όπως και στον δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων, έτσι και στην περίπτωση του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων δεν είναι παράλληλα εμφανείς οι στόχοι της επιχείρησης, οι οποίοι μπορεί να θέτουν σε δεύτερη και τρίτη μοίρα την υψηλή τιμή του δείκτη αυτού. Επίσης, ένα μειονέκτημα από την κατασκευή του είναι ο ορθός υπολογισμός των μέσων σταθμικών ιδίων κεφαλαίων, καθώς στις λογιστικές καταστάσεις λαμβάνονται υπόψη μόνο οι μεταβολές των κεφαλαίων στην αρχή και στο τέλος του έτους.

Θα πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι ενώ οι δείκτες αποδοτικότητας είναι οι βασικοί δείκτες που δείχνουν μια πρώτη εικόνα κατά πόσο καλά ή όχι τα πήγε μια επιχείρηση, θεωρούνται δείκτες συγκεντρωτικοί και ότι θα πρέπει να αξιολογηθούν παράλληλα με άλλους δείκτες. Πραγματικά, στο τέλος του κεφαλαίου θα παρουσιαστεί η σχετική ανάλυση DuPont η οποία αναλύει τους δείκτες αποδοτικότητας όπως πρέπει για να δοθεί μια λεπτομερέστατη εικόνα της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Παρακάτω παρουσιάζονται οι υπόλοιποι σημαντικοί δείκτες που δείχνουν ο καθένας και ένα κομμάτι της κατάστασης μιας επιχείρησης.

2.2 Δείκτες Κερδοφορίας

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν γενικά την ικανότητα μιας επιχείρησης να διαχειριστεί ικανοποιητικά τα έσοδα και τα έξοδά της έτσι ώστε να παράγει ικανοποιητικό κέρδος από τις πωλήσεις που πραγματοποιεί. Ουσιαστικά, αυτοί οι δείκτες αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι που συνθέτει την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, όπως θα παρουσιαστεί και στο τέλος του κεφαλαίου με την διάσημη ανάλυση DuPont.

Δείκτης μικτού κέρδους

Μικτά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης

Καθαρές Πωλήσεις

(3)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός μετράται σε ποσοστιαίες μονάδες και δείχνει την αναλογία των μικτών κερδών μιας επιχείρησης προς τις καθαρές πωλήσεις που έλαβαν χώρα μέσα στο οικονομικό έτος χρήσης. Δείχνει, δηλαδή, το περιθώριο μικτού κέρδους που έχει η επιχείρηση που προκύπτει από την διαχείριση του άμεσου κόστους παραγωγής.

Πως υπολογίζεται: Τα μικτά κέρδη υπολογίζονται εάν από τις καθαρές πωλήσεις ενός οικονομικού έτους αφαιρεθούν το κόστος πωληθέντων όπως αυτό υπολογίζεται βάσει των αποδεκτών λογιστικών αρχών και των αρχών κοστολόγησης. Κατόπιν, τα μικτά αυτά κέρδη διαιρούνται με τις καθαρές πωλήσεις του έτους.

Τι τιμές λαμβάνει: Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ποσοστό και επομένως αξιολογείται αριθμητικά ως προς τη μονάδα ή το 100%.

Πως χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός μετράει ουσιαστικά την αποδοτικότητα των καθαρών πωλήσεων μιας επιχείρησης. Θεωρείται ότι από τη μια μεριά αντανακλά την αποτελεσματικότητα του τμήματος πωλήσεων και μάρκετινγκ της επιχείρησης να διαμορφώνει συμφέρουσες τιμές, ενώ από την άλλη μεριά αντανακλά την αποτελεσματικότητα του τμήματος προμηθειών και παραγωγής να διατηρεί σε χαμηλά επίπεδα το κόστος προμηθειών και το κόστος παραγωγής που συνθέτουν το κόστος των πωληθέντων προϊόντων. Επίσης, αποτελεί μια πρώτη ένδειξη για την αποδοτικότητα της επιχείρησης, καθώς υψηλό ποσοστό περιθωρίου μικτού κέρδους πιθανόν να αφήνει πολλά περιθώρια για υψηλές αποδόσεις, ενώ χαμηλό περιθώριο μικτού κέρδους το πλέον πιθανό είναι να μην αφήνει και πολλά περιθώρια για κάλυψη των υπολοίπων εξόδων που υπόκειται μια επιχείρηση και επομένως να μην αφήνει και πολλά περιθώρια για υψηλά καθαρά κέρδη και αποδόσεις γενικότερα. Είναι προφανές ότι ο δείκτης αυτός ενδιαφέρει και εσωτερικά τα στελέχη σε μια επιχείρηση, αλλά και τους ιδιοκτήτες της. Επίσης, ενδιαφέρει και νέους πιθανούς χρηματοδότες αφού δείχνει, εν μέρει, την ικανότητα της επιχείρησης να «γεννάει» μετρητά.

Μειονεκτήματα: Ο δείκτης αυτός δεν λαμβάνει υπόψη του διάφορες πιθανές πρόσκαιρες πολιτικές και στρατηγικές μιας επιχείρησης, καθώς και την φάση στην οποία μπορεί να βρίσκεται μια επιχείρηση. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση μπορεί

σκόπιμα να διατηρεί πολύ χαμηλές τιμές με σκοπό να προσελκύσει πελατεία, ιδιαίτερα εάν είναι νέα στην αγορά. Επομένως, ο δείκτης μικτού κέρδους θα είναι ιδιαίτερα χαμηλός, χωρίς όμως να λείπει κάτι τις μελλοντικές δυνατότητες της επιχείρησης.

Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

$$\frac{\text{Αποτελέσματα εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων (EBIT)}^2}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \quad (4)$$

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός μετράται σε ποσοστιαίες μονάδες και δείχνει την αναλογία των καθαρών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων μιας επιχείρησης προς τις καθαρές πωλήσεις που έλαβαν χώρα μέσα στο οικονομικό έτος χρήσης. Δείχνει, δηλαδή, το περιθώριο καθαρού κέρδους που έχει η επιχείρηση που προκύπτει από την διαχείριση του άμεσου κόστους παραγωγής, αλλά και όλων των λοιπών εξόδων που βαρύνουν την λειτουργία της, λαμβανομένου υπόψη των εσόδων που προέρχονται από την «κανονική» λειτουργία της επιχείρησης, δηλαδή τα λειτουργία έσοδα.

Πως υπολογίζεται: Για τον υπολογισμό του αριθμητή δεν αφαιρούνται τα χρηματοοικονομικά έσοδα και έξοδα που σχετίζονται με τις πωλήσεις, με την έννοια ότι δεν θεωρείται ότι ο τρόπος χρηματοδότησης επηρεάζει την αποδοτικότητα των πωλήσεων. Με την ίδια λογική δεν περιλαμβάνονται στο δείκτη έκτακτα ανόργανα έσοδα ή έξοδα και γενικά οικονομικά στοιχεία που προέρχονται από λειτουργίες της επιχείρησης πέραν της «κανονικής» της λειτουργίας. Θεωρείται ότι αν περιλαμβάνονταν τέτοια στοιχεία θα αλλοιωνόταν η ερμηνεία του συγκεκριμένου δείκτη.

Τι τιμές λαμβάνει: Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ποσοστό και επομένως αξιολογείται αριθμητικά ως προς τη μονάδα ή το 100%.

Πως χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός μετράει την αποδοτικότητα των καθαρών πωλήσεων μιας επιχείρησης, όπως και ο προηγούμενος δείκτης. Καθώς, αποτελεί μέρος της συνολικής αποδοτικότητας μιας επιχείρησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για σύγκριση επιχειρήσεων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, μιας και ο

² Ο τύπος είναι σύμφωνα με Κάντζο (2002). Οι Bodie et al, (1999), Brigham & Ehrhardt, (2005), Weston & Brigham (1986) χρησιμοποιούν τα καθαρά κέρδη προ φόρων, όπως είναι και το πιο συνηθισμένο.

δείκτης αυτός θεωρείται ότι λαμβάνει συγκεκριμένα επίπεδα τιμών ανά κλάδο δραστηριότητας. Εντούτοις, όπως συμβαίνει και με άλλους δείκτες, θα πρέπει να εξετάζεται παράλληλα με άλλους δείκτες, όπως της απόδοσης των συνολικών κεφαλαίων, καθώς μια υψηλή αποδοτικότητα πωλήσεων δεν συνεπάγεται αναγκαστικά μια υψηλή αποδοτικότητα κεφαλαίων με την έννοια ότι ο δείκτης αποδοτικότητας πωλήσεων δεν δείχνει και πόσο εντατικά απασχολείται το ενεργητικό. Για αυτό το σκοπό ο δείκτης αποδοτικότητας πωλήσεων ή περιθωρίου κέρδους δεν θα πρέπει να αξιολογείται ποτέ μόνος, αλλά παράλληλα με δείκτες απασχόλησης του ενεργητικού, όπως αυτοί που θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν αμέσως παρακάτω (δείκτες ανακύκλωσης αποθεμάτων, απαιτήσεων, κτλ).

Μειονεκτήματα: Ο δείκτης αυτός εκτός του ότι δεν λαμβάνει υπόψη του διάφορες πιθανές στρατηγικές και πολιτικές μιας επιχείρησης, όπως συμβαίνει στο πλαίσιο του δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους, δεν λαμβάνει επίσης υπόψη του και διαφορές στην λογιστική αντιμετώπιση των μεγεθών που συνθέτουν τον δείκτη αυτόν. Για παράδειγμα, οι αποσβέσεις είναι μια λογιστική καταγραφή και όχι πραγματική ροή (εκροή) χρήματος και υπάρχει η ευχέρεια στις επιχειρήσεις να εγγράφουν ό,τι ποσά επιθυμούν κάθε έτος σαν κόστος ανάλογα με τους στόχους που έχουν θέσει να δείξουν κέρδη. Ομοίως, η λογιστική καταγραφή της αξίας των αποθεμάτων διαφέρει πιθανόν από επιχείρηση σε επιχείρηση μιας και υπάρχουν διάφορες μέθοδοι διαθέσιμοι (FIFO, LIFO). Έτσι, το καταγεγραμμένο κόστος πιθανόν να διαφέρει ως προς τον τρόπο υπολογισμού του από επιχείρηση σε επιχείρηση και έτσι να καθιστά τους δείκτες καθαρού περιθωρίου μη συγκρίσιμους αναμεταξύ τους από επιχείρηση σε επιχείρηση, όπως θα έπρεπε να είναι.

2.3 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας δείχνουν τον τρόπο έντασης που μια επιχείρηση εκμεταλλεύεται τα περιουσιακά της στοιχεία, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Δεν αρκεί μια επιχείρηση να έχει ένα ικανοποιητικό περιθώριο κέρδους, αλλά θα πρέπει να συνδυαστεί με μια ικανοποιητική και αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της. Μάλιστα, ακόμα και επιχειρήσεις με χαμηλά περιθώρια

κέρδους εμφανίζουν υψηλές αποδοτικότητες κεφαλαίων εξαιτίας της υψηλής – εντατικής εκμετάλλευσης των περιουσιακών στοιχείων τους.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού

Καθαρές Πωλήσεις

Σύνολο Ενεργητικού

(5)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα Ευρώ πωλήσεις επιτυγχάνονται με χρήση 1 Ευρώ περιουσιακών στοιχείων. Μετριέται σε «φορές» και δείχνει πόσες φορές μέσα σε ένα έτος ανακυκλώνεται όλο το ενεργητικό.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας τις καθαρές πωλήσεις με το μέσο σύνολο του ενεργητικού που χρησιμοποίησε η επιχείρηση μέσα στο έτος.

Τι τιμές λαμβάνει: Καθώς μετριέται σε «φορές» λαμβάνει θετικές τιμές, μικρότερες και μεγαλύτερες από τη μονάδα.

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός έχει μεγάλη χρησιμότητα στην εκτίμηση της έντασης με την οποία χρησιμοποιεί και εκμεταλλεύεται μια επιχείρηση τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχει στη διάθεσή της για να επιτύχει την κύρια λειτουργία για κάθε επιχείρηση, δηλαδή τις πωλήσεις των προϊόντων και των υπηρεσιών που παράγει και προσφέρει. Εντούτοις, πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή και να ερμηνεύεται με βάση και άλλα οικονομικά στοιχεία ιδιαίτερα όταν λαμβάνει χαμηλές τιμές. Η λογική είναι ότι ένας χαμηλός δείκτης δεν σημαίνει απαραίτητα ότι μια επιχείρηση δεν έχει την ικανότητα να εκμεταλλευτεί αποδοτικά τα περιουσιακά της στοιχεία, αλλά πιθανόν οι πωλήσεις που επιτυγχάνει λόγω μεγέθους αγοράς να μην μπορούν να αυξηθούν και άλλο παρά τις επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία. Επομένως, χαμηλός δείκτης μπορεί και να σημαίνει υπερεπένδυση. Επιπλέον, μόνος του αυτός ο δείκτης δεν μπορεί να πει τίποτε για την κερδοφορία που μπορεί να έχει μια επιχείρηση, καθώς δεν αναφέρεται καθόλου στο κομμάτι των εξόδων. Εντούτοις, όπως θα δειχθεί και παρακάτω, αποτελεί ένα κομμάτι της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης, συνδυασμένος και με το περιθώριο πωλήσεων. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ότι ο δείκτης αυτός θα πρέπει να αξιολογείται σε επίπεδο κλάδου, καθώς από κλάδο σε κλάδο, λόγω της φύσης των προϊόντων και των υπηρεσιών και λόγω της δομής της κάθε αγοράς, διαφέρει η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού. Για παράδειγμα υπάρχουν κλάδοι με ιδιαίτερα

υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα, π.χ. σούπερ-μάρκετ, ενώ υπάρχουν και κλάδοι με πολύ χαμηλές ταχύτητες, π.χ. κοσμηματοπωλεία.

Μειονεκτήματα: Η ύπαρξη πληθωρισμού και οι διαφορετικές μέθοδοι απόσβεσης που έχουν την ευχέρεια να χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις αλλοιώνουν σε πολλές περιπτώσεις την καθαρή αξία των παγίων, που είναι ένα σημαντικό κομμάτι του ενεργητικού, και επομένως, αλλοιώνουν και την πραγματική τιμή του δείκτη κυκλοφορίας ενεργητικού. Επίσης, πολλά περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης αναφέρονται σε τιμές κτήσης και με αξία παρελθόντος, ενώ οι πωλήσεις αναφέρονται σε τρέχουσες τιμές ενσωματώνοντας τον πληθωρισμό.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού

Καθαρές Πωλήσεις

Πάγιο Ενεργητικό

(6)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα Ευρώ πωλήσεις επιτυγχάνονται με χρήση 1 Ευρώ παγίων περιουσιακών στοιχείων. Μετριέται σε «φορές» και δείχνει πόσες φορές μέσα σε ένα έτος ανακυκλώνεται το πάγιο ενεργητικό.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας τις καθαρές πωλήσεις με το μέσο σύνολο του πάγιου ενεργητικού που χρησιμοποιήσε η επιχείρηση μέσα στο έτος.

Τι τιμές λαμβάνει: Καθώς μετριέται σε «φορές» λαμβάνει θετικές τιμές, μικρότερες και μεγαλύτερες από τη μονάδα.

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός έχει μεγάλη χρησιμότητα στην εκτίμηση της έντασης με την οποία μια επιχείρηση χρησιμοποιεί και εκμεταλλεύεται τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της για δημιουργία πωλήσεων. Όπως ισχύει και με τον προηγούμενο δείκτη, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στην περίπτωση υπερεπένδυσης, με την έννοια ότι οι πωλήσεις έτσι και αλλιώς δεν μπορούν, λόγω εξωτερικών συνθηκών αγοράς, να ανέβουν πάνω από ένα επίπεδο, και η επένδυση σε πάγια περιουσιακά στοιχεία πιθανόν να αποβαίνει άκαρπη. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ότι ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται σε επίπεδο κλάδου, υπό την έννοια ότι ανάλογα με την φύση του κλάδου θα είναι και η ένταση παγίων περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται. Για παράδειγμα μια επιχείρηση πληροφορικής εξαρτάται πολύ λίγο από πάγια και περισσότερο από αύλα περιουσιακά στοιχεία (π.χ.

νοητικό κεφάλαιο, εργασία, κτλ), σε αντίθεση από μια επιχείρηση μεταποίησης που χρειάζεται μηχανολογικό εξοπλισμό και κτίρια.

Μειονεκτήματα: Όπως και στον προηγούμενο δείκτη οι αποσβέσεις και ο πληθωρισμός αλλοιώνουν την πραγματική σχέση των πραγματικών παγίων με τις πραγματικές πωλήσεις που επιτυγχάνει μια επιχείρησης. Μάλιστα, ο τρόπος υπολογισμού αποσβέσεων επηρεάζει ιδιαίτερα σημαντικά τον εν λόγω δείκτη καθώς η αξία των παγίων που αντλείται από τις οικονομικές καταστάσεις είναι καθαρά η λογιστική αξία, όπως αυτή υπολογίζεται με την αναπόσβεστη αξία που προκύπτει άμεσα από τις μεθόδους απόσβεσης που χρησιμοποιούνται και πιθανόν να μην αντανακλά την πραγματική οικονομική αξία των παγίων. Έτσι, ο δείκτης αυτός πρέπει να λαμβάνει υπόψη του τον τρόπο των αποσβέσεων που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο σύγκρισης της έντασης χρήσης των παγίων περιουσιακών στοιχείων ακόμα και για ομοειδείς επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού

Καθαρές Πωλήσεις

Κυκλοφορούν Ενεργητικό

(7)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα Ευρώ πωλήσεις επιτυγχάνονται με χρήση 1 Ευρώ κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Μετριέται σε «φορές» και δείχνει πόσες φορές μέσα σε ένα έτος ανακυκλώνεται το κυκλοφορούν ενεργητικό.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας τις καθαρές πωλήσεις με το μέσο σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού που χρησιμοποίησε η επιχείρηση μέσα στο έτος.

Τι τιμές λαμβάνει: Καθώς μετριέται σε «φορές» λαμβάνει θετικές τιμές, μικρότερες και μεγαλύτερες από τη μονάδα.

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός έχει μεγάλη χρησιμότητα στην εκτίμηση της έντασης της χρήσης των κυκλοφορούντων στοιχείων μιας επιχείρησης στη δημιουργία πωλήσεων. Θα πρέπει, όμως, να σημειωθεί ότι χαμηλή τιμή του εν λόγω δείκτη το πιθανότερο είναι να σημαίνει αποτυχία της επιχείρησης να δημιουργήσει πωλήσεις με την έννοια ότι τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να μετατρέπονται σε πωλήσεις. Επομένως, η έννοια της υπερεπένδυσης δεν

υφίσταται τόσο έντονα όσο στους προηγούμενους δείκτες. Εντούτοις, και πάλι θα πρέπει να χρησιμοποιείται σε επίπεδο κλάδου με την έννοια ότι διαφέρει η χρήση κυκλοφορούντων στοιχείων από κλάδο σε κλάδο. Επιπλέον, δε, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και η πιστωτική πολιτική της κάθε επιχείρησης –που δημιουργεί απαιτήσεις- καθώς και ο τρόπος λογιστικής απογραφής των αποθεμάτων για να είναι συγκρίσιμοι οι δείκτες ακόμα και για ομοειδείς επιχειρήσεις.

Μειονεκτήματα: Ο πληθωρισμός επηρεάζει τις πωλήσεις, ενώ δεν επηρεάζει ομοιόμορφα όλα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Για παράδειγμα, ενώ επηρεάζει τις απαιτήσεις, δεν επηρεάζει τα αποθέματα. Επίσης, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η πιστωτική πολιτική, καθώς και ο τρόπος απογραφής των αποθεμάτων της κάθε επιχείρησης, κάτι το οποίο δεν είναι φανερό από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

Κόστος Πωληθέντων

Αποθέματα

(8)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές μέσα σε ένα έτος ανακυκλώνονται τα αποθέματα που διαθέτει μια επιχείρηση.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας τις καθαρές πωλήσεις με το μέσο σύνολο των αποθεμάτων που χρησιμοποίησε η επιχείρηση μέσα στο έτος.

Τι τιμές λαμβάνει: Καθώς μετριέται σε «φορές» λαμβάνει θετικές τιμές, μικρότερες και μεγαλύτερες από τη μονάδα.

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός έχει μεγάλη χρησιμότητα στην εκτίμηση της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων μέσα σε μια επιχείρηση. Τα αποθέματα προκαλούν κόστος αποθήκευσης, συντήρησης, φθοράς, κτλ. Επομένως, μια επιχείρηση θα πρέπει να έχει σχετικά υψηλό δείκτη ανακύκλωσης αποθεμάτων, κάτι που δείχνει ότι έχει πιθανόν υψηλές πωλήσεις. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι από κλάδο σε κλάδο διαφέρει το επίπεδο αποθεμάτων που διατηρούν οι επιχειρήσεις ως προς τον όγκο και την αξία τους, ανάλογα με την φύση των προϊόντων και τη δομή της αγοράς. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση εμπορίας αγαθών πρωτογενούς τομέα, π.χ. φρούτα, λαχανικά κτλ, δεν έχουν καθόλου αποθέματα λόγω φθοράς, ενώ μια επιχείρηση ποτοποιίας πρέπει να διατηρεί αποθέματα με την έννοια ότι τα ποτά, σαν

προϊόντα, διατηρούνται πολύ καιρό αναλλοίωτα χωρίς ιδιαίτερα κόστη αποθήκευσης. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί ότι ιδιαίτερη σημασία για την ορθή ερμηνεία και σύγκριση του εν λόγω δείκτη έχει η γνώση του τρόπου υπολογισμού των αποθεμάτων και ποια μέθοδος απογραφής χρησιμοποιείται (FIFO – LIFO, κτλ), ακόμα και για σύγκριση ομοειδών επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

Μειονεκτήματα: τα αποθέματα δεν επηρεάζονται από τον πληθωρισμό, σε αντίθεση, όμως, με το κόστος πωληθέντων, όπου ένα μέρος του ενσωματώνει τον πληθωρισμό (κόστος αγοράς πρώτων υλών, καταμερισμός μισθών και ημερομισθίων κτλ) και επομένως πιθανόν να προκαλούνται ορισμένες αλλοιώσεις στον υπολογισμό του δείκτη. Επίσης, ο τρόπος υπολογισμού των αποθεμάτων δεν φαίνεται στις οικονομικές καταστάσεις και επομένως η σύγκριση του δείκτη ακόμα και για ομοειδείς επιχειρήσεις δεν προσφέρει τόσο αξιόπιστα αποτελέσματα.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων

Καθαρές Πωλήσεις

Απαιτήσεις

(9)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα Ευρώ πωλήσεις επιτυγχάνονται με χρήση 1 Ευρώ απαιτήσεων. Μετριέται σε «φορές» και δείχνει πόσες φορές μέσα σε ένα έτος ανακυκλώνονται οι απαιτήσεις. Προφανώς, οι απαιτήσεις αναφέρονται στις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας τις καθαρές πωλήσεις με το μέσο σύνολο των απαιτήσεων που χρησιμοποίησε η επιχείρηση μέσα στο έτος.

Τι τιμές λαμβάνει: Καθώς μετριέται σε «φορές» λαμβάνει θετικές τιμές, μικρότερες και μεγαλύτερες από τη μονάδα.

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός έχει μεγάλη χρησιμότητα στην εκτίμηση της έντασης της χρήσης των απαιτήσεων μιας επιχείρησης στη δημιουργία πωλήσεων. Ουσιαστικά, αυτός ο δείκτης αντανάκλα την πιστωτική πολιτική μιας επιχείρησης. Ανάλογα με τη φύση των προϊόντων και τη φύση της αγοράς η ένταση της πιστωτικής πολιτικής διαφέρει από κλάδο σε κλάδο. Για παράδειγμα στα σούπερ-μάρκετ οι πωλήσεις γίνονται ως επί το πλείστον με μετρητά, εκτός από μερικές που γίνονται με χρήση πιστωτικής κάρτας, ενώ στα καταστήματα ηλεκτρικών ειδών οι περισσότερες πωλήσεις γίνονται με δόσεις. Οι απαιτήσεις δεν έχουν ιδιαίτερο τρόπο

υπολογισμού και ενσωματώνουν και τον πληθωρισμό, όπως και οι πωλήσεις άλλωστε.

Μειονεκτήματα: Μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις δεν φαίνεται η πιστωτική πολιτική μιας επιχείρησης. Επίσης, δεν φαίνεται αν μια επιχείρηση ως νεοσύστατη ή νεοεισερχόμενη σε μια αγορά αποφασίζει να χρησιμοποιήσει εντατικά τις πιστώσεις για να προσελκύσει νέους πελάτες και να αποσπάσει μερίδιο αγοράς. Έτσι, δυσχεραίνεται η σύγκριση του δείκτη ακόμα και για ομοειδείς επιχειρήσεις.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών

Κόστος Πωληθέντων

Προμηθευτές

(10)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές μέσα σε ένα έτος ανακυκλώνονται οι προμηθευτές που διαθέτει μια επιχείρηση.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας τις καθαρές πωλήσεις με το μέσο σύνολο των προμηθευτών, δηλαδή τις πιστώσεις που έλαβε από αυτούς, που χρησιμοποίησε η επιχείρηση μέσα στο έτος.

Τι τιμές λαμβάνει: Καθώς μετριέται σε «φορές» λαμβάνει θετικές τιμές, μικρότερες και μεγαλύτερες από τη μονάδα.

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός έχει μεγάλη χρησιμότητα στην εκτίμηση της ταχύτητας της ανακύκλωσης των προμηθευτών μέσα σε ένα έτος. Μια επιχείρηση θα πρέπει να ανακυκλώνει γρήγορα τους προμηθευτές της καθώς η χρήση τέτοιων βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων κοστίζει. Επίσης, η γρήγορη ανακύκλωση των προμηθευτών διευκολύνει μια επιχείρηση να βρίσκει προμηθευτές που προσφέρουν ποιοτικά προϊόντα και υπηρεσίες, έτσι ώστε να μπορεί και η επιχείρηση να προσφέρει μετά ποιοτικά προϊόντα και υπηρεσίες με τη σειρά της και να εξασφαλίζει ευνοϊκούς όρους αγοράς είτε με μετρητά, είτε με πίστωση. Είναι προφανές ότι η φύση των προϊόντων και η δομή της αγοράς διαφοροποιεί το επίπεδο πίστωσης που λαμβάνουν οι διάφορες επιχειρήσεις ανά κλάδο, και επομένως, θα πρέπει να γίνονται συγκρίσεις του δείκτη ανάμεσα σε ομοειδείς επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου.

Μειονεκτήματα: Στο κόστος πωληθέντων ενσωματώνονται στοιχεία που δεν επηρεάζονται από τον πληθωρισμό και επομένως αλλοιώνουν τον τελικό υπολογισμό του δείκτη. Επίσης, από τις οικονομικές καταστάσεις δεν λαμβάνεται υπόψη ο τρόπος καταγραφής των αποθεμάτων. Για αυτό η σύγκριση του δείκτη ακόμα και για

ομοειδείς επιχειρήσεις πιθανόν να παρέχει αναξιόπιστα αποτελέσματα. Επίσης, δεν λαμβάνεται υπόψη η πιστωτική πολιτική που τηρούν οι προμηθευτές έναντι της επιχείρησης και τι άλλες συμφωνίες μπορεί να υπάρχουν ανάμεσα σε επιχείρηση και προμηθευτές.

Κύκλος Αποθεμάτων

360

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

(11)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες μέρες παραμένουν κατά μέσο όρο τα αποθέματα μέσα στην επιχείρηση.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας το 360 με το δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «ημέρες».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται και ως προς την ένταση της χρήσης των αποθεμάτων, και ως προς την κατάσταση ρευστότητας υπό την έννοια ότι δείχνει σε πόσες ημέρες ένα περιουσιακό στοιχείο, όπως τα αποθέματα, μετατρέπονται σε πωλήσεις.

Μειονεκτήματα: περιλαμβάνει όλα εκείνα τα μειονεκτήματα του δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων.

Κύκλος Απαιτήσεων

360

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων

(12)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες μέρες παραμένουν κατά μέσο όρο οι απαιτήσεις μέσα στην επιχείρηση πριν γίνουν μετρητά.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας το 360 με το δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «ημέρες».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται και ως προς την ένταση της χρήσης των απαιτήσεων, και ως προς την κατάσταση ρευστότητας, υπό την έννοια ότι δείχνει σε πόσες ημέρες οι απαιτήσεις, δηλαδή οι πωλήσεις επί πιστώσει, μετατρέπονται σε μετρητά.

Μειονεκτήματα: περιλαμβάνει όλα εκείνα τα μειονεκτήματα του δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων.

Κύκλος Προμηθευτών

360

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών

(13)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες μέρες παραμένουν κατά μέσο όρο οι προμηθευτές μέσα στην επιχείρηση πριν πληρωθούν με μετρητά.

Πως υπολογίζεται: Είναι ένα απλό κλάσμα. Υπολογίζεται διαιρώντας το 360 με το δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «ημέρες».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται και ως προς την ένταση της χρήσης των προμηθευτών, και ως προς την κατάσταση ρευστότητας, υπό την έννοια ότι δείχνει σε πόσες ημέρες οι προμηθευτές, δηλαδή οι αγορές επί πιστώσει, μετατρέπονται σε πληρωμές με μετρητά.

Μειονεκτήματα: περιλαμβάνει όλα εκείνα τα μειονεκτήματα του δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών.

Συνολικός Λειτουργικός (Επιχειρησιακός) Κύκλος

Συνολικός Λειτουργικός Κύκλος = Κύκλος Αποθεμάτων + Κύκλος Απαιτήσεων (14)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες μέρες χρειάζεται να περάσουν από την στιγμή που τελειώνει η παραγωγική διαδικασία έως τη στιγμή που εισπράττονται τα μετρητά.

Πως υπολογίζεται: Υπολογίζεται προσθέτοντας τους κύκλους αποθεμάτων και προμηθευτών.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «ημέρες».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για να αξιολογηθεί η ικανότητα μιας επιχείρησης να μετατρέπει γρήγορα σε μετρητά την παραγωγική διαδικασία που λαμβάνει χώρα. Όσο περισσότερες ημέρες κρατάει ο κύκλος, τόσο περισσότερα προβλήματα ρευστότητας πιθανόν να αντιμετωπίζει και το αντίστροφο. Καθώς οι κύκλοι αποθεμάτων και απαιτήσεων διαφέρουν από κλάδο σε κλάδο, θα πρέπει ο συνολικός λειτουργικός κύκλος να συγκρίνεται ανάμεσα σε ομοειδείς

επιχειρήσεις έχοντας ληφθεί υπόψη ο τρόπος υπολογισμού των αποθεμάτων και η πιστωτική πολιτική μιας επιχείρησης.

Μειονεκτήματα: περιλαμβάνει όλα εκείνα τα μειονεκτήματα του κύκλου αποθεμάτων και του κύκλου απαιτήσεων.

Καθαρός Λειτουργικός (Επιχειρησιακός) Κύκλος

Καθαρός Λειτουργικός Κύκλος = Συνολικός Κύκλος – Κύκλος Προμηθευτών (15)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες μέρες χρειάζεται να περάσουν για να ανακυκλωθούν τα αποθέματα συν/ πλην την καθαρή πίστωση που χορηγεί η επιχείρηση μείον αυτή που απολαμβάνει.

Πως υπολογίζεται: Υπολογίζεται αφαιρώντας από τον συνολικό κύκλο των κύκλο προμηθευτών.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «ημέρες».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για να αξιολογηθεί η ικανότητα μιας επιχείρησης να μετατρέπει γρήγορα σε μετρητά την παραγωγική διαδικασία που λαμβάνει χώρα, έτσι ώστε να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της που προκύπτουν από τους προμηθευτές. Όσο περισσότερες ημέρες κρατάει ο καθαρός κύκλος, τόσο περισσότερα προβλήματα ρευστότητας πιθανόν να αντιμετωπίζει μια επιχείρηση και το αντίστροφο, διότι δείχνει ότι περισσότερες ημέρες περιμένει μια επιχείρηση για να λάβει τα χρήματα που τις χρωστάνε, παρά από τις ημέρες που πρέπει να πληρώσει η ίδια τις υποχρεώσεις της. Καθώς οι κύκλοι αποθεμάτων και απαιτήσεων, αλλά και πελατών διαφέρουν από κλάδο σε κλάδο, θα πρέπει ο συνολικός καθαρός κύκλος να συγκρίνεται ανάμεσα σε ομοειδείς επιχειρήσεις έχοντας ληφθεί υπόψη ο τρόπος υπολογισμού των αποθεμάτων και η πιστωτική πολιτική (που χορηγεί και απολαμβάνει) μιας επιχείρησης.

Μειονεκτήματα: περιλαμβάνει όλα εκείνα τα μειονεκτήματα του κύκλου αποθεμάτων και του κύκλου απαιτήσεων, αλλά και του κύκλου προμηθευτών.

2.4 Δείκτες Ρευστότητας

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν την ικανότητα που έχει μια επιχείρηση να μπορεί να φανεί συνεπής στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της οι οποίες πιέζουν για άμεση εκροή μετρητών, έτσι ώστε να τακτοποιηθούν.

Γενική Ρευστότητα

Βραχυπρόθεσμες Απαιτήσεις

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

(16)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές παραπάνω οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δηλαδή δείχνει πόσα Ευρώ απαιτήσεων έχει μια επιχείρηση για κάθε ένα Ευρώ υποχρεώσεων της. Επίσης, ο δείκτης αυτός θεωρείται ότι αντανακλά την επιχειρηματική πολιτική σχετικά με το κατά πόσο είναι συντηρητική ή επιθετική.

Πως υπολογίζεται: Υπολογίζεται διαιρώντας το μέσο όρο των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων μέσα σε ένα έτος, με τον αντίστοιχο μέσο όρο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσα σε ένα έτος. Στις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, που αποτελούν ουσιαστικά το κυκλοφορούν ενεργητικό, περιλαμβάνονται οι απαιτήσεις από πελάτες, τα χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρηματικών διαθεσίμων και τα αποθέματα.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «φορές».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για να αξιολογηθεί η βραχυπρόθεσμη ρευστότητα μιας επιχείρησης. Ουσιαστικά αξιολογείται η ικανότητα για χορήγηση πίστωσης από προμηθευτές ή για χορήγηση κεφαλαίου κίνησης από τράπεζες. Θεωρείται ότι μια «καλή τιμή» για το δείκτη είναι μια τιμή όχι απλά πάνω από τη μονάδα, που υπονοεί ότι οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις είναι ικανές και αρκετές να καλύψουν τις υποχρεώσεις που πιέζουν, αλλά μια τιμή πάνω από το «2» για να εξασφαλίζεται το απαραίτητο όριο ασφάλειας. Εντούτοις, μια υπερβολικά υψηλή τιμή του δείκτη υπονοεί μια πιθανή μη αποδοτική συσσώρευση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Η ρευστότητα θα πρέπει να συγκρίνεται και σε κλαδικό επίπεδο ανάμεσα σε ομοειδείς επιχειρήσεις, όπως επίσης, θα πρέπει να λαμβάνεται πάντα υπόψη και το γενικότερο οικονομικό κλίμα και οι γενικότερες οικονομικές

συνθήκες. Εντούτοις, ο δείκτης ρευστότητας γενικά επιθυμείται για οποιαδήποτε επιχείρηση και για οποιαδήποτε οικονομική κατάσταση να λαμβάνει τιμές πάνω από το «2».

Μειονεκτήματα: Ο δείκτης αυτός είναι αρκετά συνοπτικός και έτσι δεν μπορεί πάντα να αποτελεί ακριβή μέτρηση της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί χωρίς ιδιαίτερη δυσκολία στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που πιέζουν. Στην πραγματικότητα απαιτείται περισσότερο ποιοτική ανάλυση των στοιχείων που απαρτίζουν τις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις, κυρίως ως προς το βαθμό ρευστότητας τους, μιας και δεν έχουν όλα τα στοιχεία των απαιτήσεων και των υποχρεώσεών τους ίδιο βαθμό ρευστότητας. Επίσης, υπάρχει μια σχετική αδυναμία υπολογισμού της πραγματικής αξίας των αποθεμάτων αλλά και των απαιτήσεων, καθώς δεν λαμβάνεται υπόψη τυχόν ζημιές και απώλειες από τα περιουσιακά στοιχεία αυτά.

Άμεση Ρευστότητα

Βραχυπρόθεσμες Απαιτήσεις – Αποθέματα

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

(17)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές παραπάνω οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις -χωρίς τα αποθέματα- καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δηλαδή δείχνει πόσα Ευρώ απαιτήσεων άνευ αποθεμάτων έχει μια επιχείρηση για κάθε ένα Ευρώ βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Ουσιαστικά ο δείκτης αυτός αποτελεί μια πιο αυστηρή μέτρηση της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που πιέζουν καθώς στο κυκλοφορούν ενεργητικό δεν έχουν ληφθεί υπόψη τα αποθέματα που παρουσιάζουν τον μικρότερο βαθμό ρευστότητας σε σχέση με τα υπόλοιπα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Πως υπολογίζεται: Υπολογίζεται διαιρώντας το μέσο όρο των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων -χωρίς τα αποθέματα- μέσα σε ένα έτος, με τον αντίστοιχο μέσο όρο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσα σε ένα έτος. Στις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, που αποτελούν ουσιαστικά το κυκλοφορούν ενεργητικό, περιλαμβάνονται οι απαιτήσεις από πελάτες, τα χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρηματικών διαθεσίμων, αλλά όχι και τα αποθέματα.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «φορές».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για να αξιολογηθεί η βραχυπρόθεσμη ρευστότητα μιας επιχείρησης, αλλά και στην βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα αυτής. Επίσης, αξιολογείται το τμήμα πωλήσεων μιας επιχείρησης σε συνδυασμό με τους όρους πωλήσεων, δηλαδή τις πιστώσεις που χορηγεί και απολαμβάνει μια επιχείρηση. Μια καλή τιμή του δείκτη αυτού θεωρείται μια τιμή πάνω από τη μονάδα. Αυτό δείχνει ότι τα πλέον ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας επιχείρησης επαρκούν για να καλυφθούν όλες οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις όσο βαθμό πίεσης –δηλαδή ανάγκη να πληρωθούν άμεσα- και να έχουν. Επίσης, όπως και στον προηγούμενο δείκτη, μια ιδιαίτερα υψηλή τιμή του δείκτη υπονοεί υπερεπένδυση σε κυκλοφορούντα στοιχεία και πιθανή μη αποδοτική συσσώρευσή τους στο ενεργητικό μιας επιχείρησης.

Μειονεκτήματα: Και ο εν λόγω δείκτης εμφανίζει αδυναμίες ως προς την πραγματική αποτύπωση της εικόνας της ρευστότητας μιας επιχείρησης, καθώς το κυκλοφορούν ενεργητικό δεν περιέχει και πάλι άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία με την έννοια ότι στις απαιτήσεις δεν περιλαμβάνονται π.χ. οι πιθανές ζημιές από πιθανή μη πληρωμή τους από τους πελάτες.

Ταμειακή Ρευστότητα

$$\frac{\text{Ταμείο} + \text{Ταμειακά Ισοδύναμα} + \text{Άμεσα Διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad (18)$$

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές παραπάνω οι άμεσα ρευστοποιήσιμες απαιτήσεις καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δηλαδή δείχνει πόσα Ευρώ άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού έχει μια επιχείρηση για κάθε ένα Ευρώ βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Ουσιαστικά, ο δείκτης αυτός αποτελεί μια ακόμα πιο αυστηρή μέτρηση της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που πιέζουν καθώς στο κυκλοφορούν ενεργητικό έχουν ληφθεί υπόψη μόνο εκείνα τα στοιχεία που έχουν τον υψηλότερο βαθμό ρευστότητας. Θεωρείται ότι αυτός ο δείκτης είναι ο πλέον ενδεικτικός δείκτης ρευστότητας.

Πως υπολογίζεται: Υπολογίζεται διαιρώντας το μέσο όρο των άμεσα ρευστοποιήσιμων απαιτήσεων μέσα σε ένα έτος, με τον αντίστοιχο μέσο όρο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσα σε ένα έτος. Στις άμεσα ρευστοποιήσιμες

απαιτήσεις περιλαμβάνονται τα χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρηματικών διαθεσίμων.

Τι τιμές λαμβάνει: μετριέται σε «φορές».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για να αξιολογηθεί η βραχυπρόθεσμη ρευστότητα μιας επιχείρησης, αλλά και στην βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα αυτής. Επίσης, αξιολογείται το τμήμα εισπράξεων και πληρωμών μιας επιχείρησης. Μια καλή τιμή του δείκτη αυτού θεωρείται βέβαια μια τιμή πάνω από τη μονάδα, καθώς αυτό δείχνει ότι τα περισσότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας επιχείρησης επαρκούν για να καλυφθούν όλες οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις όσο βαθμό πίεσης –δηλαδή ανάγκη να πληρωθούν άμεσα- και να έχουν. Εντούτοις, στην πράξη η τιμή του δείκτη δεν παρατηρείται να είναι πάνω από τη μονάδα στις περισσότερες των επιχειρήσεων, χωρίς αυτό να υπονοεί προβλήματα ρευστότητας, καθώς ας μην λησμονηθεί ότι και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν έχουν τόσο υψηλό βαθμό ρευστότητας, όσο έχουν τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού. Επίσης, όπως και στους προηγούμενους δείκτες, μια ιδιαίτερα υψηλή τιμή του δείκτη υπονοεί δέσμευση κεφαλαίων μιας επιχείρησης και μη χρήσης τους σε αποδοτικές επενδύσεις για δημιουργία νέας αξίας.

Μειονεκτήματα: Ο λογαριασμός των άμεσα ρευστοποιήσιμων διαθεσίμων μπορεί να αυξάνεται σκοπίμως από μια επιχείρηση κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων για να βελτιώνεται τεχνητά η εικόνα ρευστότητας που έχει η επιχείρηση.

2.5 Δείκτες Κάλυψης Υποχρεώσεων

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν την ικανότητα που έχει μια επιχείρηση να φανεί συνεπής στις υποχρεώσεις που έχει απέναντι στους χρηματοδότες των λειτουργιών της.

Δείκτης Κάλυψης Τόκων

Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT)

Καθαρά Χρηματοοικονομικά Έξοδα

(19)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές καλύπτουν τα κέρδη προ φόρων και τόκων τα χρηματοοικονομικά έξοδα που καλείται μια πληρώσει μια επιχείρηση. Δηλαδή δείχνει πόσα Ευρώ διαθέσιμα έχει μια επιχείρηση για να πληρώσει 1 Ευρώ υποχρεώσεων σε χρηματοοικονομικά έξοδα

Πως υπολογίζεται: Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων και τόκων, όπως έχουν υπολογιστεί στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, με τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα που έχουν προκύψει ως χρηματοοικονομικά έξοδα μείον χρηματοοικονομικά έσοδα.

Τι τιμές παίρνει: Ο δείκτης αυτός μετράται σε «φορές».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί έσοδα για να μπορεί να ανταποκριθεί σε υποχρεώσεις που έχουν προτεραιότητα σύμφωνα και με τη νομοθεσία όπως είναι μισθοί, εισφορές, αγορά πρώτων υλών και κατόπιν την πληρωμή των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων.

Μειονεκτήματα: Καθώς χρησιμοποιούνται τα κέρδη προ φόρων και τόκων για τον υπολογισμό του δείκτη, τότε ο εν λόγω δείκτης δείχνει την λογιστική ικανότητα μιας επιχείρησης να φανεί συνεπής στις υποχρεώσεις της και όχι την ταμειακή ικανότητα, κάτι το οποίο θα έπρεπε να είναι και το ζητούμενο. Βέβαια, η πρόσθεση των αποσβέσεων στο δείκτη δημιουργεί πρόβλημα συγκρισιμότητας στο δείκτη με την έννοια ότι οι αποσβέσεις υπολογίζονται, πιθανόν, με διαφορετικό τρόπο από επιχείρηση σε επιχείρηση.

Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (EBIT)

Διανεμόμενα Μερίσματα

(20)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές καλύπτουν τα κέρδη προ φόρων και τόκων τα διανεμόμενα μερίσματα που καλείται μια πληρώσει μια επιχείρηση στους μετόχους-ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης. Δηλαδή δείχνει πόσα Ευρώ διαθέσιμα έχει μια επιχείρηση για να πληρώσει 1 Ευρώ υποχρεώσεων σε διανομή μερισμάτων.

Πως υπολογίζεται: Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων και τόκων, όπως έχουν υπολογιστεί στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, με τα διανεμόμενα μερίσματα.

Τι τιμές παίρνει: Ο δείκτης αυτός μετράται σε «φορές».

Που χρησιμοποιείται: Ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να φανεί συνεπής στις υποχρεώσεις που έχει ως προς τους χρηματοδότες ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Επίσης, ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα μια επιχείρησης να φαίνεται ελκυστική στους επενδυτές ως προς τη διανομή των μερισμάτων έτσι ώστε να διευκολύνεται στην άντληση ιδίων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων όποτε το χρειαστεί.

Μειονεκτήματα: Καθώς χρησιμοποιούνται τα κέρδη προ φόρων και τόκων για τον υπολογισμό του δείκτη, τότε ο εν λόγω δείκτης δείχνει την λογιστική ικανότητα μιας επιχείρησης να φανεί συνεπής στις υποχρεώσεις της ως προς τους μετόχους και όχι την ταμειακή ικανότητα, κάτι το οποίο θα έπρεπε να είναι και το ζητούμενο. Βέβαια, η πρόσθεση των αποσβέσεων στο δείκτη δημιουργεί πρόβλημα συγκρισιμότητας στο δείκτη με την έννοια ότι οι αποσβέσεις υπολογίζονται, πιθανόν, με διαφορετικό τρόπο από επιχείρηση σε επιχείρηση.

2.6 Δείκτες Χρηματοδοτικής Μόχλευσης

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν μια εικόνα σχετικά με το πώς μια επιχείρηση χρηματοδοτεί τις λειτουργίες της, με την έννοια πόσο εντατικά χρησιμοποιεί ξένα κεφάλαια με σκοπό να επεκτείνει τις δραστηριότητές της και να αναπτυχθεί ακόμα περισσότερο. Επίσης, οι δείκτες αυτοί αποτελούν μια πρώτη εικόνα σε σχέση με ένα μέρος του κινδύνου στον οποίο είναι εκτεθειμένοι.

Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης

Συνολικά Κεφάλαια

Ίδια Κεφάλαια

(21)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές καλύπτουν τα συνολικά κεφάλαια μιας επιχείρησης τα ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιεί. Δηλαδή μετράει πόσα Ευρώ συνολικών κεφαλαίων αντιστοιχούν για κάθε 1 Ευρώ ιδίων κεφαλαίων.

Πως υπολογίζεται: Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας το μέσο όρο των συνολικών κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν σε ένα έτος, με το μέσο όρο των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν σε ένα έτος.

Τι τιμές παίρνει: Ο δείκτης αυτός μετράται σε «φορές»

Που χρησιμοποιείται: Με το δείκτη αυτό φαίνεται η χρήση της έντασης των ιδίων κεφαλαίων που έχει μια επιχείρηση. Υψηλότερη τιμή του δείκτη υπονοεί ότι για κάθε 1 Ευρώ ιδίων κεφαλαίων αντιστοιχούν περισσότερα Ευρώ συνολικών κεφαλαίων, άρα αυξάνει η χρήση των ξένων κεφαλαίων. Επομένως, υψηλή τιμή του δείκτη υπονοεί και υψηλότερο χρηματοοικονομικό κίνδυνο που αναλαμβάνει μια επιχείρηση, υπό την έννοια της χρήσης περισσότερων ξένων κεφαλαίων. Η πλήρης έννοια του χρηματοοικονομικού κινδύνου θα παρουσιαστεί στα επόμενα κεφάλαια της εργασίας αυτής.

Δείκτης Ξένων προς Συνολικών Κεφαλαίων

Ξένα Κεφάλαια

Συνολικά Κεφάλαια

(22)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει τι ποσοστό καλύπτουν τα ξένα κεφάλαια που έχουν εισρεύσει σε μια επιχείρηση ως προς τα συνολικά κεφάλαια που χρησιμοποιούνται.

Πως υπολογίζεται: Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας το μέσο όρο των ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν σε ένα έτος, με το μέσο όρο των συνολικών κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν σε ένα έτος.

Τι τιμές παίρνει: Ο δείκτης αυτός μετράται σε ποσοστιαίες μονάδες

Που χρησιμοποιείται: Με το δείκτη αυτό φαίνεται η επιβάρυνση που έχει μια επιχείρηση σε ξένα κεφάλαια και πόσο εντατικά χρησιμοποιεί τα ξένα κεφάλαια για τη λειτουργία της. Επομένως, ο δείκτης αυτός αποτελεί μια ένδειξη του χρηματοοικονομικού κινδύνου που έχει αναλάβει μια επιχείρηση.

2.7 Χρηματιστηριακοί Δείκτες

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν πως μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, μέσω των προσδοκιών που έχουν οι επενδυτές για τις μελλοντικές προοπτικές μιας επιχείρησης, αποτιμάει την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης και κυρίως πως προεξοφλεί αυτήν την κατάσταση στην παρούσα φάση.

Δείκτης P/E

Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή ανά Μετοχή

Κέρδη ανά Μετοχή

(23)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα Ευρώ πληρώνει κάποιος για να αποκτήσει εις το διηνεκές 1 Ευρώ κέρδος από την διακράτηση μιας μετοχής μιας επιχείρησης.

Πως υπολογίζεται: Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής για μια συγκεκριμένη ημέρα που γίνεται η σχετική αποτίμηση-αξιολόγηση της επιχείρησης με τα κέρδη ανά μετοχή. Εναλλακτικά, μπορεί να χρησιμοποιείται η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στην τελευταία ημέρα κλεισίματος μιας περιόδου ενδιαφέροντος, π.χ. του έτους, το εξαμήνου, το τριμήνου, κτλ. Όσο αφορά τα κέρδη ανά μετοχή χρησιμοποιούνται διάφορα εναλλακτικά σενάρια. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί η τιμή των κερδών ανά μετοχή που προκύπτουν με βάση τις τελευταίες οικονομικές καταστάσεις που έχουν δημοσιευτεί. Εντούτοις, πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν τα προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή για την περίοδο που αναφέρεται ο υπολογισμός του δείκτη. Επίσης, τα κέρδη ανά μετοχή υπολογίζονται με βάση τα κέρδη που ανήκουν στους κοινούς μετόχους, δηλαδή έχουν αφαιρεθεί κέρδη που προορίζονται για προνομιούχους μετόχους. Για να υπολογιστούν διαιρούνται με βάση τον τρέχον αριθμό κοινών μετοχών που βρίσκονται υπό διαπραγμάτευση στη χρηματιστηριακή αγορά.

Τι τιμές παίρνει: Ο δείκτης αυτός μετράται σε «φορές»

Που χρησιμοποιείται: Με το δείκτη αυτό βασικά αποτιμάται η μετοχή μιας μετοχής που διαπραγματεύεται στη χρηματιστηριακή αγορά. Εντούτοις, θα πρέπει να χρησιμοποιείται με ιδιαίτερη προσοχή. Καταρχήν, θα πρέπει να συγκρίνονται οι δείκτες P/ E ομοειδών επιχειρήσεων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, με βάση και τον

κλαδικό δείκτη P/ E. Ο δείκτης αυτός αποτελεί μια ένδειξη σχετικά με το αν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής σε μια χρηματιστηριακή αγορά. Πιο συγκεκριμένα, θεωρείται, για παράδειγμα, ότι ένας χαμηλός δείκτης P/ E πιθανόν να αποτελεί ένδειξη υποτιμημένης μετοχής με την λογική ότι αφήνει περιθώριο για αύξηση της τιμής στο μέλλον. Πάντως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η ιδανική τιμή του δείκτη για μια συγκεκριμένη μετοχή. Η ερμηνεία του χαμηλού δείκτη με αρκετά περιθώρια ανόδου της μετοχής με τον υψηλό δείκτη με χαμηλό έως καθόλου περιθώριο ανόδου, έχει και εναλλακτική ερμηνεία. Πιο συγκεκριμένα, μετοχές με υψηλό δείκτη P/ E υπονοούν ότι η αγορά είναι διατεθειμένη να πληρώσει αρκετά για να αποκτήσει αυτό το 1 Ευρώ κέρδους. Επομένως, αυτό σημαίνει ότι η μετοχή αυτή παρουσιάζει μια αξιοσημείωτη σταθερότητα στα κέρδη της που διανέμονται στους ιδιοκτήτες (μέτοχους) της επιχείρησης και επομένως θεωρείται ως ελκυστική μετοχή. Βέβαια, η αγορά έχει ήδη προεξοφλήσει την ελκυστικότητα της μετοχής πιθανόν και υπερτιμώντας την. Τέλος, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη όσο αφορά την αξιολόγηση μετοχών με τον δείκτη P /E ότι η τιμή του δείκτη επηρεάζεται και από κερδοσκοπικά παιχνίδια που τυχόν μπορεί να παίζονται, ενώ εξαρτάται και από το αν μια χρηματιστηριακή αγορά είναι σε άνοδο ή σε ύφεση.

Μειονεκτήματα: Υπάρχει σύγχυση σχετικά με το ποια χρηματιστηριακή τιμή θα χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του δείκτη. Παρόμοια σύγχυση υπάρχει σχετικά με το ποια κέρδη ανά μετοχή θα χρησιμοποιούνται –τα τελευταία δημοσιευμένα ή οι προβλέψεις για την τρέχουσα περίοδο- και πως θα υπολογίζονται οι προβλέψεις όπου αυτές χρειάζονται. Επίσης. Ένα ακόμα μειονέκτημα του δείκτη αποτελεί η δυσκολία στην ερμηνεία του και οι περιορισμοί που υπάρχουν για την ορθή χρήση του και ερμηνεία έτσι ώστε να προκύψουν αξιόπιστα συμπεράσματα για την χρηματιστηριακή αποτίμηση μιας επιχείρησης.

Δείκτης P /BV (Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία)

Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή ανά Μετοχή

Λογιστική (Εσωτερική) Τιμή ανά Μετοχή

(24)

Πως ερμηνεύεται: Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές αξίζει παραπάνω η χρηματιστηριακή αξία μιας μετοχής σε σχέση με τη λογιστική της αξία, όπως προκύπτει από τις λογιστικές καταγραφές

Πως υπολογίζεται: Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής για μια συγκεκριμένη ημέρα που γίνεται η σχετική αποτίμηση-αξιολόγηση της επιχείρησης με την λογιστική αξία της μετοχής. Εναλλακτικά, μπορεί να χρησιμοποιείται η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στην τελευταία ημέρα κλεισίματος μιας περιόδου ενδιαφέροντος, π.χ. του έτους, το εξαμήνου, το τριμήνου, κτλ. Πάντως, για τον συγκεκριμένο δείκτη πολλοί χρησιμοποιούν το μέσο όρο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής για την περίοδο του υπολογισμού. Όσο αφορά τη λογιστική αξία της μετοχής προκύπτει εάν διαιρεθεί το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με το σύνολο όλων των ειδών των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Επίσης, θα πρέπει να σημειωθεί ότι για μια επιχείρηση που εισάγεται για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο χρησιμοποιούνται τα ίδια κεφάλαια προ της εισαγωγής της.

Τι τιμές παίρνει: Ο δείκτης αυτός μετράται σε «φορές»

Που χρησιμοποιείται: Με το δείκτη αυτό βασικά αποτιμάται η μετοχή μιας μετοχής. Πιο συγκεκριμένα, αξιολογείται, και σε συνδυασμό με τον δείκτη P/E εάν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Πολύ υψηλός δείκτης για μια επιχείρηση σημαίνει ότι η αγορά είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολύ παραπάνω από την λογιστική της αξίας για να αποκτήσει αυτή τη μετοχή υπονοώντας ότι οι προσδοκίες για την επιχείρηση είναι πολύ υψηλές και δεν αποτυπώνονται στις λογιστικές καταστάσεις. Το αντίθετο ισχύει για χαμηλό δείκτη. Μάλιστα τιμή του δείκτη κάτω από τη μονάδα σημαίνει ότι η αγορά αποτιμάει την μετοχή κάτω και από τη λογιστική της αξία, γεγονός που σημαίνει ότι οι προσδοκίες για την επιχείρηση είναι τόσο κακές που βρίσκονται κάτω και από τις τωρινές λογιστικές καταστάσεις. Πάντως, δεν υπάρχει κάποια «καλή» ή «κακή» τιμή του δείκτη και θα πρέπει να συγκρίνεται για ομοειδείς επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

Μειονεκτήματα: Η λογιστική αξία στηρίζεται σε ιστορικές αξίες και με βάση τα λογιστικά πρότυπα που ακολουθεί η κάθε επιχείρηση, ενώ η χρηματιστηριακή αξία στηρίζεται σε τρέχουσες αξίες όπως προεξοφλούνται με βάση τις μελλοντικές προσδοκίες που διαμορφώνονται από την αγορά. Επίσης, η χρηματιστηριακή αξία του δείκτη μπορεί να επηρεάζεται από κερδοσκοπικά παιχνίδια και να μην αποτυπώνει καθαρά τις πραγματικές προσδοκίες για μια επιχείρηση. Επομένως, μια πολύ υψηλή τιμή του εν λόγω δείκτη θα πρέπει να αξιολογείται με ιδιαίτερη προσοχή και με ταυτόχρονη αξιολόγηση και άλλων δεικτών της επιχείρησης.

2.8 DuPont Ανάλυση

Η σχετική DuPont ανάλυση ασχολείται με τους δείκτες αποδοτικότητας μιας επιχείρησης αναλύοντας τους σε κάποιες συνιστώσες (Brigham & Ehrhardt, 2005; Weston & Brigham, 1986; Κάντζος, 2002). Με αυτόν τον τρόπο είναι δυνατό να διερευνηθεί ποιο είναι εκείνο το στοιχείο που επηρεάζει τους δείκτες αποδοτικότητας. Έτσι, μπορεί να διερευνηθεί, σε ένα κακό δείκτη αποδοτικότητας, ποιο είναι το αδύναμο σημείο της επιχείρησης στο οποίο θα πρέπει να δώσει βάρος, έτσι ώστε να βελτιωθεί ο δείκτης, ενώ σε ένα καλό δείκτη αποδοτικότητας να διερευνηθεί ποιο είναι το δυνατό σημείο της (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002).

Με λίγα λόγια η DuPont ανάλυση μπορεί να συνεισφέρει στην ανίχνευση αιτιών για να διαπιστωθεί γιατί οι δείκτες αποδοτικότητας υπολογίστηκαν σε κάποιο επίπεδο. Η λογική είναι ότι είναι δυνατό να συγκριθούν οι συνιστώσες των δεικτών αποδοτικότητας από επιχείρηση σε επιχείρηση και να διαπιστωθεί που μια επιχείρηση μειονεκτεί και που πλεονεκτεί έναντι των άλλων. Θα πρέπει, δε, να σημειωθεί ότι η ανάλυση DuPont χρησιμοποιείται και για τους δύο δείκτες αποδοτικότητας, όπως παρουσιάζεται αμέσως παρακάτω:

$$ROA = (\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους}) \times (\text{Ανακύκλωση Ενεργητικού}) \quad (25)$$

$$ROE = (\text{Καθαρό Περιθώριο}) \times (\text{Ανακύκλωση Ενεργητικού}) \times (\text{Χρηματοδοτική Μόχλευση}) \quad (26)$$

ή

$$ROE = ROA \times (\text{Χρηματοδοτική Μόχλευση}) \quad (27)$$

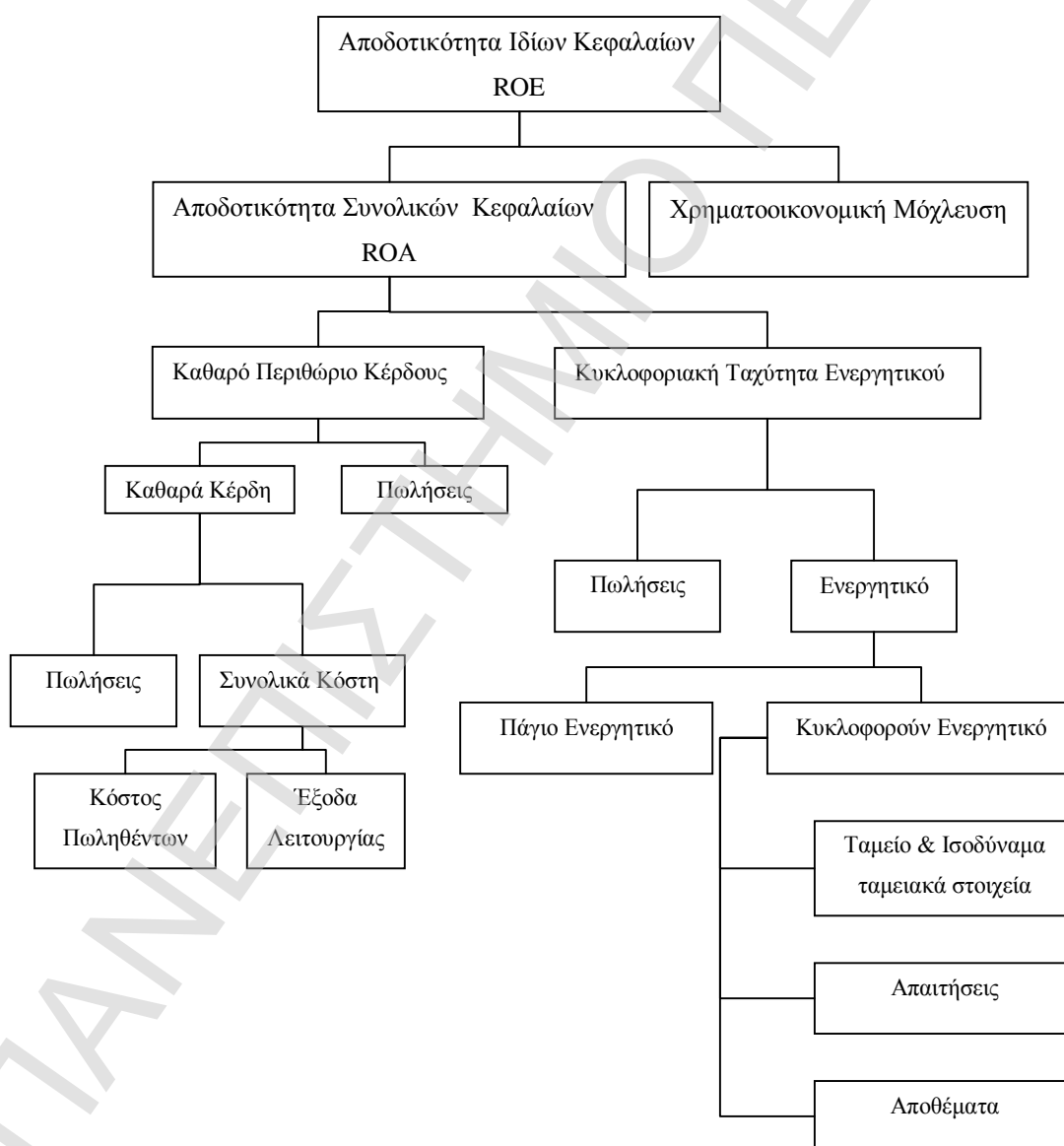
Η αποδοτικότητα του ενεργητικού, σύμφωνα με την σχετική ανάλυση, αναφέρει ότι η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων είναι ίση με το περιθώριο κέρδους που έχει μια επιχείρηση επί πόσες φορές καταφέρνει να το εκμεταλλεύεται αυτό το περιθώριο μέσα σε ένα έτος.

Επιπλέον, η αποδοτικότητα επί των ιδίων κεφαλαίων επηρεάζεται από το περιθώριο κέρδους και πόσες φορές το κερδίζει αυτό η επιχείρηση μέσα στο έτος, αλλά επηρεάζεται και από τη χρηματοδοτική μόχλευση. Μάλιστα, όσο υψηλότερη μόχλευση χρησιμοποιείται, τόσο υψηλότερη θα είναι η τιμή του δείκτη. Εντούτοις, αυτό δεν σημαίνει ότι για να επιτευχθεί υψηλή απόδοση θα πρέπει να αυξάνει

αλόγιστα ο δείκτης χρηματοδοτικής μόχλευσης, δηλαδή να αυξάνει η ένταση της χρήσης ξένων κεφαλαίων, καθώς κατά αυτόν τον τρόπο, ναι μεν αυξάνει η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, αλλά αυξάνει, δε, και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει η επιχείρηση ως προς τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Η χρησιμότητα της ανάλυσης DuPont έγκειται στο να μπορεί μια επιχείρηση να διαγνώσει τι χρειάζεται να βελτιώσει για να βελτιώσει την συνολική αποδοτικότητα επί των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την λειτουργία της. Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζεται και οπτικά η ανάλυση DuPont

Σχήμα 2.1, Ανάλυση DuPont Αποδοτικότητας ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων



Το παραπάνω διάγραμμα δείχνει τους παράγοντες που περιέχονται στις συνιστώσες της αποδοτικότητας του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων.

Επομένως, μπορεί με μια γρήγορα ματιά να διαπιστώσει κάποιος τα σημεία που πρέπει να προσέξει μια επιχείρηση και πρέπει να βελτιώσει, έτσι ώστε να βελτιώσει τους δείκτες αποδοτικότητας της.

Βέβαια, θα πρέπει να σημειωθεί ότι και η DuPont ανάλυση βασίζεται στους δείκτες που περιγράφηκαν και με τα μειονεκτήματα που έχει ο καθένας. Επίσης, βασίζεται σε λογιστικά στοιχεία τα οποία, όπως αναφέρθηκε ήδη, έχουν αδυναμίες λόγω της ύπαρξης του πληθωρισμού, του υπολογισμού των αποσβέσεων, της καταγραφής των αποθεμάτων κτλ. Επομένως, και αυτή η ανάλυση θα πρέπει να αξιολογείται με ιδιαίτερη προσοχή.

Κεφάλαιο 3

Αξιολόγηση Επιχειρήσεων με Κάθετη Ανάλυση

(Ανάλυση Μεγέθους)

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται η αξιολόγηση επιχειρήσεων με την λεγόμενη «κάθετη ανάλυση» (vertical analysis) ή αλλιώς «ανάλυση κοινού μεγέθους» (common size analysis). Η ανάλυση αυτή χρησιμοποιεί στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων και πιο συγκεκριμένα του ισολογισμού και της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσεως. Προσεγγίζει το κάθε στοιχείο /λογαριασμό των οικονομικών καταστάσεων ως ποσοστό επί των συνολικών μεγεθών, δηλαδή του συνολικού ενεργητικού ή παθητικού και των συνολικών πωλήσεων, ανάλογα με ποια κατάσταση βρίσκεται το στοιχείο /λογαριασμός.

Είναι προφανές ότι η ανάλυση αυτή υπολογίζει ποσοστά ως οικονομικούς δείκτες μιας επιχείρησης. Καθώς το κάθε στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων υπολογίζεται σαν ποσοστό, καθαρός αριθμός δηλαδή, οι δείκτες που υπολογίζονται είναι συγκρίσιμοι ανάμεσα και σε επιχειρήσεις διαφορετικού μεγέθους. Επομένως, οι δείκτες αυτοί φαίνονται να απαλείφουν την επίδραση του μεγέθους. Παρακάτω παρουσιάζεται η σχετική ανάλυση λεπτομερώς.

Παρακάτω παρουσιάζεται λεπτομερώς πως εφαρμόζεται η ανάλυση αυτή, τι στοιχεία χρειάζεται και σε ποιες περιπτώσεις είναι πολύ χρήσιμη, έτσι ώστε να προκύψουν πολύ χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με την οικονομική κατάσταση μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων. Επίσης, αναφέρεται, τέλος, και τι μειονεκτήματα έχει η ανάλυση αυτή και σε ποιες περιπτώσεις υπάρχουν περιορισμοί που δυσκολεύουν τις ερμηνείες και τα συμπεράσματα.

3.1 Χρήση και Χρησιμότητα της Κάθετης Ανάλυσης (Ανάλυσης Κοινού Μεγέθους)

Στο πλαίσιο της κάθετης ανάλυσης χρησιμοποιούνται ως δεδομένα όλοι οι λογαριασμοί του ισολογισμού και όλοι οι λογαριασμοί της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Δηλαδή,

χρησιμοποιούνται όλες οι βασικές οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Η εφαρμογή της κάθετης ανάλυσης ή ανάλυσης κοινού μεγέθους είναι ιδιαίτερα απλή.

Πιο συγκεκριμένα, στο πλαίσιο του ισολογισμού το κάθε στοιχείο του – λογαριασμός διαιρείται με το σύνολο του ενεργητικού (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Ομοίως, το κάθε στοιχείο – λογαριασμός της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως διαιρείται με το σύνολο των πωλήσεων (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Επομένως, με βάση την ανάλυση αυτή, το κάθε στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων θα εκφράζεται ως ποσοστό επί του «κοινού μεγέθους» που είναι για τον ισολογισμό το σύνολο του ενεργητικού, ενώ για την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως είναι οι πωλήσεις.

Έτσι, το κάθε στοιχείο του ισολογισμού θα εκφράζεται ως το ποσοστό που καταλαμβάνει στο σύνολο του ενεργητικού. Δηλαδή, το κάθε περιουσιακό στοιχείο θα εκφράζεται ως ποσοστό επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων, ενώ η κάθε υποχρέωση θα εκφράζεται ως ποσοστό επί των συνολικών υποχρεώσεων (και ιδίων κεφαλαίων που θεωρείται υποχρέωση της επιχείρησης ως προς τους ιδιοκτήτες της). Συνεπώς, η ανάλυση κοινού μεγέθους προσφέρει την ευκαιρία να αποτυπωθεί ξεκάθαρα η κατανομή των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, ώστε να φανεί εάν έχει επενδύσει περισσότερο σε βραχυχρόνια ή μακροχρόνια περιουσιακά στοιχεία και να φανεί επίσης και η κατανομή του βαθμού ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων. Με την ίδια λογική αποτυπώνεται και η κατανομή των υποχρεώσεων που δείχνει πως χρηματοδοτείται η επιχείρηση. Δηλαδή, η κάθετη ανάλυση δείχνει, μεταξύ άλλων, εμφανώς, κατά πόσο η εταιρεία χρησιμοποιεί ίδια και ξένα κεφάλαια και κατά πόσο χρησιμοποιεί βραχυχρόνια και μακροχρόνια κεφάλαια.

Ιδιαίτερα, με βάση την χρονική διάρκεια των κεφαλαίων, μπορεί να διερευνηθεί εάν μια επιχείρηση έχει ένα κατάλληλο ταίριασμα στις διάρκειες των περιουσιακών της στοιχείων και δεν κινδυνεύει με προβλήματα ρευστότητας που μπορεί να της προκαλέσουν άλλα πιο σοβαρά και επώδυνα προβλήματα. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση θα πρέπει όσα περιουσιακά στοιχεία βραχυχρόνια έχει, ως ποσοστό, άλλα τόσα, ως ποσοστό, θα πρέπει να έχει και ως υποχρεώσεις. Εάν τα βραχυχρόνια στοιχεία είναι πολύ περισσότερα από τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τότε η επιχείρηση έχει κάνει μια μη αποδοτική υπερεπένδυση σε βραχυχρόνια περιουσιακά στοιχεία, ενώ εάν τα βραχυχρόνια περιουσιακά στοιχεία είναι πολύ λιγότερα από τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις είναι το πλέον πιθανόν η επιχείρηση να αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας με ό,τι αυτό συνεπάγεται για την πορεία της, καθώς θα

πρέπει ή να δανειστεί αυξάνοντας τα (χρηματοοικονομικά) κόστη της, ή να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία της κάτω από την αξία τους εγγράφοντας ζημιές καθώς ουσιαστικά μείωσε την αξία των περιουσιακών στοιχείων.

Το κάθε στοιχείο της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως εκφράζεται ως ποσοστό επί των συνολικών πωλήσεων. Επομένως, όσο αφορά τα διάφορα κέρδη που εμφανίζονται μέσα στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως (μικτά, εκμετάλλευσης, προ τόκων και φόρων, προ φόρων, καθαρά, κτλ) εκφράζονται ως περιθώρια κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση. Έτσι, με βάση την ανάλυση αυτή μπορεί να φανεί η ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη μέσα από τις πωλήσεις που επιτυγχάνει. Ομοίως, κάθε άλλο στοιχείο της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως εκφράζει το ποσοστό που καταλαμβάνει ως προς τις πωλήσεις. Ουσιαστικά, τα υπόλοιπα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως εκφράζουν τα διάφορα κόστη τα οποία υπόκειται μια επιχείρηση προκειμένου να παράγει και να διαθέσει τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που εμπορεύεται. Έτσι, τα ποσοστά αυτά εκφράζουν πόσο ποσοστό καταλαμβάνουν τα διάφορα έξοδα (έξοδα πωληθέντων, διοικητικά έξοδα, λειτουργικά έξοδα, αποσβέσεις, χρηματοοικονομικά έξοδα, κτλ) επί των συνολικών πωλήσεων.

Με βάση την κάθετη ανάλυση ή την ανάλυση κοινού μεγέθους αποκαλύπτεται για μια επιχείρηση εάν έχει την ικανότητα ή όχι για υψηλά περιθώρια κέρδους. Να σημειωθεί ότι έχει ήδη δειχθεί ότι είναι σημαντικό για μια επιχείρηση να έχει ένα ικανοποιητικό – ανάλογα και με τον κλάδο – περιθώριο κέρδους, καθώς αποτελεί ένα σημαντικό κομμάτι της αποδοτικότητας που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Με την ανάλυση αυτή αποκαλύπτεται για μια επιχείρηση το επίπεδο περιθωρίων κέρδους για όλα τα είδη κερδών και μπορεί να διαπιστωθεί σε ποιο επίπεδο υπάρχει ή ξεκινάει κάποιο πρόβλημα, τι μπορεί να βελτιώσει μια επιχείρηση και που είναι αρκετά δυνατή και πρέπει να διατηρηθεί ως έχει. Παράλληλα, με την ανάλυση αυτή αποκαλύπτεται ποιο επίπεδο κόστους καταλαμβάνει σημαντικό ποσοστό ως προς τις πωλήσεις. Συνεπώς, εκεί πιθανόν θα θεωρείται ότι πρέπει να πέσει το βάρος της επιχείρησης για να εξεταστεί εάν υπάρχει δυνατότητα για περιστολή και περικοπή των δαπανών. Με άλλα λόγια η κάθετη ανάλυση οδηγεί τις επιχειρήσεις να επικεντρωθούν σε ποια σημεία της λειτουργίας μιας επιχείρησης θα πρέπει να εξεταστεί εάν μπορεί να μειωθεί το κόστος για να αυξηθεί το αντίστοιχο χαμηλό επίπεδο περιθωρίου κέρδους και να δοθεί μια γενική ώθηση στο καθαρό περιθώριο κέρδους της επιχείρησης που είναι ένα από τα –βασικά- ζητούμενα.

Επίσης, με βάση την ανάλυση αυτή μπορεί να φανεί η κατανομή των κερδών εκμετάλλευσης, δηλαδή των βασικών «αναμενόμενων» λειτουργικών κερδών, και των εκτάκτων κερδών, έτσι ώστε να φανεί εάν μια επιχείρηση στηρίζεται περισσότερο στις επενδύσεις που κάνει για να παράγει κέρδη ή στηρίζεται σε ευκαιριακές συγκυρίες αποκομίζοντας κέρδη όχι από τις βασικές της λειτουργίες τα οποία δεν έχουν καμία σταθερότητα και καμία σιγουριά ότι θα επαναληφθούν στο μέλλον. Ομοίως, μπορεί να φανεί και η κατανομή των εξόδων μιας επιχείρησης και να φανεί κατά πόσο τα έξοδα είναι περισσότερο σταθερά ή μεταβλητά, κατά πόσο αφορούν χρηματοοικονομικές δαπάνες κτλ.

Με άλλα λόγια, η κάθετη ανάλυση ή ανάλυση κοινού μεγέθους δείχνει την ποιότητα των εξόδων μιας επιχείρησης, και επομένως, και την ποιότητα των κερδών αυτής.

Η κάθετη ανάλυση εκτός από την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων, των εξόδων και της ποιότητας των κερδών που αφορούν την μεμονωμένη ανάλυση μιας επιχείρησης, είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για συγκριτικές αναλύσεις για ομοειδείς επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Μάλιστα, έχει το πλεονέκτημα ότι έχει εξαλείψει την επίδραση του μεγέθους μιας επιχείρησης. Είναι γνωστό ότι το μέγεθος μιας επιχείρησης καθορίζεται βασικά από το ύψος των περιουσιακών της στοιχείων και από το ύψος των πωλήσεων που επιτυγχάνει. Έτσι, καθώς τα δύο αυτά μεγέθη εκφράζονται απλά ως το «100%», τότε δεν φαίνεται κάθε επιχείρηση πόσο «μεγάλη» είναι. Έτσι, είναι δυνατό να γίνει σύγκριση των ποσοστών – δεικτών ανάμεσα σε επιχειρήσεις που διαφέρουν πολύ ως προς το μέγεθος. Επίσης, η σύγκριση αυτή των ποσοστών μπορεί να γίνει και διαχρονικά ως προς την ίδια επιχείρηση έτσι ώστε να αποτυπώνεται η εξέλιξη της κατανομής των στοιχείων της ως προς τα συνολικά περιουσιακά της στοιχεία και τις συνολικές της πωλήσεις.

Επομένως, τα βασικά πλεονεκτήματα της κάθετης ανάλυσης είναι ότι επιτρέπεται σύγκριση ομοειδών επιχειρήσεων που διαφέρουν πολύ ως προς το μέγεθός τους, ενώ υπάρχει και η ευελιξία για διαχρονικές συγκρίσεις. Πάντως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι σε κάθε σύγκριση που γίνεται καλό είναι να υπάρχει και η ανάλογη κάθετη ανάλυση που αφορά το σύνολο του κλάδου. Θα πρέπει το κάθε ποσοστό του στοιχείου μιας επιχείρησης να συγκρίνεται με το μέσο ποσοστό του κλάδου, έτσι ώστε να μπορεί να προκύψει κάποιο ρεαλιστικό συμπέρασμα και αξιολόγηση της κατανομής των στοιχείων μιας επιχείρησης. Ουσιαστικά, η σύγκριση

με τα επίπεδα του κλάδου δείχνει τι είναι «απαιτητό» και τι είναι «εφικτό» για μια επιχείρηση.

3.2 Μειονεκτήματα και Περιορισμοί της Κάθετης Ανάλυσης (Ανάλυσης Κοινού Μεγέθους)

Η κάθετη ανάλυση σαν ιδέα θεωρείται ιδιαίτερα έξυπνη, υπό την έννοια ότι με κάποιους απλούς υπολογισμούς δίνεται η ευκαιρία να αποτυπωθεί πως μια επιχείρηση κατανέμει τα περιουσιακά στοιχεία της και τις υποχρεώσεις της, και πως κατανέμει τα έξοδα και τα κέρδη της. Εντούτοις, η ανάλυση αυτή έχει κάποιους περιορισμούς (Κάντζος, 2002).

Πιο συγκεκριμένα, περιορίζεται η χρήση της σε ομοειδείς επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Αυτό, βέβαια, συμβαίνει με όλες τις αναλύσεις και τους αριθμοδείκτες που παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Επίσης, η ανάλυση αυτή περιορίζεται σε σημαντικό βαθμό από τις πληροφορίες που παρέχονται στις οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύονται και μέσω αυτών υπολογίζονται όλα τα ποσοστά. Επιπλέον, ας μην λησμονηθεί ότι οι καταστάσεις αυτές αποτελούν μια «στιγμιαία φωτογραφία» της επιχείρησης και μπορεί κατά τη διάρκεια που έκλεισαν οι καταστάσεις αυτές να υπήρξαν κάποιες πολύ ευνοϊκές ή πολύ δυσμενείς συγκυρίες που να οδηγήσουν σε παραπλανητικά –υπεραιοδόξα ή υπεραραιοδόξα – συμπεράσματα (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002).

Για παράδειγμα, ο τρόπος που μετράται η αξία κάποιων στοιχείων μπορεί να διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση. Κλασικά παραδείγματα, που έχουν αναφερθεί ως μειονεκτήματα πολλών αριθμοδεικτών, είναι ο τρόπος υπολογισμού των αποθεμάτων και των αποσβέσεων. Τα πρώτα μπορεί να αλλοιώσουν την εικόνα της κατανομής βραχυπρόθεσμων – μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, ενώ οι δεύτερες αλλοιώνουν την αξία των παγίων από τη μια και την κατανομή κόστους από την άλλη.

Επίσης, δεν λαμβάνεται υπόψη η πιστωτική πολιτική μιας επιχείρησης ως προς τους πελάτες της (που δίνει), με συνέπεια να υπάρχει κατανομή κερδών που αποτελούν χρήματα που πιθανόν να μην έχουν εισπραχτεί. Επίσης, δεν λαμβάνεται

υπόψη οι πολύ χαμηλές πωλήσεις που είναι δυνατό να δώσουν παραπλανητική εικόνα για τα υψηλά περιθώρια κέρδους που θα φανούν στο πλαίσιο της ανάλυσης.

Όσο αφορά τις αποσβέσεις, δεν απεικονίζονται ξεχωριστά στην κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως. Επομένως, είναι αδύνατο να βρεθεί το ποσοστό που καλύπτουν ως έξοδο. Ομοίως, δεν απεικονίζονται ξεχωριστά όλα τα σταθερά και όλα τα μεταβλητά έξοδα για να φανεί και αυτή η κατανομή.

Πάντως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι περισσότεροι περιορισμοί της ανάλυσης αφορούν κυρίως έλλειψη πληροφοριών που προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Έτσι, εάν υπάρχει πρόσβαση σε περισσότερο λεπτομερή στοιχεία για μια επιχείρηση θα ήταν δυνατό η κάθετη ανάλυση να δώσει ακόμα περισσότερα χρήσιμα συμπεράσματα για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Επίσης, το δεύτερο στοιχείο που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι η κάθετη ανάλυση θα πρέπει να χρησιμοποιείται συμπληρωματικά με τις άλλες αναλύσεις και την διαχρονική εξέλιξη των μεγεθών μιας επιχείρησης, έτσι ώστε να μην οδηγεί σε πιθανά παραπλανητικά συμπεράσματα, αλλά να συνεισφέρει την παραγωγή όσο το δυνατό αμερόληπτων αποτελεσμάτων για μια ολοκληρωμένη οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης συγκριτικά με άλλες ομοειδείς της και τον κλάδο τον ίδιο.

Κεφάλαιο 4

Αξιολόγηση Επιχειρήσεων με Οριζόντια Ανάλυση & Ανάλυση Τάσης

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται η οριζόντια ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων, καθώς και η ανάλυση τάσης αυτών. Και οι δύο αναλύσεις γίνονται για κάθε μια επιχείρηση σε βάθος χρόνου με την έννοια ότι εξετάζουν την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών σε βάθος χρόνου και αποκαλύπτουν την τάση που εμφανίζουν. Με βάση τις αναλύσεις αυτές είναι δυνατό, με διάφορες τεχνικές προβλέψεων, να διαπιστωθεί η μελλοντική πορεία μιας επιχείρησης σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων και έτσι να είναι δυνατό να διαπιστωθεί τι θα πρέπει να προσέξει και τι να βελτιώσει και που μπορεί να εμφανίσει προβλήματα μια επιχείρηση.

Θα παρουσιαστούν ξεχωριστά η οριζόντια ανάλυση ή αλλιώς ανάλυση ποσοστιαίων μεταβολών και η ανάλυση τάσης, ενώ επίσης θα αναφερθούν και ορισμένα μειονεκτήματα και περιορισμοί των αναλύσεων αυτών.

4.1 Οριζόντια Ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση ή αλλιώς η ανάλυση ποσοστιαίων διαφορών (horizontal analysis /percentage change analysis) εξετάζει τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων, δηλαδή τα στοιχεία του ισολογισμού και της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσης ως προς την ποσοστιαία μεταβολή τους από τη μια οικονομική χρονιά στην άλλη οικονομική χρονιά (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002).

Αν και πολλές επιχειρήσεις εκδίδουν οικονομικές σε περίοδο μικρότερη του έτους, π.χ. κάθε εξάμηνο ή και κάθε τρίμηνο, εντούτοις, δεν θεωρείται ότι έχει τόση νόημα να διεξάγεται ανάλυση τάσης. Ο λόγος είναι ότι σε πολλά στοιχεία του ισολογισμού οι μεταβολές θα είναι επουσιώδεις, ενώ στα στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσης τα μεγέθη συσσωρεύονται και έτσι δεν είναι συγκρίσιμα. Επιπλέον, η εξέταση των οικονομικών καταστάσεων μέσα σε κάθε έτος εμπεριέχει

και τον παράγοντα εποχικότητα. Πραγματικά, είναι δυνατό κάποια μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων να επηρεάζονται από βραχυχρόνιες κυμάνσεις λόγω εποχικών παραγόντων και έτσι να μην δίνεται η ορθή εικόνα σχετικά με την πραγματική μεταβολή των οικονομικών μεγεθών μιας επιχείρησης. Για αυτό προτιμάται η μελέτη των ποσοστιαίων μεταβολών από έτος σε έτος.

Επιπροσθέτως, η οριζόντια ανάλυση εξετάζει τις ποσοστιαίες μεταβολές και όχι τις απόλυτες μεταβολές για να εξαλειφθεί ο παράγοντας «μέγεθος της επιχείρησης» (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Πραγματικά, καθώς οι ποσοστιαίες μεταβολές είναι καθαροί αριθμοί είναι δυνατή η σύγκριση ακόμα και ανάμεσα σε επιχειρήσεις διαφορετικού μεγέθους. Επίσης, οι ποσοστιαίες μεταβολές θεωρείται ότι δείχνουν μια καλύτερη εικόνα ως προς το πόσο καλά ή κακά εξελίσσεται το κάθε στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης.

Η ποσοστιαία μεταβολή που αφορά το οποιοδήποτε στοιχείο του ισολογισμού ή της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσης, στο πλαίσιο της οριζόντιας ανάλυσης υπολογίζεται ως εξής:

$$\% \text{ Μεταβολή} = \frac{(\text{Οικονομικό Μέγεθος})_{t+1} - (\text{Οικονομικό Μέγεθος})_t}{(\text{Οικονομικό Μέγεθος})_t} \times 100$$

Είναι προφανές ότι η θετική ποσοστιαία μεταβολή θεωρείται ότι δείχνει θετική εξέλιξη σε ένα οικονομικό μέγεθος που αφορά στοιχείο του ενεργητικού στο πλαίσιο του ισολογισμού ή έσοδο ή κέρδος στο πλαίσιο της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσεως. Από την άλλη μεριά, η θετική ποσοστιαία μεταβολή θεωρείται ότι δείχνει αρνητική εξέλιξη σε ένα οικονομικό μέγεθος που αφορά υποχρέωση στο πλαίσιο του ισολογισμού ή αφορά έξοδο στο πλαίσιο της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσεως. Εξαίρεση αποτελεί, βέβαια, η καθαρά θέση, όπου αν και υποχρέωση, η θετική εξέλιξη της αντανακλάται από την ποσοστιαία αύξησή της. Για μια αρνητική ποσοστιαία μεταβολή, από την άλλη μεριά, ισχύουν ακριβώς τα αντίθετα από όσα αναφέρθηκαν σε αυτήν την παράγραφο.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η οριζόντια ανάλυση προϋποθέτει οικονομικά στοιχεία τουλάχιστον δύο ετών για τα οποία θα γίνουν οι σχετικοί υπολογισμοί μόνο για το δεύτερο από τα δύο έτη. Εντούτοις, θεωρείται ότι για μια ολοκληρωμένη οριζόντια ανάλυση θα πρέπει να υπάρχουν διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία για την τελευταία 5ετία περίπου μιας επιχείρησης, έτσι ώστε να είναι δυνατόν να

σχολιαστούν και να ερμηνευτούν οι όποιες ποσοστιαίες μεταβολές από έτος σε έτος και να μην στηρίζονται τα συμπεράσματα στις όποιες συγκυρίες τυχόν υπήρξαν κατά τη διάρκεια μιας περιόδου και μπορεί να οδήγησαν σε μια μεγάλη αύξηση ή μείωση κάποιου στοιχείου των οικονομικών καταστάσεων.

Ολοκληρώνοντας την αναφορά στην οριζόντια ανάλυση, θα πρέπει να αναφερθεί ότι το κύριο πλεονέκτημά της είναι ότι μελετάει σε βάθος χρόνου το πώς μεταβάλλονται όλα τα οικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης προσφέροντας έτσι πληροφορία σχετικά με το ποια μεγέθη μεταβάλλονται πολύ και προς ποια κατεύθυνση, έτσι ώστε να μπορεί να σχεδιάσει τα κατάλληλα μέτρα (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Άλλωστε, ας μην λησμονηθεί ότι η αξία μιας επιχείρησης υπολογίζεται σε βάθος χρόνου, και για αυτό είναι ιδιαίτερα χρήσιμο να μελετάται η οικονομική κατάσταση της ακριβώς σε βάθος χρόνου, ώστε να αποκαλύπτονται οι όποιες προοπτικές υπάρχουν στο μέλλον και καθορίζουν την αξία της σε κάθε δεδομένη παρούσα στιγμή.

4.2 Ανάλυση Τάσης

Η ανάλυσης τάσης (trend analysis) ασχολείται με την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών μιας επιχείρησης σε βάθος χρόνου. Εκ πρώτης όψεως φαίνεται η ανάλυση τάσης να μοιάζει με την οριζόντια ανάλυση. Εντούτοις, το μόνο κοινό τους είναι ότι μελετάνε τα οικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη τον παράγοντα χρόνο. Επίσης, ένα κοινό χαρακτηριστικό τους είναι ότι και η ανάλυση τάσης μελετάει την πορεία των οικονομικών στοιχείων από έτος σε έτος, καθώς και πάλι μέσα στο έτος η εξέλιξη δεν θεωρείται τόσο ουσιώδης, ενώ υπάρχει και ο κίνδυνος των βραχυχρόνιων μεταβολών λόγω πιθανής εποχικότητας να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα.

Η διαφορά τους έχει να κάνει με τον τρόπο που προσεγγίζουν την μελέτη του επιπέδου των οικονομικών μεγεθών με βάση τον χρόνο. Πιο συγκεκριμένα, ενώ η οριζόντια ανάλυση εξετάζει την ποσοστιαία διαφορά ενός οικονομικού μεγέθους, η ανάλυση τάσης εξετάζει την εξέλιξη ενός μεγέθους σε βάθος χρόνου. Εξετάζει δηλαδή την διαχρονική πορεία του και κατά πόσο διαμορφώνει μια τάση αυξητική ή

μειωτική ή απλώς υπόκειται σε συνεχείς αυξομειώσεις χωρίς να διαμορφώνει σαφή τάση (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002).

Η ανάλυση αυτή θα μπορούσε να γίνει απλά κατασκευάζοντας ένα γράφημα χρονολογικής σειράς όπου στον οριζόντιο άξονα θα αναγραφόταν ο χρόνος και στον κάθετο άξονα θα αναγραφόταν το επίπεδο του μεγέθους σε χρηματικές μονάδες (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Εντούτοις, ένα τέτοιο γράφημα αν και όντως θα έδειχνε εάν υπήρχε μια ένδειξη τάσης ή όχι στο οικονομικό μέγεθος, δεν θα είχε εξαλείψει τον παράγοντα «μέγεθος επιχείρησης» και έτσι δεν θα ήταν δυνατή η σύγκριση της εξέλιξης των οικονομικών μεγεθών από έτος σε έτος ανάμεσα σε διαφορετικού μεγέθους επιχειρήσεις. Για αυτό το λόγο η ανάλυση τάσης διεξάγεται υπολογίζοντας τους αριθμοδείκτες μεταβολής των οικονομικών μεγεθών σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο (Κάντζος, 2002):

$$(\text{Δείκτης Μεταβολής})_{t,0} = \frac{(\text{Οικονομικό Μέγεθος})_t}{(\text{Οικονομικό Μέγεθος})_0} \times 100$$

Ο παραπάνω τύπος είναι ο τύπος που υπολογίζει τους στατιστικούς αριθμοδείκτες οι οποίες αντανakλούν ποσοστιαίες μεταβολές. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης αυτός υπολογίζει την ποσοστιαία μεταβολή του οικονομικού μεγέθους το έτος t σε σχέση με το αρχικό έτος 0 , που θεωρείται ως έτος βάσης. Για παράδειγμα εάν ένας τέτοιος αριθμοδείκτης κάποιου οικονομικού μεγέθους έχει υπολογιστεί ίσος με 120, τότε αυτό υπονοεί ότι η αύξηση του μεγέθους αυτού είναι στο 20% τη χρονιά t σε σχέση με την χρονιά 0 . Ομοίως, αν ένας τέτοιος αριθμοδείκτης κάποιου οικονομικού μεγέθους έχει υπολογιστεί ίσος με 85, τότε αυτό υπονοεί ότι η μείωση του μεγέθους αυτού είναι στο 15% τη χρονιά t σε σχέση με την χρονιά 0 .

Έτσι, για το πρώτο έτος, το έτος βάσης, ο αριθμοδείκτης ορίζεται να έχει την τιμή 100. Οι υπόλοιποι αριθμοδείκτες τα επόμενα έτη θα έχουν τιμές μικρότερες ή μεγαλύτερες του 100 υπονοώντας μείωση ή αύξηση του μεγέθους διαχρονικά σε σχέση με την βάση σύγκρισης πάντα. Επιπλέον, καθώς όλοι οι αριθμοδείκτες θα έχουν κοινή βάση σύγκρισης τον αριθμό 100 για μια συγκεκριμένη χρονιά, τότε θα είναι και συγκρίσιμοι αναμεταξύ τους. Για αυτό ακριβώς οι στατιστικοί αριθμοδείκτες αυτοί μπορούν να αποκαλύψουν εάν υπάρχει κάποια τάση στο οικονομικό μέγεθος, ιδιαίτερα εάν γίνει γραφική απεικόνισή τους σε αντιπαράθεση με τον χρόνο. Επιπλέον, δε, καθώς αποτελούν και καθαρούς αριθμούς είναι δυνατή η

σύγκριση μεταξύ δύο επιχειρήσεων σχετικά με το πώς εξελίσσεται ένα οικονομικό μέγεθός τους (Κάντζος, 2002).

Η ανάλυση τάσης προσφέρει ένα ακόμα πλεονέκτημα. Δεν δείχνει μόνο την διαχρονική εξέλιξη ενός μεγέθους, αλλά δείχνει ταυτόχρονα και τις ετήσιες μεταβολές από έτος σε έτος (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Πιο συγκεκριμένα, για να υπολογιστεί μια ετήσια μεταβολή χρησιμοποιείται ο σχετικός τύπος:

$$(\text{Ετήσια Μεταβολή})_{t+1,t} = \left[\frac{(\text{Δείκτης Μεταβολής})_{t+1,0}}{(\text{Δείκτης Μεταβολής})_{t,0}} \times 100 \right] - 1$$

Από τον παραπάνω τύπο φαίνεται ότι η ανάλυση τάσης είναι πιο πλήρης από την οριζόντια ανάλυση, υπό την έννοια ότι δείχνει και την εξέλιξη ενός μεγέθους στο χρόνο που μπορεί να είναι συγκρίσιμη με την εξέλιξη του ίδιου μεγέθους μιας άλλης επιχείρησης, αλλά δείχνει και τις ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές από έτος σε έτος όπως η οριζόντια ανάλυση (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Μάλιστα, η ανάλυση τάσης δείχνει ακόμα και τις μεταβολές από κάποιο οποιοδήποτε έτος σε ένα άλλο έτος ως εξής:

$$(\text{Μεταβολή})_{t+v,t} = \frac{(\text{Δείκτης Μεταβολής})_{t+v,0}}{(\text{Δείκτης Μεταβολής})_{t,0}} \times 100$$

Ο παραπάνω τύπος δείχνει ποια ήταν η ποσοστιαία μεταβολή ενός οικονομικού μεγέθους ανάμεσα σε v χρόνια.

Ένα ακόμα πλεονέκτημα της ανάλυσης της τάσης είναι ότι μπορεί να συγκριθούν οι εξελίξεις οικονομικών μεγεθών δύο επιχειρήσεων ακόμα και αν οι αριθμοδείκτες έχουν υπολογιστεί με διαφορετική βάση (Κάντζος, 2002). Πιο συγκεκριμένα, για μια από τις δύο σειρές αριθμοδεικτών μπορεί να γίνει «αλλαγή βάσης» και έτσι να έχουν οι δύο σειρές το ίδιο έτος σαν έτος βάσης και έτσι οι αριθμοδείκτες για κάθε χρονιά να είναι συγκρίσιμοι αναμεταξύ τους. Η αλλαγή βάσης γίνεται ως εξής:

$$(\text{Νέος Δείκτης Μεταβολής})_{t,s} = \frac{(\text{Παλαιός Δείκτης Μεταβολής})_{t,0}}{(\text{Δείκτης Μεταβολής})_{s,0}} \times 100$$

Όπου, το έτος '0' ήταν το έτος βάσης των αριθμοδεικτών της μιας επιχείρησης, ενώ το έτος 's' είναι το έτος βάσης των αριθμοδεικτών της άλλης επιχείρησης. Έτσι διαιρώντας με τον (Δείκτης Μεταβολής)_{s,0} όλους τους αριθμοδείκτες που έχουν βάση το έτος '0', αλλάζει η βάση και γίνεται το έτος 's'.

Ολοκληρώνοντας την αναφορά στην ανάλυση τάσης, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η ανάλυση αυτή εκμεταλλεύεται όλες τις μαθηματικές ιδιότητες των στατιστικών αριθμοδεικτών και έτσι θεωρείται ως μια περισσότερο πλήρης ανάλυση σε σχέση με την οριζόντια ανάλυση, καθώς δείχνει ότι και η ανάλυση αυτή, αλλά και πολλά άλλα παραπάνω πράγματα.

Ουσιαστικά, μέσω της ανάλυσης τάσης μελετάται η εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών μιας επιχείρησης και έτσι είναι δυνατό να εφαρμοστούν κατάλληλες τεχνικές προβλέψεων έτσι ώστε να είναι εφικτή η αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης της στο μέλλον και των προοπτικών της, ώστε με αυτόν τον τρόπο να μπορεί να αξιολογηθεί σε όρους του παρόντος η αξία της.

4.3 Μειονεκτήματα και Περιορισμοί στην Χρήση της Οριζόντιας Ανάλυσης & της Ανάλυσης Τάσης

Οι βασικοί περιορισμοί της χρήσης της οριζόντιας ανάλυσης ή της ανάλυσης τάσης έχουν να κάνουν, όπως και στις προηγούμενες αναλύσεις, με την αδυναμία που παρουσιάζουν ορισμένες φορές οι οικονομικές καταστάσεις να απεικονίσουν την πραγματική οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002).

Πιο συγκεκριμένα, στοιχεία όπως η μέτρηση των αποσβέσεων και η μέτρηση των αποθεμάτων είναι δυνατό να μην δίνουν την ορθή εξέλιξη ορισμένων μεγεθών που αφορούν την οικονομική εξέλιξη μιας επιχείρησης.

Επιπλέον, σε πολλές περιπτώσεις η εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών θα πρέπει να αξιολογείται από κοινού και να αποδίδεται μια αιτία, έτσι ώστε να προκύψουν

ασφαλέστερα συμπεράσματα (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Για παράδειγμα, μια αύξηση στην εξέλιξη του κυκλοφορούντος ενεργητικού φαίνεται να δείχνει μια καλύτερη εικόνα ως προς την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται καλύτερα στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Εντούτοις, εάν η αύξηση αυτή είναι μικρότερη από μια αντίστοιχη αύξηση στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, τότε αυτό δεν είναι καλό ως προς την εικόνα ρευστότητας της επιχείρησης. Επιπλέον, στο πλαίσιο της απόδοσης των αιτιών της εξέλιξης, μπορεί, για παράδειγμα, η αύξηση στο κυκλοφορούν ενεργητικό να προέρχεται από μια αύξηση στα αποθέματα, επειδή μια επιχείρηση δεν έχει την ικανότητα να κάνει υψηλές πωλήσεις των προϊόντων της. Με την ίδια λογική μια αύξηση γενικά στο ενεργητικό μπορεί να προέρθει από την εισροή μετρητών λόγω σύναψης ενός δανείου. Έτσι, μια τέτοια αύξηση στα περιουσιακά στοιχεία, υπό μορφή μετρητών και ό,τι άλλων περιουσιακών στοιχείων αποκτηθούν με βάση αυτά τα μετρητά, προκαλεί και μια αύξηση στο παθητικό και πιο συγκεκριμένα στις υποχρεώσεις προς τρίτους, αυξάνοντας τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Ένα άλλο μειονέκτημα της οριζόντιας ανάλυσης και της ανάλυσης τάσης είναι ο πληθωρισμός (Brigham & Ehrhardt, 2005; Κάντζος, 2002). Καθώς οι σχετικές αναλύσεις γίνονται σε βάθος χρόνου, η ύπαρξη πληθωρισμού κάνει ορισμένα οικονομικά μεγέθη μη συγκρίσιμα και δεν δίνεται έτσι η ορθή εξέλιξή τους σε βάθος χρόνου.

Επιπλέον, εκτός του πληθωρισμού, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι οικονομικές συνθήκες, και όχι μόνο, που υπάρχουν τόσο στο σύνολο της οικονομίας γενικότερα, όσο και στο σύνολο της αγοράς και του κλάδου που δραστηριοποιείται μια επιχείρηση. Για παράδειγμα, σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας ή /και του κλάδου είναι το πλέον πιθανό ότι τα οικονομικά μεγέθη μιας επιχείρησης να δείχνουν πτωτική εικόνα γενικά της οικονομικής κατάστασης, ενώ μπορεί η επιχείρηση να τα έχει πάει αρκετά καλά για τις δεδομένες συνθήκες της οικονομίας.

Τέλος, ένας περιορισμός των αναλύσεων αυτών είναι η ύπαρξη οικονομικών καταστάσεων αρκετών ετών. Πιο συγκεκριμένα, για να αποκαλυφθούν τάσεις και εξελίξεις των οικονομικών μεγεθών και της οικονομικής κατάστασης γενικότερα μιας επιχείρησης θεωρείται ότι πρέπει να υπάρχουν δεδομένα οικονομικών καταστάσεων για μια σειρά από έτη, π.χ. για μια 5ετία τουλάχιστον, έτσι ώστε να μπορεί να διερευνηθεί η τυχόν ύπαρξη τάσης ή η ύπαρξη αυξομείωσης. Εντούτοις, τέτοια δεδομένα μπορεί να μην υπάρχουν για επιχειρήσεις που λειτουργούν λίγα έτη ή για

σχετικά νέες και νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις. Η λογική είναι ότι μια νέα επιχείρηση συνήθως αναπτύσσεται ραγδαία και έτσι η ανάλυση της οικονομικής κατάστασης σε βάθος χρόνου μπορεί να δώσει υπεραισιόδοξα συμπεράσματα. Επίσης, παρόμοιο πρόβλημα έλλειψης στοιχείων υπάρχει και για επιχειρήσεις οι οποίες εμπλέκονται σε εξαγορές και συγχωνεύσεις με την λογική ότι για την νέα επιχείρηση δεν υπάρχει προηγούμενο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

Κεφάλαιο 5

Αξιολόγηση Επιχειρήσεων Συμπεριλαμβάνοντας Ανάλυση Κινδύνου

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται η ανάλυση κινδύνου των επιχειρήσεων. Η λογική είναι ότι μια οποιαδήποτε επιχείρηση λειτουργεί υπό καθεστώς κινδύνου με την έννοια της αβεβαιότητας. Για την ακρίβεια, η αβεβαιότητα υπάρχει σε κάθε λειτουργία της επιχείρησης και επηρεάζει την αποδοτικότητά της.

Μάλιστα, στο πλαίσιο της θεωρίας της ανάλυσης αποδοτικότητας και κινδύνου υπάρχει η θετική σχέση αναμεταξύ τους με την έννοια ότι όσο αυξάνει η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, τόσο συνεπάγεται και η αύξηση του κινδύνου. Επομένως, μια υψηλή αποδοτικότητα, συνήθως συνεπάγεται και αύξηση του κινδύνου τον οποίο έχει αναλάβει μια επιχείρηση. Έτσι, για αυτό θα πρέπει στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης να λαμβάνεται υπόψη και ο κίνδυνος που έχει αναλάβει μια επιχείρηση.

Η κλασική ανάλυση κινδύνου από την μεριά του επενδυτή στο πλαίσιο των αγορών χρήματος και κεφαλαίου όταν αναφέρει την έννοια του κινδύνου εννοεί πόσο πάνω ή κάτω θα αποδώσει μια επένδυση σε μετοχές, ομόλογα κτλ και γενικά αύλους τίτλους. Στο πλαίσιο αυτό μετράται ο λεγόμενος μεμονωμένος κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου (Stand-alone risk) ο οποίος διαχωρίζεται σε κίνδυνο αγοράς (market risk) ο οποίος δεν είναι διαφοροποιήσιμος ακόμα και στο πλαίσιο ενός χαρτοφυλακίου, καθώς έχει ως πηγή την οικονομία γενικότερα και το πώς πάει η αγορά στο σύνολό της, και σε ειδικό κίνδυνο (specific risk) που αντανακλά όλα τα ειδικά χαρακτηριστικά ενός περιουσιακού στοιχείου και είναι δυνατό να διαφοροποιηθεί στο πλαίσιο ενός χαρτοφυλακίου (Bodie et al, 1999; Brealey & Myers, 2000; Lumbly & Jones, 1999).

Εντούτοις, ο κίνδυνος που αναλαμβάνει μια επιχείρηση διαχωρίζεται σε δύο συνιστώσες. Πιο συγκεκριμένα, διαχωρίζεται σε επιχειρηματικό κίνδυνο και σε χρηματοοικονομικό κίνδυνο (Bodie et al, 1999; Brealey & Myers, 2000; Lumbly & Jones, 1999; Καραθανάσης, 1999). Ο πρώτος αναφέρεται στις λειτουργίες της επιχείρησης, ενώ ο δεύτερος αναφέρεται στην ένταση της χρήσης των ξένων κεφαλαίων για την λειτουργία μιας επιχείρησης.

5.1 Επιχειρηματικός Κίνδυνος

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος (Business risk) εμφανίζεται και ως λειτουργικός κίνδυνος, καθώς έχει να κάνει με τις λειτουργίες μιας επιχείρησης. Μάλιστα, ο ορισμός του επιχειρηματικού κινδύνου είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει μια επιχείρηση επιτελώντας τις λειτουργίες της όταν δεν έχει καθόλου ξένα κεφάλαια (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999).

Πραγματικά, από τη φύση της μια επιχείρηση μόνο και μόνο επειδή λειτουργεί εκτίθεται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου, καθώς οι περισσότερες συνιστώσες της λειτουργίας της διέπονται από αβεβαιότητα ως προς την μελλοντική τους εξέλιξη. Αυτό το επίπεδο του κινδύνου είναι που καλείται επιχειρηματικός κίνδυνος. Πιο συγκεκριμένα, η πηγή του επιχειρηματικού κινδύνου θεωρείται ως η αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με τις μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης. Υπάρχει ένας διαχωρισμός που αναφέρει ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος εξαρτάται περισσότερο από το εξωτερικό περιβάλλον, ενώ ο λειτουργικός από το εσωτερικό περιβάλλον, τις λειτουργίες μιας επιχείρησης και πως αυτές επιδρούν στην κατανομή σταθερού και μεταβλητού κόστους (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999).

Η λογική είναι ότι υπάρχει αβεβαιότητα κατά αρχήν σχετικά με το επίπεδο των ταμειακών εισροών, καθώς δεν είναι σίγουρο πόσες πωλήσεις θα καταφέρει να κάνει μια επιχείρηση, καθώς αυτό εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως την ικανότητα της επιχείρησης να οργανώσει σωστά το πλάνο παραγωγής, μάρκετινγκ και πωλήσεων, τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και την ένταση του ανταγωνισμού, καθώς και τις συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία γενικότερα. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι δύσκολο να προβλεφθούν κάθε ένας ξεχωριστά, όπως δύσκολο να προβλεφθεί και αν υπάρχει κάποια σχέση αναμεταξύ τους. Σε δεύτερο επίπεδο υπάρχει αβεβαιότητα και με το επίπεδο των εκροών, καθώς και στην αγορά των πρώτων υλών και των παραγωγικών συντελεστών γενικότερα (επίπεδο μισθών, επιτοκίων, κτλ) υπάρχει μια σχετική αστάθεια, και επομένως αβεβαιότητα σχετικά με την μελλοντική εξέλιξή τους και τα μελλοντικά επίπεδα τιμών τους που θα επηρεάσουν και τις εκροές. Έτσι, η αβεβαιότητα σε εκροές και εισροές επιφέρει αβεβαιότητα και σε επίπεδο καθαρών ταμειακών ροών.

Η αβεβαιότητα στο επίπεδο των καθαρών ταμειακών ροών επιφέρει με τη σειρά της αβεβαιότητα στο επίπεδο του λειτουργικού κέρδους, αλλά και στις ανάγκες για νέες επενδύσεις. Έτσι, μια επιχείρηση δεν μπορεί να γνωρίζει εκ των προτέρων το λειτουργικό κέρδος της, ούτε πόσα κεφάλαια πρέπει να διαθέσει για να επενδύσει σε νέα πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Στο πλαίσιο του επιχειρηματικού κινδύνου υπολογίζεται η απόδοση στο επενδυμένο κεφάλαιο (ROIC) η οποία μοιάζει με την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων (ROA) που περιγράφηκε στην ανάλυση δεικτών. Η απόδοση αυτή υπολογίζεται ως εξής (Brigham & Ehrhardt, 2005):

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Λειτουργικό Κέρδος Μετά από Φόρους}}{\text{Επενδυμένο Κεφάλαιο}} = \frac{\text{EBIT} (1 - T)}{\text{Επενδυμένο Κεφάλαιο}}$$

Το επενδυμένο κεφάλαιο υπολογίζεται αριθμητικά με το άθροισμα του χρέους μιας επιχείρησης και του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος μετράται μέσω της τυπικής απόκλισης της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου, σ_{ROIC} . Σε περίπτωση που οι ανάγκες κεφαλαίων είναι σχετικά σταθερές, ο επιχειρηματικός κίνδυνος μετράται και από την μεταβλητότητα του λειτουργικού κέρδους, σ_{EBIT} .

Επανερχόμενοι στην αβεβαιότητα των χρηματικών ροών, παρακάτω παρουσιάζονται ορισμένοι παράγοντες που επιφέρουν αυτήν την αβεβαιότητα, και επομένως αποτελούν τις πηγές επιχειρηματικού κινδύνου (Brigham & Ehrhardt, 2005):

1. Μεταβλητότητα ζήτησης: όσο πιο σταθερή είναι η ζήτηση για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες μιας επιχείρησης, δεδομένου ότι οι άλλοι παράγοντες δεν μεταβάλλονται, τόσο ελαττώνεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος.
2. Μεταβλητότητα στην τιμή των προϊόντων και των υπηρεσιών: επιχειρήσεις που πωλούν προϊόντα και υπηρεσίες σε ασταθείς αγορές με υψηλή μεταβλητότητα τιμών εκτίθενται σε υψηλότερο επιχειρηματικό κίνδυνο.
3. Μεταβλητότητα τιμών των παραγωγικών συντελεστών: επιχειρήσεις που έχουν υψηλή αβεβαιότητα σχετικά με το πόσο θα πληρώνουν το κόστος παραγωγής είναι εκτεθειμένες σε υψηλότερο επιχειρηματικό κίνδυνο.
4. Ικανότητα προσαρμογής των τιμών των προϊόντων στο κόστος παραγωγής: όσο περισσότερο ικανή είναι μια επιχείρηση να προσαρμόζει τις τιμές των

προϊόντων της στο κόστος παραγωγής, τόσο χαμηλότερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος.

5. Ικανότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων έγκαιρα και με μικρό σχετικά κόστος: όσο πιο γρήγορα απαξιώνονται τεχνολογικά τα προϊόντα και οι υπηρεσίες μιας επιχείρησης, τόσο ο επιχειρηματικός κίνδυνος αυξάνεται.
6. Έκθεση σε κίνδυνο από το εξωτερικό: οι επιχειρήσεις που εξαρτάνε πολλές από τις πωλήσεις του στο εξωτερικό υπόκειται σε συναλλαγματικό κίνδυνο εξαιτίας της μεταβλητότητας στην αγορά των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
7. Λειτουργική μόχλευση: όσο τα σταθερά κόστη αποτελούν υψηλό ποσοστό του συνολικού κόστους μιας επιχείρησης, τόσο θεωρείται ότι αυξάνει ο επιχειρηματικός κίνδυνος, υπό την έννοια ότι η πτώση των πωλήσεων δεν συνοδεύεται από ανάλογη πτώση του κόστους, αλλά από πολύ λιγότερη. Ο παράγοντας αυτός ονομάζεται στη σχετική βιβλιογραφία λειτουργική μόχλευση και υπολογίζεται ως εξής (Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999):

$$BAM = \frac{\Delta (EBIT) / EBIT}{\Delta (\text{Πωλήσεις}) / (\text{Πωλήσεις})}$$

Ο παραπάνω δείκτης εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή του λειτουργικού κέρδους για μια ποσοστιαία μεταβολή 1% των πωλήσεων. Συνεπώς, δείχνει την ευαισθησία που έχουν τα λειτουργικά κέρδη ως προς τις μεταβολές που παρατηρούνται στις πωλήσεις. Θεωρείται ότι επιχειρήσεις που είναι ευαίσθητες σε μεταβολές της οικονομίας και της αγοράς θα πρέπει να έχουν χαμηλό ΒΑΜ (Καραθανάσης, 1999). Ο δείκτης αυτός δείχνει το πόσο επικίνδυνη είναι μια επιχείρηση λόγω του επιχειρηματικού κινδύνου και κατά πόσο θα γίνει ακόμα πιο επικίνδυνη εάν χρησιμοποιήσει και ξένα κεφάλαια. Ο δείκτης αυτός μπορεί να υπολογιστεί με βάση δεδομένα οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης από δύο συνεχόμενες περιόδους.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο κάθε ένας παράγοντας που επηρεάζει τον επιχειρηματικό κίνδυνο εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου και της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Εντούτοις, σε κάποιο βαθμό

οι παράγοντες αυτοί είναι ελέγξιμοι και από μια σωστή διαχείριση από μέρους της επιχείρησης (Καραθανάσης, 1999).

Για παράδειγμα, είναι δυνατό με κατάλληλες στρατηγικές μάρκετινγκ να πετύχει μια επιχείρηση σχετική σταθερότητα στις πωλήσεις της. Από την άλλη μεριά, υπάρχουν τεχνικές αντιστάθμισης κινδύνων όπου με χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων (derivatives financial products) είναι δυνατό να επιτευχθεί αντιστάθμιση των επιχειρηματικών κινδύνων (hedging) (Bodie et al, 1999; Brealey & Myers, 2000). Επίσης, πολλές επιχειρήσεις προσπαθούν να διαχειριστούν ανάλογα την λειτουργική μόχλευση. Για την ακρίβεια, προσπαθούν να τη μειώσουν στο πλαίσιο της μείωσης του επιχειρηματικού κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Βέβαια, θα πρέπει να τονιστεί ότι η μείωση ή η εξάλειψη του επιχειρηματικού κινδύνου κοστίζει και σε μερικές περιπτώσεις περιορίζει τις αποδόσεις που μπορεί να επιτύχει μια επιχείρηση.

5.2 Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ο επιχειρηματικός κίνδυνος ορίζεται ως ο κίνδυνος που έχει μια επιχείρηση λόγω των αβέβαιων χρηματικών ροών που θα προκύψουν, δεδομένου ότι δεν έχει καθόλου χρήση ξένων κεφαλαίων. Με αυτή τη λογική, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk) είναι ένας επιπλέον κίνδυνος ο οποίος προκύπτει λόγω της χρήσης ξένων κεφαλαίων (Brealey & Myers, 2000; Lumbly & Jones, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999).

Ουσιαστικά, αυτός ο κίνδυνος προκύπτει καθαρά από την απόφαση χρηματοδότησης μιας επιχείρησης και όχι από εξωτερικές συνθήκες (οικονομίας, αγοράς, κτλ) όπως ο επιχειρηματικός κίνδυνος. Έτσι, με δεδομένο τον επιχειρηματικό κίνδυνο, εάν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί πλέον των δικών της και ξένα κεφάλαια προσθέτει ένα ακόμα κίνδυνο για τους μετόχους της.

Για παράδειγμα, εάν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί μισά ξένα κεφάλαια και μισά ίδια κεφάλαια, τότε ο κίνδυνος του κάθε μετόχου θεωρείται διπλάσιος σε σχέση με το να μην χρησιμοποιούσε καθόλου ξένα κεφάλαια (Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999). Για αυτό το λόγο, είναι πολύ λογικό, λαμβάνοντας υπόψη τη θετική σχέση απόδοσης και κινδύνου, οι μέτοχοι μιας εταιρείας που χρησιμοποιεί και

ξένα κεφάλαια να απαιτούν περισσότερη ανταμοιβή λόγω του επιπλέον (χρηματοοικονομικού) κινδύνου που αναλαμβάνουν. Η ανταμοιβή αυτή αντανακλάται στην απόδοση που απαιτείται από τα ίδια κεφάλαια, ή αλλιώς στο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Έτσι, προκύπτει ότι όσο περισσότερα ξένα κεφάλαια χρησιμοποιούνται, τόσο περισσότερο αυξάνει ο χρηματοοικονομικός, άρα και ο συνολικός, κίνδυνος, και έτσι τόσο περισσότερο θα αυξάνει ο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου (Brealey & Myers, 2000; Lumbly & Jones, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999).

Η χρήση ξένων κεφαλαίων ονομάζεται χρηματοοικονομική μόχλευση. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όσο αυξάνεται η χρηματοοικονομική μόχλευση, τόσο αυξάνεται ο συνολικός κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι. Η αύξηση αυτή προέρχεται από το γεγονός ότι οι χρηματοδότες των ξένων κεφαλαίων δεν αναλαμβάνουν καθόλου τον επιχειρηματικό κίνδυνο, καθώς δεν έχουν λόγο στα κέρδη της επιχείρησης, απλώς λαμβάνουν σταθερές πληρωμές υπό μορφή τόκων (βέβαια αναλαμβάνουν το μέρος του κινδύνου που έχει να κάνει με την γενικότερη κατάσταση στην οικονομία και την αγορά που πιθανόν να οδηγήσει σε πτώχευση μια επιχείρηση). Έτσι, μένουν οι «μισοί» χρηματοδότες, δηλαδή οι μέτοχοι, να αναλαμβάνουν όλο τον επιχειρηματικό και μέρος του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Για αυτό, θεωρείται ότι αυξάνεται πολύ ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης λόγω της χρήσης ξένων κεφαλαίων (Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999).

Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης υπολογίζεται με βάση τον παρακάτω τύπο (Καραθανάσης, 1999):

$$BXM = \frac{\Delta (EBT) / EBT}{\Delta (EBIT) / (EBIT)}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την ποσοστιαία μεταβολή στα καθαρά κέρδη προ φόρων για μια ποσοστιαία μεταβολή 1% στα κέρδη προ τόκων και φόρων. Η λογική είναι ότι η χρήση ξένων κεφαλαίων και η πληρωμή των διαφόρων χρηματοοικονομικών εξόδων προκαλεί στα καθαρά κέρδη προ φόρων μια επιπλέον μεταβλητότητα σε σχέση με τα κέρδη προ τόκων και φόρων. Αυτή ακριβώς την μεταβλητότητα μετράει ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Μπορεί να

υπολογιστεί με βάση τη μεταβολή των μεγεθών που προκύπτουν με βάση τις οικονομικές καταστάσεις δύο διαδοχικών περιόδων.

Σχετικές θεωρητικές μελέτες δείχνουν ότι μια επιχείρηση με χρήση ξένων κεφαλαίων επιτυγχάνει μεν υψηλότερη κατά μέσο όρο απόδοση ιδίων κεφαλαίων, αλλά με υψηλότερη τυπική απόκλιση και υψηλότερο συντελεστή μεταβλητότητας για δεδομένο επιχειρηματικό κίνδυνο που εκφράζεται από το κοινό λειτουργικό κέρδος και στις δύο περιπτώσεις – μη χρήση ξένων κεφαλαίων / χρήση ξένων κεφαλαίων- χρηματοδότησης μιας επιχείρησης.

Έτσι, ένας υψηλός δείκτης απόδοσης μιας επιχείρησης, ιδιαίτερα ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, ROE, θα πρέπει πάντα να εξετάζεται με προσοχή και να παρατηρείται πόσο ένας υψηλός τέτοιος δείκτης συνδυάζεται με ανάλογο υψηλό κίνδυνο, ιδιαίτερα χρηματοοικονομικό, που έχει αναλάβει μια επιχείρηση, έτσι ώστε να λαμβάνει χώρα και η ανάλογη αξιολόγηση.

5.3 Συνδυασμός Επιχειρηματικού & Χρηματοοικονομικού Κινδύνου

Όταν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί ξένα κεφάλαια τότε εκτίθεται και σε επιχειρηματικό κίνδυνο, έτσι και αλλιώς λόγω και μόνο της λειτουργίας της, αλλά και επιπλέον εκτίθεται και σε χρηματοοικονομικό κίνδυνο εξαιτίας της επιπλέον χρήσης κεφαλαίων που απαιτούν κάποιο κόστος χρησιμοποίησής τους το οποίο πρέπει να καταβληθεί ανεξάρτητα από την πορεία της επιχείρησης (Brealey & Myers, 2000; Lumby & Jones, 1999; Brigham & Ehrhardt, 2005; Καραθανάσης, 1999).

Καθώς, οι χρηματοδότες ξένων κεφαλαίων δεν εκτίθενται άμεσα καθόλου στον επιχειρηματικό κίνδυνο και όλο τον κίνδυνο τον αναλαμβάνουν οι χρηματοδότες ιδίων κεφαλαίων –οι μέτοχοι-, τότε όσο αυξάνει η αναλογία των ξένων κεφαλαίων, τόσο ο συνολικός κίνδυνος διαμοιράζεται ανάμεσα σε λιγότερους μετόχους. Για αυτό ακριβώς ο κίνδυνος των μετόχων αυξάνει με την χρήση ιδίων κεφαλαίων και για αυτό η επιθυμία τους για μια περισσότερη ανταμοιβή αυξάνει το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Έτσι, για αυτό μια υψηλή αποδοτικότητα μιας επιχείρησης θα πρέπει πάντοτε να αξιολογείται τόσο σε σύγκριση με τις αποδοτικότητες όχι μόνο ομοειδών επιχειρήσεων, αλλά και με τις αποδοτικότητες επιχειρήσεων που έχουν παρόμοια κεφαλαιακή διάρθρωση. Ομοίως, θα πρέπει η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης να

αξιολογείται πάντα σε συνάρτηση με τον κίνδυνο –επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό- που έχει αναλάβει.

Ο συνολικός κίνδυνος που έχει αναλάβει μια επιχείρηση μπορεί να μετρηθεί με βάση τον βαθμό συνολικής μόχλευσης που αντανάκλα το βαθμό και του επιχειρηματικού και του συνολικού κινδύνου που έχει αναλάβει μια επιχείρηση. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής (Καραθανάσης, 1999):

$$BΣM = \frac{\Delta (EBT) / EBT}{\Delta (\text{Πωλήσεις}) / (\text{Πωλήσεις})} = BΛM \times BΧM$$

Ο δείκτης αυτός συνδυάζει και τα δύο μέρη του κινδύνου και δείχνει την ποσοστιαία μεταβολή των καθαρών κερδών για μια ποσοστιαία μεταβολή 1% στις πωλήσεις. Ουσιαστικά, τα καθαρά κέρδη παρουσιάζουν μεταβλητότητα και εξαιτίας της χρήσης ξένων κεφαλαίων και πληρωμή των σχετικών χρηματοοικονομικών εξόδων (χρηματοοικονομικός κίνδυνος) και εξαιτίας της ικανότητας της επιχείρησης να κατανέμει ορθολογικά τα μεταβλητά και τα σταθερά κόστη (επιχειρηματικός – λειτουργικός κίνδυνος).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όλοι οι παραπάνω δείκτες που μετράνε τον κίνδυνο μιας επιχείρησης είναι μετρημένοι με την λογική της ελαστικότητας μεταβολής του ενός μεγέθους σε σχέση με κάποιο άλλο. Επίσης, να τονιστεί για μια ακόμα φορά ότι οι δείκτες που μετράνε τον κίνδυνο λειτουργούν ως υποστηρικτικές πληροφορίες για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας και της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης γενικότερα.

Κεφάλαιο 6

Αξιολόγηση Μικρών και Μεσαίων Επιχειρήσεων με Χρήση Λογιστικών Καταστάσεων

Στα προηγούμενα κεφάλαια παρουσιάστηκαν μια σειρά από διάφορες μεθοδολογίες που αφορούν την αξιολόγηση των επιχειρήσεων ως προς την οικονομική κατάστασή τους, αλλά και τον κίνδυνο που έχουν αναλάβει έτσι ώστε να έχουν επιτύχει ό,τι οικονομικά αποτελέσματα έχουν καταφέρει. Οι μεθοδολογίες αυτές θεωρούνται ότι μπορούν να εφαρμοστούν με μεγαλύτερη αξιοπιστία σε μεγάλες επιχειρήσεις, κυρίως δε σε εισηγμένες επιχειρήσεις. Ο λόγος είναι ότι τέτοιες επιχειρήσεις υποχρεώνονται να εκδίδουν λογιστικές καταστάσεις σε τακτά διαστήματα, ενώ βάσει της νομοθεσίας, ιδιαίτερα για τις εισηγμένες, θα πρέπει να δημοσιεύουν τακτικά τέτοιες καταστάσεις, ενώ θα πρέπει ανά πάσα στιγμή να αξιολογούνται έτσι ώστε να μπορούν να αντλήσουν πιο εύκολα μεγάλα κεφάλαια από διάφορους χρηματοδότες για την περαιτέρω ανάπτυξή τους.

Εντούτοις, για τις μεσαίες, και ιδιαίτερα, τις μικρές επιχειρήσεις αυτό δεν υφίσταται. Εκτός της νομοθεσίας που δεν τις υποχρεώνει να εκδίδουν τόσο συχνά λογιστικές καταστάσεις, πολλές επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους δεν έχουν τους απαιτούμενους πόρους σε χρόνο, προσωπικό και υποδομές έτσι ώστε να εκδίδουν σε τακτά διαστήματα λογιστικές καταστάσεις. Επομένως, σε μικρού και μεσαίου επιπέδου επιχειρήσεις υπάρχει, γενικά, μια στενότητα οικονομικών δεδομένων ιδιαίτερα σε επίπεδο ταμειακών ροών.

Αυτό το τελευταίο είναι ιδιαίτερα σπουδαίο. Οι λογιστικές καταστάσεις που εκδίδουν οι μικρές και οι μεσαίες επιχειρήσεις, όπως άλλωστε συμβαίνει και για τις μεγάλες, ακόμα και για τις εισηγμένες, δεν αποτελούν παρά μια «φωτογραφία» της κατάστασης που βρίσκεται η επιχείρηση αγνοώντας την όποια δυναμική μπορεί να υπάρχει και τις όποιες ευοίωνες ή δυσοίωνες τάσεις υπάρχουν για τα διάφορα οικονομικά μεγέθη. Εντούτοις, ενώ στις μεγάλες επιχειρήσεις υπάρχουν και άλλες επιπλέον πληροφορίες, όπως είναι πιο τακτές λογιστικές καταστάσεις, καταστάσεις ταμειακών ροών, αλλά και ποιοτικές πληροφορίες όπως αφορά τυχόν μελλοντικά επενδυτικά σχέδια, κάτι τέτοιο είναι δύσκολο να υπάρχει για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις.

Επομένως, εκτός από την εν γένει αμφιλεγόμενη αξιοπιστία των λογιστικών καταστάσεων, για τις μικρές επιχειρήσεις τίθεται και ένα ζήτημα σχετικά με την στενότητα οικονομικών καταστάσεων και την έλλειψη δυναμικής στα δεδομένα που μπορούν να αντληθούν για αυτές. Αυτό σημαίνει ότι η χρήση των μεθόδων που περιγράφηκαν θα πρέπει να διεξαχθεί με ένα ιδιαίτερο τρόπο που να προσαρμόζεται στις ιδιαιτερότητες που εμφανίζουν οι μικρές και οι μεσαίες επιχειρήσεις.

Η σχετική βιβλιογραφία (Hitchner, 2003) αναφέρει ότι για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη μόνο κάποιο συγκεκριμένο μέρος της ανάλυσης των αριθμοδεικτών προκειμένου να αξιολογηθεί η οικονομική της κατάσταση σε όσο το δυνατό πιο καλύτερο βαθμό. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρονται τα παρακάτω.

Σε ένα πρώτο επίπεδο πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το περιθώριο κέρδους. Για την ακρίβεια, τόσο το καθαρό περιθώριο, όσο και το μικτό. Η λογική είναι ότι στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις το περιθώριο κέρδους αντανακλά σε μεγάλο μέρος ροή χρήματος με την έννοια ότι οι καθαρές λογιστικές καταγραφές δεν είναι τόσο πολλές (π.χ. αποσβέσεις) όπως είναι στις μεγάλες επιχειρήσεις. Επομένως, τα περιθώρια κέρδους μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων δείχνουν σε ένα σημαντικό βαθμό μια ικανότητά τους να «κρατάνε» χρήματα στα ταμεία τους από τα χρήματα που εισρέουν στην επιχείρηση.

Σε ένα δεύτερο επίπεδο πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η κυκλοφορία των κυκλοφορούντων στοιχείων του ισολογισμού, όπως η κυκλοφοριακή ταχύτητα τόσο των προμηθευτών, όσο και των πελατών. Θα πρέπει να διαπιστώνεται η ικανότητα μιας μικρής ή μεσαίας επιχείρησης να μετατρέπει γρήγορα τις πωλήσεις σε πραγματική ροή χρήματος, αλλά και να εξοφλεί τις υποχρεώσεις της, έτσι ώστε να μην νιώθει τη σχετική πίεση η οποία πιθανόν να αποτρέπει στελέχη της από το να σκέφτονται σχέδια για την καλύτερη λειτουργία και ανάπτυξή της.

Σε ένα τρίτο επίπεδο, θα πρέπει να μελετάται η κατάσταση ρευστότητας της επιχείρησης, καθώς και η δανειακή επιβάρυνσή της. Η λογική είναι ότι μια μικρή και μεσαία επιχείρηση έχει αντικειμενική δυσκολία στο να αντλήσει κεφάλαια, είτε δανειακά, είτε ίδια, σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις τουλάχιστον. Επομένως, θα πρέπει να εξετάζεται η ικανότητα μιας μικρής ή μεσαίας επιχείρησης να μπορεί να αντεπεξέρχεται απρόσκοπτα στις υποχρεώσεις της, χωρίς να χρειάζεται να καταφεύγει σε δανεισμό ή σε εκταμιεύσεις από μεριάς των ιδιοκτητών της.

Επιπλέον, αντικειμενικά, μια μικρή ή μεσαία επιχείρηση αντιμετωπίζει περισσότερους κινδύνους σε σχέση με μια μεγάλη επιχείρηση. Έτσι, μια μικρή επιχείρηση δεν θα έχει τόσο μεγάλη την ικανότητα να μπορεί να αντεπεξέρθει σε υψηλές δανειακές υποχρεώσεις, όπως θα είχε την ικανότητα να κάνει μια μεγάλη. Δεν έχει επίσης τη διαπραγματευτική δύναμη να αναχρηματοδοτήσει χρέη, είτε να προβεί σε άλλες ανάλογες ενέργειες.

Επομένως, είναι πολύ κρίσιμο για μια μικρή επιχείρηση να έχει καλή εικόνα ρευστότητας έτσι ώστε να μην χρειάζεται να καταφεύγει σε βραχυχρόνιο δανεισμό, αλλά και να μην επιβαρύνεται μακροχρόνια με υψηλά δανειακά κεφάλαια τα οποία μπορεί να την οδηγήσουν ακόμα και σε πτώχευση.

Από όλα τα παραπάνω, προκύπτει το συμπέρασμα ότι για την αξιολόγηση μιας μικρής και μιας μεσαίας επιχείρησης θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερο βάρος στους παρακάτω αριθμοδείκτες:

- Μικτό περιθώριο κέρδους
- Καθαρό περιθώριο κέρδους
- Κύκλος προμηθευτών (κυκλοφοριακή ταχύτητα προμηθευτών)
- Κύκλος αποθεμάτων (κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων)
- Κύκλος απαιτήσεων (κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων)
- Δείκτες ρευστότητας
- Δείκτες δανειακής επιβάρυνσης

Είναι προφανές ότι δεν δίνεται ιδιαίτερο βάρος στην αποδοτικότητα των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, κάτι που είναι πολύ σημαντικό και δίνεται ιδιαίτερο βάρος όσο αφορά στην αντίστοιχη ανάλυση για τις μεγάλες επιχειρήσεις, και ιδιαίτερα τις εισηγμένες.

Όσο αφορά την ανάλυση μεγέθους ως προς τον ισολογισμό, το κύριο ενδιαφέρον βρίσκεται στον εντοπισμό της αναλογίας των ξένων κεφαλαίων στα συνολικά επενδυμένα κεφάλαια, όπως αυτά αντανακλώνται από το σύνολο του παθητικού. Επίσης, όσο αφορά την ανάλυση μεγέθους ως προς την κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως, το ενδιαφέρον βρίσκεται επίσης στο ποσοστό των διαφόρων κατηγοριών των κερδών (μικτών, λειτουργικών, καθαρών κτλ) επί των πωλήσεων.

Όσο αφορά την ανάλυση τάσης, αλλά και την οριζόντια ανάλυση, το κύριο βάρος βρίσκεται στην εξέλιξη των πωλήσεων. Στην πραγματικότητα, οι πωλήσεις θεωρούνται ως το κύριο συστατικό των οικονομικών καταστάσεων υπό την έννοια ότι αυτές είναι που «τροφοδοτούν» όλα τα στοιχεία τόσο της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσεως, όσο και του ισολογισμού. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, καθώς οι πωλήσεις δείχνουν την ανάπτυξη που μπορεί να έχουν, ενώ αποτελούν και μια υγιή πηγή εσόδων για να καλύπτονται οι όποιες υποχρεώσεις τυχόν υπάρχουν.

Επομένως, θα πρέπει να μελετάται η όποια σταθερότητα ή τάση στην εξέλιξη των πωλήσεων μπορεί να υπάρχει. Πάντως, στις μικρές επιχειρήσεις οι προβλέψεις στην εξέλιξη των πωλήσεων είναι μια διαδικασία ιδιαίτερα δύσκολη και επίπονη. Ο λόγος είναι ότι οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις διατρέχουν πολύ περισσότερους κινδύνους και επηρεάζονται πάρα πολύ από τις εξελίξεις στο εξωτερικό περιβάλλον, χωρίς να διαθέτουν τις άμυνες που έχουν οι μεγάλες επιχειρήσεις.

Καθώς μια μικρή επιχείρηση είναι πολύ εύκολο από το να κλείσει, έως το να συγχωνευτεί με κάποια άλλη ή ακόμα και να γνωρίσει κάποια αλματώδη άνοδο και ανάπτυξη, θεωρείται σχεδόν ουτοπικό να διεξαχθεί ανάλυση του κινδύνου που είναι εκτεθειμένη. Στην ουσία μια μικρή ή μεσαία επιχείρηση θεωρείται ότι είναι εκτεθειμένη σε ιδιαίτερα υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο. Για αυτό το λόγο, άλλωστε, θεωρείται ότι η επιπλέον δανειακή επιβάρυνση, που προκαλεί και επιπλέον χρηματοοικονομικό κίνδυνο, αυξάνει πάρα πολύ τον κίνδυνο των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων και θα πρέπει να μελετάται προσεκτικά.

Έτσι, ως προς τις οικονομικές καταστάσεις, για μια μικρή και μεσαία επιχείρηση θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στα περιθώρια κέρδους, στην ανακύκλωση των κυκλοφορούντων στοιχείων, στην ρευστότητα και τη δανειακή επιβάρυνση, αλλά και στην εξέλιξη των πωλήσεων. Εντούτοις, θα πρέπει να γίνεται και μια ποιοτική ανάλυση της κατάστασης που υπάρχει μέσα στην επιχείρηση.

Πιο συγκεκριμένα, πολλές μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις λειτουργούν από τους ίδιους τους ιδιοκτήτες τους, που έχουν σε πολλές περιπτώσεις και οικογενειακούς ή /και φιλικούς δεσμούς. Επομένως, θα πρέπει να αξιολογείται, σε περιπτώσεις μικρών επιχειρήσεων ιδιαίτερα, όχι μόνο η αξία των περιουσιακών στοιχείων που τυχόν έχει μια επιχείρηση στην κατοχή της, αλλά και η αξία των προσωπικών περιουσιακών στοιχείων που έχουν οι ιδιοκτήτες της.

Ακόμα περισσότερο, θα πρέπει να αναλύεται η φερεγγυότητα των ατόμων αυτών όσο αφορά και την εντιμότητά τους, αλλά όσο αφορά και την ιστορική ικανότητά τους στο να διοικήσουν επιτυχημένα μια επιχείρηση και να την κάνουν. Ουσιαστικά, σε πολλές περιπτώσεις αξιολογήσεις μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων αξιολογείται ποιοτικά η ικανότητα και η εμπειρία των στελεχών που διοικούν την επιχείρηση που αξιολογείται.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι, ιδιαίτερα σε μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις, χρησιμοποιούνται συγκεκριμένα τυποποιημένα μαθηματικά μοντέλα αξιολόγησης, οι λεγόμενες «σκοροκάρτες». Πρόκειται για μαθηματικά – στατιστικά μοντέλα τα οποία προκύπτουν – εκτιμώνται με δεδομένα χιλιάδων μικρών επιχειρήσεων στα οποία λαμβάνονται υπόψη οικονομικά, δημογραφικά και προσωπικά στοιχεία των επιχειρήσεων και των ιδιοκτητών τους, έτσι ώστε να γίνεται μια περισσότερο γρήγορη και αντικειμενική αξιολόγησή τους. Εντούτοις, η ανάπτυξη αυτών των μοντέλων ανθίζει μόλις στις μέρες και σαν κάτι το καινούργιο σχετικά προς το παρόν αποτελεί αντικείμενο κριτικής, παρά μια εξασφαλισμένη μέθοδος που αξιολογεί αξιόπιστα μια μικρή ή μεσαία επιχείρηση.

Μέρος Β:

Πρακτική Εφαρμογή

Το δεύτερο μέρος της παρούσας εργασίας αποτελείται από την πρακτική εφαρμογή των μεθοδολογιών αξιολόγησης επιχείρησης που παρουσιάστηκαν στο μέρος Α. Πιο συγκεκριμένα, για το σκοπό αυτό επιλέχθηκαν 2 ομοειδείς επιχειρήσεις, για λόγους σύγκρισης, με σκοπό να αξιολογηθεί και να συγκριθεί η οικονομική κατάστασή τους με βάση τα οικονομικά στοιχεία τους των τελευταίων ετών.

Η πρακτική εφαρμογή θα στηριχθεί αποκλειστικά και μόνο στις πληροφορίες που παρέχουν οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν θεωρούνται μεσαίου μεγέθους. Άλλωστε, ο στόχος της εργασίας ήταν η μελέτη της οικονομικής κατάστασης μικρομεσαίων επιχειρήσεων με τη χρήση των διαφόρων μεθοδολογιών που παρουσιάστηκαν και αφορούν την ανάλυση λογιστικών καταστάσεων και κινδύνου. Το μειονέκτημα της ανάλυσης είναι ότι οι επιχειρήσεις δεν είναι εισηγμένες και έτσι δεν υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες που αφορούν τις στρατηγικές των επιχειρήσεων. Επιπλέον, δε, δεν υπάρχουν και διαθέσιμες οι πληροφορίες όσο αφορά τα σχετικά οικονομικά στοιχεία του κλάδου και έτσι δεν είναι δυνατό να γίνουν οι ανάλογες συγκρίσεις.

Στο έκτο κεφάλαιο πρόκειται να παρουσιαστεί η μεθοδολογία της έρευνας που ακολουθήθηκε και αφορά τον τρόπο συλλογής στοιχείων και την επεξεργασία τους. Στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζονται συνοπτικά κάποιες πληροφορίες σχετικά με τις επιχειρήσεις πάνω στις οποίες θα διεξαχθεί η χρηματοοικονομική ανάλυσή και αξιολόγησή τους. Στο όγδοο κεφάλαιο ξεκινάει η χρηματοοικονομική ανάλυση με τον υπολογισμό και την ανάλυση των διαφόρων αριθμοδεικτών της επιχείρησης. Στο ένατο κεφάλαιο παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση ή ανάλυση κοινού μεγέθους των επιχειρήσεων, ενώ στο δέκατο κεφάλαιο παρουσιάζεται η οριζόντια ανάλυση και η ανάλυση τάσης. Τέλος, η ανάλυση ολοκληρώνεται στο ενδέκατο με την εκτίμηση και αξιολόγηση του κινδύνου –επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού- στο οποίο είναι εκτεθειμένες οι δύο επιχειρήσεις. Το δεύτερο μέρος και η εργασία συνολικά ολοκληρώνεται με το δωδέκατο κεφάλαιο όπου αναπτύσσονται και συνοψίζονται τα διάφορα συμπεράσματα που προέκυψαν από την χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων των δύο επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 7

Μεθοδολογία Έρευνας

Για να διεξαχθεί μια οποιαδήποτε εμπειρική έρευνα χρειάζονται πρωτογενή ή /και δευτερογενή στοιχεία ανάλογα με την περίπτωση. Στην προκειμένη περίπτωση ο στόχος της εμπειρικής εφαρμογής είναι η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων δύο μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Επομένως, τα δεδομένα που χρειάζονται δεν βρίσκονται παρά στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις που εκδίδονται κάθε χρόνο από όλες σχεδόν τις επιχειρήσεις. Το επόμενο στάδιο της μεθοδολογίας έρευνας έχει να κάνει με τον τρόπο που χρησιμοποιούνται τα στοιχεία που υπάρχουν στη διάθεση ενός ερευνητή.

7.1 Συλλογή & Επεξεργασία Στοιχείων

Είναι γνωστό ότι οι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά επιχειρήσεις δημοσιεύουν τους ισολογισμούς και τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως στις εταιρικές ιστοσελίδες που υποχρεούνται να διατηρούν. Εντούτοις, η επιλογή για μελέτη μικρομεσαίων επιχειρήσεων έκανε την αναζήτηση αυτή κάπως πιο δύσκολη. Έτσι, με την βοήθεια των στελεχών κάποιου Τραπεζικού οργανισμού αντλήθηκαν τα απαραίτητα δευτερογενή δεδομένα που αφορούν τις οικονομικές καταστάσεις, δηλαδή τους ισολογισμούς και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, για την τελευταία 3ετία και πιο συγκεκριμένα για τα έτη 2006, 2005 και 2004.

Οι οικονομικές καταστάσεις αφορούν τις επιχειρήσεις VERTICAL A.E.B.E.E. και ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε. Οι επιχειρήσεις αυτές ανήκουν στον δευτερογενή τομέα της οικονομίας καθώς η κύρια λειτουργία τους είναι η κατασκευή προϊόντων αλουμινίου και σιδήρου. Εντούτοις, διεξάγουν και εμπορία, αλλά αυτό δεν τις κατατάσσει στον τριτογενή τομέα. Είναι προφανές ότι οι επιχειρήσεις αυτές είναι ομοειδείς ως προς το αντικείμενο εργασιών τους, αλλά και ως προς το μέγεθος τους. Οι λόγοι είναι προφανείς και έχουν να κάνουν με σκοπό σύγκρισης.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στα στοιχεία που είναι διαθέσιμα περιλαμβάνονται οι δημοσιευμένοι ισολογισμοί και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως και

διάθεσης κερδών σε ετήσια βάση οι οποίες έχουν εκδοθεί στο τέλος κάθε έτους – οικονομικής χρονιάς. Επίσης, είναι διαθέσιμα, εάν αυτά χρειαστούν και τα προσαρτήματα των λογιστικών ελέγχων που έχουν γίνει από τους ορκωτούς λογιστές και στις δύο επιχειρήσεις. Αυτό που δεν είναι διαθέσιμο είναι οι αρκετές επιπλέον εσωτερικές πληροφορίες που αφορούν την περισσότερο λεπτομερή σύνθεση κάποιων λογαριασμών, των πολιτικών που ακολουθήθηκαν σε κάποιους τομείς, όπως ο τρόπος υπολογισμού των αποθεμάτων, των αποσβέσεων αλλά και η πιστωτική πολιτική. Επίσης, δεν υπάρχει διαθέσιμη πληροφόρηση σχετικά με την μελλοντική στρατηγική των επιχειρήσεων και σχετικά με τα όποια μελλοντικά επενδυτικά σχέδιά τους. Εξαιρεση αποτελούν κάποιες λίγες πληροφορίες σχετικά με κάποια επενδυτικά σχέδια της δεύτερης επιλεγμένης επιχείρησης.

Πάντως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο σχετικά χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού κατά την 3ετία 2004-2006 δεν αλλοιώνει σε ουσιαστικό βαθμό τα όποια συγκριτικά αποτελέσματα προκύψουν και αφορούν την διαχρονική μελέτη των μεγεθών.

Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιήθηκαν αυτούσια όπως αντλήθηκαν χωρίς να γίνει κάποια περαιτέρω επεξεργασία τους, καθώς δεν θεωρήθηκε αναγκαίο κάτι τέτοιο.

7.2 Μεθοδολογία Ανάλυσης των Στοιχείων

Όλες οι μεθοδολογίες ανάλυσης περιγράφηκαν με λεπτομερή τρόπο στο πρώτο μέρος της εργασίας. Απλώς θα πρέπει να σημειωθεί ότι λόγω έλλειψης εσωτερικής πληροφόρησης και καθώς η ανάλυση θα στηριχθεί μόνο στα δεδομένα δημοσιευμένων των οικονομικών καταστάσεων, δεν είναι δυνατό ο υπολογισμός των μέσων όρων κάποιων μεγεθών μέσα στο έτος για τον υπολογισμό κάποιων σχετικών αριθμοδεικτών, σύμφωνα με την θεωρία που παρουσιάστηκε. Για παράδειγμα, αντί για το μέσο απασχολούμενο κεφάλαιο μέσα στο έτος – το μέσο ενεργητικό δηλαδή – θα χρησιμοποιηθεί για το σχετικό υπολογισμό ενός δείκτη που απαιτεί αυτό το μέγεθος (το δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων για παράδειγμα) η τιμή του τρέχοντος έτους που βρίσκεται στον ισολογισμό. Κατά τα άλλα πρόκειται να χρησιμοποιηθούν αυτούσιοι όλοι οι μαθηματικοί τύποι που παρουσιάστηκαν στο

δεύτερο κεφάλαιο και αφορούν την χρηματοοικονομική ανάλυση με υπολογισμό αριθμοδεικτών.

Όσο αφορά την κάθετη ανάλυση, την οριζόντια ανάλυση και την ανάλυση τάσης θα διεξαχθούν όπως ακριβώς παρουσιάστηκαν και στα αντίστοιχα κεφάλαια (3^ο και 4^ο) στο πλαίσιο του θεωρητικού μέρους της εργασίας.

Τέλος, όσο αφορά την ανάλυση και την εκτίμηση του επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου θα υπολογιστούν οι βαθμοί λειτουργικής, χρηματοοικονομικής και συνολικής μόχλευσης με βάση τις μεταβολές των σχετικών μεγεθών από έτος σε έτος. Επίσης, με βάση τα δεδομένα για τα λειτουργικά κέρδη από έτος σε έτος θα υπολογιστούν μεγέθη όπως η τυπική τους απόκλιση και ο συντελεστής μεταβλητότητας για να αξιολογηθεί το μέγεθος του κινδύνου που είναι εκτεθειμένες οι επιχειρήσεις.

Σε κάθε ανάλυση εκτός από τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που προκύπτουν θα αναφέρονται σχετικά και οι δεδομένοι περιορισμοί που υπάρχουν και πιθανόν να αλλοιώνουν σε κάποιο βαθμό την αξιοπιστία των συμπερασμάτων που προκύπτουν σχετικά με την αξιολόγηση της πραγματικής εικόνας της οικονομικής κατάστασης των δύο επιχειρήσεων.

Επίσης, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι δύο επιχειρήσεις εντάσσονται, από πλευρά μεγέθους, στον τομέα των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Μάλιστα, όπως θα παρουσιαστεί και παρακάτω, οι επιχειρήσεις αυτές είναι, ουσιαστικά, οικογενειακές με ό,τι αυτό μπορεί να συνεπάγεται για την αξιοπιστία των λογιστικών καταστάσεων, αλλά, κυρίως για την αξιοπιστία των όποιων συμπερασμάτων προκύψουν από την ανάλυση που θα ακολουθήσει. Έτσι, η ανάλυση αυτή θα λάβει υπόψη της, σε κάποιο βαθμό, το μέγεθος των επιχειρήσεων, κάτι που πρόκειται να αποτυπωθεί στα τελικά συμπεράσματα.

Κεφάλαιο 8

Συνοπτική Παρουσίαση των Επιλεγμένων Επιχειρήσεων

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται με λίγα λόγια οι επιλεγμένες επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρονται ορισμένα ιστορικά στοιχεία που αφορούν την ίδρυσή τους και κυρίως αναφέρονται στοιχεία που αφορούν το αντικείμενο των εργασιών τους.

8.1 Επιχείρηση VERTICAL A.E.B.E.E.

Πρόκειται για εταιρεία επεξεργασίας και χονδρικής εμπορίας προϊόντων αλουμινίου και μεταλλικών κατασκευών. Η έδρα της επιχείρησης βρίσκεται στο Βιομηχανικό Πάρκο Λουτρακίου και αποτελείται από ιδιόκτητο βιομηχανικό κτίριο 3.100 τμ.

Η συγκεκριμένη επιχείρηση αποτελεί συνέχεια της ατομικής επιχείρησης του πατέρα των σημερινών μετόχων η οποία λειτουργούσε από το 1966. Το 1992 υπήρξε μετατροπή της ατομικής σε ΟΕ και το 2000 η εξεταζόμενη πήρε τη σημερινή νομική της μορφή που είναι Α.Ε.Β.Ε.Ε..

Βασικοί προμηθευτές της επιχείρησης είναι η ETEM , η Elvial, και η Exalco από τις οποίες αγοράζει profile αλουμίνια .Εξαρτήματα για τις αλουμινοκατασκευές αγοράζει από την Γερμανία ενώ πρόσφατα ξεκίνησε τη προμήθεια ξύλινων κουφωμάτων από δύο Ιταλικούς οίκους.

Η επιχείρηση διατηρεί τέσσερις εκθέσεις σε Κόρινθο ,στη Λ. Κηφισίας, στη Χίο και στο Αίγιο. Η εξεταζόμενη εισήλθε πρόσφατα στο χώρο της χονδρικής εμπορίας και τοποθέτησης ξύλινων κουφωμάτων τα οποία εισάγονται απευθείας από την Ιταλία.

Καθώς πρόκειται για μια μικρομεσαία επιχείρηση οι ιδιοκτήτες της δεν είναι πολλοί τον αριθμό. Στον επόμενο πίνακα καταγράφονται αυτοί και επίσης καταγράφεται και στο ποσοστό που έχει ο κάθε ένας στην επιχείρηση.

Πίνακας 8.1, Σύνθεση μετόχων – εταιρών της VERTICAL A.E.B.E.E.

Μέτοχοι – Εταίροι	Ποσοστό Συμμετοχής
Τσιμπίκος Παναγιώτης	45%
Τσιμπίκος Γεώργιος	45%
Τσιμπίκου Αικατερίνη	10%
Σύνολο	100%

Είναι φανερό ότι πρόκειται για μια καθαρά οικογενειακή επιχείρηση όπου οι αποφάσεις λαμβάνονται κατά κύριο λόγο από τα μέλη της οικογένειας που τυγχάνουν και οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

8.2 ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

Η εταιρία ΜΕΚΑΛ ΚΟΥΡΟΥΠΑΚΗΣ ΑΕΒΕ ιδρύθηκε το 1990 ως ΚΟΙΝΩΝΙΑ ΚΟΥΡΟΥΠΑΚΗ με αντικείμενο δραστηριότητας την μελέτη κατασκευή και εμπορία προϊόντων αλουμινίου και σιδήρου. Ποιο συγκεκριμένα η εταιρεία κατασκευάζει κουφώματα, υαλοπετάσματα, αίθρια, πόρτες και ρολά ασφαλείας. Η επιχείρηση διαθέτει πιστοποιητικό ISO 9002.

Η έδρα της εταιρία βρίσκεται στην Σητεία Κρήτης σε ιδιόκτητες εγκαταστάσεις 10,000 τμ και στεγασμένες επιφάνειες εμβαδού 2,500τμ Στην εταιρία απασχολούνται 50 άτομα.

Οι βασικότεροι προμηθευτές είναι η ΜΕΤΑΛΟΥΜΙΝ ΑΕΒΕ απ' όπου προμηθεύεται προφίλ αλουμινίου, η ΔΟΥΚΑΣ ΑΕΒΕ απ' όπου προμηθεύεται εξαρτήματα κουφωμάτων και η ΤΖΑΜΟΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. απ' όπου προμηθεύεται τζάμια.

Σύμφωνα με την εταιρεία οι αγορές πρώτων υλών πραγματοποιούνται έναντι επιταγών διάρκειας 4 έως 8 μηνών. Ωστόσο από τα οικονομικά στοιχεία προκύπτει ότι οι προμηθευτές εξοφλούνται κατά μέσο όρο σε 448 ημέρες.

Πελάτες της εταιρίας είναι ιδιώτες καθώς επίσης τεχνικές- κατασκευαστικές εταιρίες και ξενοδοχειακές επιχειρήσεις. Οι πωλήσεις χονδρικής (πάντα σύμφωνα με την εταιρεία) πραγματοποιούνται έναντι επιταγών διάρκειας μέχρι 12 μήνες. Με βάση

τις προσκομισθείσες λογιστικές καταστάσεις η επιχείρηση εισπράττει τις απαιτήσεις της σε 630 ημέρες.

Το δίκτυο διανομής αποτελείται από εκθέσεις σε Άγιο Νικόλαο Κρήτης, Ηράκλειο, Ιεράπετρα και Αθήνα. Επίσης υπάρχει και δίκτυο 3 αντιπροσώπων σε Ρόδο, Αθήνα και Ηράκλειο.

Μεταξύ των πελατών της εταιρίας συγκαταλέγονται ,τα S/M Χαλκιάδακης (Όμιλος Βερόπουλου), η ΔΕΗ, η ΕΡΤ, η JP ΑΒΑΞ, και διάφορες ξενοδοχειακές μονάδες στην Κρήτη και στην Ρόδο.

Η εταιρεία εντός του 2006 επέκτεινε τη δραστηριότητα της στην κατασκευή ακινήτων. Στα πλαίσια αυτής της δραστηριότητας έλαβε από την Τράπεζα μας δύο δάνεια κατασκευαστών.

Στον επόμενο πίνακα καταγράφονται οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, καθώς και το ποσοστό που έχει ο κάθε ένας.

Πίνακας 8.2, Σύθεση μετόχων – εταιρών της ΜΕΚΑΑ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

Μέτοχοι – Εταίροι	Ποσοστό Συμμετοχής
Ιωάννης Κουρουπάκης	93,67%
Εμμανουήλ Κουρουπάκης	6,33%
Σύνολο	100%

Και η δεύτερη επιλεγμένη επιχείρηση είναι μια καθαρά οικογενειακή επιχείρηση όπου οι αποφάσεις λαμβάνονται από τα μέλη της οικογένειας που είναι και οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Επομένως, οι δύο επιχειρήσεις είναι αρκετά συγκρίσιμες και ως προς την σύθεση των μετοχικών κεφαλαίων, δηλαδή ποιοι είναι οι μέτοχοι – ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

Κεφάλαιο 9

Ανάλυση των Επιχειρήσεων με Χρήση Δεικτών

Στο παρόν κεφάλαιο ξεκινάει ουσιαστικά η πρακτική εφαρμογή. Πιο συγκεκριμένα, θα παρουσιαστεί η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των δύο επιχειρήσεων υπό μορφή δεικτών. Η ανάλυση θα είναι συγκριτική ανάμεσα στις δύο ομοειδείς επιχειρήσεις, αλλά και διαχρονική. Η δομή της ανάλυσης θα είναι να παρουσιαστούν και να σχολιαστούν οι δείκτες ανά ομάδα δεικτών, όπως παρουσιάστηκαν και στην σχετική θεωρία.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι παρουσιάζονται και σχολιάζονται όλοι οι δείκτες με βάση τα μεγέθη των τρεχόντων ισολογισμών και όχι των μέσων μεγεθών, καθώς όπως ήδη αναφέρθηκε δεν ήταν δυνατή τέτοια πληροφόρηση. Εξαίρεση στον υπολογισμό αποτελούν οι χρηματιστηριακοί δείκτες, καθώς οι επιχειρήσεις, ως μικρομεσαίες, δεν είναι εισηγμένες και επομένως η έλλειψη χρηματιστηριακών τιμών και αποτιμήσεων καθιστά αδύνατο τον υπολογισμό τέτοιων δεικτών.

9.1 Δείκτες Αποδοτικότητας

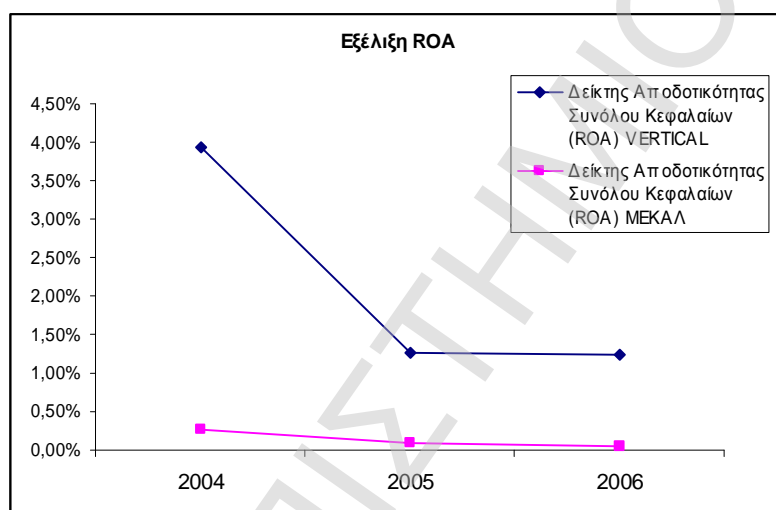
Η αποδοτικότητα συνολικών και ιδίων κεφαλαίων των δύο επιχειρήσεων παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα, ενώ η διαχρονική εξέλιξή τους στο παρακάτω διάγραμμα.

Πίνακας 9.1, Δείκτες αποδοτικότητας των VERTICAL & ΜΕΚΑΛ

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ VERTICAL	2004	2005	2006
Δείκτης Αποδοτικότητας Συνόλου Κεφαλαίων (ROA)	3,92%	1,26%	1,25%
Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	22,28%	10,63%	12,23%

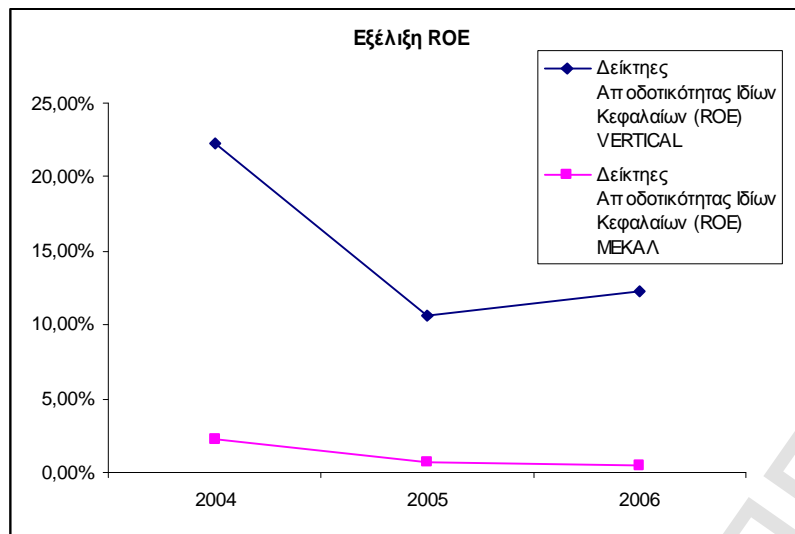
ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΜΕΚΑΛ	2004	2005	2006
Δείκτης Αποδοτικότητας Συνόλου Κεφαλαίων (ROA)	0,26%	0,09%	0,05%
Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	2,27%	0,72%	0,49%

Σχήμα 9.1, Διαχρονική εξέλιξη ROA



Παρατηρούνται πολύ χαμηλές αποδοτικότητες συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων. Μάλιστα, η VERTICAL εμφανίζει μια έντονη πτώση κατά την περίοδο 2004 – 2005 και μετά μια σχετική σταθερότητα, αλλά σε πολύ χαμηλά επίπεδα, κάτω του 1,5%. Η επιχείρηση ΜΕΚΑΛ εμφανίζει μια μικρή πτωτική τάση, αλλά τα επίπεδα των αποδόσεων ήδη βρίσκονται πολύ χαμηλά πολύ κάτω ακόμα και από το 0,50%. Ουσιαστικά, η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της βρίσκεται πολύ πιο κάτω και από τα –ήδη χαμηλά– επιτόκια καταθέσεων των τραπεζών, ενώ και διαχρονικά δεν φαίνεται τάση για κάποια σημαντική άνοδο, αλλά μάλλον τάση για παραμονή σε τέτοια χαμηλά επίπεδα.

Σχήμα 9.2, Διαχρονική εξέλιξη ROE



Η εξέλιξη του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων της VERTICAL εμφανίζει την ίδια τάση με τον δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων, αλλά βρίσκεται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα, άνω του 10%. Η μεγάλη αυτή διαφορά πιθανόν να οφείλεται και στην χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης από μέρους της επιχείρησης κάτι που θα διερευνηθεί αργότερα. Πάντως, οι αποδοτικότητες αυτές αν και είναι πολύ υψηλότερες από τις αντίστοιχες της MEKAL, εντούτοις θα πρέπει να αξιολογηθούν μαζί με τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένη η επιχείρηση. Πάντως, γενικά αποδόσεις κοντά στο 10% δεν θεωρούνται γενικά ιδιαίτερα ικανοποιητικές αν αναλογιστεί κάποιος τι κινδύνους αναλαμβάνουν γενικά οι επιχειρήσεις. Όσο αφορά την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων της MEKAL οι δείκτες εμφανίζουν την ίδια εξέλιξη όπως και αυτοί των συνολικών κεφαλαίων, ενώ εξακολουθούν να βρίσκονται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα κάτω ακόμα και από το 3%, αλλά και πιο πρόσφατά κάτω και από το 1%.

Σε γενικές γραμμές η εικόνα της αποδοτικότητας των δύο επιχειρήσεων κρίνεται απογοητευτική, ιδιαίτερα για την MEKAL που επιτυγχάνει αποδόσεις συγκρίσιμες με τα επιτόκια καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Εντούτοις, για να κριθεί αυτή η εικόνα και να διερευνηθούν τα αίτια –ποσοτικά και ποιοτικά – που την προκαλούν θα πρέπει να διεξαχθεί ολοκληρωμένη η σχετική χρηματοοικονομική ανάλυση.

9.2 Δείκτες Κερδοφορίας

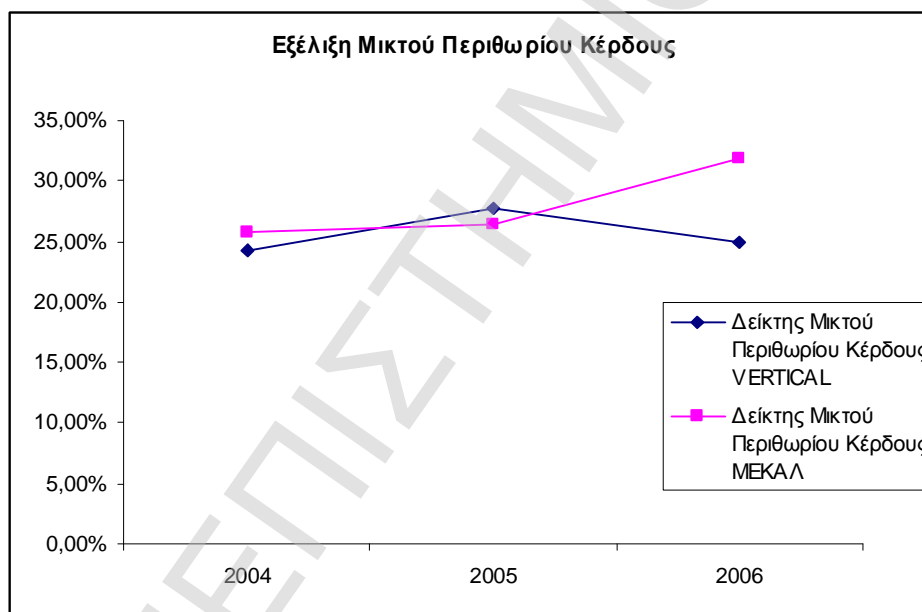
Οι δείκτες κερδοφορίας δείχνουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να αποκομίσει κέρδος από τα έσοδα που επιτυγχάνει μέσω των πωλήσεων και των παράπλευρων έκτακτων εσόδων που εμφανίζονται. Τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες και διαγράμματα.

Πίνακας 9.2, Δείκτες κερδοφορίας των VERTICAL & ΜΕΚΑΛ

ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ VERTICAL	2004	2005	2006
Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	24,23%	27,79%	24,87%
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	6,07%	2,60%	2,30%

ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΜΕΚΑΛ	2004	2005	2006
Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	25,72%	26,35%	31,92%
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	0,56%	0,28%	0,17%

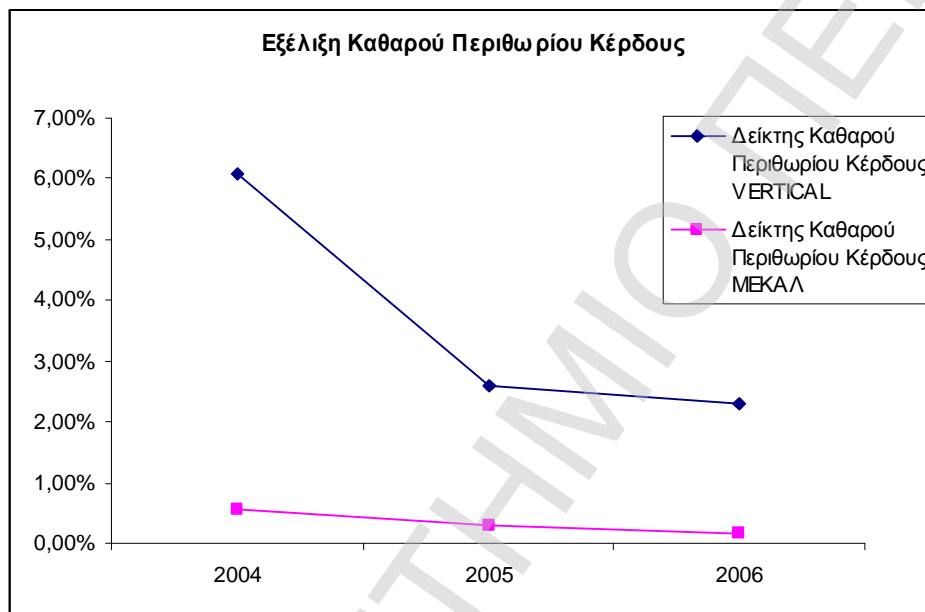
Σχήμα 9.3, Διαχρονική εξέλιξη μικτού περιθωρίου κέρδους



Και οι δύο επιχειρήσεις εμφανίζουν ένα μικτό κέρδος της τάξης του 25% - 30%. Η VERTICAL εμφανίζει μια τάση αυξομειώσεως, ενώ η ΜΕΚΑΛ μια μικρή αυξητική τάση. Πάντως ουσιαστική αύξηση ή μείωση δεν υπάρχει, ενώ και αναμεταξύ τους οι επιχειρήσεις κυμαίνονται πάνω κάτω στα ίδια επίπεδα. Πιθανόν αυτό να οφείλεται στην αγορά των προμηθευτών των δύο επιχειρήσεων όπου οι τιμές των πρώτων υλών να είναι περίπου ίδιες από προμηθευτή σε προμηθευτή, ενώ και ο τρόπος παραγωγής

αναμένεται να είναι περίπου ο ίδιος σε κάθε επιχείρηση. Επομένως, τα κόστη πωληθέντων κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα ανάλογα και με τις πωλήσεις και για αυτό παρατηρούνται τα ίδια περίπου επίπεδα μικτού κέρδους. Επίσης, η ομοιότητα του επιπέδου του μικτού κέρδους ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις πιθανόν να αποτελεί και μια ένδειξη ότι ο κλάδος γενικά να προσφέρει ένα τέτοιο ανάλογο επίπεδο μικτού κέρδους και να μην είναι και τόσο στα χέρια των επιχειρήσεων να εφαρμόσουν πολιτικές που να αποσκοπούν στην αύξηση του περιθωρίου αυτού.

Σχήμα 9.4, Διαχρονική εξέλιξη καθαρού περιθωρίου κέρδους



Το αξιοσημείωτο είναι ότι η διαχρονική εξέλιξη του καθαρού περιθωρίου κέρδους και στις δύο επιχειρήσεις μοιάζει πολύ με την αντίστοιχη εξέλιξη των δεικτών αποδοτικότητας (βλέπε σχήματα 8.1, 8.2). Καθώς το καθαρό περιθώριο αποτελεί μια συνιστώσα της αποδοτικότητας, αυτό θεωρείται κάτι φυσιολογικό. Έτσι, η VERTICAL εμφανίζει μια έντονη πτώση στο καθαρό περιθώριο κατά την περίοδο 2004-2005 που τη φέρνει σε επίπεδα κάτω του 3%, ενώ το καθαρό περιθώριο της MEKAL βρίσκεται κάτω και από το 1%.

Η μεγάλη διαφορά ανάμεσα σε μικτό περιθώριο, που κυμαίνεται σε ένα διάστημα 25% - 30%, και σε καθαρό περιθώριο, που κυμαίνεται κάτω από το 3% για τη μία επιχείρηση και κάτω από το 1% για την άλλη, αποτελεί μια ένδειξη ότι τα διάφορα έξοδα διοίκησης και τα χρηματοοικονομικά έξοδα απορροφούν μεγάλο μέρος των μικτών κερδών εκμετάλλευσης.

9.3 Δείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν πόσο εντατικά χρησιμοποιεί μια επιχείρηση τα περιουσιακά της στοιχεία για να κάνουν πωλήσεις. Πολλές φορές τα χαμηλά περιθώρια κέρδους, όπως στην περίπτωση που μελετάται, είναι δυνατό να αντισταθμίζονται από υψηλή ένταση χρήσης των στοιχείων του ενεργητικού και έτσι να δημιουργούν υψηλές αποδοτικότητες. Αυτό διερευνάται παρακάτω. Τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στους πίνακες και τα διαγράμματα που ακολουθούν.

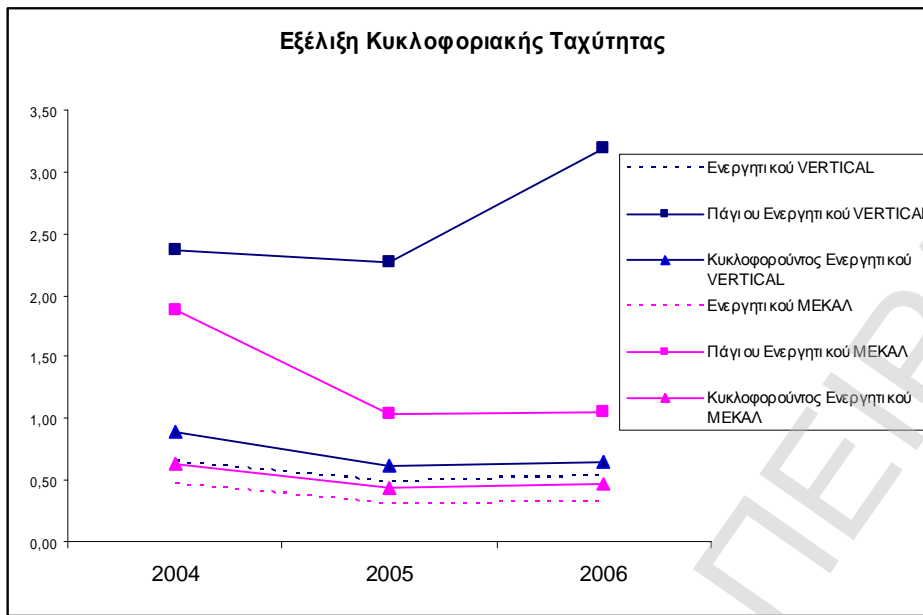
Πίνακας 9.3, Δείκτες δραστηριότητας των VERTICAL & ΜΕΚΑΛ

ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ VERTICAL	2004	2005	2006
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,65	0,48	0,54
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού	2,37	2,26	3,19
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	0,89	0,62	0,65
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	3,39	1,62	2,00
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	1,18	0,90	0,92
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών	3,43	3,15	3,67
Κύκλος Αποθεμάτων (ημέρες)	107,82	225,61	182,79
Κύκλος Απαιτήσεων (ημέρες)	308,91	407,72	398,40
Κύκλος Προμηθευτών (ημέρες)	106,55	115,98	99,34
Συνολικός Λειτουργικός κύκλος (ημέρες)	416,73	633,33	581,19
Καθαρός Λειτουργικός κύκλος (ημέρες)	310,18	517,35	481,84

ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΜΕΚΑΛ	2004	2005	2006
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,48	0,31	0,32
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού	1,88	1,04	1,05
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	0,64	0,43	0,47
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	2,22	1,66	1,68
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	0,81	0,55	0,60
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών	0,54	0,38	0,34
Κύκλος Αποθεμάτων (ημέρες)	164,64	220,46	217,26
Κύκλος Απαιτήσεων (ημέρες)	448,70	662,01	609,06
Κύκλος Προμηθευτών (ημέρες)	681,06	953,28	1059,02
Συνολικός Λειτουργικός κύκλος (ημέρες)	613,34	882,46	826,31
Καθαρός Λειτουργικός κύκλος (ημέρες)	-67,73	-70,82	-232,71

Με μια πρώτη ματιά στα νούμερα του πίνακα παρατηρούνται χαμηλές ταχύτητες κυκλοφορίας των περιουσιακών στοιχείων των δύο επιχειρήσεων που οδηγούν σε σχετικά μεγάλους κύκλους ανακύκλωσης αυτών. Περισσότερα για τη διαχρονική εξέλιξή τους παρουσιάζονται στα παρακάτω διαγράμματα.

Σχήμα 9.5, Διαχρονική εξέλιξη δεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας

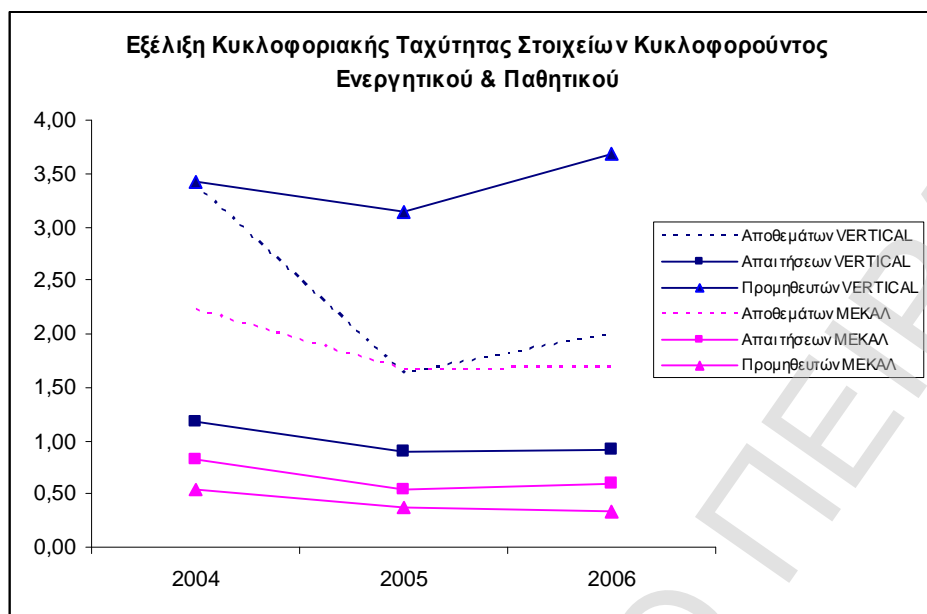


Γενικά η VERTICAL εμφανίζει περισσότερο υψηλές ταχύτητες κυκλοφορίας των περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με την MEKAL. Μάλιστα, όσο αφορά την αξιοποίηση των παγίων εμφανίζει μια αρκετά αυξητική τάση την περίοδο 2006 - 2005. Βέβαια, η αύξηση του δείκτη μπορεί να οφείλεται στην μείωση των παγίων, όπως φαίνεται και στον ισολογισμό. Εντούτοις, αυτή η μείωση πιθανόν να σημαίνει ότι υπήρχε υπερεπένδυση σε πάγια στην επιχείρηση και η αποεπένδυση τους αποδέσμευσε κεφάλαια για να αξιοποιηθούν με καλύτερο τρόπο.

Όσο αφορά τις ταχύτητες των κυκλοφορούντων στοιχείων και του συνολικού ενεργητικού παραμένουν ιδιαίτερα χαμηλές ακόμα και κάτω από τη μονάδα, περίπου στα ίδια επίπεδα και για τις δύο επιχειρήσεις. Αυτό σημαίνει ότι η χρήση 1 Ευρώ περιουσιακών στοιχείων και κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων δεν δημιουργεί πωλήσεις πάνω από 1 Ευρώ.

Είναι φανερό ότι οι χαμηλές ταχύτητες του ενεργητικού, που αποτελούν τροχόπεδη στην αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, οφείλονται κατά κύριο λόγο στις χαμηλές ταχύτητες των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού. Η σχετική εξέλιξη των δεικτών παρουσιάζεται αμέσως παρακάτω.

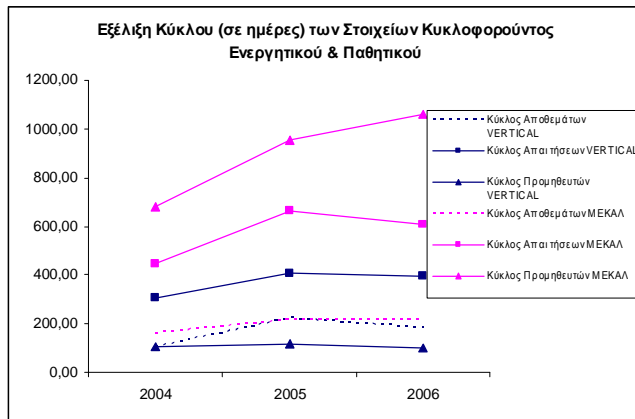
Σχήμα 9.6, Διαχρονική εξέλιξη δεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού και παθητικού



Και πάλι η VERTICAL εμφανίζει υψηλότερες ταχύτητες κυκλοφορίας των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Πιο συγκεκριμένα, ανακυκλώνει πολύ πιο γρήγορα τους προμηθευτές της, ενώ εμφανίζει μια πτώση στην ταχύτητα της κυκλοφορίας αποθεμάτων και μια σταθερότητα, αλλά σε πολύ χαμηλά επίπεδα, στην κυκλοφοριακή ταχύτητα των προμηθευτών. Αυτό που αξίζει να αναφερθεί είναι ότι η εξέλιξη της ταχύτητας των αποθεμάτων και για τις δύο επιχειρήσεις μοιάζει πολύ με την εξέλιξη της αποδοτικότητάς τους (βλέπε σχήματα 8.1, 8.2) και με την εξέλιξη του καθαρού κέρδους (βλέπε σχήμα 8.4). Και οι δύο επιχειρήσεις έχουν φτάσει σε σημείο να ανακυκλώνουν 2 φορές το χρόνο τα αποθέματά τους, ενώ ανακυκλώνουν λιγότερο από μια φορά το χρόνο τις απαιτήσεις τους.

Για να γίνει πιο κατανοητή η κυκλοφοριακή ταχύτητα των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και παθητικού παρουσιάζεται και αντίστοιχη εξέλιξη του κύκλου (σε ημέρες) όπου κατά μέσο όρο ανακυκλώνονται τα στοιχεία αυτά.

Σχήμα 9.7, Διαχρονική εξέλιξη των κύκλων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και παθητικού



Η MEKAL έχει πολύ μεγάλη πίστωση από τους προμηθευτές τους που φτάνει, κατά μέσο όρο, ακόμα και σχεδόν τα 3 χρόνια (ξεπερνάει τις 1000 ημέρες κατά το 2006), δείχνοντας ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί τέτοιου είδους χρηματοδότηση, όπου από βραχυχρόνια που είναι η φύση της, την έχει μετατρέψει σε μακροχρόνια. Αντίθετα, η πίστωση που λαμβάνει η VERTICAL δεν ξεπερνάει τους 3 μήνες.

Όσο αφορά τις απαιτήσεις των δύο επιχειρήσεων, ο κύκλος τους βρίσκεται σε ανοδική τάση και έχουν φτάσει να προσφέρουν πίστωση, κατά μέσο όρο, που ξεπερνάει το χρόνο, και αγγίζει τα δύο χρόνια. Όσο αφορά τα αποθέματα οι δύο επιχειρήσεις τα ανακυκλώνουν, κατά μέσο όρο, κάθε περίπου 200 ημέρες. Η ομοιότητα στα επίπεδα αποθεμάτων πιθανόν να σημαίνει ότι η φύση των προϊόντων και των πρώτων υλών είναι τέτοια που να ανακυκλώνονται σε ένα τέτοιο διάστημα.

Ο συνολικός λειτουργικός κύκλος της VERTICAL ξεπερνάει τον 1,5 χρόνο, ενώ ο αντίστοιχος της MEKAL ξεπερνάει τα 2 χρόνια. Τα διαστήματα αυτά φαντάζουν μεγάλα και η αιτία είναι, και για τις δύο επιχειρήσεις, κατά κύριο λόγο η μεγάλη πίστωση που παρέχουν στους προμηθευτές τους. Ο καθαρός λειτουργικός κύκλος ξεπερνάει το ένα έτος για την VERTICAL, ενώ γίνεται ακόμα και αρνητικός για την MEKAL λόγω της υψηλής πίστωσης που λαμβάνει. Πάντως αυτό αποτελεί μια ένδειξη ότι δεν αντιμετωπίζει η εταιρεία πρόβλημα ρευστότητας.

Πάντως, σε κάθε περίπτωση θα πρέπει οι επιχειρήσεις να σκεφτούν αναδιοργάνωση της πιστωτικής πολιτικής όσο αφορά την συλλογή των απαιτήσεων, αλλά και να σκεφτούν ένα περισσότερο αποτελεσματικό σύστημα διαχείρισης αποθεμάτων για επίσπευση της διαδικασίας ανακύκλωσης τους.

9.4 Δείκτες Ρευστότητας

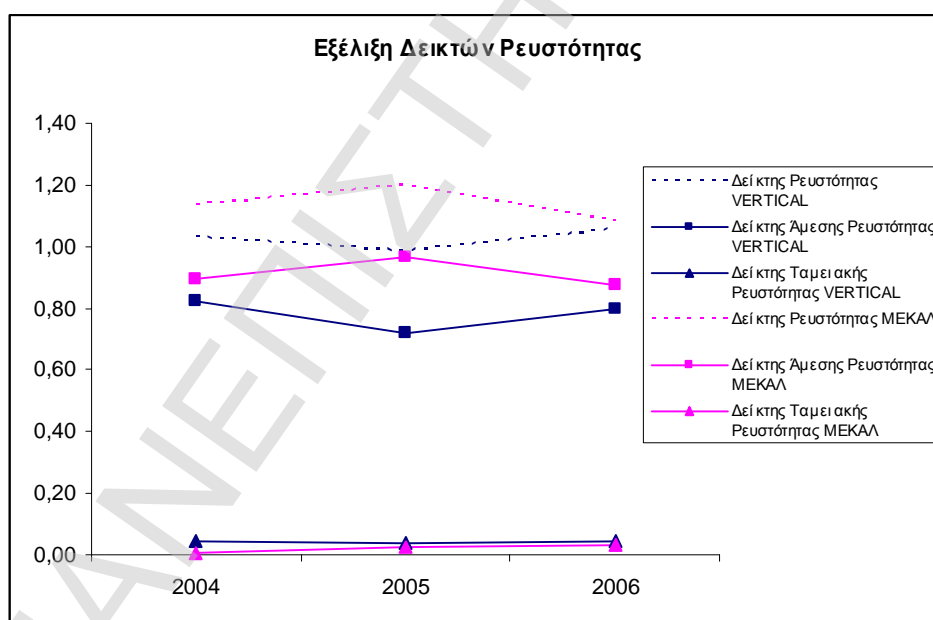
Η ρευστότητα δεν φαίνεται να επηρεάζει άμεσα την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης. Εντούτοις, αν υπάρχει αρκετά καλή εικόνα ρευστότητας, τότε αυτό βοηθάει στην εύρυθμη λειτουργία της και υποστηρίζει έτσι τις ευκαιρίες για υψηλή αποδοτικότητα. Σε αντίθετη περίπτωση εμφανίζονται προβλήματα τα οποία, αλυσιδωτά, μπορεί να οδηγήσουν ακόμα και στην πτώχευση. Στους επόμενους πίνακες και διαγράμματα παρουσιάζονται τα σχετικά αποτελέσματα.

Πίνακας 9.4, Δείκτες ρευστότητας των VERTICAL & ΜΕΚΑΛ

ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ VERTICAL	2004	2005	2006
Δείκτης Ρευστότητας	1,03	0,99	1,05
Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας	0,82	0,72	0,80
Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας	0,05	0,04	0,05

ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΜΕΚΑΛ	2004	2005	2006
Δείκτης Ρευστότητας	1,13	1,20	1,08
Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας	0,89	0,97	0,88
Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας	0,01	0,02	0,03

Σχήμα 9.8, Διαχρονική εξέλιξη των δεικτών ρευστότητας



Η ρευστότητα εμφανίζει περίπου την ίδια εικόνα ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις. Ο δείκτης ρευστότητας βρίσκεται λίγο πάνω από τη μονάδα ενώ παρουσιάζει μια σχετική σταθερότητα διαχρονικά. Εντούτοις, ο δείκτης αυτός

επιθυμείται να βρίσκεται πάνω από το 2, έτσι ώστε να υπάρχει μια σχετική ασφάλεια ρευστότητας.

Πραγματικά, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας δείχνει μια οριακή κατάσταση, καθώς βρίσκεται κάτω από τη μονάδα, ενώ επιθυμείται να βρίσκεται πάνω από τη μονάδα. Βέβαια βρίσκεται αρκετά κοντά στην μονάδα, αλλά δεν παύει να σημαίνει ότι η άμεση ρευστότητα δεν είναι σε τόσο καλά επίπεδα.

Τέλος, όσο αφορά το δείκτη ταμειακής ρευστότητας αυτός βρίσκεται σταθεροποιημένος στα επίπεδα 3% με 5% δείχνοντας ότι οι επιχειρήσεις δεν διακρατούν πολλά διαθέσιμα στα ταμεία τους. Πάντως, ειδικά για το δείκτη αυτό αξιωματικά σημειωθεί ότι οι επιχειρήσεις είναι οικογενειακές και πιθανόν τα όποια μετρητά να χρησιμοποιούνται για κάλυψη των καταναλωτικών αναγκών του οικογενειακού προϋπολογισμού και να μην μένουν στην εταιρεία.

Πάντως, σε κάθε περίπτωση η εικόνα της ρευστότητας των δύο επιχειρήσεων αν και δεν θεωρείται εντελώς απογοητευτική, τότε θεωρείται ότι είναι σε ένα οριακό σημείο τόσο που θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικές μήπως στο άμεσο μέλλον αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας, ιδιαίτερα εάν η υψηλή πίστωση που απολαμβάνουν, ιδιαίτερα η ΜΕΚΑΛ, μειωθεί και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις γίνουν περισσότερο πιεστικές. Θεωρείται ότι θα πρέπει οι επιχειρήσεις να μειώσουν σε κάποιο βαθμό την πίστωση που λαμβάνουν για να βελτιωθεί η εικόνα της ρευστότητας.

9.5 Δείκτες Κάλυψης Υποχρεώσεων

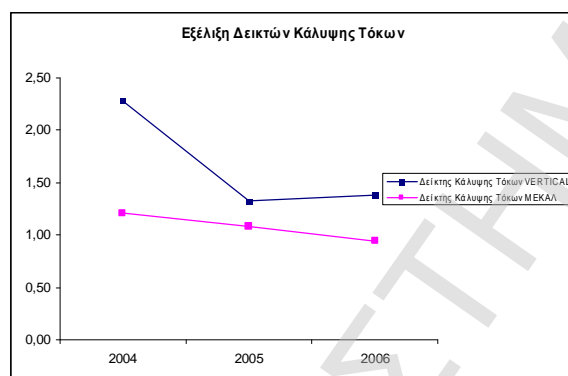
Οι δείκτες αυτοί δείχνουν κατά πόσα τα λειτουργικά κέρδη μιας επιχείρησης (EBIT) επαρκούν για να καλύψουν τις υποχρεώσεις που δημιουργεί η επιχείρηση στους χρηματοδότες της, δηλαδή στους δανειστές της και στους μετόχους της. Στον επόμενο πίνακα και διαγράμματα παρουσιάζονται τα σχετικά αποτελέσματα.

Πίνακας 9.5, Δείκτες κάλυψης υποχρεώσεων των VERTICAL & ΜΕΚΑΛ

ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ VERTICAL	2004	2005	2006
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	2,28	1,32	1,38
Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων	-	1,75	4,99

ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΜΕΚΑΛ	2004	2005	2006
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	1,21	1,09	0,95
Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων	-	-	-

Σχήμα 9.9, Διαχρονική εξέλιξη των δεικτών κάλυψης τόκων



Ο δείκτης κάλυψης τόκων της ΜΕΚΑΛ έχει μια αρνητική τάση η οποία ρίχνει το δείκτη και κάτω από τη μονάδα δείχνοντας μια σχετική αδυναμία κάλυψης των τόκων. Αυτό αποτελεί ένδειξη υπερδανεισμού της επιχείρησης με ό,τι αυτό συνεπάγεται για τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που είναι εκτεθειμένη. Ο αντίστοιχος δείκτης για την VERTICAL φαίνεται να σταθεροποιείται στα επίπεδα του 1,4 – 1,3 φορές κάλυψης των τόκων από τα λειτουργικά κέρδη. Πάντως, θεωρείται επίσης χαμηλό επίπεδο γεγονός που πιθανόν να σημαίνει ότι και η επιχείρηση αυτή να έχει δανειστεί περισσότερο από ότι μπορεί να αντέξει.

Όσο αφορά την κάλυψη μερισμάτων, δεδομένου ότι πρόκειται για οικογενειακές επιχειρήσεις δεν θεωρείται ότι υπάρχει ιδιαίτερος λόγος σχολιασμού των αντίστοιχων δεικτών.

9.6 Δείκτες Χρηματοδοτικής Μόχλευσης

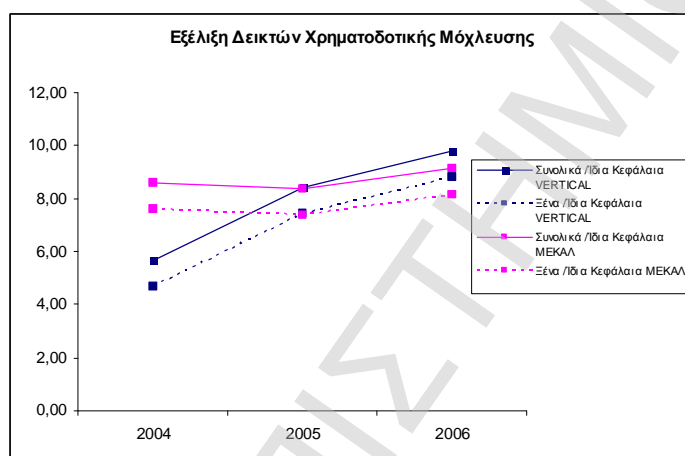
Οι δείκτες αυτοί δείχνουν την ένταση της χρήση ξένων κεφαλαίων για την λειτουργία μιας επιχείρησης. Έτσι, αποτελούν μια πρώτη ένδειξη για την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο μιας επιχείρησης. Τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται παρακάτω.

Πίνακας 9.6, Δείκτες χρηματοδοτικής μόχλευσης των VERTICAL & ΜΕΚΑΛ

ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ VERTICAL	2004	2005	2006
Συνολικά /Ίδια Κεφάλαια	5,68	8,44	9,82
Ξένα /Ίδια Κεφάλαια	4,67	7,44	8,82

ΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΜΕΚΑΛ	2004	2005	2006
Συνολικά /Ίδια Κεφάλαια	8,60	8,35	9,15
Ξένα /Ίδια Κεφάλαια	7,59	7,35	8,15

Σχήμα 9.10, Διαχρονική εξέλιξη των δεικτών χρηματοδοτικής μόχλευσης



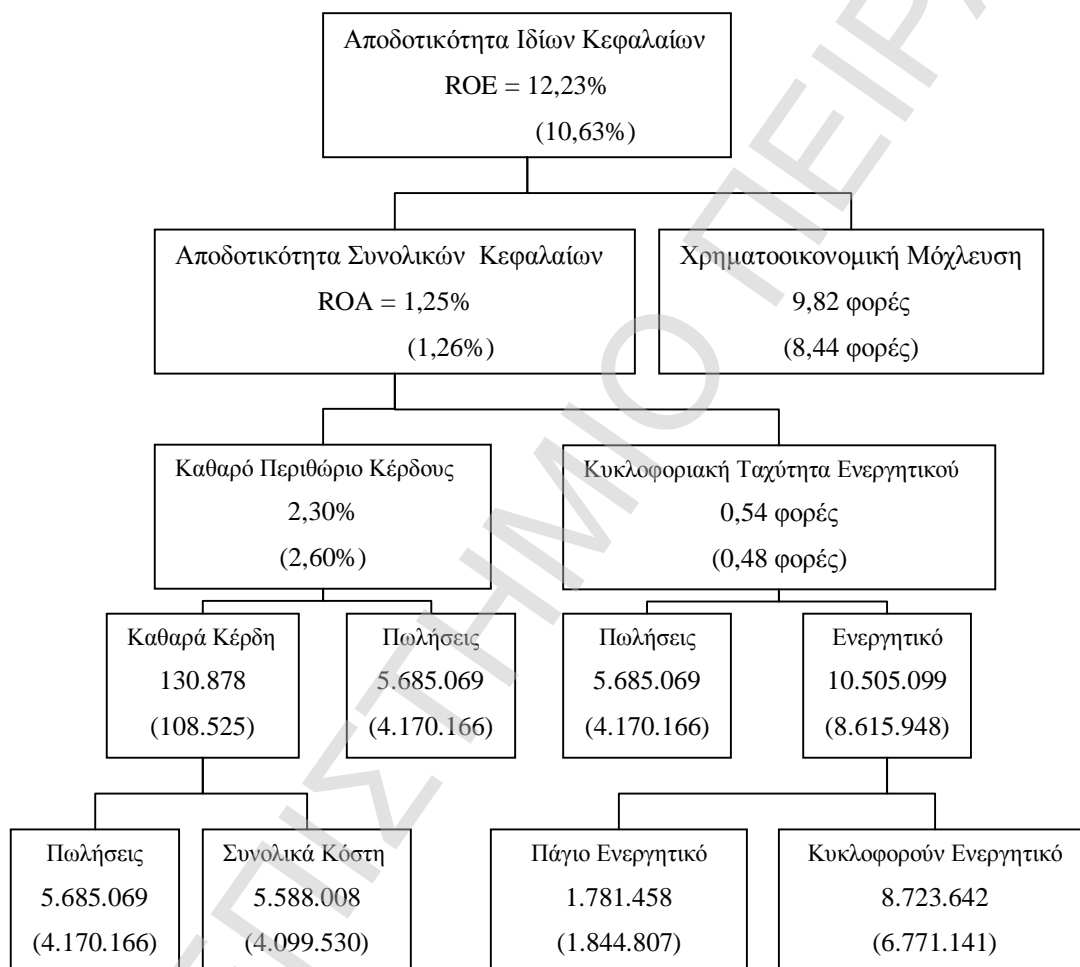
Οι δείκτες εμφανίζουν και για τις δύο επιχειρήσεις μια μικρή ανοδική τάση. Έτσι, κατά το 2006 οι δύο επιχειρήσεις έχουν φτάσει σε σημείο τα συνολικά κεφάλαια τους να είναι 9-10 φορές περισσότερα από τα ίδια κεφάλαια. Δηλαδή για κάθε ένα Ευρώ ιδίων κεφαλαίων, αντιστοιχούν 9-10 Ευρώ συνολικών. Αντιστοίχως, τα ξένα κεφάλαια είναι 8-9 φορές περισσότερα από τα ίδια.

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις αυτές κάνουν ιδιαίτερα έντονη χρήση ξένων κεφαλαίων, κάτι που φάνηκε άλλωστε και από την υψηλή πίστωση που απολαμβάνουν από τους προμηθευτές και από τα υψηλά χρηματοοικονομικά έξοδα που συνεπάγονται των δανείων που έχουν επιβαρυνθεί.

9.7 DuPont Ανάλυση

Η ανάλυση αυτή αποσκοπεί να φωτίσει τα αίτια που προκαλούν μια χαμηλή ή μια υψηλή αποδοτικότητα αναλύοντας σε συνιστώσες τους σχετικούς δείκτες αποδοτικότητας. Τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στα σχήματα παρακάτω.

Σχήμα 9.11, Ολοκληρωμένη προσέγγιση DuPont – VERTICAL A.E.B.E.E. 2006



Σημείωση: Οι τιμές στις παρενθέσεις είναι τα ποσά του 2005

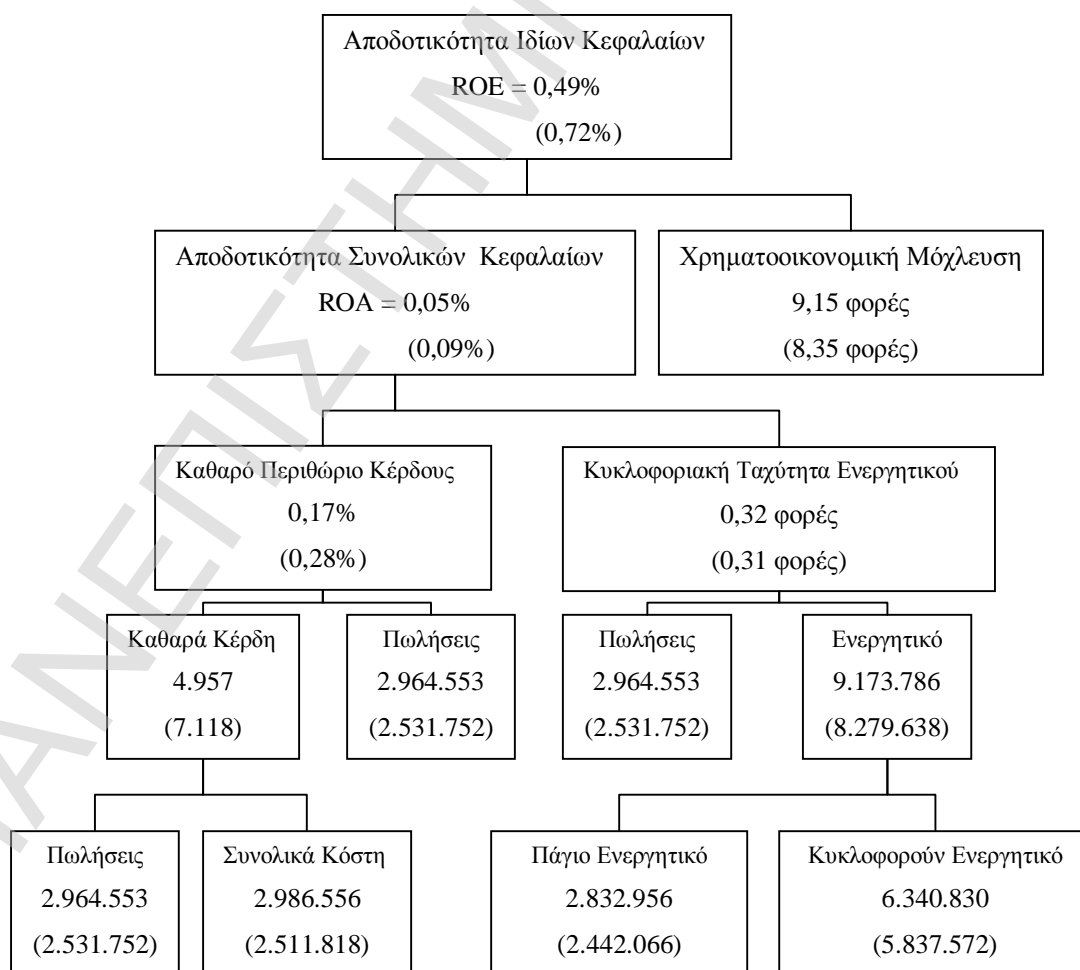
Η επιχείρηση VERTICAL υστερεί και σε επίπεδο περιθωρίου κέρδους και σε επίπεδο κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού. Όσο αφορά το χαμηλό περιθώριο κέρδους αυτό φαίνεται να οφείλεται περισσότερο στα υψηλά κόστη τα οποία καταλαμβάνουν υψηλό μερίδιο από τις πωλήσεις οι οποίες παρουσιάζονται εμφανώς αυξημένες κατά σχεδόν 1,5 δις. Ευρώ ένα καθόλου ευκαταφρόνητο ποσό.

Όσο αφορά την κυκλοφοριακή ταχύτητα, παρατηρείται ότι το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού το καταλαμβάνει το κυκλοφορούν ενεργητικό. Επομένως, σε αυτό θα πρέπει να δοθεί βάρος και να αυξηθεί η ταχύτητα κυκλοφορίας του, έτσι ώστε να αυξηθεί η ταχύτητα κυκλοφορίας και του συνολικού ενεργητικού.

Τέλος, η υψηλή μόχλευση που χρησιμοποιεί η επιχείρηση ενδυναμώνει κάπως την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, αλλά την φέρνει σε επίπεδα λίγο πάνω από το 10%, μια απόδοση που δεν θεωρείται τόσο υψηλή αν αναλογιστεί κανείς τον κίνδυνο που έχουν αναλάβει οι επιχειρηματίες.

Επομένως, και η ανάλυση αποδοτικότητας δείχνει ότι η επιχείρηση θα πρέπει να αυξήσει το περιθώριο κέρδους δίνοντας βάση στη μείωση των εξόδων, αλλά και να αξιοποιήσει πιο αποδοτικά τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία της. Αυτό το τελευταίο εκτός από την αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας είναι δυνατό να αυξήσει και την παραγωγικότητα, άρα να μειώσει το κόστος.

Σχήμα 9.12, Ολοκληρωμένη προσέγγιση DuPont – MEKAL A.E.B.E.E. 2006



Σημείωση: Οι τιμές στις παρενθέσεις είναι τα ποσά του 2005

Η πολύ χαμηλή αποδοτικότητα της επιχείρησης οφείλεται και στο πάρα πολύ χαμηλό καθαρό περιθώριο κέρδους, αλλά και στην πολύ χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα των περιουσιακών της στοιχείων. Το καθαρό περιθώριο κέρδους είναι πολύ χαμηλό λόγω των πολύ υψηλών εξόδων τα οποία φτάνουν να είναι σχεδόν όλες οι πωλήσεις. Έτσι, αν και οι πωλήσεις αυξήθηκαν, τα κόστη αυξήθηκαν και αυτά ανάλογα. Φαίνεται να υπάρχει, λοιπόν, περιορισμένη ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει κέρδη από τις πωλήσεις της.

Επίσης, με περίπου τα ίδια επίπεδα περιουσιακών στοιχείων με την άλλη επιχείρηση, η ΜΕΚΑΛ έχει περίπου τις μισές πωλήσεις από αυτήν. Έτσι, εκτός από την καλύτερη οργάνωση για μείωση του κόστους της, θα πρέπει να διαμορφώσει και κατάλληλες στρατηγικές για αύξηση των πωλήσεων, καθώς αν αναλογιστεί κανείς την ανταγωνίστριά της, φαίνεται να πρέπει να ανέβει επίπεδο πωλήσεων.

Θα πρέπει, επίσης, να αυξήσει και την κυκλοφοριακή ταχύτητα των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού της που αποτελούν το μεγαλύτερο κομμάτι αυτού, για να κατορθώσει να αυξήσει την συνολική ταχύτητα.

Τέλος, η υψηλή μόχλευση που χρησιμοποιεί δεν καταφέρνει να δημιουργήσει μια αποδοτικότητα σε κάποια ανεκτά επίπεδα, καθώς δεν ξεπερνάει καν τις αποδόσεις των απλών καταθέσεων ταμειυτηρίου.

Συνοπτικά, η ανάλυση της αποδοτικότητας και για τις δύο επιχειρήσεις δείχνει ότι θα πρέπει να αλλάξουν τους όρους της πιστωτικής πολιτικής τους. Πιο συγκεκριμένα, η μεν ΜΕΚΑΛ να μην λαμβάνει τόσο μεγάλη πίστωση από τους προμηθευτές της, ενώ και οι δύο θα πρέπει να επισπεύσουν τις διαδικασίες είσπραξης των απαιτήσεών τους. Επιπλέον, θα πρέπει να αναδιοργανώσουν το σύστημα των αποθεμάτων για να υπάρχει μια πιο γρήγορη ανακύκλωση. Με αυτόν τον τρόπο θα μειωθεί το κυκλοφορούν ενεργητικό, όπου φαίνεται ότι υπάρχει υπερεπένδυση χωρίς αντίστοιχη απόδοση κάτι που θα οδηγήσει σε αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας. Επίσης, η αύξηση της παραγωγικότητας θα προκαλέσει μείωση του κόστους και με τη σειρά του αύξηση στα περιθώρια κέρδους. Με αυτόν τον τρόπο θα βελτιωθεί η συνολική αποδοτικότητα και πιθανόν να υπάρχει περιθώριο για μείωση της μόχλευσης για να μειωθεί ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος και τα χρηματοοικονομικά έξοδα που συνεπάγονται τη χρήση μόχλευσης.

Κεφάλαιο 10

Κάθετη Ανάλυση των Επιχειρήσεων

Στους επόμενους πίνακες παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση των επιχειρήσεων για να διερευνηθεί η αναλογία των στοιχείων του ενεργητικού ως προς το σύνολο του ενεργητικού και η αναλογία των διαφόρων εσόδων και εξόδων ως προς τις πωλήσεις. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

Πίνακας 10.1, Κάθετη Ανάλυση Ισολογισμού VERTICAL A.E.B.E.E.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	2004	2005	2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	27,35	21,41	16,96
Αποθέματα	14,48	21,60	20,36
Απαιτήσεις	54,74	54,07	59,07
Ταμείο + Διαθέσιμα	3,42	2,92	3,61
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	72,64	78,59	83,04
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	100,00	100,00	100,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	17,62	11,85	10,19
Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια	11,73	8,57	11,00
Προμηθευτές	14,31	11,11	11,07
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.	56,25	68,41	67,75
Ξένα Βραχυπρόθεσμα Κεφάλαια	70,56	79,52	78,81
ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	82,29	88,09	89,81
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	100,00	100,00	100,00

Το πάγιο ενεργητικό μειώνεται και σαν ποσοστό επί των συνολικών περιουσιακών στοιχείων από χρόνο σε χρόνο καταλαμβάνοντας λιγότερο από 20% κατά το 2006. Η μείωση αυτή πιθανόν και να οφείλεται στις αποσβέσεις των πάγιων στοιχείων. Όμως, αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχουν νέες επενδύσεις σε πάγια κυκλοφοριακά στοιχεία.

Όσο αφορά το κυκλοφορούν ενεργητικό, οι απαιτήσεις αποτελούν το μεγαλύτερο κομμάτι του και μάλιστα σταθερά πάνω από το μισό ενεργητικό αγγίζοντας και το 60% κατά το 2006. Είναι φανερό ότι οι επιχειρήσεις αυτή δουλεύει με αρκετή πίστωση προς τους πελάτες της.

Η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων μειώνεται διαχρονικά φτάνοντας και στο 10% περίπου για το 2006. Από τα ξένα κεφάλαια, η συντριπτική πλειοψηφία είναι βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, όπου τα περισσότερα αποτελούν βραχυπρόθεσμες

χρηματοδοτήσεις και χρέη. Πάντως, η αναλογία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων με τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια είναι περίπου η ίδια δείχνοντας μια επιχείρηση που χρησιμοποιεί βραχυπρόθεσμα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία. Πάντως η μεγάλη αναλογία των βραχυπρόθεσμων διάφορων υποχρεώσεων που πιέζουν πιθανόν να προκαλέσει και κάποια προβλήματα ρευστότητας.

Πίνακας 10.2, Κάθετη Ανάλυση Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως VERTICAL A.E.B.E.E.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	2004	2005	2006
Πωλήσεις	100,00	100,00	100,00
Κόστος Πωληθέντων	75,77	72,21	75,13
Μικτά Αποτελέσματα	24,23	27,79	24,87
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	0,49	0,20	0,27
Έξοδα Διοίκησης	14,56	20,20	18,01
Κέρδη προ Τόκων & Φόρων (EBIT)	10,16	7,78	7,14
Μείον Τόκοι Χρεωστικοί	4,46	5,89	5,16
Κέρδη Εκμετάλλευσης	5,70	1,89	1,98
Πλέον Έκτακτα Αποτελέσματα	0,37	0,71	0,32
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (EBT)	6,07	2,60	2,30

Το κόστος των πωληθέντων βρίσκεται σταθερά στα επίπεδα του 75% δείχνοντας ότι δεν υπάρχουν πολλά περιθώρια για μείωση προς τα κάτω αυτού του ποσοστού. Τα άλλα κέρδη και τα έκτακτα αποτελέσματα καταλαμβάνουν ποσοστά κάτω από το 1% επί των πωλήσεων δείχνοντας ότι τα έσοδα της επιχείρησης έχουν μια σχετική ποιότητα προερχόμενα από τις κύριες λειτουργίες της επιχείρησης.

Τα έξοδα διοίκησης καλύπτουν σταθερά ένα ποσοστό γύρω στο 15%-20%, ενώ οι τόκοι ένα ποσοστό άνω του 5%. Ουσιαστικά οι δύο αυτές κατηγορίες εξόδων καλύπτουν ένα 20%-25% των πωλήσεων και «τρώνε» το 25% που αφήνουν περιθώριο τα κόστη πωληθέντων που δεν φαίνονται να μπορούν να μειωθούν. Επομένως, γίνεται αντιληπτό γιατί θα πρέπει να δοθεί βάρος στα έξοδα διοίκησης και τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Πάντως, η εγκατάσταση ενός αποδοτικού συστήματος διαχείρισης αποθεμάτων αναμένεται να μειώσει και το ποσοστό του κόστους πωληθέντων σε κάποιο βαθμό.

Πίνακας 10.3, Κάθετη Ανάλυση Ισολογισμού ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	2004	2005	2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	25,32	29,49	30,88
Αποθέματα	15,92	13,60	13,10
Απαιτήσεις	58,42	55,46	53,92
Ταμείο + Διαθέσιμα	0,34	1,44	2,10
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	74,68	70,51	69,12
	-	-	-
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	100,00	100,00	100,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	11,63	11,97	10,93
Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια	22,41	29,16	25,24
Προμηθευτές	65,87	58,82	63,84
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.	-	-	-
Ξένα Βραχυπρόθεσμα Κεφάλαια	65,87	58,82	63,84
ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	88,28	87,98	89,07
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	100,00	100,00	100,00

Η ΜΕΚΑΛ έχει υψηλότερο ποσοστό χρήση παγίων το οποίο βρίσκεται σταθερά στο 25%-30%. Επίσης, οι απαιτήσεις αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού, όπου βρίσκονται σταθερά πάνω από το 50% του συνολικού ενεργητικού. Έτσι, και η ΜΕΚΑΛ δείχνει ότι παρέχει μεγάλη πίστωση στους πελάτες της, όπως και η ανταγωνίστριά της.

Η κεφαλαιακή της διάρθρωση μοιάζει με αυτή της VERTICAL, καθώς μόλις το 10% περίπου είναι ίδια κεφάλαια. Πάντως, από τα ξένα κεφάλαια ένα σημαντικό μερίδιο, περί το 25% του συνόλου του παθητικού, αποτελούν μακροπρόθεσμα κεφάλαια ως απόρροια ενός δανεισμού για επέκταση της επιχείρησης και σε άλλο τομέα.

Πάντως, σε γενικές γραμμές η επιχείρηση χρησιμοποιεί λιγότερα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, περί το 35%, για να χρηματοδοτήσει πάγια περιουσιακά στοιχεία που φτάνουν το 30%. Επομένως, φαίνεται μια ορθή χρήση και διαχείριση κεφαλαίων μέσα από αυτές τις αναλογίες.

Πίνακας 10.4, Κάθετη Ανάλυση Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	2004	2005	2006
Πωλήσεις	100,00	100,00	100,00
Κόστος Πωληθέντων	74,28	73,65	68,08
Μικτά Αποτελέσματα	25,72	26,35	31,92
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	-	-	0,09
Έξοδα Διοίκησης	15,44	16,38	20,50
Κέρδη προ Τόκων & Φόρων (EBIT)	10,28	9,96	11,51
Μείον Τόκοι Χρεωστικοί	8,49	9,18	12,16
Κέρδη Εκμετάλλευσης	1,79	0,79	- 0,65
Πλέον Έκτακτα Αποτελέσματα	- 1,23	- 0,51	0,82
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (EBT)	0,56	0,28	0,17

Όπως και η άλλη επιχείρηση, έτσι και η ΜΕΚΑΛ έχει ποσοστό κόστους πωληθέντων στα επίπεδα του 70%. Ομοίως, τα έκτακτα έξοδα αποτελούν ποσοστά κάτω του 1% επί των πωλήσεων δείχνοντας μια σχετική ποιότητα στα έσοδα.

Πάντως, τα έξοδα διοίκησης, με ανοδική τάση που φτάνουν στο 20%, και τα χρηματοοικονομικά έξοδα, με επίσης ανοδική τάση που φτάνουν στο 12%, αντισταθμίζουν σχεδόν εξολοκλήρου το περιθώριο που αφήνουν τα κόστη πωληθέντων μηδενίζοντας σχεδόν τα καθαρά περιθώρια κέρδους.

Η ανάλυση αυτή δείχνει, όπως φάνηκε και στη σχετική ανάλυση δεικτών, ότι το πρόβλημα της ΜΕΚΑΛ αποτελούν τα υψηλά έξοδα διοίκησης και ιδιαίτερα τα χρηματοοικονομικά έξοδα τα οποία πρέπει να μειωθούν για να δημιουργηθεί κάποιο υψηλότερο αποδεκτό περιθώριο κέρδους.

Κεφάλαιο 11

Οριζόντια Ανάλυση & Ανάλυση Τάσης των Επιχειρήσεων

Στους επόμενους πίνακες παρουσιάζεται η οριζόντια ανάλυση και η ανάλυση τάσης των επιχειρήσεων για να διερευνηθεί η εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών και να αποτυπωθούν, αν υπάρχουν, κάποιες τάσεις, έτσι ώστε να αποφασιστεί σε ποια σημεία θα πρέπει να δώσει την προσοχή της η κάθε επιχείρηση.

Πίνακας 11.1, Οριζόντια Ανάλυση Ισολογισμού VERTICAL A.E.B.E.E.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	2004	2005	2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-	-4,16	-3,43
Αποθέματα	-	82,67	14,91
Απαιτήσεις	-	20,90	33,21
Ταμείο + Διαθέσιμα	-	4,54	50,87
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-	32,44	28,84
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	-	22,42	21,93
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	-	17,70	4,84
Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια	-	10,55	56,45
Προμηθευτές	-	-4,97	21,48
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.	-	48,88	20,75
Ξένα Βραχυπρόθεσμα Κεφάλαια	-	37,96	20,85
ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	-	31,04	24,31
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	-	22,42	21,93

Παρατηρείται η μείωση του πάγιου ενεργητικού σε οριακά επίπεδα της τάξης του 3%-4%. Εντούτοις, το ενεργητικό αυξάνεται με ρυθμό άνω του 20% που οφείλεται στην αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά 28%-32% την τελευταία 2ετία που είχε ως κύρια πηγή απόδοσης την αύξηση των αποθεμάτων κατά 80% το 2005, ενώ και οι απαιτήσεις «τρέχουν» με ρυθμό 20% και 33% για τα έτη 2005 και 2006 αντίστοιχα.

Τα ίδια κεφάλαια αυξάνονται αλλά με σημαντική πτώση στο ρυθμό τους. Τα ξένα κεφάλαια αυξάνονται με υψηλότερο ρυθμό, γεγονός που δείχνει ότι η επιχείρηση θα στηρίζεται όλο και περισσότερο σε αυτά. Πάντως, η αύξηση των μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων είναι υψηλότερη από εκείνη των βραχυπρόθεσμων.

Σε γενικές γραμμές παρατηρείται υψηλή αύξηση σχεδόν όλων των μεγεθών του ενεργητικού και παθητικού της επιχείρησης.

Πίνακας 11.2, Οριζόντια Ανάλυση Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως VERTICAL A.E.B.E.E.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	2004	2005	2006
Πωλήσεις	-	-8,40	36,33
Κόστος Πωληθέντων	-	-12,70	41,83
Μικτά Αποτελέσματα	-	5,03	22,02
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	-	-62,42	87,62
Έξοδα Διοίκησης	-	27,08	21,50
Κέρδη προ Τόκων & Φόρων (EBIT)	-	-29,81	25,06
Μείον Τόκοι Χρεωστικοί	-	20,96	19,38
Κέρδη Εκμετάλλευσης	-	-69,56	42,71
Πλέον Έκτακτα Αποτελέσματα	-	75,45	38,46
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (EBT)	-	-60,71	20,60

Οι πωλήσεις παρουσιάζουν μια αρκετά σημαντική αύξηση της τάξης των 36%, αλλά τα κέρδη αυξάνονται με μικρότερο ρυθμό περί του 20%, γεγονός που δείχνει την αδυναμία της επιχείρησης να δημιουργήσει κέρδη. Το κόστος πωληθέντων αυξάνει περίπου όσο και οι πωλήσεις, ενώ τα έξοδα διοίκησης και τα χρηματοοικονομικά έξοδα αυξάνουν με κάπως μικρότερο ρυθμό. Πάντως, και στο πλαίσιο της οριζόντιας ανάλυσης είναι φανερή η αδυναμία της επιχείρησης να δημιουργήσει κέρδη από τις πωλήσεις.

Πίνακας 11.3, Οριζόντια Ανάλυση Ισολογισμού ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	2004	2005	2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-	78,68	16,01
Αποθέματα	-	31,03	6,67
Απατήσεις	-	45,60	7,73
Ταμείο + Διαθέσιμα	-	557,38	61,32
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	-	44,80	8,62
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	-	53	10,80
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	-	57,88	1,15
Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια	-	99,57	-4,11
Προμηθευτές	-	36,96	20,25
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.	-		
Ξένα Βραχυπρόθεσμα Κεφάλαια	-	36,96	20,25
ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	-	52,85	12,18
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	-	53,38	10,80

Το πάγιο ενεργητικό αυξάνεται, καθώς η επιχείρηση έχει επεκταθεί και σε άλλο τομέα παραγωγής. Επίσης, μικρές και μεγάλες αυξήσεις παρατηρούνται σε όλα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, καθώς και όλο το ενεργητικό.

Ο ρυθμός αύξησης των ιδίων κεφαλαίων μειώνεται πάρα πολύ, ενώ τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια μετά από τον διπλασιασμό τους το 2005 εμφάνισαν μια ελάχιστη πτώση το 2006. Συνολικά τα ξένα κεφάλαια αυξάνονται, αλλά με αρκετά μειούμενο ρυθμό.

Πίνακας 11.4, Οριζόντια Ανάλυση Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	2004	2005	2006
Πωλήσεις	-	- 1,32	17,09
Κόστος Πωληθέντων	-	- 2,15	8,24
Μικτά Αποτελέσματα	-	1,10	41,85
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	-		
Έξοδα Διοίκησης	-	4,71	46,50
Κέρδη προ Τόκων & Φόρων (EBIT)	-	- 4,33	35,27
Μείον Τόκοι Χρεωστικοί	-	6,67	55,19
Κέρδη Εκμετάλλευσης	-	- 56,56	-196,82
Πλέον Έκτακτα Αποτελέσματα	-	- 59,46	-289,27
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (EBT)	-	- 50,15	-30,36

Οι πωλήσεις εμφάνισαν μια συμπαθητική αύξηση της τάξης του 17%, ενώ το κόστος πωληθέντων αυξάνεται με μικρότερο ρυθμό. Εντούτοις, τα έξοδα διοίκησης και τα χρηματοοικονομικά έξοδα αυξάνονται με ιλιγγιώδεις ρυθμούς της τάξης των 46% και 55% αντίστοιχα. Η μεγάλη αυτή αύξηση αποτελεί ένδειξη για την μεγάλη πτώση των κερδών προ φόρων. Είναι φανερό η αδυναμία της επιχείρησης να μετατρέψει τις περισσότερες πωλήσεις σε υψηλότερα κέρδη.

Πίνακας 11.5, Ανάλυση Τάσης Ισολογισμού VERTICAL A.E.B.E.E.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	2004	2005	2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	100,00	95,84	92,55
Αποθέματα	100,00	182,67	209,91
Απαιτήσεις	100,00	120,90	161,05
Ταμείο + Διαθέσιμα	100,00	104,54	157,72
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	100,00	132,44	170,63
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	100,00	122,42	149,26
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	100,00	82,30	86,28
Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια	100,00	89,45	139,95
Προμηθευτές	100,00	95,03	115,45
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.	100,00	148,88	179,76
Ξένα Βραχυπρόθεσμα Κεφάλαια	100,00	137,96	166,72
ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	100,00	131,04	162,91
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	100,00	122,42	149,26

Το καθαρό πάγιο εμφανίζει μια σχετικά σταθερότητα, ενώ το κυκλοφορούν μια ανοδική τάση. Για αυτό και το συνολικό ενεργητικό, καθώς το κυκλοφορούν αποτελεί το σημαντικότερο κομμάτι του, εμφανίζει μια ανοδική τάση επίσης. Η ανοδική τάση στα αποθέματα και τις απαιτήσεις είναι επίσης κάτι το εμφανές.

Πίνακας 11.6, Ανάλυση Τάσης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως VERTICAL A.E.B.E.E.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	2004	2005	2006
Πωλήσεις	100,00	91,60	124,87
Κόστος Πωληθέντων	100,00	87,30	123,82
Μικτά Αποτελέσματα	100,00	105,03	128,16
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	100,00	37,58	70,51
Έξοδα Διοίκησης	100,00	127,08	154,40
Κέρδη προ Τόκων & Φόρων (EBIT)	100,00	70,19	87,78
Μείον Τόκοι Χρεωστικοί	100,00	120,96	144,41
Κέρδη Εκμετάλλευσης	100,00	30,44	43,45
Πλέον Έκτακτα Αποτελέσματα	100,00	175,45	107,97
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (EBT)	100,00	39,29	47,38

Οι πωλήσεις εμφανίζουν μια σχετική ανοδική τάση, όμως τα κέρδη εμφανίζουν μια λιγότερο ανοδική τάση και βρίσκονται σε μεγάλη πτώση μετά το 2004. Το κόστος πωληθέντων έχει ανοδική τάση, ενώ ίδια τάση έχουν και τα έξοδα διοίκησης και τα

χρηματοοικονομικά έξοδα. Εντούτοις, όπως έδειξε η οριζόντια ανάλυση οι ρυθμοί των εξόδων είναι υψηλότερη από ότι των πωλήσεων.

Πίνακας 11.7, Ανάλυση Τάσης Ισολογισμού ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	2004	2005	2006
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	100,00	178,68	207,28
Αποθέματα	100,00	131,03	139,76
Απαιτήσεις	100,00	145,60	156,85
Ταμείο + Διαθέσιμα	100,00	657,38	1.060,48
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	100,00	144,80	157,28
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	100,00	153,38	169,94
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	100,00	157,88	159,70
Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια	100,00	199,57	191,37
Προμηθευτές	100,00	136,96	164,69
Άλλες Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.			
Ξένα Βραχυπρόθεσμα Κεφάλαια	100,00	136,96	164,69
ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	100,00	152,85	171,46
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	100,00	153,38	169,94

Η υψηλή ανοδική τάση είναι φανερή ως προς το πάγιο ενεργητικό, ενώ σε πιο ήπια μορφή εμφανίζεται για το κυκλοφορούν. Καθώς το κυκλοφορούν αποτελεί το μεγαλύτερο κομμάτι του ενεργητικού, το συνολικό ενεργητικό αυξάνεται επίσης με μικρή τάση. Τα αποθέματα και οι απαιτήσεις αυξάνονται επίσης με μέτριους ρυθμούς, ενώ η τεράστια αύξηση των διαθέσιμων δεν επηρεάζει σε κάτι καθώς σύμφωνα με την κάθετη ανάλυση καταλαμβάνουν μικρό ποσοστό στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων.

Τα ίδια κεφάλαια εμφανίζουν μικρή ανοδική τάση, όπως και το σύνολο του παθητικού. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν μια σημαντική ανοδική τάση, ενώ οι μακροπρόθεσμες παρουσιάζουν αυξομείωση.

Πίνακας 11.8, Ανάλυση Τάσης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	2004	2005	2006
Πωλήσεις	100,00	98,68	115,55
Κόστος Πωληθέντων	100,00	97,85	105,91
Μικτά Αποτελέσματα	100,00	101,10	143,40
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως			
Έξοδα Διοίκησης	100,00	104,71	153,39
Κέρδη προ Τόκων & Φόρων (EBIT)	100,00	95,67	129,41
Μείον Τόκοι Χρεωστικοί	100,00	106,67	165,54
Κέρδη Εκμετάλλευσης	100,00	43,44	- 42,06
Πλέον Έκτακτα Αποτελέσματα	100,00	40,54	- 76,73
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (EBT)	100,00	49,85	34,72

Οι πωλήσεις της επιχείρησης εμφανίζουν μικρές αυξομειώσεις. Εντούτοις, τα κέρδη εμφανίζουν σημαντική πτωτική τάση αποτυπώνοντας την αδυναμία της επιχείρησης να παράγει κέρδη. Ενώ το κόστος πωληθέντων εμφανίζει μια σχετική σταθερότητα, τα έξοδα διοίκησης και τα χρηματοοικονομικά έξοδα εμφανίζουν μια ιδιαίτερα ανοδική τάση δείχνοντας πιθανόν που βρίσκεται η αδυναμία της επιχείρησης να παράγει κέρδη.

Κεφάλαιο 12

Ανάλυση Κινδύνου των Επιχειρήσεων

Η ολοκληρωμένη αξιολόγηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης πρέπει πάντα να γίνεται και με βάση την ανάλυση του κινδύνου της που δείχνει πόσο έχει εκτεθεί σε κίνδυνο μια επιχείρηση έτσι ώστε να επιτύχει τις όποιες αποδόσεις κατάφερε να πραγματοποιήσει.

Στο πλαίσιο αυτό παρουσιάζεται για κάθε μια επιχείρηση η ανάλυση του επιχειρηματικού και του χρηματοοικονομικού κινδύνου που έχουν αναλάβει.

12.1 Ανάλυση Επιχειρηματικού Κινδύνου

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος μετράται σε ένα πρώτο επίπεδο με βάση την μεταβλητότητα του δείκτη αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (ROIC). Βέβαια, σε περίπτωση που τα επενδυμένα κεφάλαια είναι περίπου τα ίδια, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των δύο επιχειρήσεων, μπορεί να μετρηθεί και με βάση την μεταβλητότητα των λειτουργικών κερδών (EBIT).

Επίσης, σε δεύτερο επίπεδο, ο επιχειρηματικός κίνδυνος μετράται και με τον βαθμό λειτουργικής μόχλευσης (ΒΛΜ) που μετράει την ευαισθησία των κερδών ως προς τις πωλήσεις. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 12.1 Μέτρηση Επιχειρηματικού Κινδύνου των VERTICAL A.E.B.E.E. & ΜΕΚΑΛ Α.Ε.Β.Ε.Ε.

	VERTICAL	ΜΕΚΑΛ
Τυπική απόκλιση EBIT	69.293,54	48.419,42
Συντελεστής Μεταβλητότητας EBIT	17,43%	16,94%
Βαθμός Λειτουργικής Μόχλευσης (ΒΛΜ)	0,69	2,06

Η VERTICAL έχει υψηλότερη τυπική απόκλιση στα λειτουργικά της κέρδη. Εντούτοις, προτιμότερο κριτήριο σύγκρισης είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας που μετράει σχετικά τα δύο μεγέθη. Με βάση αυτόν, οι δύο επιχειρήσεις εμφανίζουν περίπου ίδια ποσοστιαία απόκλιση των λειτουργικών κερδών τους γεγονός που αντανακλά περίπου ίδια επίπεδα επιχειρηματικού κινδύνου.

Εντούτοις, η ΜΕΚΑΛ εμφανίζει υψηλότερο βαθμό λειτουργικής μόχλευσης. Πιο συγκεκριμένα, για μια ποσοστιαία αύξηση (μείωση) 1% επί των πωλήσεων των επιχειρήσεων, η ΜΕΚΑΛ αναμένεται να έχει περίπου 2% αύξηση (μείωση) των λειτουργικών της κερδών, ενώ η VERTICAL θα έχει αύξηση (μείωση) κατά περίπου 0.69% των λειτουργικών της κερδών. Επομένως, η ΜΕΚΑΛ φαίνεται να είναι εκτεθειμένη σε λίγο περισσότερο επιχειρηματικό κίνδυνο όπως δείχνει ο βαθμός λειτουργικής της μόχλευσης.

12.2 Ανάλυση Χρηματοοικονομικού Κινδύνου

Και οι δύο επιχειρήσεις δεν φαίνονται να είναι εκτεθειμένες σε υψηλά επίπεδα επιχειρηματικού κινδύνου, όπως δείχνουν οι χαμηλές τιμές του συντελεστή μεταβλητότητας των λειτουργικών κερδών και του ΒΛΜ. Επομένως, φαίνεται να υπάρχει η ευκαιρία για ανάληψη χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Πραγματικά όλη η προηγούμενη ανάλυση έδειξε ότι και οι δύο επιχειρήσεις στηρίζονται σε ξένα κεφάλαια σε ποσοστά 90%, γεγονός που δείχνει ότι έχουν μάλλον υπερδανειστεί και ότι το ύψος των ξένων κεφαλαίων είναι τόσο υψηλό που έχει εκτινάξει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο των επιχειρήσεων σε πολύ μεγάλα επίπεδα. Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζεται και ο υπολογισμός του βαθμού χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Πίνακας 12.2 Μέτρηση Χρηματοοικονομικού Κινδύνου των VERTICAL A.E.B.E.E. & ΜΕΚΑΛ A.E.B.E.E.

	VERTICAL	ΜΕΚΑΛ
Βαθμός Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (ΒΧΜ)	0,82	-0,86

Η VERTICAL δεν φαίνεται να έχει υψηλό βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης, υπό την έννοια ότι μια αύξηση (μείωση) 1% στα λειτουργικά κέρδη επιφέρει αύξηση (μείωση) 0,82% στα καθαρά κέρδη. Αντίθετα, ο συντελεστής της ΜΕΚΑΛ είναι αρνητικός δείχνοντας ακόμα μια φορά την αδυναμία της επιχείρησης να μετατρέψει τα λειτουργικά κέρδη σε καθαρά κέρδη εξαιτίας του υψηλού δανεισμού που επιφέρει υψηλές χρηματοοικονομικές δαπάνες.

Κεφάλαιο 13

Τελικά Συμπεράσματα - Προτάσεις

Στα κεφάλαια από 9 έως και 12 παρουσιάστηκε η χρηματοοικονομική ανάλυση των δύο μικρομεσαίων επιχειρήσεων VERTICAL A.E.B.E.E. και ΜΕΚΑΛ A.E.B.E.E. οι οποίες δραστηριοποιούνται στην κατασκευή και εμπορία προϊόντων σιδήρου και αλουμινίου. Πρόκειται για επιχειρήσεις που ανήκουν στον δευτερογενή τομέα της οικονομίας και είναι συγκρίσιμες μεταξύ τους τόσο σε επίπεδο μεγέθους, καθώς και οι δύο επιχειρήσεις έχουν ενεργητικό περί τα 10 δις. Ευρώ, όσο και σε επίπεδο κλάδου, καθώς πρόκειται ουσιαστικά για ομοειδείς επιχειρήσεις.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση έγινε με την ανάλυση δεικτών, με κάθετη ανάλυση (ανάλυση κοινού μεγέθους), με οριζόντια ανάλυση και με ανάλυση τάσης. Επιπροσθέτως, η χρηματοοικονομική ανάλυση εμπλουτίστηκε και από την ανάλυση κινδύνου, τόσο του επιχειρηματικού όσο και του χρηματοοικονομικού, που είναι εκτεθειμένες οι δύο επιχειρήσεις. Οι αναλύσεις αυτές έγιναν μόνο με στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων κατά την τελευταία 3ετία, δηλαδή τους ισολογισμούς και τις καταστάσεις των αποτελεσμάτων χρήσεως. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν ήταν τα εξής:

- Και οι δύο επιχειρήσεις έχουν πολύ *χαμηλή αποδοτικότητα*, ιδιαίτερα η ΜΕΚΑΛ, τόσο σε επίπεδο συνολικών όσο και σε επίπεδο ιδίων κεφαλαίων
- Η χαμηλή αποδοτικότητα, σύμφωνα με την DuPont ανάλυση, οφείλεται τόσο στο πολύ *χαμηλό περιθώριο κέρδους* που έχουν και οι δύο επιχειρήσεις, όσο και στην *χαμηλή ταχύτητα των περιουσιακών τους στοιχείων*.
- Το *χαμηλό περιθώριο κέρδους* θεωρείται ότι οφείλεται περισσότερο στα έξοδα. Οι πωλήσεις βρίσκονται σε αρκετά καλά επίπεδα και εμφανίζουν μάλιστα μια ανοδική τάση για το 2006. Εντούτοις, και οι δύο επιχειρήσεις εμφανίζουν μια χαρακτηριστική αδυναμία να μετατρέψουν τις παραπάνω πωλήσεις τους σε κέρδη. Μάλιστα, η μεν VERTICAL εμφανίζει κέρδη με λιγότερη αύξηση από ότι οι πωλήσεις, ενώ η δε ΜΕΚΑΛ εμφανίζει ακόμα και μείωση κερδών αν και αυξάνονται οι πωλήσεις της.

- Όσο αφορά τα *έξοδα* και οι δύο επιχειρήσεις εμφανίζουν πολύ υψηλό ποσοστό κόστος πωληθέντων, περί το 70%-75%, το οποίο πιθανόν και να χαρακτηρίζει τον κλάδο και να μην αφήνει και πολλά περιθώρια στις επιχειρήσεις να μπορούν να κάνουν κάτι.
- Όσο αφορά τα *έξοδα* και πάλι, και οι δύο επιχειρήσεις, ιδιαίτερα η ΜΕΚΑΛ, έχουν τόσο υψηλά έξοδα διοίκησης και χρηματοοικονομικά που καταναλώνουν το περιθώριο που αφήνει το κόστος πωληθέντων.
- Όσο αφορά τα *έσοδα*, σχεδόν όλα είναι λειτουργικά και προέρχονται από την κύρια λειτουργία των επιχειρήσεων. Αυτό φανερώνει μια καλή ποιότητα εσόδων. Παράλληλα ο επιχειρηματικός κίνδυνος και των δύο επιχειρήσεων φαίνεται να είναι αρκετά χαμηλός.
- Όσο αφορά τη χρήση των *περιουσιακών τους στοιχείων*, οι δύο επιχειρήσεις εξαρτώνται σε πολύ μεγάλο βαθμό από κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Εντούτοις, οι πωλήσεις τους θεωρούνται μάλλον δυσανάλογες ως προς το ύψος των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό αποτελεί μια ένδειξη για υπερεπένδυση και για τις δύο επιχειρήσεις οι οποίες διατηρούν πολύ υψηλό επίπεδο αποθεμάτων και έχουν υψηλούς λογαριασμούς σε πωλήσεις επί πιστώσει. Για την ακρίβεια και στις δύο επιχειρήσεις, οι πωλήσεις επί πιστώσει, δηλαδή οι απαιτήσεις έναντι των πελατών αποτελούν το συντριπτικό κομμάτι του κυκλοφορούντος ενεργητικού.
- Η κατάσταση *ρευστότητας* και στις δύο επιχειρήσεις είναι σε οριακά επίπεδα. Ναι μεν κατά το 2006 δεν εμφανίζονται τόσο ιδιαίτερα προβλήματα, ειδικά στο γενικό δείκτη ρευστότητας, αλλά είναι τόσο οριακή η κατάσταση που μπορεί να εμφανιστούν προβλήματα στο μέλλον.
- Όσο αφορά την *κεφαλαιακή δομή* των δύο επιχειρήσεων, και οι δύο επιχειρήσεις στηρίζονται πάρα πολύ σε ξένα κεφάλαια, κατά 90% περίπου. Αν και ο χαμηλός επιχειρηματικός κίνδυνος έδινε περιθώρια στις δύο επιχειρήσεις να χρησιμοποιήσουν μόχλευση για να έχουν καλύτερες αποδόσεις, εντούτοις, η τόσο υψηλή χρήση ξένων κεφαλαίων έχει υπερχρεώσει τις δύο επιχειρήσεις με συνέπεια η ΜΕΚΑΛ να δυσκολεύεται να αποπληρώσει τις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις.
- Η *πολύ υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση* που χρησιμοποιούν και οι δύο επιχειρήσεις δεν ωφέλησε ιδιαίτερα καμία από αυτές με την έννοια να αυξήσει

την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων σε σημαντικό βαθμό. Αντίθετα, μάλλον αύξησε τον συνολικό κίνδυνο των επιχειρήσεων αυξάνοντας πρώτα τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι τα συμπεράσματα που προκύψαν ελέγχονται ως προς την αξιοπιστία τους όχι μόνο λόγω των εγγενών προβλημάτων που ανακύπτουν στο πλαίσιο της ανάλυσης αριθμοδεικτών και της γενικότερης χρηματοοικονομικής ανάλυσης, όπως έχουν λεπτομερώς παρουσιαστεί στο θεωρητικό πλαίσιο της παρούσας εργασίας, αλλά και εξαιτίας ενός άλλου ιδιαίτερου λόγου που έχει να κάνει με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων.

Και οι δύο επιχειρήσεις είναι καθαρά οικογενειακές. Και στις δύο οι μέτοχοι είναι λίγα φυσικά πρόσωπα, 2-3, τα οποία είναι άτομα της οικογένειας. Αυτό σημαίνει ότι πιθανόν πολλά έξοδα να είναι πλασματικά. Για παράδειγμα, τα έξοδα διοίκησης είναι δυνατό να αφορούν μισθούς και ημερομίσθια που δίνουν οι ιδιοκτήτες στους εαυτούς τους. Επίσης, για φορολογικούς σκοπούς πιθανόν να εγγράφουν διάφορα κόστη τα όποια μπορεί να μην υπάρχουν άμεσα ή να καλύπτονται με μετρητά. Για παράδειγμα, τα κέρδη που εγγράφει η ΜΕΚΑΛ δεν ξεπερνάνε τα ετήσια εισοδήματα ενός χαμηλοσυνταξιούχου.

Πραγματικά, θα πρέπει να τονιστεί σε αυτό το σημείο ότι τα παραπάνω συμπεράσματα σχετικά με την οικονομική κατάσταση των δύο επιχειρήσεων βασίστηκαν σε μεθοδολογίες και εργαλεία που έχουν ευρεία χρήση για χρηματοοικονομική ανάλυση μεγάλων επιχειρήσεων. Αυτό σημαίνει ότι τίθεται θέμα σχετικά με την αξιοπιστία ορισμένων συμπερασμάτων. Για παράδειγμα, όπως έχει ήδη αναφερθεί σε θεωρητικό επίπεδο, τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων δεν προσφέρουν ιδιαίτερα στοιχεία περί της δυναμικής τους, καθώς η εξέλιξή τους και η ανάπτυξή τους είναι ιδιαίτερα ευμετάβλητη και ευαίσθητη σε διάφορα γεγονότα που λαμβάνουν χώρα στο εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον τους.

Εντούτοις, και πάλι μια εικόνα σχετικά με την κατάσταση των δύο μεσαίων υπό μελέτη επιχειρήσεων μπορεί να δοθεί. Απλώς, η εικόνα αυτή θα πρέπει να στηριχθεί στην ερμηνεία και το σχολιασμό σε μια σειρά από δείκτες στους οποίους πρέπει να δίνεται βάρος όσο αφορά τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Για αυτό και παρουσιάζεται η ανάλυση παρακάτω που λαμβάνει υπόψη το μέγεθος των επιχειρήσεων, αλλά και τη δομή ιδιοκτησίας τους.

Η σχετική θεωρία αναφέρει, για παράδειγμα, ότι πρέπει να δοθεί ένα ιδιαίτερο βάρος στα περιθώρια κέρδους. Στο πλαίσιο αυτό αναφέρθηκε ήδη ότι και οι δύο επιχειρήσεις φαίνεται να αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα προβλήματα τα οποία ξεκινάνε ακόμα και από το επίπεδο του μικτού περιθωρίου κέρδους. Βέβαια, θα έπρεπε να υπάρχουν στοιχεία σχετικά με το επίπεδο μικτού κέρδους του κλάδου για να μπορεί να διαπιστωθεί εάν το όχι και τόσο ικανοποιητικό μικτό περιθώριο είναι απόρροια ανεπαρκών χειρισμών των επιχειρήσεων ή είναι στο πλαίσιο της δομής του κλάδου και δεν αφήνει στις επιχειρήσεις πολλά περιθώρια βελτίωσης του. Πάντως, το καθαρό περιθώριο κέρδους είναι σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα και δείχνει σε κάθε περίπτωση μια ανικανότητα των επιχειρήσεων να διαχειριστούν τα κόστη τους με συνέπεια αυτά να βρίσκονται σε πολύ υψηλό επίπεδο. Πάντως, θα πρέπει να τονιστεί για ακόμα μια φορά ότι οι υπό μελέτη επιχειρήσεις είναι οικογενειακές και είναι πολύ πιθανόν μεγάλο μέρος του κόστους να αποτελεί εισροή χρήματος στην ίδια την οικογένεια. Πραγματικά, τέτοιες μικρές επιχειρήσεις πολλές φορές δεν έχουν κίνητρο να εμφανίσουν υψηλά λογιστικά κέρδη, κυρίως για φορολογικούς λόγους, ιδιαίτερα εάν δεν έχουν ανάγκη από χρηματοδότηση ξένων κεφαλαίων. Ας μην λησμονηθεί ότι και οι δύο επιχειρήσεις είναι ήδη επιβαρημένες αρκετά με ξένα κεφάλαια και μάλλον δεν χρειάζονται άλλα. Έτσι, καθώς οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις είναι πολύ πιθανό να μην ενδιαφέρονται τελικά για υψηλά λογιστικά κέρδη και επομένως ούτε για υψηλά καθαρά περιθώρια κέρδους, ο σχολιασμός του χαμηλού επιπέδου των καθαρών περιθωρίων πρέπει να γίνει με πολύ προσεκτικό τρόπο, με την έννοια ότι μπορεί να μην σημαίνει και πολλά ως προς τις ικανότητές τους να διαχειριστούν τα κόστη τους.

Όσο αφορά τις κυκλοφοριακές ταχύτητες των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, που είναι μια σειρά δεικτών που λαμβάνονται σοβαρά υπόψη στο πλαίσιο αξιολόγησης μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, και οι δύο επιχειρήσεις εμφανίζουν ιδιαίτερα χαμηλές ταχύτητες σε όλο το φάσμα των λειτουργιών τους. Πάντως, η φύση των εργασιών τους, κατασκευή και εμπορία προϊόντων αλουμινίου, πιθανόν να αποτελεί μια λειτουργία όπου είναι φυσιολογική η ύπαρξη χαμηλών ταχυτήτων. Εντούτοις, και οι δύο επιχειρήσεις στηρίζονται πολύ σε κυκλοφορούντα στοιχεία, ιδιαίτερα σε απαιτήσεις αλλά και σε προμηθευτές. Αυτό σημαίνει ότι χρησιμοποιούν πολύ έντονα πιστωτικές πολιτικές. Αυτό αποτελεί μακροχρόνια ένα ερωτηματικό για τις επιχειρήσεις, υπό την έννοια ότι μια δυσμενή μεταβολή στην αγορά ή την οικονομία γενικότερα πιθανόν να προκαλέσει προβλήματα ρευστότητας και αδυναμίας να αντεπεξέλθουν σε υποχρεώσεις τους. Πάντως, σε κάθε περίπτωση

οι ταχύτητες είναι όντως αρκετά χαμηλές και, όπως έχει ήδη αναφερθεί η κύρια αιτία για αυτό, εκτός των άλλων, είναι η υπερεπένδυση που κάνουν οι επιχειρήσεις, ιδιαίτερα σε κυκλοφορούντα στοιχεία.

Όσο αφορά την κατάσταση ρευστότητας, για την VERTICAL η εικόνα είναι ικανοποιητική όσο αφορά όλους τους σχετικούς δείκτες, ενώ για την ΜΕΚΑΑ η σχετική εικόνα είναι λίγο χειρότερη, όπως έχει ήδη αναφερθεί. Η αιτία για την όχι και τόσο καλή εικόνα ρευστότητας αποτελεί σε μεγάλο βαθμό η πιστωτική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση και αφήνει πολλές βραχυχρόνιες υποχρεώσεις σε σχέση με τις βραχυχρόνιες απαιτήσεις. Πάντως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι λόγω της οικογενειακής φύσης των επιχειρήσεων, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και τυχόν προσωπικά περιουσιακά στοιχεία που πιθανόν να υπάρχουν, και από πιθανές παρελθοντικές συσσωρευμένες ταμειακές ροές που δεν φαίνονται ως λογιστικά κέρδη φυσικά, και να μπορούν να καλύψουν απρόσκοπτα υποχρεώσεις που εμφανίζουν - λογιστικά- μια αδυναμία για αντιμετώπισή τους. Εντούτοις, η γενικότερη εικόνα για τη ΜΕΚΑΑ δεν φαίνεται ενθαρρυντική στα χαρτιά τουλάχιστον.

Πάντως, ένα ακόμα στοιχείο που λαμβάνεται σοβαρά υπόψη είναι ο δανεισμός. Στο πλαίσιο αυτό και οι δύο επιχειρήσεις είναι αρκετά επιβαρημένες με ξένα κεφάλαια. Αυτό αποτελεί αδιαμφισβήτητα υψηλό χρηματοοικονομικό κίνδυνο με την έννοια ότι οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις είναι περισσότερο ευάλωτες σε δυσμενείς μεταβολές του περιβάλλοντος. Έτσι, στα χαρτιά, οι δύο επιχειρήσεις, ιδιαίτερα η ΜΕΚΑΑ, ενώ δεν εμφανίζουν ιδιαίτερα καλή εικόνα ρευστότητας και υψηλών περιθωρίων κέρδους έχουν αρκετά έντονη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Εντούτοις, και πάλι πιθανά προσωπικά περιουσιακά στοιχεία να κάνουν τις επιχειρήσεις, τελικά, ικανές να αντεπεξέλθουν σε ό,τι δυσκολίες μπορεί να εμφανιστούν στο μέλλον.

Ένα άλλο στοιχείο που είναι πολύ σημαντικό στο πλαίσιο της αξιολόγησης μικρών και μεσαίων, και μεγάλων ακόμα, επιχειρήσεων είναι η εξέλιξη των πωλήσεων. Όσο αφορά τις υπό μελέτη επιχειρήσεις, οι πωλήσεις τους παρουσιάζουν τάσεις αυξητικές την τελευταία τριετία, κάτι που αποτελεί ένα ενθαρρυντικό στοιχείο. Εντούτοις, αν και γενικά οι πωλήσεις είναι αυτές που «τροφοδοτούν» όλα τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης και είναι ικανές να ανεβάζουν όλους τους δείκτες, αυτό δεν έχει συμβεί στις δύο επιχειρήσεις. Αντίθετα, οι οικονομικές καταστάσεις δείχνουν μια ανεπάρκεια στο να διαχειριστούν τις αυξανόμενες πωλήσεις για να δημιουργήσουν κέρδη και μια καλή εικόνα

κυκλοφορίας περιουσιακών στοιχείων, ρευστότητας και δανειακής επιβάρυνσης. Το ένα στοιχείο που πρέπει να αναφερθεί είναι ότι πιθανόν μέρος των πωλήσεων να καταλήγει σε προσωπικό εισόδημα στις οικογένειες μέσω αύξησης των λογαριασμών σε διάφορες κατηγορίες κόστους μην αφήνοντας τα χρήματα να φαίνονται μέσα στην επιχείρηση ως κέρδος. Εάν ισχύει κάτι τέτοιο τότε οι οικονομικές καταστάσεις δεν μπορούν να αποδώσουν τελικά την ικανότητα των επιχειρήσεων να διαχειριστούν αποτελεσματικά την αύξηση των πωλήσεών τους. Το άλλο στοιχείο που πρέπει να αναφερθεί είναι ότι πολύ υψηλό ποσοστό των πωλήσεων είναι επί πιστώσει δείχνοντας την προσπάθεια των επιχειρήσεων για αύξηση των αριθμών, μέσω της πιστωτικής πολιτικής, αλλά όχι και την αύξηση των ταμειακών εισροών.

Συνοψίζοντας, η χρηματοοικονομική αξιολόγηση των δύο υπό μελέτη επιχειρήσεων φαίνεται να εμφανίζει ορισμένα σημαντικά κενά λόγω της οικογενειακής φύσεως των δύο επιχειρήσεων. Έτσι, θα πρέπει να γίνουν υποθέσεις σχετικά με το εάν μέρος των εισροών στις επιχειρήσεις καταλήγει στα χέρια των ιδιοκτητών μέσω χρέωσης λογαριασμών σε διάφορες κατηγορίες κόστους και να γίνει η αξιολόγηση υπό δύο εναλλακτικά σενάρια, όπως και έγινε τελικά.

Με βάση τα παραπάνω, προκύπτει ότι θα έπρεπε να εξεταστούν οι πραγματικές ροές και όχι οι λογιστικές καταγραφές για να αποτυπωθεί περισσότερο αξιόπιστα η οικονομική κατάσταση των δύο επιχειρήσεων. Εντούτοις, μερικά αρνητικά στοιχεία όπως ο υψηλός δανεισμός και γενικά η συγκέντρωση πολλών περιουσιακών στοιχείων που δεν αποδίδουν αποτελεσματικά είναι κάποια αντικειμενικά προβλήματα. Επομένως, με βάση τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την χρηματοοικονομική ανάλυση των δύο επιχειρήσεων προκύπτουν οι παρακάτω προτάσεις προς τις δύο επιχειρήσεις:

- Εάν όντως τα κόστη είναι τόσο υψηλά θα πρέπει να μειωθούν δραστικά. Πιο συγκεκριμένα, για το *κόστος πωληθέντων* θα πρέπει να μειωθούν τα αποθέματα με την εγκατάσταση ενός νέου σύγχρονου συστήματος διαχείρισης αποθεμάτων.
- Για τα *κόστη διοίκησης* θα πρέπει να αξιολογηθεί αν όντως χρειάζονται τόσα διοικητικά στελέχη και αν όντως αξίζουν τα χρήματα που λαμβάνουν και αν υπάρχει περιθώριο περικοπών μισθών ή προσώπων

- Για τα *χρηματοοικονομικά κόστη*, η λύση είναι η μείωση του δανεισμού. Αν και η ΜΕΚΑΛ πρόσφατα συμφώνησε για ένα δάνειο. Εντούτοις, θα πρέπει να γίνει κάποια προσπάθεια για άντληση ιδίων κεφαλαίων που να χρησιμοποιηθούν, μέρος αυτών, για να αντικαταστήσουν τα δανειακά κεφάλαια.
- Για την *διατήρηση τόσων πολλών περιουσιακών στοιχείων*, θα πρέπει να σκεφτούν οι επιχειρήσεις να κάνουν μια απομείωσή τους. Όσο αφορά τα *πάγια*, αν και δεν είναι ιδιαίτερα υψηλά, θα πρέπει να σκεφτούν οι επιχειρήσεις να μισθώσουν κάποια από αυτά και με τα μετρητά που θα προκύψουν να ελαττώσουν το δανεισμό ή να επενδύσουν σε συστήματα διαχείρισης των αποθεμάτων.
- Όσο αφορά τις *απαιτήσεις* να κοιτάξουν οι επιχειρήσεις, αφού δουλεύουν τόσο πολύ με πίστωση, να αξιολογούν καλύτερα τους πελάτες τους και να εξετάζουν μήπως μπορούν να υπογράψουν τις πιστώσεις με ευνοϊκότερους όρους για αυτές, π.χ. επιβολή τόκου, εξασφαλίσεις, ρήτρες κτλ.
- Όσο αφορά τα *αποθέματα*, η εγκατάσταση ενός συστήματος διαχείρισής τους είναι αναγκαία έτσι ώστε να μην επιτρέπεται η αλόγιστη συσσώρευση η οποία αυξάνει τα κόστη και μειώνει την ταχύτητά τους η οποία είναι αρκετά χαμηλή και προκαλεί και ως ένα σημείο και την χαμηλή ταχύτητα των στοιχείων του συνολικού ενεργητικού. Πιθανόν να μειωθεί με αυτόν τον τρόπο και το κόστος πωληθέντων που φαίνεται να μην είναι τόσο ελαστικό εκ πρώτης όψεως.

Συνοψίζοντας, και οι δύο επιχειρήσεις θα πρέπει να μειώσουν τα ξένα κεφάλαια στα οποία τώρα στηρίζονται απομειώνοντας τα περιουσιακά τους στοιχεία έτσι ώστε να αυξηθεί η ταχύτητά τους και να μειωθεί και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος. Έτσι, ακόμα και το περιθώριο κέρδους να είναι πλασματικό λόγω των μη πραγματικών εξόδων που εγγράφονται, η αύξηση της ταχύτητας των περιουσιακών στοιχείων θα ωθήσει περισσότερο τις αποδόσεις και στις δύο επιχειρήσεις μειώνοντας τους κινδύνους και την περίπτωση εμφάνισης προβλημάτων ρευστότητας. Επίσης, η απομείωση των περιουσιακών στοιχείων θα φέρει εισροή νέων μετρητών που μπορούν να οδηγήσουν σε νέες επενδύσεις που να προκαλέσουν μείωση του κόστους κτλ.

Βιβλιογραφία

- [1] Bodie, Z. Kane, A. Marcus, A.J. (1999) “Investments” Fourth Edition, Irwin McGraw-Hill
- [2] Brealey, R.A. Myers, S.C. (2000) “Principles of Corporate Finance” Sixth Edition, McGraw-Hill
- [3] Brigham, E.F. Ehrhardt, M.C. (2005) “Financial Management: Theory and Practice” International Student Edition, 11th edition, Thompson, Southwestern
- [4] Hitchner, J.R. (2003) “Financial Valuation – Applications and Models” John Wiley & Sons Editions
- [5] Lumby, S. Jones, C. (1999) “Investment Appraisal and Financing Decisions” Sixth Edition, International Thompson, Business Series
- [6] Weston, J.F Brigham, E.F (1986) «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής» Εκδόσεις Παπαζήση
- [7] Κάντζος, Κ. (2002) «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων» Εκδόσεις Interbooks
- [8] Καραθανάσης, Γ. (1999) «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές» Γ΄ Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα