



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (ΕΜΒΑ)

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τζανακάκης Εμμανουήλ

Πειραιάς, 2010

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα τελευταία χρόνια η επιχειρηματικότητα παρουσιάζει σημαντικές αλλαγές ως απόρροια των μεταβολών του παγκόσμιου οικονομικού και επιχειρηματικού γίγνεσθαι. Μέσα σε ένα συνεχώς εξελισσόμενο και ευμετάβλητο περιβάλλον, η επίτευξη μιας εύρυθμης χρηματοοικονομικής λειτουργίας είναι απαραίτητη και αναγκαία για κάθε επιχείρηση η οποία ενδιαφέρεται να βελτιώσει τις επιδόσεις της και προπάντων να εξασφαλίσει την βιωσιμότητα της.

Η αποτίμηση υπολογίζει την αξία μιας επιχείρησης με μια προοπτική στο μέλλον. Συγκεκριμένες μεθοδολογίες εμβαθύνουν στα σύνθετα προβλήματα της επιχειρηματικότητας και τα αντιμετωπίζουν μέσα σε ορθολογικά, ρεαλιστικά και επιστημονικά πλαίσια. Όμως ο κύριος σκοπός είναι να μπορεί κανείς να αποτιμήσει τις μελλοντικές επιπτώσεις των σημερινών αποφάσεων και καταστάσεων ώστε να διακρίνει την επερχόμενη οικονομική θέση της επιχείρησης. Όμως αυτές οι προβλέψεις εμπεριέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας αφού πολλοί παράγοντες επηρεάζουν τις επιδόσεις μιας εταιρείας οι οποίοι βρίσκονται πέραν του ελέγχου της Διοικήσεως της.

Η παρούσα εργασία αποτελεί μία εφαρμογή σύγχρονων μεθοδολογιών αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης με εκτενή ανάλυση των κυριότερων χρηματοοικονομικών μεγεθών. Η επιχείρηση που μπαίνει στο μικροσκόπιο και αναλύεται με διεθνώς αποδεκτές μεθόδους είναι η μητρική Creta Farm A.B.E.E. Η επιλογή της συγκεκριμένης εταιρείας έγινε για δύο λόγους: πρώτον ότι είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και δεύτερον ότι κατέχει σημαντικό μερίδιο αγοράς σε έναν άκρως ανταγωνιστικό κλάδο. Στο πρώτο κεφάλαιο πραγματοποιείται μία προεπισκόπηση σε βασικές έννοιες της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, παραθέτοντας βασικούς δείκτες αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται γενικά η αποτίμηση των επιχειρήσεων, οι λόγοι για τους οποίους εφαρμόζεται, οι επιρροές και η αντικειμενικότητα της. Επίσης παρουσιάζονται μεθοδολογίες και μαθηματικοί τύποι που χρησιμοποιούνται ως επί το πλείστον κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας.

Στο τρίτο κεφάλαιο ξεκινάει η χρηματοοικονομική ανάλυση της Creta Farm A.B.E.E. Η ανάλυση αναφέρεται στους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσης για το χρονικό διάστημα 2004 – 2009. Υπολογίζονται οι βασικότεροι χρηματοοικονομικοί δείκτες και αναλύονται τα σχετικά διαγράμματα προσπαθώντας να σκιαγραφηθεί όσο γίνεται πιο διεξοδικά και αντικειμενικά η τρέχουσα οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στον στρατηγικό σχεδιασμό της. Παρουσιάζεται η αλληλεπίδρασή της με το εσωτερικό και το εξωτερικό της περιβάλλον, οι υπάρχουσες ευκαιρίες και απειλές, οι επιχειρηματικές και επιχειρησιακές στρατηγικές που ακολουθεί και οι προϋποθέσεις που δημιουργεί στην τρέχουσα δύσκολη εγχώρια οικονομική κατάσταση. Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται η αποτίμηση της επιχείρησης ώστε να αξιολογηθεί η κατάσταση της μετοχής της σε υπερτιμημένη ή υποτιμημένη ανάλογα με την τιμή διαπραγματεύσεως στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα Καθηγητή της Διπλωματικής, κ. Χρήστο Καζαντζή, για την καθοδήγηση του και την υποστήριξη του κατά τη συγγραφή της παρούσας εργασίας, καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον αλλά και επίκαιρο θέμα.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	Σελ
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1: Καταλληλότητα των μεθόδων αποτίμησης.....	33
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2: Χρήστες και Μέθοδοι.....	37
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3: Μέθοδος FCFE.....	53
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4: Μέθοδος FCFF.....	54
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1: Δείκτες Κερδοφορίας.....	74
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2: Δείκτες Αποδοτικότητα.....	75
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: Μεριδίο Αγοράς Αλλαντικών.....	109
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2: TOWS MATRIX.....	115
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: Επιχειρησιακή στρατηγική.....	116
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4: Επιχειρηματική στρατηγική.....	117
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1: Γενικά χρηματοοικονομικά δεδομένα 2009.....	122
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2: Θεμελιώδη στοιχεία 2009.....	122
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3: Δεδομένα κερδοφορίας.....	124
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4: Χρηματοοικονομικά μεγέθη υψηλού ρυθμού ανάπτυξης.....	125
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.5: Υπολογισμός υψηλού ρυθμού ανάπτυξης.....	125
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.6: Αποτελέσματα της περιόδου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης.....	128
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.7: Αποτελέσματα της περιόδου υποχώρησης.....	134
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.8: Αποτελέσματα περιόδου σταθερού ρυθμού ανάπτυξης.....	135

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	Σελ
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1: Δείκτης γενικής ρευστότητας.....	76
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2: Δείκτης ειδικής ρευστότητας.....	77
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3: Μικτό περιθώριο κέρδους.....	78
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4: Καθαρό περιθώριο κέρδους.....	79
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.5: Ιδιωφελής Αποδοτικότητα.....	80
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.6: Χρηματοοικονομική Μόχλευση.....	81
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.7: Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων.....	82
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.8: Μέση Διάρκεια Πληρωμής Υποχρεώσεων.....	83
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.9: Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα.....	83
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.10: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων.....	84
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.11: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Διαθέσιμων.....	85
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.12: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων.....	85
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.13: Δανειακή Επιβάρυνση.....	86
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.14: Δανειακή Επιβάρυνση.....	86
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.15: Παγιοποίηση Περιουσίας.....	88
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.16: Χρηματοδότηση με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας.....	89
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.17: Χρηματοδότηση Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια.....	89
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.18: Χρηματοδότηση Κυκλοφορούν Ενεργητικού.....	90
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.19: Δείκτης Κάλυψης Τόκων.....	91
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.20: Κέρδη ανά Μετοχή.....	92
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.21: Μέρισμα ανά Μετοχή.....	92
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.22: Τιμή Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή.....	93
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.23: Εσωτερική Αξία Μετοχής.....	94

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	1
1.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1.2. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ.....	2
1.3. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	3
1.3.1. Κάθετη Ανάλυση.....	3
1.3.2. Οριζόντια Ανάλυση.....	4
1.3.3. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης.....	5
1.4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ.....	6
1.4.1. Γενικά.....	6
1.4.2. Αριθμοδείκτες Τάσης.....	6
1.5. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	9
1.5.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios).....	10
1.5.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios).....	11
1.5.3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios).....	15
1.5.4. Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας (Financial Structure and Viability Ratios).....	19
1.5.5. Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας (Operating Expenses Ratios).....	21
1.5.6. Αριθμοδείκτες Επενδύσεων (Investment Ratios).....	22
1.6. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ..	31
2.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	31
2.2. ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	32
2.3. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	34
2.3.1. Εξωτερικοί Παράγοντες Επιρροής της Αξίας μιας Επιχείρησης.....	36
2.4. ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΛΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	36
2.5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	38
2.6. ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	40
2.7. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DDM).....	42

2.8. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DCF)	45
2.8.1. Λόγοι Χρήσης Ταμιακών Ροών.....	46
2.8.2. Δημιουργία Αξίας βάσει τις Ταμιακές Ροές.....	48
2.8.3. Μέθοδος των Ταμιακών Ροών.....	49
2.8.4. Προεξόφληση Ταμιακών Ροών βάσει Αριθμητικών Σχέσεων.....	52
2.8.5. Βασικοί Παράγοντες της Διαδικασίας Αποτίμησης.....	54
2.8.6. Συντελεστής Προεξόφλησης.....	55
2.8.7. Χρονική Περίοδος Πρόβλεψης.....	57
2.9. ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ - WACC	57
2.9.1. Capital Asset Pricing Model - CAPM.....	59
2.9.2. Arbitrage Pricing Model - APM.....	61
2.9.3. Το Μέσο Σταθμικό Κόστος - WACC	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ CRETA FARM A.B.E.E.	66
3.1. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΙΔΡΥΣΗΣ - ΕΞΕΛΙΞΗ	66
3.2. ΠΡΟΙΟΝΤΑ	68
3.3. ΠΕΛΑΤΕΣ - ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	68
3.4. ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΔΟΜΗ.....	69
3.5. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	70
3.5.1. Παραγωγή	70
3.5.2. Marketing.....	71
3.5.3. Δίκτυο διανομής.....	72
3.5.4. Έρευνα και Ανάπτυξη.....	73
3.6. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	74
3.6.1. Γενικές Πληροφορίες	74
3.6.2. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	76
3.6.3. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητα.....	77
3.6.4. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Αποτελεσματικότητα.....	82
3.6.5. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας.....	83
3.6.6. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης.....	86
3.6.7. Ανάλυση με Αριθμοδείκτη Παγιοποίησης Περιουσίας	88
3.6.8. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης.....	89
3.6.9. Ανάλυση με τον Αριθμοδείκτη Κάλυψης Τόκων	91
3.6.10. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Επενδύσεων	92
3.7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	95
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ CRETA FARM A.B.E.E.	97
4.1. ΜΑΚΡΟ - ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	97

4.2. ΜΙΚΡΟ - ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	102
4.2.1. Ζήτηση	102
4.2.2. Προσφορά	103
4.2.3. Αγορά.....	103
4.2.4. Διεθνή Αγορά.....	104
4.3. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	105
4.3.1. Όραμα	105
4.3.2. Αποστολή.....	105
4.3.3. Στρατηγικές της Επιχείρησης.....	105
4.3.4. Μελλοντικά Στρατηγικά Σχέδια.....	107
4.4. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	108
4.4.1. Απειλή από Νέο – εισερχόμενες Επιχειρήσεις	109
4.4.2. Ανταγωνισμός μεταξύ Επιχειρήσεων του Κλάδου.....	109
4.4.3. Κίνδυνος από Υποκατάστατα Προϊόντα.....	110
4.4.4. Διαπραγματευτική Δύναμη Αγοραστών	110
4.4.5. Διαπραγματευτική Δύναμη Προμηθευτών.....	111
4.4.6. Λοιπές Ομάδες Ενδιαφέροντος.....	112
4.5. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ.....	112
4.5.1. Δυνάμεις.....	112
4.5.2. Αδυναμίες.....	113
4.6. ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ.....	113
4.6.1. Ευκαιρίες	113
4.6.2. Απειλές.....	114
4.7. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ.....	116
4.7.1. Επιχειρησιακή Στρατηγική	116
4.7.2. Επιχειρηματική Στρατηγική	117
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ CRETA FARM A.B.E.E.....	120
5.1. ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	120
5.2. ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	121
5.2.1. Υπολογισμός Κόστους Μετοχικού Κεφαλαίου.....	123
5.3. ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΩΝ ΣΤΑΔΙΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.....	124
5.3.1. Στάδιο Υψηλού Ρυθμού Ανάπτυξης	124
5.3.2. Στάδιο Υποχώρησης Ρυθμού Ανάπτυξης	129
5.3.3. Στάδιο Σταθερού Ρυθμού Ανάπτυξης	135
5.3.4. Εκτίμηση της Αξίας της Μετοχής.....	136

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι ένα χρήσιμο εργαλείο αξιολόγησης επενδυτικών ενεργειών. Είναι η πληροφορία που πηγάζει μέσα από τους αριθμούς οδηγώντας επιχειρηματίες, αναλυτές, σύμβουλους επιχειρήσεων αλλά και τραπεζικά στελέχη στην λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων γενικής φύσεως.

Ωστόσο, τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης δεν αποτυπώνουν πάντοτε την πραγματική τρέχουσα οικονομική της κατάσταση. Αυτό συμβαίνει συνήθως για λόγους που σχετίζονται με τη φορολογία, την πιστοληπτική της ικανότητα, τις σχέσεις της σε επίπεδο εντολέα – εντολοδόχου, τις γενικότερες συναλλαγές της με την πολιτεία καθώς και για τυχόν άλλους τακτικούς και στρατηγικούς επιχειρηματικούς λόγους. Επιπρόσθετα η πληροφορία που παρέχουν τα αριθμητικά δεδομένα δεν αποτελεί έτοιμο προϊόν προς επεξεργασία και ανάλυση. Αντίθετα η κάθε πληροφορία θα πρέπει να εξετάζεται και να συγκρίνεται σε σχέση με κάποια άλλη δημιουργώντας λογικές σχέσεις μεταξύ τους. Κατόπιν τούτου, γίνεται κατανοητό ότι μόνον η ορθή διαχείριση των οικονομικών στοιχείων μπορεί να οδηγήσει σε επενδυτικά αποτελέσματα.

Συνήθως, οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν πηγές άντλησης πληροφοριών για τους ενδιαφερόμενους που βρίσκονται εντός ή εκτός της επιχείρησης όπως εξωτερικοί αναλυτές, σύμβουλοι επιχειρήσεων, ακαδημαϊκοί, πελάτες, προμηθευτές κτλ. Είναι προφανές λοιπόν ότι ο κάθε ενδιαφερόμενος εξυπηρετεί την δική του σκοπιμότητα, η οποία πηγάζει μέσα από τα δικά του συμφέροντα. Η εξυπηρέτηση των συμφερόντων του θα γίνει μέσα από την ορθή ερμηνεία των αριθμητικών στοιχείων που θα αντλήσει από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Τις πληροφορίες αυτές για να τις μετατρέψει σε χρήσιμη πληροφορία θα πρέπει να τις επεξεργαστεί με κατάλληλα εργαλεία – τεχνικές.

Η πληροφορία αυτή είναι προϊόν της λεγόμενης χρηματοοικονομικής ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων και μπορεί με ορθή διαχείριση να οδηγήσει σε σημαντικά χρηματοοικονομικά συμπεράσματα. Αυτά είτε αποτελούν εργαλεία επιλογής επενδυτικών τίτλων, είτε πρόβλεψη μελλοντικών αποδόσεων ή λειτουργικών προβλημάτων της επιχείρησης ή του γενικότερου management αναφέρονται στα κάτωθι συγκεκριμένα μεγέθη:

- Την κατάσταση **ρευστότητας** μιας επιχείρησης ώστε να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες οφειλές της.
- Την κατάσταση **σταθερότητας** μιας επιχείρησης, προκειμένου να ανταποκρίνεται αποτελεσματικά στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις της.
- Την **αποδοτικότητα** μιας επιχείρησης, όσον αφορά το μέγεθος της καθαρής θέσης αυτής.
- Τη δυνατότητα **ανάπτυξης** μιας επιχείρησης, βάσει της στρατηγικής ικανότητας του management να θέτει υψηλότερο επίπεδο ανταγωνιστικότητας.

1.2. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αφορά δύο κατηγορίες ενδιαφερομένων, τους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς.

Οι εσωτερικοί ενδιαφερόμενοι έχουν άμεση σχέση με την επιχείρηση και συνεπώς έχουν στη διάθεσή τους λογιστικά και στατιστικά στοιχεία τέτοια που καθιστούν την ανάλυση τους πιο αντικειμενική, διαφωτιστική και ασφαλή. Τα πρόσωπα τα οποία ασχολούνται με την εσωτερική ανάλυση είναι κατά κύριο λόγο οι εσωτερικοί λογιστές, οι διευθύνοντες σύμβουλοι, λοιπά στελέχη των επιχειρήσεων και γενικότερα οι διοικούντες τις επιχειρήσεις. Άλλα πρόσωπα που ασχολούνται με την εσωτερική ανάλυση είναι οι ελεγκτές και οι ορκωτοί λογιστές. Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να αναφερθεί ότι οι μέτοχοι και το υπαλληλικό προσωπικό θεωρούνται ως τρίτα πρόσωπα αφού στην πλειοψηφία των περιπτώσεων δεν έχουν άμεση πρόσβαση σε οικονομικά και στατιστικά στοιχεία της επιχείρησης.

Το σημαντικό με την εσωτερική ανάλυση είναι ότι λόγω της λεπτομερούς γνώσης των οικονομικών στοιχείων, επιτρέπει στη διοίκηση να γνωρίζει διεξοδικά την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Συνεπώς τα στελέχη είναι σε θέση να παίρνουν αποφάσεις που να οδηγούν στην υγιή λειτουργία της.

Οι εξωτερικοί ενδιαφερόμενοι βρίσκονται εκτός εταιρείας και συνεπώς η σχέση τους με αυτή δεν είναι άμεση. Οι εξωτερικοί αναλυτές συνήθως είναι μέτοχοι, πελάτες, προμηθευτές, τραπεζικά ιδρύματα, δημόσιοι οργανισμοί κ.α. Στην διάθεση τους βρίσκονται μόνον τα δημοσιευμένα λογιστικά στοιχεία όπως οι ισολογισμοί, τα αποτελέσματα χρήσης και η έκθεση των ορκωτών ελεγκτών. Τα στοιχεία αυτά όμως είναι ανεπαρκή και έτσι ο εξωτερικός ενδιαφερόμενος, θα πρέπει να λάβει πληροφορίες και από άλλες πηγές.

Συνήθως, τέτοιες πηγές είναι τα δημοσιεύματα του οικονομικού και πολιτικού τύπου, δελτία από τράπεζες, επιμελητήρια, σχετικές κλαδικές

μελέτες, δημοσιευμένες έρευνες καθώς και η επετηρίδα του χρηματιστηρίου.

1.3. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων διατίθεται μια σειρά από μεθόδους από τις οποίες ο αναλυτής μπορεί να επιλέξει βάσει του επιδιωκόμενου σκοπού του.

Οι βασικότερες μέθοδοι ανάλυσης είναι οι εξής :

- Κάθετη ανάλυση ή Καταστάσεις κοινών μεγεθών.
- Οριζόντια ανάλυση ή Συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις.
- Ανάλυση με αριθμοδείκτες τάσης ή Χρηματοοικονομικές καταστάσεις τάσης.
- Ανάλυση με αριθμοδείκτες.
- Ανάλυση του Νεκρού Σημείου των συναλλαγών.

Κάθε μέθοδος ανάλυσης έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, γι' αυτό οι αναλυτές συχνά επιλέγουν ένα μέσο ανάλυσης ως κύριο, ενώ παράλληλα, χρησιμοποιούν επικουρικά και κάποιο άλλο. Γενικά, οι αναλυτές δίνουν ένα σχετικό προβάδισμα στην τεχνική της ανάλυσης με αριθμοδείκτες, γιατί αναγνωρίζουν ότι η τεχνική αυτή προσφέρεται περισσότερο από τις άλλες μεθόδους στην ερμηνεία χρηματοοικονομικών δεδομένων.

1.3.1. Κάθετη Ανάλυση

Η κάθετη ή διαστρωματική ανάλυση συνιστά μια μέθοδο, κατά την οποία ένα σημαντικό μέγεθος ή στοιχείο μιας συγκεκριμένης οικονομικής κατάστασης (π.χ. για τον ισολογισμό το άθροισμά του, για τα αποτελέσματα χρήσης οι πωλήσεις), χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού. Τα υπόλοιπα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης συγκρίνονται με αυτή την βάση. Αποτέλεσμα της σύγκρισης αυτής, είναι ότι όλα τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης εκφράζονται πλέον ως ποσοστά της βάσης υπολογισμού. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που παρουσιάζουν τα στοιχεία τους σε απόλυτους αριθμούς και σε ποσοστά ή μόνο σε ποσοστά, λέγονται, είτε καταστάσεις «κοινού μεγέθους», γιατί τα ποσοστά υπολογίζονται πάνω σε κοινή βάση, είτε καταστάσεις του «100%», είτε ακόμα και καταστάσεις «συστατικού ποσοστού», γιατί κάθε κατάσταση ανάγεται στο σύνολο του 100 και κάθε στοιχείο της εκφράζεται ως ποσοστό του.

Η κάθετη ανάλυση ή οι καταστάσεις «κοινού μεγέθους» μπορούν να

περιγραφούν ως μέσα ανάλυσης της εσωτερικής δομής των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η μέθοδος οφείλει την ονομασία της στο γεγονός ότι εφαρμόζεται σε οικονομικές καταστάσεις κάθετης παράθεσης και η μελέτη, συνεπώς, των ποσοστών που εμφανίζονται σ' αυτές γίνεται κατά κάθετο τρόπο.

1.3.2. Οριζόντια Ανάλυση

Πρόκειται για μια μέθοδο ανάλυσης, κατά την οποία συγκρίνονται και αξιολογούνται οι μεταβολές των διαφόρων ομάδων - στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων και των μεταβολών της χρηματοοικονομικής θέσης μιας επιχείρησης, δύο ή περισσότερων ετών. Σ' αυτήν, αντιπαρατίθενται τα κονδύλια διαδοχικών ισολογισμών ή αποτελεσμάτων χρήσης, δύο ή περισσότερων χρήσεων και παρακολουθείται και μελετάται η διαχρονική εξέλιξή τους.

Η ονομασία της οφείλεται στο ότι προσδιορίζονται και μελετώνται οι οριζόντιες μεταβολές στα στοιχεία των διαδοχικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι διαδοχικές αυτές καταστάσεις, λέγονται συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις (comperative statements). Έτσι, ετήσια, εξαμηνιαία, τριμηνιαία ή και μηνιαία στοιχεία, μπορούν εύκολα να συγκριθούν με τα αντίστοιχα προηγούμενων χρήσεων και να οδηγήσουν σε συμπεράσματα, σχετικά με την τάση και το ρυθμό τους διαχρονικά. Για να είναι όμως δυνατή η σύγκριση των λογιστικών στοιχείων διαχρονικά, πρέπει οι συγκριτικές καταστάσεις να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις:

- ο Η ταξινόμηση των στοιχείων να είναι ομοιόμορφη σε όλες τις περιόδους, στις οποίες αναφέρονται.
- ο Τα στοιχεία να είναι ενταγμένα στις ίδιες επί μέρους ομάδες στοιχείων.
- ο Τήρηση των λογιστικών αρχών, καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Σε περίπτωση που υπάρχει κάποια αλλαγή, θα πρέπει να σημειώνεται, ώστε να λαμβάνεται υπόψη από τον αναλυτή.
- ο Σημείωση σε μεταβολές στις συνθήκες ή στη φύση των στοιχείων.

Στην έκταση που οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν τηρούνται, οι συγκρίσεις μπορεί να δώσουν παραπλανητική εικόνα και να οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

1.3.3. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης

Η εφαρμογή της οριζόντιας ανάλυσης σε συγκριτικές οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν μια μεγάλη χρονική περίοδο για την παρακολούθηση των διαχρονικών μεταβολών των οικονομικών στοιχείων, καθίσταται κοπιαστική.

Αυτό συμβαίνει γιατί ο υπολογισμός της ποσοστιαίας μεταβολής ενός οικονομικού στοιχείου, από έτος σε έτος, απαιτεί, κάθε φορά αλλαγή της βάσης υπολογισμού. Τα πράγματα γίνονται ακόμα πιο δύσκολα στην περίπτωση της σύγκρισης των ετήσιων ποσοστιαίων μεταβολών δύο ή περισσότερων οικονομικών στοιχείων. Στις περιπτώσεις αυτές, εφαρμόζεται ένα άλλο μέσο ανάλυσης, οι αριθμοδείκτες τάσης.

Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών τάσης, από τεχνική άποψη, δεν παρουσιάζει καμία δυσκολία: επιλέγεται ένα έτος (ή κάποιο άλλο χρονικό σημείο) ως βάση των υπολογισμών (έτος βάσης). Στη συνέχεια, τα ποσά των επιλεγμένων στοιχείων των επόμενων ετών υπολογίζονται ως ποσοστά πάνω στο ποσό του έτους βάσης. Για τον υπολογισμό της σειράς των αριθμοδεικτών τάσης ενός οικονομικού στοιχείου, για καθένα από τα επόμενα έτη της υπό εξέταση χρονικής περιόδου, χρησιμοποιείται ο τύπος:

$$\text{Αριθμοδείκτης τάσης έτους } (v) = \frac{\text{Αξία μεγέθους έτους } (v) \times 100}{\text{Αξία μεγέθους έτους βάσης}}$$

Κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι επειδή το έτος βάσης αποτελεί την αφετηρία για όλους τους υπολογισμούς και όλες τις μετέπειτα συγκρίσεις, θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο τυπικό ή κανονικό, από την άποψη των συνθηκών λειτουργίας και των αποτελεσμάτων της επιχείρησης ή αλλιώς να αντιπροσωπεύει την καλούμενη «τυπική» ή «ομαλή» δραστηριότητα της επιχείρησης. Γενικά, κατά την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες τάσης, ως έτος βάσης λαμβάνεται το πρώτο έτος της χρονικής περιόδου που καλύπτει η ανάλυση, εκτός και αν το έτος αυτό δεν εκπληρώνει τις πιο πάνω προϋποθέσεις.

1.4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

1.4.1. Γενικά

Βασικός σκοπός κάθε επιχείρησης, σε μακροχρόνιο ορίζοντα, είναι η επίτευξη κερδών ή καλού επιπέδου αποδοτικότητας, ενώ βραχυχρόνια η διατήρηση ικανοποιητικού επιπέδου ρευστότητας. Οι δυο αυτές βασικές αρχές λειτουργίας μιας επιχείρησης, απασχολούν ιδιαίτερα τη διοίκησή της στην προσπάθειά που καταβάλλει για την επίτευξη μιας ικανοποιητικής τρέχουσας οικονομικής κατάστασης (υγιής χρηματοοικονομική θέση), καθώς και της μελλοντικής της επιβίωσης.

Ο όρος αποδοτικότητα αναφέρεται στην ικανότητα διατήρησης και επαύξησης της καθαρής θέσης της επιχείρησης, ενώ ο όρος ρευστότητα στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της όταν αυτές καθίστανται ληξιπρόθεσμες.

Οι δύο αυτές θεμελιώδεις έννοιες, αν και σχετίζονται, εντούτοις δεν ταυτίζονται. Μακροχρόνια, η ρευστότητα προϋποθέτει την ύπαρξη αποδοτικότητας, γιατί χωρίς πραγματοποίηση κερδών για μεγάλη χρονική περίοδο, η επιχείρηση δε θα μπορέσει να βρει πηγή άντλησης των αναγκαίων κεφαλαίων για την εξόφληση των υποχρεώσεών της. Βραχυχρόνια, όμως, η ρευστότητα και η αποδοτικότητα αποτελούν δύο τελείως ανεξάρτητα θέματα.

Συγκεκριμένα, μια επιχείρηση είναι δυνατό, χωρίς να πραγματοποιεί κέρδη, να διατηρεί ικανοποιητικό βαθμό ρευστότητας που να της επιτρέψει να ξεπεράσει τα εμπόδια και να επιβιώσει στις δύσκολες καταστάσεις. Αντίθετα, μια επιχείρηση που πραγματοποιεί κέρδη, μπορεί να αντιμετωπίσει πρόβλημα ρευστότητας (έλλειψη μετρητών), με συνέπεια να περιορίσει τη δραστηριότητά της και τελικά να οδηγηθεί σε χρεοκοπία. Είναι λοιπόν φανερό ότι σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, προτεραιότητα έχει η ρευστότητα. Βέβαια η διοίκηση της επιχείρησης προσπαθεί να διατηρεί μια ισορροπία ανάμεσα στην αποδοτικότητα και τη ρευστότητα προς όφελος όλων εκείνων που ενδιαφέρονται για την ομαλή λειτουργία και επιβίωση της.

1.4.2. Αριθμοδείκτες

Ανάμεσα στα διάφορα μέσα ελέγχου και μετρήσεως της λειτουργίας μιας σύγχρονης επιχείρησης σημαντική θέση κατέχουν οι αριθμοδείκτες, οι οποίοι εκφράζουν λογικές σχέσεις, ενδεικτικές της αξίας δύο βασικών χαρακτηριστικών που διέπουν τη λειτουργία της: (1) τη διαχείριση και (2) την εκμετάλλευση της. Η σύγκριση μεγεθών εκφράζεται με τη λατινική λέξη *ratio* η οποία σημαίνει σχέση – λόγος.

Σκοπός των αριθμοδεικτών είναι να τροφοδοτούν τη σύγχρονη επιχείρηση με πολύτιμες πληροφορίες για την εν γένει πορεία της. Η πρακτική αξία των αριθμοδεικτών έγκειται στο γεγονός ότι δύο δεδομένα, τα οποία είναι απομονωμένα το ένα από το άλλο, αλλά κάθε ένα διατηρεί την εσωτερική του αξία, μπορεί να αποκτήσουν σημαντικό ενδιαφέρον, όταν ερευνηθούν όχι μεμονωμένα αλλά με τη μορφή κάποιας συγκρίσεως ή σχέσεως.

Η μέθοδος διαχείρισης και ελέγχου των χρηματοοικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων μέσω των αριθμοδεικτών, ξεκίνησε να χρησιμοποιείται από τις τράπεζες των Η.Π.Α. ύστερα από τη λήξη του πρώτου παγκοσμίου πολέμου και το οικονομικό κραχ του 1929. Έκτοτε, η εμπειρία παραχώρησε τη θέση της στην αναλυτική μέθοδο έρευνας με τη χρήση των αριθμοδεικτών.

Με τους αριθμοδείκτες προσδιορίζεται η σχέση μεταξύ βασικών επιχειρηματικών μεγεθών, διευκολύνεται η επιχειρηματική δράση και επεξηγούνται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από αυτή. Αποτελούν ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο, όχι μόνο για τον εξωτερικό αναλυτή του ισολογισμού μιας επιχείρησης, αλλά πρώτιστα για τη διοίκησή της. Οι αποφάσεις της διοίκησης της επιχείρησης λαμβάνονται ύστερα από λεπτομερειακές αναλύσεις, μετρήσεις και συγκρίσεις όλων των στοιχείων που συνθέτουν τη δραστηριότητά της με τη βοήθεια ενός οργανωμένου συστήματος αριθμοδεικτών.

Στην επιτυχημένη απόδοση ενός τέτοιου συστήματος συμβάλλουν σημαντικά τα τελευταία χρόνια οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές με τα καλούμενα «πληροφοριακά συστήματα διοίκησης» (Management Information Systems), τα οποία στην ουσία είναι μηχανισμοί επεξεργασίας, συσχέτισης και αποθήκευσης πληροφοριών. Άλλα σχετικά βοηθητικά μέσα που παρέχουν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, είναι οι βάσεις δεδομένων και οι τράπεζες πληροφοριών που είναι εξειδικευμένες στην ανάλυση ισολογισμών.

Η ανάλυση με αριθμοδείκτες, όπως και οι άλλες μέθοδοι, έχει κυρίως συγκριτική αξία. Οι αριθμοδείκτες απομονωμένοι δεν δίνουν σχεδόν καμία αξιόπιστη πληροφορία και για αυτό η χρήση τους πρέπει να γίνεται κατά κανόνα με συνδυασμό πολλών εξ' αυτών. Ο αναλυτής στη προσπάθειά του να εξάγει ορθά συμπεράσματα για την τρέχουσα και μελλοντική χρηματοοικονομική κατάσταση και γενικότερα την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, έχει ανάγκη από κάποια πρότυπα σύγκρισης που θα του επιτρέψουν να κρίνει κατά πόσο τα αποτελέσματα της ανάλυσής του κρίνονται ευνοϊκά ή δυσμενή. Μόνο με αυτό τον τρόπο η ανάλυση θα αποκτήσει πληροφοριακή αξία και θα καταστεί ένα δυναμικό και χρήσιμο εργαλείο στα χέρια του αναλυτή.

Πρότυπα συγκρίσεων μπορούν να αποτελέσουν τα εξής:

- ο Αριθμοδείκτες (και ποσοστά) που υπολογίζονται από τις οικονομικές καταστάσεις προηγούμενων χρήσεων της αναλυόμενης επιχείρησης.
- ο Αριθμοδείκτες (και ποσοστά) που υπολογίζονται από τις προϋπολογισμένες οικονομικές καταστάσεις – δηλαδή μελλοντικών χρήσεων.
- ο Αριθμοδείκτες (και ποσοστά) που υπολογίζονται από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επίλεκτης ομάδας ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, ειδικότερα των πιο προοδευτικών και επιτυχημένων του κλάδου, στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.
- ο Αριθμοδείκτες (και ποσοστά) που υπολογίζονται από τις οικονομικές καταστάσεις όλων των επιχειρήσεων που συγκροτούν τον κλάδο της επιχείρησης.

Ο πιο εύκολος τρόπος για την αξιολόγηση της επίδοσης μιας επιχείρησης είναι η σύγκριση των δεικτών της για την τρέχουσα περίοδο με τους όμοιους δείκτες προηγούμενων χρήσεων. Μια τέτοια διαχρονική σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών, παρέχει μια ένδειξη της κατεύθυνσης της μεταβολής και δείχνει κατά πόσο η χρηματοοικονομική κατάσταση και απόδοση της επιχείρησης βελτιώθηκε, χειροτέρεψε ή παρέμεινε σταθερή διαχρονικά. Βασικός **περιορισμός ή μειονέκτημα** της διαχρονικής σύγκρισης, είναι η έλλειψη μέτρου σύγκρισης για να κρίνει ο αναλυτής, αν τελικά οι τιμές των δεικτών της επιχείρησης είναι καλές ή όχι.

Η διαχρονική σύγκριση για να είναι έγκυρη, θα πρέπει η επιχείρηση να εφαρμόζει με συνέπεια τις ίδιες μεθόδους, κανόνες και αρχές σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων της (π.χ. κανόνες αποτίμησης, λογισμού αποσβέσεων, προβλέψεων, κ.λπ.), σε ολόκληρη την αναλυόμενη χρονική περίοδο. Ο δε ρυθμός του πληθωρισμού να είναι χαμηλός, διαφορετικά θα πρέπει να αποπληθωρίζονται τα λογιστικά μεγέθη ή να λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις του.

Μερικές φορές χρησιμοποιούνται ως πρότυπα συγκρίσεων μελλοντικοί ή προϋπολογιστικοί αριθμοδείκτες, οι οποίοι υπολογίζονται από τις προϋπολογισμένες οικονομικές καταστάσεις. Η σύγκριση των δεικτών προηγούμενων χρήσεων με τους μελλοντικούς δείκτες δείχνει τα σχετικά «δυνατά» και «αδύνατα» σημεία της επιχείρησης στο παρελθόν και στο μέλλον. Εφόσον, οι μελλοντικοί δείκτες δείχνουν ισχυρή χρηματοοικονομική κατάσταση, πρέπει να λαμβάνονται διορθωτικά μέτρα.

Εναλλακτικός τρόπος σύγκρισης είναι η αντιπαραβολή των δεικτών της αναλυόμενης επιχείρησης με τους δείκτες μιας ομάδας επίλεκτων επιχειρήσεων του κλάδου στον οποίο ανήκει αυτή, για την ίδια χρονική στιγμή. Στις περισσότερες περιπτώσεις, είναι πολύ πιο χρήσιμο να συγκρίνουμε τους δείκτες της επιχείρησης με τους όμοιους μέσους δείκτες μερικών προσεκτικά επιλεγμένων ανταγωνιστριών επιχειρήσεων που παρουσιάζουν παρόμοια δραστηριότητα.

Αυτή η διεπιχειρησιακή σύγκριση δείχνει τη σχετική χρηματοοικονομική θέση και αποδοτικότητα της αναλυόμενης επιχείρησης. Μια τέτοια σύγκριση είναι πρακτικά εφικτή και σχετικά εύκολη, γιατί δεν είναι δύσκολο στον αναλυτή να συγκεντρώσει τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ομοειδών επιχειρήσεων από άποψη δραστηριότητας.

Τέλος, για να αξιολογήσουμε τη χρηματοοικονομική κατάσταση και αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, μπορούμε να συγκρίνουμε τους δείκτες της με τους όμοιους μέσους δείκτες του παραγωγικού κλάδου στον οποίο ανήκει αυτή. Οι δείκτες του κλάδου αποτελούν σπουδαία πρότυπα, γιατί κάθε κλάδος έχει τα δικά του ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική διάρθρωση των επιχειρήσεων, τη δομή των αποτελεσμάτων, κλπ.

Η διεπιχειρησιακή σύγκριση για να είναι έγκυρη, θα πρέπει:

- όλες οι επιχειρήσεις να εφαρμόζουν τις ίδιες μεθόδους, τους ίδιους κανόνες και τις ίδιες αρχές σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων, έτσι ώστε οι οικονομικές καταστάσεις να είναι κατά το δυνατόν συγκρίσιμες.
- ο κλάδος να συγκροτείται από συγκρινόμενες επιχειρήσεις, ώστε οι υπολογιζόμενοι δείκτες του κλάδου να είναι κατά το δυνατόν συγκρίσιμοι.
- ο ρυθμός του πληθωρισμού να είναι χαμηλός, αλλιώς, θα πρέπει να αποπληθωρίζονται τα λογιστικά μεγέθη ή να λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις του.

1.5. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Ανάλογα με την φύση ή την πηγή προέλευσης των δεδομένων, οι αριθμοδείκτες μπορούν να διαχωριστούν σε αριθμοδείκτες ισολογισμού, αριθμοδείκτες κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, αριθμοδείκτες κατάστασης διάθεσης αποτελεσμάτων και μικτοί αριθμοδείκτες.

Οι διάφορες πτυχές της οικονομικής κατάστασης και δραστηριότητας μιας επιχείρησης εντάσσουν τους αριθμοδείκτες στις παρακάτω κατηγορίες :

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity ratios)
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (Activity ratios)
- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (profitability ratios)
- Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας (Financial structure & Viability ratios)

- Αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας (Operating expenses ratios)
- Αριθμοδείκτες επενδύσεων ή δείκτες αποτίμησης (Investment ratios)

1.5.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity ratios)

Χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης όσο και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες ή τρέχουσες υποχρεώσεις της. Ειδικότερα, οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται περισσότερο για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσεως μιας επιχείρησης και της ικανότητάς της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της είναι οι εξής:

1. Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (current ratio):

$$\text{Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης παρουσιάζει όχι μόνο ένα μέτρο για τη ρευστότητα μιας επιχείρησης, αλλά και το περιθώριο ασφαλείας, που διατηρεί η διοίκηση της για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει οποιαδήποτε ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κινήσεως.

Αν η ροή των κεφαλαίων στην επιχείρηση είναι ομαλή, με διάρκεια και υπάρχει και ακριβής αντιστοιχία μεταξύ των εισερχόμενων κεφαλαίων και των εξοφλούμενων υποχρεώσεων, τότε η επιχείρηση δεν απαιτείται να διατηρεί υψηλό περιθώριο ασφαλείας σε κεφάλαια κίνησης. Στην πράξη όμως κάτι τέτοιο παρατηρείται σπανιώς με αποτέλεσμα μια επιχείρηση να χρειάζεται να παρακρατά επαρκή κυκλοφοριακά στοιχεία, ούτως ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

2. Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας (acid test ratio):

$$\text{Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας επινοήθηκε για να περιλάβει όλα εκείνα τα στοιχεία, τα οποία μετατρέπονται εύκολα και γρήγορα σε ρευστά.

3. Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας (cash ratio):

$$\text{Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα ενεργητικού}}{\text{Ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας εκφράζει την ικανότητα μιας επιχείρησης για την εξόφληση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της βάσει των μετρητών που διαθέτει. Δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

4. Αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος (Defensive interval ratio):

$$\text{Αριθμοδείκτης αμ. χρον. διαστήματος} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτ. δαπάνες}}$$

Ο αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος βασίζεται στα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, τα οποία αποτελούν άμεση πηγή ρευστών, για την κάλυψη τρεχουσών ημερησίων υποχρεώσεων της. Επίσης ο συγκεκριμένος δείκτης μετρά το χρονικό διάστημα που μπορεί να λειτουργεί μια επιχείρηση με χρήση των «αμυντικών» περιουσιακών στοιχείων που διαθέτει, δίχως να καταφύγει στη χρησιμοποίηση εσόδων που προέρχονται από τις δραστηριότητές της.

1.5.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity ratios)

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

Πιο συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας είναι οι ακόλουθοι:

1. Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων (Receivables turnover ratio):

$$\text{Ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος απαιτήσεων}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός αποτελεί ένα κριτήριο για την αποτελεσματική διαχείριση των απαιτήσεων της επιχείρησης, καθώς και για το βαθμό ρευστότητάς της. Αν η επιχείρηση διατηρεί υπερεπαρκείς απαιτήσεις, σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων, αυτό σημαίνει ότι κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κάπου αλλού δεσμεύονται σε απαιτήσεις.

Επίσης σημαίνει υψηλότερο κόστος διαχείρισης, ενδεχομένως καθυστέρηση στην είσπραξή τους, καθώς και μεγαλύτερο κίνδυνο απώλειας κάποιων απαιτήσεων λόγω αφερεγγυότητας. Αντίθετα, αν οι απαιτήσεις είναι πολύ χαμηλές ή ανεπαρκείς, η επιχείρηση ενδέχεται να χάνει πωλήσεις, λόγω μη χορήγησης ικανοποιητικών πιστώσεων στους πελάτες της. Είναι λοιπόν φανερό ότι μια ενδιάμεση κατάσταση, όπου οι απαιτήσεις διατηρούνται σε ένα ορθολογικό επίπεδο, είναι επιθυμητή, αφού διασφαλίζει ταυτόχρονα και τη ρευστότητα και την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Ο δείκτης της ταχύτητας κυκλοφορίας των απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, ανανεώνονται ή αλλιώς εισπράττονται κατά τη διάρκεια της χρήσης οι απαιτήσεις της επιχείρησης.

2. Αριθμοδείκτης ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (trade creditors to purchase ratio) :

$$\text{Ταχύτητα εξόφλησης βραχ. υποχρεώσεων} = \frac{\text{Αγορές}}{\text{Μέσο ύψος βραχ. υποχρεώσεων}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δείχνει πόσες φορές μέσα στη λογιστική χρήση ανακυκλώνονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης προς τους προμηθευτές της. Με άλλα λόγια, δείχνει πόσες φορές η επιχείρηση δημιουργεί και εξοφλεί υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές της λόγω αγοράς αποθεμάτων με πίστωση.

3. Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (Inventories turnover ratio)

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων υπολογίζεται ως το ηλικίο του κόστους πωληθέντων προς το μέσο απόθεμα. Η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων είναι ένα κριτήριο για την αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων της επιχείρησης, καθώς και για το βαθμό ρευστότητάς τους. Αν η επιχείρηση διατηρεί υπερεπαρκή αποθέματα, αυτό σημαίνει ότι κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε εναλλακτικές χρήσεις δεσμεύονται σε αποθέματα.

Επιπρόσθετα, θα υπάρχει υψηλό κόστος διαχείρισης, καθώς και κίνδυνος οικονομικής απαξίωσής τους. Αντίθετα, αν τα αποθέματα είναι πολύ χαμηλά (ανεπαρκή), η επιχείρηση μπορεί να χάνει πελάτες (πωλήσεις), λόγω εξάντλησης των αποθεμάτων και συνεπώς αδυναμίας εκτέλεσης παραγγελιών.

4. Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης (Net Working capital turnover ratio)

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας Καθ. Κεφ. Κίνησης} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας κεφαλαίου κίνησης αποτελεί ένα καλό κριτήριο για την αποτελεσματική χρησιμοποίηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Η αποτελεσματική χρησιμοποίηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης έχει ιδιαίτερη σημασία για την επιχείρηση, γιατί έχει επίπτωση στην αποδοτικότητα του κεφαλαίου αυτής.

Ο ίδιος δείκτης χρησιμοποιείται και για τον προσδιορισμό του βαθμού ρευστότητας και κατά συνέπεια και της ποιότητας του καθαρού κεφαλαίου κίνησης και υπολογίζεται ως το πηλίκο των πωλήσεων προς το μέσο καθαρό κεφάλαιο κίνησης.

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, ανακυκλώθηκε (δημιουργήθηκε και ρευστοποιήθηκε) το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης (μέσω των πωλήσεων) μέσα σε μια λογιστική χρήση. Δηλαδή, πόσα Ευρώ καθαρές πωλήσεις πραγματοποιεί η επιχείρηση από κάθε Ευρώ καθαρού κεφαλαίου κίνησης.

5. Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (Asset turnover ratio)

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού δείχνει πόσες φορές το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού ανανεώνεται ή επανακτάται, μέσω των πωλήσεων, μέσα σε μια χρήση. Ουσιαστικά δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης της συνολικής περιουσίας της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της και υπολογίζεται από το λόγο των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως προς το σύνολο του ενεργητικού της χρήσεως.

6. Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων (Fixed asset turnover ratio)

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας παγίων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο πάγιου ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων υπολογίζεται από το πηλίκο των καθαρών πωλήσεων προς το σύνολο τού πάγιου ενεργητικού της επιχείρησης και δείχνει, πόσες φορές το πάγιο ενεργητικό ανανεώνεται ή επανακτάται μέσω των πωλήσεων μέσα σε μια χρήση. Ουσιαστικά δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων στοιχείων στη δημιουργία πωλήσεων.

Ο δείκτης της ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων στοιχείων μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία η επιχείρηση χρησιμοποιεί την επένδυσή της σε πάγια στοιχεία, όπως οικόπεδα, μηχανήματα, μεταφορικά μέσα, έπιπλα και οποιονδήποτε άλλον εξοπλισμό. Επίσης, παρέχει ένδειξη για την επάρκεια των πωλήσεων σε σχέση προς την επένδυση σε πάγια στοιχεία. Μια υψηλή τιμή του δείκτη δείχνει εντατική χρησιμοποίηση ή εκμετάλλευση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης στη δημιουργία πωλήσεων. Αντίθετα, μια χαμηλή τιμή του δείκτη δείχνει ανεπαρκή χρησιμοποίηση των παγίων στοιχείων.

7. Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων (Owner's Equity turnover ratio)

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων δείχνει πόσες φορές το ίδιο κεφάλαιο ανανεώνεται ή επανακτάται μέσω των πωλήσεων μέσα σε μια χρήση και υπολογίζεται από το λόγο των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων.

Ουσιαστικά δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, σε σχέση με τις πωλήσεις. Πιο απλά, δείχνει τις πωλήσεις που πραγματοποίησε η επιχείρηση από κάθε μονάδα ιδίου κεφαλαίου. Επιπρόσθετα, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία η διοίκηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια που της εμπιστεύθηκαν οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Επίσης, παρέχει ένδειξη για την επάρκεια των πωλήσεων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια.

1.5.3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (profitability ratios)

Η χρησιμότητα των αριθμοδεικτών αυτών είναι στο να μετράται η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης. Ως *αποδοτικότητα* θα μπορούσε να οριστεί η σχέση μεταξύ του κέρδους που πραγματοποιεί μια επιχειρηματική μονάδα με το κεφάλαιο που χρησιμοποιεί. Επίσης αναφέρεται στη δυναμικότητα των κερδών της και στην ικανότητα του management της να παράγει κέρδη.

Επιπρόσθετα, η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη, άπτεται και του θέματος της "θεωρίας των συμβολαίων" (contracts theory) και των προβλημάτων που ανακύπτουν από τις σχέσεις "εντολέα – εντολοδόχου" (agency problems), σχετικά με την ικανοποίηση των συμφερόντων των διαχειριστών (managers) μιας εταιρείας, των μετόχων αυτής (shareholders), αλλά και γενικότερα όλων των συμμετεχόντων στην επιχείρηση (stakeholders).

Όσον αφορά τη μέτρηση της αποδοτικότητας, θα πρέπει να σημειωθεί ότι χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια, τα οποία εξετάζονται συνδυαστικά και όχι μεμονωμένα ώστε η ερμηνεία τους να έχει ουσιαστικό ρόλο. Τα βασικά στοιχεία συγκρίσεως για την εξεύρεση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι αφ' ενός το κέρδος και αφετέρου το κεφάλαιο.

Οι σπουδαιότεροι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας είναι οι ακόλουθοι:

1. Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους (Gross profit margin):

$$\text{Μικτό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Μικτά κέρδη εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}}$$

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους γνωστός και ως «ποσοστό μικτού κέρδους», απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του μικτού κέρδους χρήσης και των πωλήσεων. Ταυτόχρονα, προσδιορίζει το βαθμό κάλυψης των λειτουργικών και άλλων εξόδων, καθώς και το περιθώριο πραγματοποίησης καθαρών κερδών. Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη αυτού είναι ιδιαίτερα σημαντικός για τις εμπορικές και βιομηχανικές επιχειρήσεις, γιατί αποτελεί ένα μέτρο αξιολόγησης της λειτουργικής αποδοτικότητας. Μια επιχείρηση θεωρείται επιτυχημένη, εφόσον έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους, το οποίο, σε συνδυασμό με το ύψος των πωλήσεών της, επιτρέπει να καλύψει τα έξοδά της και να αποκομίσει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος, σε σχέση με τα απασχολούμενα ίδια κεφάλαια.

Γενικά, μια υψηλή τιμή του δείκτη περιθωρίου μικτού κέρδους δείχνει πολύ καλή λειτουργική αποδοτικότητα ή αλλιώς, αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης στο να επιτυγχάνει φθηνές αγορές εμπορευμάτων ή χαμηλό κόστος παραγωγής προϊόντων και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Αντίθετα, μια χαμηλή τιμή του δείκτη αυτού αντανακλά χαμηλή λειτουργική αποδοτικότητα ή αδυναμία της διοίκησης της επιχείρησης στο να επιτύχει τα παραπάνω. Επίσης, ένα υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους αποτελεί ένδειξη καλής διοίκησης και όταν συνδυάζεται με κανονικό ή καλύτερα υψηλό επίπεδο πωλήσεων, οδηγεί σε επαρκή μικτά κέρδη, που αποτελούν τη βάση για τη διαμόρφωση των καθαρών κερδών.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να καταστεί σαφές ότι ο δείκτης αυτός μετρά την αποδοτικότητα των πωλήσεων και δεν παρέχει άμεσα πληροφορία για το ύψος των μικτών κερδών, τα οποία προσδιορίζονται από την σχέση:

Μικτά κέρδη = Πωλήσεις x Ποσοστό μικτού κέρδους

Συνεπώς, μια επιχείρηση μπορεί να έχει υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους και όμως να έχει μικρά μικτά κέρδη, εφόσον οι πωλήσεις της είναι χαμηλές. Αντίθετα, ένα χαμηλό ποσοστό μικτού κέρδους, μπορεί να επιτύχει υψηλά μικτά κέρδη, εφόσον πραγματοποιεί υψηλές πωλήσεις. Πάντως, με δεδομένο το ύψος των πωλήσεων, η επιχείρηση που έχει το μεγαλύτερο ποσοστό μικτού κέρδους, πραγματοποιεί τα υψηλότερα μικτά κέρδη.

2. Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net profit margin ratio)

$$\text{Καθαρό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}}$$

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους γνωστός και ως «ποσοστό καθαρού κέρδους», είναι ένας σημαντικός δείκτης, γιατί απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του καθαρού κέρδους και των πωλήσεων ή αλλιώς την αποδοτικότητα των πωλήσεων σε καθαρά κέρδη. Ταυτόχρονα, σε συνδυασμό με τις πωλήσεις, προσδιορίζει το ύψος των καθαρών κερδών, το οποίο με την σειρά του επιδρά στην αποδοτικότητα των κεφαλαίων της επιχείρησης (ιδίων και συνολικών).

Γενικά, όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη περιθωρίου καθαρού κέρδους, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση. Ο δείκτης αυτός μετρά την αποδοτικότητα των πωλήσεων σε καθαρά κέρδη και δεν παρέχει άμεσα πληροφορία για το ύψος των καθαρών κερδών, τα οποία προσδιορίζονται από τη σχέση:

Καθαρά Κέρδη = Πωλήσεις x Ποσοστό Καθαρού Κέρδους

Συνεπώς, μια επιχείρηση μπορεί να έχει υψηλό ποσοστό καθαρού κέρδους και όμως, να έχει μικρά καθαρά κέρδη, εφόσον οι πωλήσεις της είναι χαμηλές. Και αντίστροφα, με χαμηλό ποσοστό καθαρού κέρδους, μπορεί να επιτύχει υψηλά καθαρά κέρδη, εφόσον πραγματοποιεί υψηλές πωλήσεις.

3. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return on net worth)

$$\text{Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Ο Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετρά την αποτελεσματικότητα των απασχοληθέντων ιδίων κεφαλαίων. Πρόκειται για ένα σημαντικό δείκτη, διότι μέσα από αυτόν εξάγονται συμπεράσματα για την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Είναι φανερό ότι οι υψηλές τιμές του δείκτη είναι σε γενικές γραμμές επιθυμητές από τη διοίκηση, τους μετόχους, τους υποψήφιους επενδυτές, τους υπάρχοντες και τους υποψήφιους δανειστές, τους εργαζόμενους της επιχείρησης κ.λ.π.

Μια υψηλή τιμή του δείκτη αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση είναι επιτυχημένη και αυτό μπορεί να οφείλεται στην ικανή διοίκησή της, σε ευνοϊκές συνθήκες, στην αποτελεσματική χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων ή στην επωφελή χρησιμοποίηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Financial leverage).

Χρηματοοικονομική Μόχλευση: Ο όρος μόχλευση (leverage) σημαίνει λειτουργία μιας επιχείρησης, μέσω δανειακών κεφαλαίων. Αν το δανειακό κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί από την επιχείρηση και να αποφέρει απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος δανεισμού του, τότε τα καθαρά κέρδη και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης θα αυξηθούν.

Ωστόσο, η μόχλευση εγκυμονεί κινδύνους. Τα αποτελέσματα μπορεί να είναι ευνοϊκά ή μη ευνοϊκά για τους κοινούς μετόχους. Αν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων, μετά το δανεισμό, υπολείπεται του μέσου επιτοκίου του δανεισμού, η μόχλευση θα μειώσει τα καθαρά κέρδη και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή, μια λογική ενέργεια θα ήταν η εξόφληση δανείων που έγιναν με υψηλό επιτόκιο δανεισμού. Δυστυχώς, όμως, πολλές επιχειρήσεις δεν είναι σε θέση, λόγω ανεπαρκούς ρευστότητας, να προβούν σε αυτή την ενέργεια, με αποτέλεσμα να «παγιδευτούν» και να υποστούν τις δυσάρεστες συνέπειες της μόχλευσης.

Προκειμένου οι μέτοχοι και φυσικά, η διοίκηση να αποφασίσουν για το επίπεδο της μόχλευσης, θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους τα παρακάτω:

- a. Την σταθερότητα στην αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων (σύνολο περιουσιακών στοιχείων).
 - b. Την σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων και του μέσου κόστους δανεισμού του ξένου κεφαλαίου.
4. Αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Financial leverage ratio)

$$\text{Χρηματοοικονομική μόχλευση} = \frac{\text{Ιδια Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο απασχοληθέντων κεφαλαίων}}$$

Η επίδραση των δανειακών κεφαλαίων στα κέρδη μιας επιχείρησης είναι θετική και επωφελής, αν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την αποδοτικότητα των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων στην επιχείρηση. Η διαφορά αυτή δείχνει την επίδραση, την οποία ασκεί η χρησιμοποίηση των δανειακών επάνω στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

Όταν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών της κεφαλαίων, τότε η προσφυγή της επιχείρησης στο δανεισμό είναι επωφελής γι' αυτή. Το αντίθετο συμβαίνει όταν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών της κεφαλαίων.

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης φανερώνει το ποσοστό της μεταβολής των καθαρών λειτουργικών κερδών προ φόρων και χρηματοοικονομικών εξόδων. Στην περίπτωση που ο αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα τότε η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι θετική. Αντίθετα, αν είναι μικρότερος της μονάδας τότε η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι αρνητική. Αυτό παρατηρείται στις περιπτώσεις επιχειρήσεων που έχουν υπερδανειστεί ξένα κεφάλαια και συνεπώς η προσφυγή σε επιπλέον δανεισμό μόνο ως επιζήμια θα μπορούσε να χαρακτηριστεί. Τέλος, στην περίπτωση που ο εν λόγω δείκτης ισούται με τη μονάδα η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι μηδενική και συνεπώς δεν υπάρχει καμία οικονομική ωφέλεια.

5. Αριθμοδείκτης αποσβέσεως παγίων (Ratio of depreciation to fixed assets)

$$\text{Απόσβεση παγίων} = \frac{\text{Αποσβέσεις χρήσεως}}{\text{Πάγια προ αποσβέσεων}}$$

Ο δείκτης αυτός παρέχει ένδειξη αφ' ενός για το αν η πραγματοποιούμενη ετήσια απόσβεση είναι επαρκής ή όχι και αφ' ετέρου για το αν η δεδομένη πολιτική αποσβέσεων διαχρονικά επηρεάζεται από το ύψος των πραγματοποιούμενων κερδών.

1.5.4. Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας (Financial structure and viability ratios)

Η διάρθρωση κεφαλαίων αναφέρεται στα είδη και στις μορφές κεφαλαίου που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για την χρηματοδότηση της. Ως κεφάλαια της επιχείρησης θεωρούνται τα ίδια κεφάλαια, οι βραχυπρόθεσμες και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η δομή των κεφαλαίων αυτών είναι η ποσοστιαία συμμετοχή τους στο συνολικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

Οι διάφορες μορφές δανειακών κεφαλαίων περικλείουν διαφορετικού βαθμού κίνδυνο για τους δανειστές της επιχείρησης, γιατί άλλα εξασφαλίζονται μέσω υποθήκης ή προσημείωσης ή ενεχύρου, ενώ άλλα δεν παρέχουν καμία ασφάλεια στους δανειστές της. Η σπουδαιότητα της δομής των κεφαλαίων έγκειται στην ουσιαστική διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στα ίδια και στα δανειακά κεφάλαια της επιχείρησης.

Με τους αριθμοδείκτες αυτούς εκτιμάται η μακροχρόνια ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της. Για την ανάλυση και μελέτη της μακροχρόνιας οικονομικής καταστάσεως μιας επιχείρησης χρησιμοποιούνται συνήθως οι εξής αριθμοδείκτες:

1. Αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια (Ratio of owner's equity to total assets)

$$\text{Ιδια προς συνολικά κεφάλαια} = \frac{\text{Ιδια κεφάλαια}}{\text{Συνολικά κεφάλαια}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια εκφράζει το ποσοστό των ενεργητικών στοιχείων μιας επιχείρησης που έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της.

2. Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανειακά κεφάλαια (Ratio of owner's equity to total liabilities)

$$\text{Ιδια προς ξένα κεφάλαια} = \frac{\text{Ιδια κεφάλαια}}{\text{Ξένα κεφάλαια}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει υπερδανεισμός ή όχι σε μια επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση – αναλογία των ιδίων κεφαλαίων της με τα δανειακά της. Είναι ένα μέτρο της ασφάλειας που παρέχει προς τους δανειστές της, η εκάστοτε επιχείρηση της οποίας το συνολικό κεφάλαιο διαρθρώνεται και από δανειακά κεφάλαια.

3. Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγιο ενεργητικό (Ratio of owner's equity to Fixed assets)

$$\text{Ιδια προς πάγιο ενεργητικό} = \frac{\text{Ιδια κεφάλαια}}{\text{Πάγιο ενεργητικό}} \times 100$$

Η σκοπιμότητα του δείκτη είναι να διαπιστωθεί η χρηματοδότηση των πάγιων επενδύσεων από ίδια ή δανειακά κεφάλαια και σε τι ποσοστό.

4. Αριθμοδείκτης κυκλοφορούν ενεργητικό προς συνολικές υποχρεώσεις (Ratio of current assets to total liabilities)

$$\text{Κυκλ. ενεργητικό προς συνολικές υποχρεώσεις} = \frac{\text{Κυκλ. ενεργητικό}}{\text{Συν. υποχρεώσεις}} \times 100$$

Το κυκλοφορούν ενεργητικού προς το σύνολο των υποχρεώσεων της επιχείρησης εκφράζει τη ρευστότητα των μακροχρόνιων υποχρεώσεων. Σε γενικές γραμμές μια υψηλή τιμή του δείκτη αυτού σηματοδοτεί ότι αν δεν υπάρξουν υπερβολικές ζημιές από τη ρευστοποίηση των κυκλοφοριακών στοιχείων, οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις θα είναι δυνατό να εξοφληθούν από το κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης.

5. Αριθμοδείκτης καθαρό πάγιο προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (Ratio of fixed assets to long term liabilities)

$$\text{Πάγια στοιχεία προς μακρ. υποχρεώσεις} = \frac{\text{Καθαρό πάγιο}}{\text{Μακρ. υποχρεώσεις}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης πάγια προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μιας επιχείρησης εκφράζει ως ένα βαθμό την ασφάλεια που απολαμβάνουν οι μακροχρόνιοι πιστωτές μιας επιχείρησης. Επίσης, η επί σειρά ετών παρακολούθηση τους εν λόγω αριθμοδείκτη μπορεί να αποτελέσει χρήσιμη ένδειξη σχετικά με την πολιτική που ακολουθεί μια επιχείρηση όσον αφορά τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων της.

Γενικά, όσο αυξάνεται η τιμή του εν λόγω δείκτη σημαίνει ότι η επένδυση της επιχείρησης σε πάγια περιουσιακά στοιχεία γίνεται με χρηματοδότηση των μετόχων της, ενώ αντιθέτως όσο μικρότερος γίνεται σηματοδοτεί την επένδυση σε πάγια με χρήση δανειακών κεφαλαίων. Έτσι, κατ' επέκταση το περιθώριο ασφάλειας των μακροχρόνιων πιστωτών της μεγαλώνει και μικραίνει αντιστοίχως.

6. Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων (Number of times interest earned)

$$\text{Δείκτης κάλυψης τόκων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης προ φόρων & τόκων}}{\text{Σύνολο τόκων}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης των τόκων τους οποίους πρέπει να καταβάλλει μια επιχείρηση μέσα σε μια χρήση για τη χρησιμοποίηση των ξένων κυρίως μακροπρόθεσμων κεφαλαίων της, εκφράζει πόσες φορές αυτοί οι τόκοι καλύπτονται από τα καθαρά της κέρδη.

1.5.5. Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας (Operating expense ratios)

Παρέχουν ένδειξη της πολιτικής που ακολουθεί η Διοίκηση μιας επιχείρησης έναντι των διαφόρων δαπανών λειτουργίας της και της αποτελεσματικότητάς της έναντι των επί μέρους δαπανών. Μια ανοδική πορεία των λειτουργικών δαπανών θα πρέπει να διερευνείται μήπως οφείλεται στο γεγονός ότι δεν καταβάλλονται από πλευράς διοικήσεως της εταιρείας οι ανάλογες προσπάθειες συμπίεσεως αυτών ή μήπως αυξάνονται δυσανάλογα των πωλήσεων ή των άλλων μεγεθών της επιχείρησης.

Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας είναι οι ακόλουθοι:

1. Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων (Operating ratio)

$$\text{Λειτουργικά έξοδα} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων} + \text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων εκφράζει μέσα από τη διαχρονική του μελέτη και τη σύγκριση του με τους αντίστοιχους ομοειδείς επιχειρήσεων του κλάδου, συμπεράσματα για το πόση προσοχή θα πρέπει να δοθεί στις διακυμάνσεις των επί μέρους εξόδων και ιδιαίτερα εκείνων που εξαρτώνται από την ακολουθούμενη πολιτική της διοικήσεως της εταιρείας.

Γενικότερα, όσο αυξάνεται η τιμή του τόσο μικρότερη είναι η αποδοτικότητα της επιχείρησης και τούτο διότι το ποσοστό λειτουργικών κερδών που παραμένει σ' αυτή βρίσκεται σε τέτοιο επίπεδο που ίσως να μην επαρκεί για την εξυπηρέτηση των χρηματοοικονομικών και των λοιπών εξόδων της επιχείρησης.

2. Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις (Operating expenses to net sales ratio)

$$\text{Λειτουργικά έξοδα προ πωλήσεων} = \frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις εκφράζει την τάση των λειτουργικών εξόδων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις αυτής διαχρονικά και συγκριτικά με τις ομοειδείς ανταγωνιστικές επιχειρήσεις του κλάδου.

1.5.6. Αριθμοδείκτες Επενδύσεων ή Δείκτες Αποτίμησης (Investment ratios)

Οι δείκτες της κατηγορίας αυτής έχουν επινοηθεί για να χρησιμοποιούνται από τους ενδιαφερόμενους στη μέτρηση των επιδόσεων των επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο. Επίσης, συσχετίζουν τον αριθμό των μετοχών μιας επιχείρησης με τα κέρδη, τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή, το μέρισμα ανά μετοχή με τα κέρδη ανά μετοχή, κ.λπ.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι κυριότεροι επενδυτικοί αριθμοδείκτες.

Πίνακας 1 Investment ratios

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

(Earnings per share - E.P.S.)

$$\text{Μέρισμα ανά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

(Dividends per share - D.P.S.)

$$\text{Τρέχουσα μερισματική απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο χρηματιστήριο}}$$

(Current dividend yield)

$$\text{Ποσοστό διανεμομένων κερδών} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων χρήσεως}}{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}$$

(Percentage of distributed profits)

$$\text{Μερισματική απόδοση ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

(Divident yield on equity capital)

$$\text{Αριθμοδείκτης καλύψεως καταβαλλόμενων μερισμάτων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη χρήσεως}}{\text{Σύνολο καταβαλλόμενων μερισμάτων}}$$

(Divident coverage ratio)

$$\text{Εσωτερική αξία μετοχής} = \frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

(Book value per share)

$$\text{Λόγος χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία μετοχής} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}}$$

(Price to book value Ratio)

$$\text{Λόγος τιμή προς κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

(Price earnings ratio)

$$\text{Ταμειακή ροή ανά μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη χρήσεως} + \text{Αποσβέσεις χρήσεως}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

(Cash flow per share)

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδόσεως μετοχής σε ταμειακή ροή} = 100 \times \frac{\text{Ταμειακή ροή ανά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}$$

$$\text{Αριθμοδείκτης ποσοστού αυτοχρηματοδότησης} = 100 \times \frac{\text{Ταμειακή ροή}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}}$$

$$\text{Αριθμοδείκτης διάρκειας εξόφλησης επενδύσεων} = \frac{\text{Καθαρά πάγια}}{\text{Ταμειακή ροή}}$$

$$\text{Απόσβεση ανά μετοχή (Depreciation per share)} = \frac{\text{Σύνολο αποσβέσεων χρήσεως}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

1.6. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Η μεταβολή των ιδίων και ξένων κεφαλαίων με διατήρηση του κόστους αυτών σταθερό, είναι στην θεωρία και στην πράξη σημαντική για την επίδραση της στο μέσο κόστος κεφαλαίου. Επίσης, είναι γνωστό και αποδεδειγμένο ότι, όταν αυξάνονται οι υποχρεώσεις της επιχείρησης, όταν δηλαδή αυξάνονται τα ξένα κεφάλαια εις βάρος των ιδίων, εφαρμόζεται στο συνολικό κόστος κεφαλαίου μια επίδραση ως μοχλός, που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του. Η επίδραση αυτή ονομάζεται χρηματοοικονομική μόχλευση (Financial leverage effect) και δύναται να έχει τόσο θετικά όσο και αρνητικά αποτελέσματα στο μέσο κόστος κεφαλαίου.

Στην πράξη, μια επιχείρηση σπανίως χρηματοδοτείται μόνο από ίδια κεφάλαια. Η κεφαλαιακή της διάρθρωση περιλαμβάνει τόσο ίδια όσο και ξένα κεφάλαια (πηγές χρηματοδότησης), οπότε απαιτείται ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου τόσο των ιδίων όσο και των δανειακών της κεφαλαίων. Αν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι R_S (cost of equity capital) και το κόστος των ξένων κεφαλαίων είναι R_B (cost of borrowing capital), τότε το κόστος κεφαλαίου R_{WACC} (weighted average cost of capital), θα είναι ο μέσος σταθμικός των δύο. Οπότε:

$$R_{WACC} = \frac{S}{S+B} \times R_S + \frac{B}{S+B} \times R_B \quad (1)$$

Όπου S και B είναι τα ίδια και τα ξένα κεφάλαια αντίστοιχα.

Το κόστος της τραπεζικής δανειοδότησης σε μια επιχείρηση εξαρτάται από την πιστοληπτική της ικανότητα, από το γενικό επίπεδο των επιτοκίων στην αγορά, τις παρεχόμενες στην επιχείρηση συνολικές υπηρεσίες από την τράπεζα, από το ύψος των συναλλαγών καθώς και από άλλους παράγοντες.

Μια πρώτη εκτίμηση για τον υπολογισμό του R_B είναι να χρησιμοποιηθεί το επιτόκιο δανεισμού της επιχείρησης από τους ξένους χρηματοδότες της. Η παραπάνω σχέση χρησιμοποιεί για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου έναν μέσο σταθμικό κόστος που περιλαμβάνει ξεχωριστά τους όρους των βραχυπροθέσμων και μακροπροθέσμων υποχρεώσεων με τα αντίστοιχα επιτόκια δανεισμού της επιχείρησης.

Ωστόσο, πολλές φορές αυτό δεν είναι και τόσο απλό, καθώς μπορεί να υπάρχουν πολλοί χρηματοδότες που έχουν δανείσει την επιχείρηση με διαφορετικό επιτόκιο. Επιπρόσθετα, περίοδοι όπου ο πληθωρισμός μεταβάλλεται είναι λογικό να επηρεάζουν ανάλογα και το κόστος δανεισμού. Σε τέτοιες περιπτώσεις το πραγματικό κόστος δανεισμού εκτιμάται, αν από το ετήσιο μέσο κόστος δανεισμού (ονομαστικό επιτόκιο) αφαιρεθεί ο ετήσιος δείκτης πληθωρισμού (αποπληθωρισμός). Τέλος το επιτόκιο δανεισμού μπορεί να είναι σταθερό ή μεταβαλλόμενο.

Από τα παραπάνω γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι η επιχείρηση έχει αντικειμενική δυσκολία στο να βρει μια καλή εκτίμηση του R_B και καταφεύγει σε απλουστεύσεις και μέσους όρους των συντελεστών δανειοδότησης των ξένων κεφαλαίων.

Ο υπολογισμός του κόστους δανεισμού δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$R_B = i + ΠΚ + ΕΔ \quad (2)$$

όπου i είναι το Σταθερό Διατραπεζικό Επιτόκιο, $ΠΚ$ το Περιθώριο Κέρδους του χρηματοδότη και $ΕΔ$ η Εισφορά του Δημοσίου.

Αν T_C είναι ο συντελεστής φορολόγησης μιας εταιρείας, το κόστος ξένων κεφαλαίων μετά από φόρους θα είναι ο εξής:

$$R_{WACC} = \frac{S}{S+B} \times R_S + \frac{B}{S+B} \times R_B \times (1 - T_C) \quad (3)$$

Συνήθως, ο λόγος των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια συμβολίζεται με τον λόγο $\lambda = B/S$. Τα μέρη των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων ή αλλιώς η κεφαλαιακή διάρθρωση, καθορίζεται από τη διοίκηση της επιχείρησης. Η διοίκηση, με τη σύμφωνη γνώμη των μετόχων μπορεί να μειώσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και αντίστοιχα να αυξήσει το κόστος των δανειακών, μειώνοντας με τον τρόπο αυτό το συνολικό κόστος κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή μπορεί το ύψος των συνολικών κεφαλαίων να παραμένει το ίδιο και να αφαιρεθεί ένα κομμάτι από τα «ακριβά» ίδια κεφάλαια, το οποίο θα προστεθεί στα «φθηνότερα» δανειακά της επιχείρησης.

Από τη σχέση (1) γίνεται φανερό ότι, με αύξηση του κόστους του λόγου βάρους $B/(S+B)$ των ξένων κεφαλαίων, το μέσο κόστος κεφαλαίου μειώνεται, δεδομένου ότι τα κόστη ιδίων και ξένων κεφαλαίων παραμένουν σταθερά και ισχύει ότι $R_S > R_B$.

Ένα ακόμη αποτέλεσμα από τη μείωση των ιδίων και αύξηση των ξένων κεφαλαίων, όταν τα R_S και R_B είναι σταθερά, είναι ότι η συνολική αξία της επιχείρησης στην αγορά V αυξάνεται. Η συνολική αξία της επιχείρησης δεν είναι άλλη από το περιοδικό άθροισμα κάθε χρόνο των μικτών κερδών, τα οποία προεξοφλούνται με το μέσο κόστος κεφαλαίου. Αν κάθε χρόνο τα μικτά κέρδη μαζί με τους τόκους είναι G_{Gt} , τότε η αξία της επιχείρησης θα είναι:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{G_{Gt}}{(1 + R_{WACC})^t} \quad (4)$$

Η παραπάνω σχέση δηλώνει ότι η δραστηριότητα δεν ισχύει προθεσμιακά εκ των προτέρων, αφού $t=1, \dots, \infty$, σύμφωνα με την αρχή της διηνεκούς λειτουργίας. Είναι επίσης φανερό πως μια μείωση του μέσου κόστους κεφαλαίου που βρίσκεται στον παρονομαστή θα επιδράσει στην αξία V της επιχείρησης.

Εάν στον τύπο (1) του κόστους κεφαλαίου αν αντικατασταθεί το άθροισμα των ιδίων και ξένων κεφαλαίων με τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης $C = S+B$, τότε προκύπτει:

$$R_{WACC} = \frac{S}{C} \times R_S + \frac{B}{C} \times R_B \quad (5)$$

Επίσης αν στην σχέση (1) γίνουν οι απαραίτητοι μετασχηματισμοί και απλοποιήσεις η σχέση μετατρέπεται ως εξής:

$$R_S = R_{WACC} + (R_{WACC} + R_B) \times \frac{B}{S} \quad (6)$$

Στη σχέση (6) ο ορισμός του κόστους κεφαλαίου στη χρηματοοικονομική επιστήμη διαφέρει από αυτόν που εφαρμόζεται στη διοίκηση επιχειρήσεων. Το κόστος κεφαλαίου ορίζεται ως συντελεστής προεξόφλησης και μπορεί να θεωρηθεί ως επιτόκιο r . Η παροχή χρηματοδότησης χαρακτηρίζεται, χρησιμοποιώντας την έννοια των ταμειακών ροών (cash flows) επενδύσεων και χρηματοδοτήσεων, ως ταμειακές εισροές e_t από την πλευρά της επιχείρησης.

Έτσι, δημιουργείται η σειρά των καθαρών ταμιακών ροών, η οποία με την σειρά της περιλαμβάνει φόρους, αποσβέσεις και άλλες αποπληρωμές.

$$e_t = \sum_{t=1}^n a_t x(1-r)^{-t} \quad (7)$$

Το επιτόκιο προεξόφλησης r προεξοφλεί τις μελλοντικές ταμιακές εισροές στα χρονικά σημεία t_i ώστε να βρεθεί η παρούσα αξία του συνόλου τους. Δοθέντος του επιτοκίου προεξόφλησης, οι χρηματοδότες της επιχείρησης μπορούν να υπολογίσουν το ύψος των αποπληρωμών και των τόκων της εταιρείας. Οι χρηματοδότες και οι μέτοχοι της εταιρείας είναι συνεπώς σε θέση να χρηματοδοτήσουν την εταιρεία, αν πιστεύουν ότι μπορούν να πραγματοποιηθούν οι προσωπικές τους προσδοκίες. Κατά βάση, για το κόστος κεφαλαίου ως προεξοφλητικό επιτόκιο ισχύει ότι αυτό πρέπει να είναι ταυτόσημο με την απόδοση που απαιτούν να λάβουν οι χρηματοδότες κεφαλαίου της επιχείρησης. Αυτή η είναι η απαιτούμενη απόδοση (required rate of return), και συμβολίζεται με $R_F = R_S$.

Η απαιτούμενη απόδοση θα προκύψει από καθαρές ταμιακές εισροές ανα περίοδο e_t που αποφέρουν χρηματικά ποσά a_t τα οποία πληρώνονται ως μερίσματα ή επανεπενδύονται στην εταιρεία. Επειδή, οι μελλοντικές εισροές της επιχείρησης δεν είναι γνωστές με σιγουριά στην αρχή της περιόδου, που οι χρηματοδότες εισφέρουν τα κεφάλαιά τους, η απαιτούμενη απόδοση των μετόχων θα αυξηθεί κατά ένα ποσοστό λόγω του κινδύνου (risk premium). Το risk premium αποτελεί την ασφάλεια των μετόχων που μετριάζει ή καλύπτει την απώλεια που ενδεχομένως επέλθει, αν δεν εκπληρωθούν οι χρηματικές εισροές που αναμένεται να κάνει η επιχείρηση. Έτσι, η απαίτηση R_F δε θα είναι ίση ακριβώς με το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, αλλά θα έχει μια προσαύξηση κατά ένα ποσοστό ασφάλειας.

Αν μεταφραστεί το κόστος κεφαλαίου ως αποδοτικότητα που περιμένουν οι μέτοχοι και οι χρηματοδότες της επιχείρησης, προκύπτουν οι τύποι της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων.

Αν το αναμενόμενο μεικτό κέρδος είναι G_G τότε ισχύει ότι:

$$\bar{G} = S + \bar{R}_{WACC} + Bx(\bar{R}_{WACC} - R_B) \Leftrightarrow$$

$$\frac{\bar{G}}{S} = \bar{R}_{WACC} + \frac{B}{S}x(\bar{R}_{WACC} - R_B) \Leftrightarrow$$

$$\bar{R}_S = \bar{R}_{WACC} + \lambda x (\bar{R}_{WACC} - R_B) \quad (8)$$

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται, όταν αυξάνει ο αριθμοδείκτης μόχλευσης λ , υπό την προϋπόθεση ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου R_{WACC} βρίσκεται κάτω από το κόστος των ξένων κεφαλαίων R_F . **Αυτή είναι η θετική επίδραση του φαινομένου χρηματοοικονομικής μόχλευσης.**

Η αφαίρεση κεφαλαίου από τα ίδια και η προσθήκη του στα ξένα έχει νόημα, όταν το κεφάλαιο το οποίο απελευθερώνεται μπορεί να διατεθεί σε εναλλακτικές επενδύσεις με επαρκή απόδοση. Αυξάνοντας τα δανειακά κεφάλαια της επιχείρησης, αυξάνει και ο κίνδυνος των μετόχων και των λοιπών δανειστών αυτής. **Αυτή είναι η αρνητική επίδραση του φαινομένου χρηματοοικονομικής μόχλευσης.**

Συνοψίζοντας, τη σχέση μεταξύ κινδύνου και κεφαλαιακής διάρθρωσης δηλαδή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, προκύπτει ότι ο κίνδυνος καθορίζεται από τη σχέση μεταξύ των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων, όπου ο αριθμοδείκτης μόχλευσης ξένων προς ίδια κεφάλαια λ προάγεται σε καθοριστικό παράγοντα. Προς το παρόν, μέσα στον κίνδυνο δεν περιλαμβάνονται άλλοι παράγοντες, όπως ο κίνδυνος ρευστοποίησης ή ο κίνδυνος της αγοράς. Ο κίνδυνος που έχουν οι χρηματοδότες της επιχείρησης καθορίζεται αποκλειστικά από τον λόγο λ . Ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει τον κίνδυνο είναι η λειτουργική μόχλευση, η οποία αναφέρεται στη διάρθρωση λειτουργίας της επιχείρησης και όχι στη διάρθρωση των κεφαλαίων της.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καζαντζής Ι. Χρήστος 2008, Αρχές και Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus A.E.
2. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks.
3. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks.
4. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2003, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, 1^η Έκδοση, Interbooks.
5. Horngren T. Charles, Harrison T. Walter, Suzanne Oliver M. 2009, Financial and Managerial Accounting, 2nd Edition, Pearson International Edition.
6. Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus 2002, Fundamentals of Corporate Finance, 4th Edition, McGraw-Hill International Edition.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αποτίμηση εταιριών και κυρίως μετοχών εισηγμένων σε χρηματιστήρια, αποτελεί μία διαδεδομένη πρακτική στην αναζήτηση των ελκυστικότερων επενδυτικών επιλογών από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές ανά τον κόσμο. Είναι γνωστό ότι δεν υπάρχει μόνο ένας ενιαίος και αποδεκτός τρόπος υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης. Όσοι ασχολούνται με αυτόν τον τομέα χρησιμοποιούν διαφορετικά εργαλεία και μεθόδους ανάλογα με την γνώση τους ή το συμφέρον τους.

Όλα τα κεφάλαια είτε είναι περιουσιακά είτε όχι έχουν μία αξία. Η επιτυχία στην επένδυση και διαχείριση αυτών των κεφαλαίων οφείλεται στην κατανόηση τόσο των ποσοτικών όσο και των ποιοτικών διαστάσεων της αξίας τους. Αυτό που έχει πραγματικά ενδιαφέρον δεν είναι οι διαφορετικές τεχνικές αποτίμησης αλλά ο βαθμός ομοιότητας σε βασικές αρχές. Όμως η αβεβαιότητα είτε οφείλεται στην φύση του εξεταζόμενου περιουσιακού στοιχείου είτε στην τεχνική που ακολουθείται είναι υπαρκτή.

Η αξία της επιχείρησης αναφέρεται στην αξία ολόκληρης της οικονομικής μονάδας με βάση την χρηματοοικονομική της κατάσταση και τις προσδοκίες για αυτήν και είναι άμεσα συνδεδεμένη με την λειτουργία της και τις μελλοντικές αποδόσεις. Αντίθετα, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου ουσιαστικά είναι το τίμημα που πρέπει να πληρώσει ένας αγοραστής για να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης.

Αναμφισβήτητα, η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί αναγκαίο εργαλείο για τη διενέργεια αξιολόγησης επιχειρηματικών γεγονότων και ειδικότερα όσον αφορά τις επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε ενέργειες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ακόμη, η εφαρμογή των τεχνικών της αποτίμησης αποτελεί έναν σπουδαίο μηχανισμό διαλόγου ανάμεσα στη Διοίκηση μιας εταιρείας, στους μετόχους αυτής ή στους αναλυτές για θέματα που επιδρούν στην αξία της και στις στρατηγικές της ενέργειες.

2.2. ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Οι κυριότεροι λόγοι που οδηγούν στην αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

1. Η αποτελεσματικότητα των αγορών ουσιαστικά δεν υφίσταται για τις ιδιωτικές, μη εισηγμένες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα ο προσδιορισμός της αξίας τους να είναι δύσκολος.
2. Σε συμφωνίες μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, προκειμένου να συνεργαστούν (συγχώνευση – εξαγορά), η κάθε πλευρά θα πρέπει να γνωρίζει επακριβώς την αξία της επιχείρησης του, ούτως ώστε η συμφωνία να είναι συμφέρουσα για αυτόν και να εξασφαλίσει ότι η τιμή π.χ. πώλησης, που θα επιτύχει δεν θα είναι μικρότερη από την πραγματική. Μόνο τότε θα είναι σε θέση σωστής στρατηγικής διαπραγμάτευσης.
3. Αποτελεί ένα μέσον που διευκολύνει σημαντικά τον επιχειρησιακό σχεδιασμό.
4. Βοηθάει στον προσδιορισμό των σταθερών αλλά και των έκτακτων αμοιβών (bonus), των ανώτατων στελεχών, οι οποίες είναι συνδεδεμένες και σχετίζονται άμεσα με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης.
5. Αποτελεί τον κυριότερο παράγοντα προσέλκυσης κεφαλαίων.

Στον παρακάτω πίνακα εμφανίζονται οι μέθοδοι αποτίμησης και οι περιπτώσεις που θεωρείται κατάλληλη η χρήση τους.

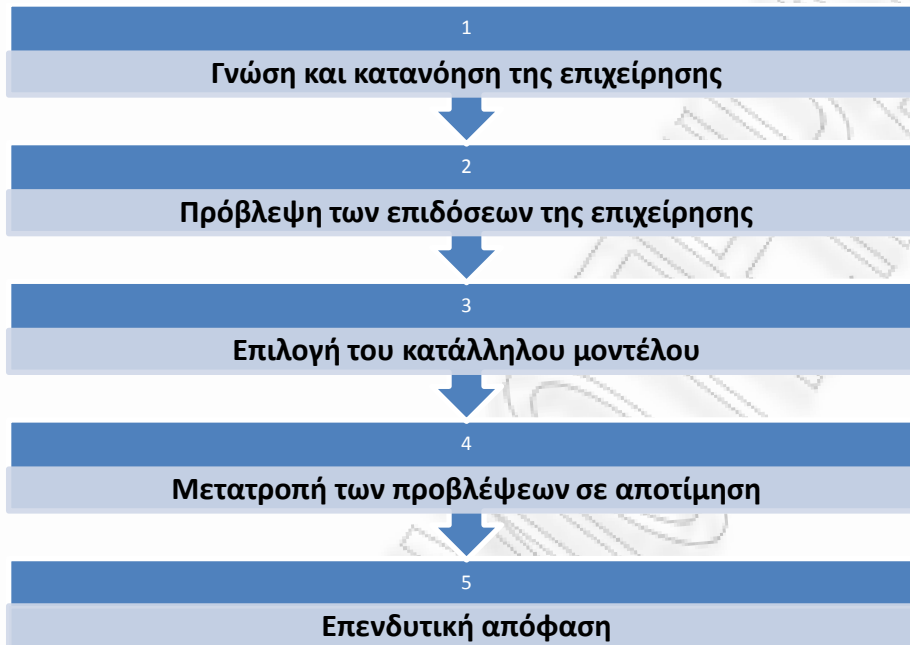
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1
Καταλληλότητα των μεθόδων αποτίμησης

Μέθοδος	Περίπτωση
Καθαρής περιουσιακής θέσης	<ul style="list-style-type: none"> - Διακοπή εργασιών – λειτουργίας - Πραγματοποίηση μικρών κερδών ή ζημιών
Προεξόφληση ταμιακών ροών	- Αυξημένα ή αυξανόμενα κέρδη
Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών	- Σταθερά διαχρονικά κέρδη
Υπερπροσόδου	<ul style="list-style-type: none"> - Κερδοφορία την τελευταία πενταετία - Επιχειρήσεις με μεγάλη καθαρή περιουσιακή θέση
Οικονομική προστιθέμενη αξία	- Κερδοφορία την τελευταία πενταετία
Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιρειών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς	- Ομοειδείς επιχειρήσεις και επάρκεια στοιχείων για σύγκριση
Χρηματιστηριακής τιμής ή TRS	- Όταν η εταιρεία είναι εισηγμένη και δεν παρουσιάζονται μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή της και επομένως μπορεί να θεωρηθεί ότι η αγορά έχει προεξοφλήσει όλα τα γεγονότα, δεδομένα, καταστάσεις και συνθήκες που επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.
Συγκριτικών συναλλαγών	- Ομοειδείς επιχειρήσεις και επάρκεια στοιχείων για σύγκριση
Προεξόφληση μερισμάτων, P/E, TRS	<ul style="list-style-type: none"> - Όταν η επιχείρηση παράγει και διανέμει σταθερά ή αυξανόμενα μερίσματα στους μετόχους της - Όταν η επιχείρηση είναι εισηγμένη και παράγει σταθερές υπεραξίες στην κεφαλαιαγορά
Επιτροπή κεφαλαιαγοράς	- Μετοχές μη εισηγμένων εταιρειών

ΠΗΓΗ : Αποτίμηση επιχειρήσεων, Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη

2.3. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η διαδικασία της αποτίμησης περιλαμβάνει συνοπτικά τα παρακάτω στάδια:



Σχήμα 2.1 : Στάδια της διαδικασίας αποτίμησης επιχειρήσεων

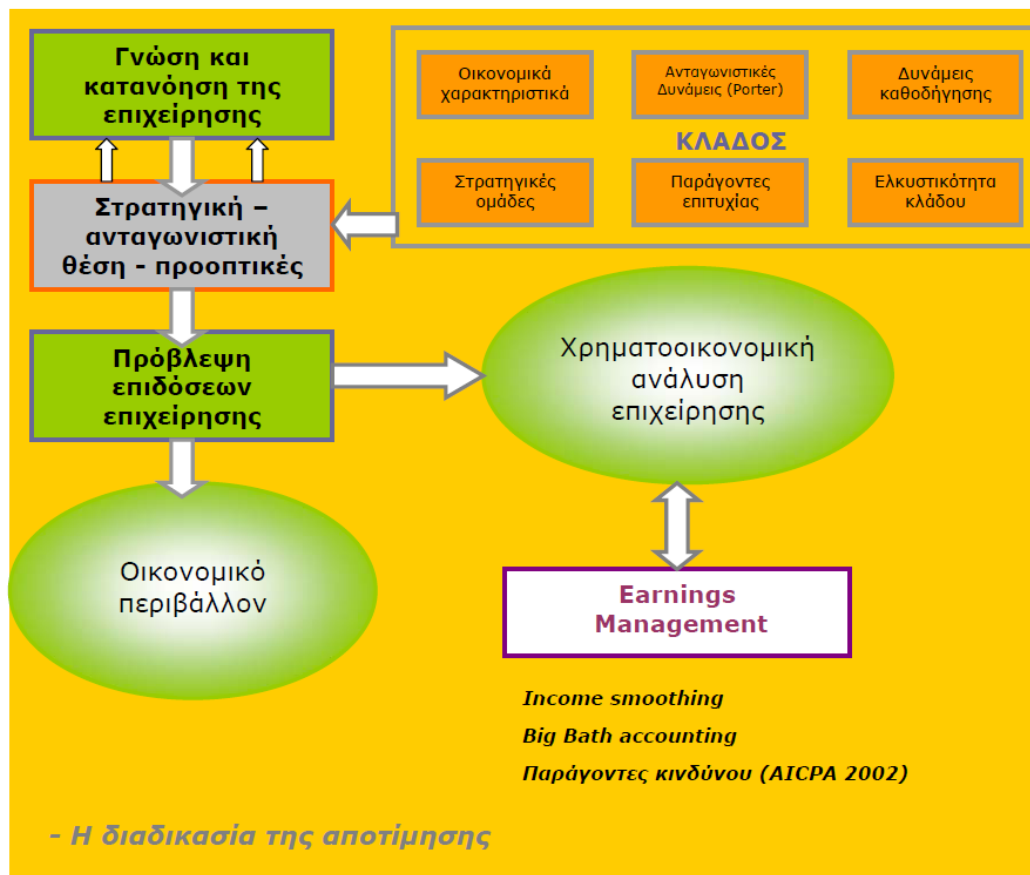
Δεδομένης της σημαντικότητας του ρόλου της αποτίμησης, το ερώτημα για το ποια μέθοδος ταιριάζει περισσότερο προκειμένου να αποτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης (ιδιωτικής ή δημόσιας), θα πρέπει να διερευνηθεί προσεκτικά, πριν την εφαρμογή της.

Επιπρόσθετα, η έρευνα πάνω στα μοντέλα αποτίμησης δείχνει ότι τα αποτελέσματα παρουσιάζουν ανομοιομορφία, με κάποιους τομείς όπως είναι η μέτρηση του ρίσκου - κινδύνου (*risk assessment*), να είναι βαθύτατα αναλυμένη ενώ κάποιοι άλλοι όπως είναι η βέλτιστη εκτίμηση των ταμειακών ροών και η εναρμόνιση της με διαφορετικές εκδόσεις μοντέλων, δεν λαμβάνει την απαιτούμενη προσοχή και αναγνώριση.

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν ένα ευρύ φάσμα μοντέλων, από τα οποία κάποια μπορούν να χαρακτηριστούν ως πολύ απλά στην εφαρμογή τους ενώ άλλα ως ιδιαίτερα προχωρημένα. Αυτά τα μοντέλα συχνά διαφέρουν στις υποθέσεις τους και καθορίζουν διαφορετικά την έννοια της αξίας (*value*) των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, παρουσιάζουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά και συνεπώς είναι εφικτό να τα κατηγοριοποιηθούν, με την ευρεία έννοια του όρου.

Επίσης, υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα που προκύπτουν μέσα από την κατηγοριοποίηση αυτή. Τα μοντέλα αυτά καθιστούν ευκολότερη την κατανόηση από τον αναλυτή για το ποιο μοντέλο είναι το ιδανικό για την εκάστοτε εξεταζόμενη περίπτωση καθώς επίσης και για την κατανόηση των αιτιών στις οποίες οφείλονται τα διαφορετικά αποτελέσματα μεταξύ τους. Τέλος, επιτρέπει στον αναλυτή να εντοπίσει ευκολότερα πότε αυτά παρουσιάζουν θεμελιώδη προβλήματα στη λογική τους.

Παρακάτω παρουσιάζεται σχηματικά η διαδικασία της αποτίμησης των επιχειρήσεων:



Σχήμα 2.2 : Η διαδικασία της αποτίμησης

2.3.1 Εξωτερικοί Παράγοντες Επιρροής της Αξίας μιας Επιχείρησης

Η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από διάφορους εξωτερικούς παράγοντες, σημαντικότεροι των οποίων είναι οι εξής:

- Ο πληθωρισμός
- Η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής μιας επιχείρησης
- Τα επιτόκια

Οι παράγοντες αυτοί σχετίζονται μεταξύ τους και παίζουν σημαντικό ρόλο και επιρροή στις προσδοκίες των επενδυτών, μετόχων κλπ. Μεγαλύτερη συσχέτιση εμφανίζεται μεταξύ του πληθωρισμού και των επιτοκίων, αλλά και καθένα ξεχωριστά επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Αυτοί οι παράγοντες παίζουν σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Αυτό συμβαίνει γιατί έστω και μια ανακοίνωση για αύξηση ή μείωση των επιτοκίων ή του πληθωρισμού είναι βέβαιο πως θα επιφέρει μεταβολή στην τιμή της μετοχής και κατ' επέκταση στην αξία της επιχείρησης.

2.4. ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΑ ΜΕΛΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση είναι γεγονός ότι πρέπει να ενδιαφέρει όλους όσους έχουν άμεσο ή έμμεσο συμφέρον από την εταιρεία, δηλαδή τον επιχειρηματία, τους δανειστές της, τους πελάτες, τους προμηθευτές, τους εργαζόμενους, τους μετόχους, την κοινωνία, τους εποπτικούς και φορολογικούς φορείς και γενικότερα αυτούς που θέλουν να εξαγοράσουν την εταιρεία.

Βέβαια ο καθένας αντιλαμβάνεται με διαφορετικό τρόπο την κάθε πληροφορία και συνεπώς παίρνει και διαφορετικές αποφάσεις, σταθμίζοντας διάφορους παράγοντες και πράττοντας ανάλογα με τις γνώσεις του και τις προσδοκίες του.

Η ανάπτυξη των χρηματιστηρίων τα τελευταία χρόνια έχει δημιουργήσει ακόμη μεγαλύτερη ανάγκη για παρουσίαση λογιστικών κερδών, τα οποία πολλές φορές είναι προϊόντα λογιστικών χειρισμών και δεν αντικατοπτρίζουν απόλυτα την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1
Χρήστες και Μέθοδοι

Μέθοδος \ Χρήστες	Ορ. Ελεγκτές - Λογιστές	Μέτοχοι	Θεσμικοί και άλλοι επενδυτές	Αναλυτές	Επιτροπή κεφαλαιαγοράς	Σύμβουλοι και ανάδοχοι έκδοσης	Άλλοι stakeholders	Διευθυντές	Εσωτερικός ελεγκτής
Καθαρής περιουσιακής θέσης									
Προεξόφληση ταμιακών ροών									
Υπερπροσόδου									
Προστιθέμενης οικονομικής αξίας									
Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών									
Χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς									
Χρηματιστηριακής τιμής, προεξόφλησης μερισμάτων									
Συγκριτικών συναλλαγών									

ΠΗΓΗ : Αποτίμηση επιχειρήσεων, Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Εκδόσεις Αφοι Κυριακίδη

Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν οι διάφορες μέθοδοι, πολλές φορές είναι διαφορετικά, καθώς πολλές φορές διαφορετική μπορεί να είναι και η τελική αξία. Έτσι αυτό που τελικά θα αποτελέσει τον κυρίαρχο παράγοντα, ώστε τα διαπραγματευόμενα μέρη να βρουν την χρυσή τομή και να καταλήξουν σε κοινά αποδεκτή αξία, είναι ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης. Οι μελέτες αποτίμησης δεν λαμβάνουν υπόψη ορισμένες παραμέτρους που είναι σημαντικές στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να μην έχουν την δυνατότητα να αξιολογηθούν άμεσα σε νομισματικές μονάδες αλλά μπορούν να προσαρμόσουν την αρχική εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι:

- ο Οι προθέσεις και οι επιθυμίες του πωλητή να πραγματοποιηθεί η συναλλαγή (π.χ. ανάγκη ρευστότητας)
- ο Η μεγάλη ρευστότητα του αγοραστή

- ο Η ανάγκη για ολοκλήρωση και υλοποίηση της στρατηγικής της επιχείρησης
- ο Η ανάγκη συμπλήρωσης του εύρους των προϊόντων της επιχείρησης με σκοπό την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού
- ο Η ανάγκη για αξιοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού μέσω της εκμετάλλευσης των οικονομιών κλίμακας
- ο Νομοθετικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση
- ο Φορολογικά κίνητρα συγχωνεύσεων – εξαγορών
- ο Ιδιαιτερότητες που υφίστανται στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης που οδηγούν σε διάλυση του οργανωτικού μηχανισμού ή του ιδιοκτησιακού κατεστημένου.

Είναι σαφές ότι η αξία της εταιρείας είναι μία πληροφορία χρήσιμη σε πολλούς, αλλά ο καθένας την αντιλαμβάνεται διαφορετικά και δεν είναι εύκολο να βρεθεί μία τιμή που να αντιπροσωπεύει τις ανάγκες και τις προσδοκίες όλων.

2.5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Οι απόψεις σχετικά με τον χαρακτηρισμό της διαδικασίας αποτίμησης ως τεχνική ή επιστήμη διίστανται. *Τεχνική είναι το σύνολο των μεθόδων και κανόνων με τους οποίους επιτυγχάνεται συγκεκριμένο αποτέλεσμα καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών, ενώ Επιστήμη είναι το σύνολο των συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ορισμένο κύκλο φαινομένων¹.*

Παρά το γεγονός ότι οι όροι τεχνική και επιστήμη σχετίζονται μεταξύ τους, είναι αλήθεια ότι παρουσιάζουν και σημαντικές διαφορές. Ο ρόλος και οι πηγές πληροφοριών και μεθοδολογίας παρουσιάζονται στο παρακάτω σχήμα.

¹ Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη, 2005, σελ 17



Σχήμα 2.3 : Εσωτερικές διεργασίες στην διαδικασία αποτίμησης

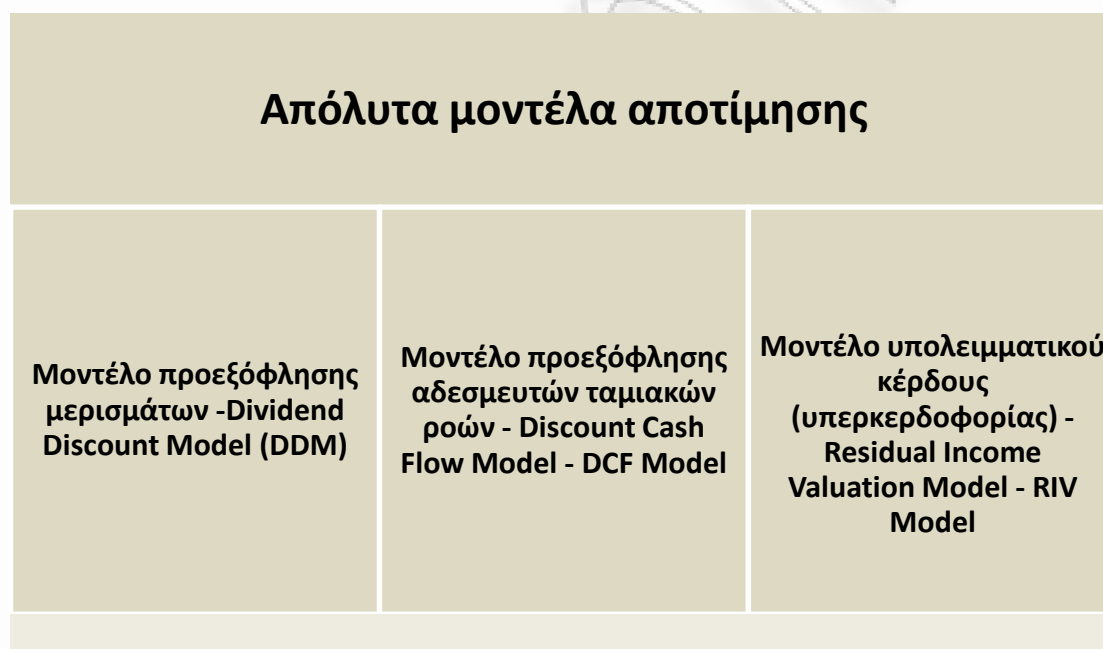
Η ολοκληρωμένη γνώση της χρηματοοικονομικής και της λογιστικής επιστήμης είναι σαφές ότι αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τον εκάστοτε μελετητή στην διεκπεραίωση της εργασίας αποτίμησης. Παρόλα αυτά όμως, δεν είναι αρκετή η ολοκληρωμένη γνώση των παραπάνω επιστημών. Είναι σαφές ότι απαιτείται η διαμόρφωση ενός συνόλου κανόνων και διαδικασιών που θα καθοδηγήσει τον μελετητή κατά την εκτέλεση της εργασίας του. Από τον ορισμό της τεχνικής προκύπτει ότι πέραν των μεθόδων και των κανόνων η τεχνική συμπεριλαμβάνει και το στοιχείο της εμπειρίας. Η εμπειρία αν ληφθεί υπόψη το περιορισμένο χρονικό διάστημα που έχει ο μελετητής στην διάθεση του καθώς και τους περιορισμένους πόρους, μπορεί να αποτελέσει το συνδυαστικό κρίκο ανάμεσα στις επιστήμες που θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για να έρθει εις πέρας το δύσκολο έργο της αποτίμησης.

Πρέπει να ξεκαθαριστεί το γεγονός ότι η αποτίμηση δεν μπορεί να στηρίζεται μόνο στην καταγραφή ή μόνο στην πρόβλεψη. Για να φτάσει κάποιος στο επιθυμητό αποτέλεσμα θα πρέπει να στηριχθεί τόσο σε λογιστικά δεδομένα όσο και στην πρόβλεψη, για την οποία απαιτούνται γνώσεις στατιστικής και χρηματοοικονομικής επιστήμης. Γι αυτό όπως θα αναλυθεί παρακάτω, οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται πιο συχνά και κατά γενική ομολογία δίνουν και καλύτερα αποτελέσματα, είναι οι πιο περίπλοκες που συνδυάζουν πολλά δεδομένα και λαμβάνουν υπόψη περισσότερους παράγοντες.

Το συμπέρασμα είναι πως απαραίτητα συστατικά της αποτίμησης είναι τόσο η επιστήμη όσο και η τεχνική και όχι κάθε μία από αυτές ξεχωριστά. Με σκοπό το καλύτερο αποτέλεσμα, είναι αναγκαίο να αντληθούν στοιχεία μέσω της επιστημονικής προσέγγισης χωρίς να παραβλέπεται το τεχνικό και εμπειρικό μέρος, το οποίο μπορεί να αποτελέσει καθοριστικό ρόλο ανάμεσα στα αποτελέσματα των κοινά χρησιμοποιούμενων μεθόδων αποτίμησης.

2.6. ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Τα μοντέλα αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης χωρίζονται σε δύο κατηγορίες, α) τα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης και β) τα σχετικά μοντέλα αποτίμησης.



Σχήμα 2.4 : Απόλυτα Μοντέλα Αποτίμησης

Σχετικά μοντέλα αποτίμησης

Πολλαπλασιαστές - Multiples

Price to Earnings ratio (P/E)	Price to Book Value of Equity ratio (P/BV)	Price to Sales ratio (P/S)	Price to Cash flow ratio (P/CF)	Enterprise Value to EBITDA ratio
-------------------------------	--	----------------------------	---------------------------------	----------------------------------

Σχήμα 2.5 : Σχετικά Μοντέλα Αποτίμησης

Η επιλογή ενός μοντέλου αποτίμησης γίνεται με βάση ορισμένα κριτήρια επιλογής, αναλόγως με τα χαρακτηριστικά της προς εξέταση επιχείρησης. Οι βασικότεροι παράμετροι επιλογής είναι η ύπαρξη συμβατότητας με τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, η διαθεσιμότητα και η ποιότητα των δεδομένων και η συμβατότητα με τους σκοπούς της αποτίμησης.

Η χρήση των μοντέλων αποτίμησης για επενδυτικές αποφάσεις βασίζεται στην αντίληψη ότι οι αγορές είναι μη αποτελεσματικές και αποτιμούν λανθασμένα την αξία των περιουσιακών στοιχείων. Αντίθετα, σε μια αποτελεσματική αγορά (efficient market) η τιμή αγοράς είναι η καλύτερη εκτίμηση της αξίας.

2.7. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DDM)

Στην αυστηρότερη μορφή του, η μόνη χρηματοροή που λαμβάνει ένας επενδυτής από μια επιχείρηση της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται δημόσια είναι τα μερίσματα. Το πιο απλό μοντέλο αποτίμησης περιουσιακού στοιχείου είναι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων κατά το οποίο η αξία μίας μετοχής είναι η παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών μερισμάτων της.

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μετοχές, περιμένει να εισπράξει δύο ειδών χρηματοροές, μερίσματα για το χρονικό διάστημα που θα έχει τις μετοχές στην κατοχή του και εναπομείναντα κεφαλαιακά κέρδη που πιθανός να προκύψουν στο τέλος του χρονικού διαστήματος μετά την πώληση του μετοχικού του κεφαλαίου.

Αφού λοιπόν η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής καθορίζεται από τα μελλοντικά μερίσματα, η αξία της μετοχής είναι η παρούσα αξία των μερισμάτων στο διηνεκές :

$$\text{Value per share of stock} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_s)^t}$$

Όπου,

DPS_t = προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή (expected dividend per share)

k_s = Κόστος κεφαλαίου (Cost of equity)

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων βασίζεται στην παρούσα αξία (present value) μιας χρηματοροής. Ο υπολογισμός της παρούσας αξίας προεξοφλείται με επιτόκιο προεξόφλησης k_s , το οποίο είναι ίσο με την απόδοση που μας προσφέρεται από επενδύσεις παρόμοιου κινδύνου με αυτόν της εξεταζόμενης χρηματοροής.

Δύο βασικά σημεία καθορίζουν το μοντέλο, τα προσδοκώμενα μερίσματα και το κόστος κεφαλαίου. Για τα προσδοκώμενα μερίσματα γίνονται υποθέσεις σχετικά με τον μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης των κερδών (earnings) και του δείκτη μερισμάτων προς κέρδη ανά μετοχή (payout ratio). Ο βαθμός απόδοσης της μετοχής καθορίζεται από τον βαθμό κινδύνου που διατρέχει την περίοδο που εξετάζεται.

Η προηγούμενη εξίσωση δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί γιατί είναι αδύνατον να υπολογισθούν τα μερίσματα στο διηνεκές έτσι ήταν αναγκαίο να γίνει κάποια υπόθεση για το ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να δημιουργηθεί ένα απλούστερο μοντέλο, **το Gordon Growth Model**. Το συγκεκριμένο μοντέλο αξιολογεί μία μετοχή με την παραδοχή ότι η εταιρεία έχει σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και δίνει μέρισμα ανάλογα με την οικονομική της κατάσταση.

$$\text{Value per share of stock} = \frac{DPS_1}{K_s - g}$$

Όπου,

DPS_1 = προσδοκώμενο μέρισμα του επόμενου χρόνου

k_s = Απαιτούμενος βαθμός απόδοσης από επενδυτές

g = βαθμός ανάπτυξης μερισμάτων για πάντα

Αφού ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων αναμένεται να διατηρηθεί για πάντα, θα πρέπει να αναπτύσσονται με τον ίδιο ρυθμό και τα άλλα μεγέθη επίδοσης της επιχείρησης. Για παράδειγμα αν τα κέρδη είναι 8% και το μέρισμα 10%, τότε στο μέλλον θα συμβεί το παράδοξο, το μέρισμα να είναι μεγαλύτερο των κερδών. Αντίθετα αν τα κέρδη είναι 10% και το μέρισμα 8%, τότε το payout ratio θα συγκλίνει στο 0. Σύμφωνα με αυτά, η σωστή εφαρμογή του μοντέλου απαιτεί το g να είναι μικρότερο ή ίσο με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία λειτουργεί η επιχείρηση. Σε περίπτωση πολυεθνικής επιχείρησης ο ρυθμός ανάπτυξης δεν θα πρέπει να ξεπερνά το ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας.

Το DDM είναι ένας απλός και κατάλληλος τρόπος αξιολόγησης μετοχών αλλά είναι εξαιρετικά ευαίσθητο στο ρυθμό ανάπτυξης. Μπορεί να αποδώσει παραπλανητικά αποτελέσματα, όταν ο ρυθμός ανάπτυξης συγκλίνει με το επιτόκιο προεξόφλησης τείνοντας την αξία στο άπειρο. Είναι καταλληλότερο για τις επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με ρυθμό ανάλογο με ή μικρότερο της ονομαστικής ανάπτυξης της οικονομίας και για επιχειρήσεις που έχουν καθιερώσει σταθερές πολιτικές μερισματικής πολιτικής οι οποίες πρόκειται να συνεχιστούν και στο μέλλον. Δυστυχώς το μοντέλο θα υποεκτιμήσει την αξία της μετοχής επιχειρήσεων που συνεχώς αποδίδουν λιγότερο από αυτό που μπορούν να αντέξουν οικονομικά και συσσωρεύουν μετρητά κατά την διαδικασία.

Το DDM έχει άλλες δύο παραλλαγές, το μοντέλο των δύο βαθμίδων (two-stage Dividend Discount Model) και το μοντέλο των τριών βαθμίδων (three-stage Dividend Discount Model). Το διβάθμιο μοντέλο χρησιμοποιείται για επιχειρήσεις που στην αρχική φάση τους ο ρυθμός ανάπτυξης δεν είναι σταθερός και στην συνέχεια σταθεροποιείται παραμένοντας έτσι για μεγάλο χρονικό διάστημα χρησιμοποιείται.

Για παράδειγμα, μια εταιρεία που έχει τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας για ένα πολύ κερδοφόρο προϊόν για τα επόμενα χρόνια και αναμένεται να απολαύσει μεγάλη ανάπτυξη κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Όταν το δίπλωμα ευρεσιτεχνίας λήξει, η εταιρεία αναμένεται να επιστρέψει στη σταθερή ανάπτυξη. Επίσης μία επιχείρηση που είναι σε ένα κλάδο ο οποίος απολαμβάνει υπέρμετρη ανάπτυξη επειδή υπάρχουν σημαντικά εμπόδια εισόδου στην αγορά (είτε νομικά είτε ως συνέπεια απαιτήσεων υποδομής), τα οποία αναμένεται να κρατήσουν τις επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται για τον κλάδο έξω από την αγορά για αρκετά χρόνια. Τέλος, επιχειρήσεις που έχουν πολιτική να πληρώνουν το μεγαλύτερο μέρος της υπολειμματικής ταμιακής ροής τους ως μερίσματα υπάγονται στο διβάθμιο μοντέλο.

- **Two stage Dividend Discount Model**

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{(DPS_t)}{(1 + k_{s,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{s,hg})^n} \text{ όπου } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

Όπου,

- DPS_t = προσδοκώμενο μέρισμα μέχρι τον χρόνο t
- K_s = κόστος κεφαλαίου (hg : υψηλή περίοδο ανάπτυξης, st : σταθερή περίοδο ανάπτυξης)
- P_n = Τιμή μετοχής στο τέλος του χρόνου n
- g = βαθμός ανάπτυξης για τα πρώτα n χρόνια
- g_n = σταθερός βαθμός ανάπτυξης για πάντα μετά τον χρόνο n

Το μοντέλο των τριών βαθμίδων χρησιμοποιείται για επιχειρήσεις όπου μαζί με τον ρυθμό ανάπτυξης αλλάζουν και άλλοι παράμετροι μέσα στον χρόνο όπως ο κίνδυνος και η πολιτική τους πάνω στο payout ratio. Το μοντέλο ταιριάζει καλύτερα σε εταιρείες που αναπτύσσονται με ασυνήθιστους ρυθμούς για μια αρχική περίοδο και στην συνέχεια αναμένεται να φθίνουν ομαλά σε έναν σταθερό βαθμό ανάπτυξης. Αυτή η διακύμανση οφείλεται είτε στο γεγονός ότι αυτές οι επιχειρήσεις μεγάλωσαν πολύ γρήγορα σε μέγεθος είτε γιατί έχασαν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα.

2.8. ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (DCF)

Σήμερα το μοντέλο **DCF** αποτελεί το περισσότερο διαδεδομένο εργαλείο στους κύκλους των χρηματοοικονομικών αναλυτών, στις περιπτώσεις αποτίμησης επιχειρήσεων. Είναι πλέον αποδεδειγμένο ότι τουλάχιστον το 50% των αναλυτών χρησιμοποιούν την εν λόγω μέθοδο αποτίμησης, προκειμένου να λάβουν αποφάσεις αγοράς αγαθών (Hult 1998).

Οι βασικότερες αρχές των μεθόδων των ταμιακών ροών είναι οι εξής:

- Επιχείρηση είναι το σύνολο των παραγωγικών συντελεστών και όχι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, την επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης.
- Η αξία της επιχείρησης ισούται με τις προεξοφλημένες καθαρές ταμιακές ροές της (πλεονάσματα).
- Δίνεται η δυνατότητα να υπολογιστεί ένας ή περισσότεροι ή ακόμα και συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης.
- Παρέχεται ευχέρεια για πρόβλεψη των ταμιακών ροών (με την προβολή και την εκτίμηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης στο μέλλον).

Οι καταστάσεις των ταμιακών ροών δίνουν περισσότερες πληροφορίες, οι οποίες παρέχουν και καλύτερη ποιότητα από ότι υπόλοιπες, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις που υπάρχει μεγάλη χρόνο-σειρά. Ιδιαίτερα για τους μετόχους, όπως θα αποδειχθεί και παρακάτω, η κατάσταση των ταμιακών ροών είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτική καθώς τους βοηθάει στον έλεγχο της διοίκησης, στην εξασφάλιση εισοδήματος (μέρισμα) από την εταιρία στην εξασφάλιση ότι η αξία της επιχείρησης θα αυξάνει και στο μέλλον, κοκ.

Αυτό που απασχολεί ουσιαστικά τις περισσότερες κατηγορίες των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders), όπως επίσης και των μετόχων, είναι η ικανότητα και δυνατότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί άμεσα τις απαιτήσεις της, δηλαδή να «παράγει» χρήματα. Αυτός είναι και ο βασικός παράγοντας για την αποκοπή μερίσματος στους μετόχους, για την εξασφάλιση της αξίας της επιχείρησης και ένας καλός κοινός παρανομαστής σύγκρισης των επιχειρήσεων μεταξύ τους.

Με τις καταστάσεις των ταμιακών ροών μπορεί να διαπιστωθεί εάν οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης δημιουργούν θετική ταμιακή ροή καθώς επίσης και εάν οι συνολικές δραστηριότητες της επιχείρησης, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται επενδυτικές, χρηματοδοτικές και λειτουργικές δραστηριότητες της, δημιουργούν θετική ή όχι ταμιακή ροή. Τέλος μπορούν να καθοριστούν οι πηγές (δανεισμός ίδια κεφάλαια, έκδοση τίτλων κλπ) και οι χρήσεις των κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της.

Τα πλεονεκτήματα των ταμιακών ροών είναι πολλά και σημαντικά. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα είναι ότι μπορούν να αποκαλύψουν την ροή των μετρητών εντός της επιχείρησης καθώς επίσης ότι μπορούν να αποτελέσουν ένα εργαλείο σύγκρισης μεταξύ επιχειρήσεων που εφαρμόζουν με διαφορετικό τρόπο τις λογιστικές αρχές για την απεικόνιση των καταστάσεων τους. Επίσης με βάση τις ταμιακές ροές μπορεί ο χρήστης να ερμηνεύσει την χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης, να προσδιορίσει την φερεγγυότητά της και την ικανότητά της να προσαρμόζεται στις αλλαγές του περιβάλλοντός της και της αγοράς.

Τα συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση των ταμιακών ροών είναι εξαιρετικά σημαντικά, τόσο για τα στελέχη των επιχειρήσεων, όσο και για τους λοιπούς ενδιαφερόμενους, καθώς μπορεί να προσδιοριστεί ο τρόπος δημιουργίας κερδών, αλλά επιπλέον και ο τρόπος συνεισφοράς σε αυτά και άλλων παραγόντων, οι οποίοι δεν είναι άμεσα μετρήσιμοι και δεν εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Ενδεικτικά τέτοιοι παράγοντες είναι η επιχειρηματικότητα, το ανθρώπινο δυναμικό και η κουλτούρα της επιχείρησης.

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμιακών ροών βασίζεται στην προβολή στοιχείων (οικονομικών και μη) στο μέλλον, δηλαδή ουσιαστικά σε προβλέψεις.

2.8.1. Λόγοι Χρήσης των Ταμιακών Ροών

Μία επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη και να μην παράγει ταμιακές ροές και το αντίθετο. Το παράδοξο αυτό συμβαίνει συχνά. Επίσης, πολλές επιχειρήσεις μπορεί να παράγουν κέρδη χωρίς να έχουν αυξημένες λειτουργικές ταμιακές ροές, λόγω διάφορων παραγόντων όπως είναι οι επιδοτήσεις, οι μειώσεις ή οι επιστροφές φόρων, οι πωλήσεις παγίων στοιχείων, τα κέρδη από μετοχικούς τίτλους κλπ., τα οποία δεν προέρχονται από τη δραστηριότητα της επιχείρησης, όπως επίσης πολλές επιχειρήσεις που έχουν αυξημένες ταμιακές ροές μπορεί να μην εμφανίζουν λογιστικά κέρδη, λόγω αυξημένων αποσβέσεων, αύξησης των αποθεμάτων, μείωσης των υποχρεώσεων, αύξησης των φόρων, καταστροφών, συναλλαγματικών διαφορών.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή κερδών είναι:

1. Η διαχείριση των διαθεσίμων
2. Οι αυξημένες πωλήσεις
3. Η επενδυτική πολιτική
4. Η διαχείριση του κόστους παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή ελεύθερων ταμιακών ροών είναι:

1. Η διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης.
2. Η πιστωτική πολιτική και η δυνατότητα της επιχείρησης να μετατρέπει τις πωλήσεις σε ταμιακή ροή, γεγονός πολύ σημαντικό όχι μόνο για την ανάπτυξη της επιχείρησης αλλά και για τη βιωσιμότητά της
3. Η επενδυτική πολιτική
4. Η πολιτική αποσβέσεων
5. Η φορολογία
6. Το κόστος χρήματος

Πρέπει να τονιστεί ότι το σημαντικότερο για την επιχείρηση δεν είναι μόνο οι ταμιακές ροές ή μόνο τα λογιστικά κέρδη. Πρέπει να γίνει σαφές ότι είναι και τα δύο. Αυτοί που υποστηρίζουν τις ταμιακές ροές θεωρούν, ότι λόγω διαφόρων λογιστικών χειρισμών, πράγμα που αλλοιώνει την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, τα λογιστικά κέρδη αποδίδουν μία εικόνα που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Υπάρχουν άλλωστε πολλά παραδείγματα, όπου μεγάλες επιχειρήσεις που παρήγαγαν υψηλά κέρδη δεν επιβίωσαν γιατί δεν μπορούσαν να μετατρέψουν τα κέρδη σε μετρητά. Όσοι υποστηρίζουν τα λογιστικά κέρδη τονίζουν το γεγονός ότι οι αυξημένες ταμιακές ροές δεν σημαίνουν απαραίτητα ότι η επιχείρηση είναι υγιής ή ότι η επιχείρηση έχει αυξημένη αξία για τον επενδυτή.

Τελικά, η απάντηση είναι και τα δύο γιατί ο τρόπος με τον οποίο υπολογίζονται θα πρέπει να τύχει μελέτης, έτσι ώστε να προσδιορισθεί με ακρίβεια η μέθοδος παραγωγής αξίας για την ίδια την επιχείρηση, αλλά και γιατί μακροχρόνια τείνουν τα δύο αυτά οικονομικά μεγέθη να εξομοιωθούν (για αυτό κατά την διαδικασία υπολογισμού της αξίας με βάση τις ταμιακές ροές προτείνονται δύο χρονικά διαστήματα το βραχυχρόνιο (όπου υπάρχουν σημαντικές, ίσως, διαφορές από τα λογιστικά κέρδη) και το μακροχρόνιο, (όπου η κατάσταση θεωρείται ότι θα είναι σχετικά σταθερή και τα λογιστικά κέρδη θα είναι τα ίδια περίπου με τις ταμιακές ροές).

Είναι γεγονός ότι οι περισσότεροι οικονομολόγοι θεωρούν τις ταμιακές ροές ως ένα πιο αξιόπιστο μέσο για τη σύγκριση και την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Οι λόγοι για τους οποίους τις θεωρούν προτιμότερες είναι οι εξής :

- Δεν επηρεάζονται και δεν «αλλοιώνονται» εύκολα από λογιστικούς χειρισμούς
- Δεν επηρεάζονται από τις στρεβλώσεις στη φορολογία, τις αποσβέσεις, την αποτίμηση των αποθεμάτων, κλπ.
- Δίνουν περισσότερες πληροφορίες.
- Είναι περισσότερο κατανοητό ως μέτρο αποτίμησης
- Η κατάσταση των ταμιακών ροών δίνει ένα καλύτερο αποτέλεσμα στα ενδιαφερόμενα μέρη για το εάν πραγματοποιήθηκαν οι στόχοι και οι προσδοκίες τους

2.8.2. Δημιουργία της Αξίας βάσει τις Ταμιακές Ροές

Οι σημαντικότεροι χρηματοοικονομικοί δείκτες που οδηγούν στις αυξημένες ταμιακές ροές και στη δημιουργία αξίας είναι οι εξής :

- Ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων, των κερδών και του κεφαλαίου. Οι αυξημένες πωλήσεις και τα αυξημένα κέρδη, θα μετασχηματιστούν σε ταμιακές ροές.
- Η μεγάλη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Κάθε χρηματική μονάδα που επενδύεται αποδίδει πολλαπλάσια.

Αυτοί οι δύο δείκτες μπορούν να αποτελέσουν και μέτρα σύγκρισης μεταξύ επιχειρήσεων που ενώ έχουν τον ίδιο ρυθμό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, δεν παρουσιάζουν τους ίδιους μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης πωλήσεων και κερδών είτε και το αντίθετο.

2.8.3. Μέθοδος των Ταμιακών Ροών

Η κατάσταση των ταμιακών ροών χρησιμοποιείται με αρκετές παραλλαγές ανάλογα με τις εξεταζόμενες ταμιακές ροές, τον συντελεστή προεξόφλησης και τον φορολογικό συντελεστή. Η κάθε μία από αυτές προτιμάται ανάλογα με τις υποθέσεις που μπορούν να γίνουν αποδεκτές ή τα δεδομένα που είναι διαθέσιμα αντίστοιχα.

Η πρώτη για τον υπολογισμό των ταμιακών ροών είναι ο υπολογισμός των λειτουργικών ταμιακών ροών. Ουσιαστικά οι λειτουργικές ταμιακές ροές (operating cash flow) είναι το ποσό των μετρητών που είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της επιχείρησης πριν από οποιαδήποτε επένδυση σε ενεργητικό και ισούται με τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT) συν τις αποσβέσεις.

*Καθαρά Κέρδη προ Φόρων Τόκων και Αποσβέσεων – Αποσβέσεις - Φόροι = Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά Φόρων + Αποσβέσεις = **Λειτουργική ταμιακή ροή**.*

Η διαδικασία που ακολουθείται για την εφαρμογή του μοντέλου αποτίμησης **DCF** περιλαμβάνει τα ακόλουθα βήματα:

Βήμα 1: Χρήση θεμελιωδών στοιχείων

Βήμα 2: Εκτιμήσεις μελλοντικών μεγεθών

Βήμα 3: Εκτίμηση κόστους κεφαλαίου

Βήμα 4: Υπολογισμός παρούσας αξίας επιχείρησης

Βήμα 5: Εκτιμήσεις σύμφωνα με ταμιακές ροές συνολικού κεφαλαίου (FCFF) ή σύμφωνα με ταμιακές ροές μετοχικού κεφαλαίου (FCFE).

Στο **βήμα 1** γίνεται χρήση των θεμελιωδών στοιχείων της προς αποτίμηση εταιρείας. Τα στοιχεία αυτά χρησιμοποιούνται ως βάση εκκίνησης της εφαρμογής της μεθόδου αποτίμησης και δίνουν την εικόνα της εξέλιξης των χρηματοοικονομικών μεγεθών της επιχείρησης.

Στο **βήμα 2** γίνεται εκτίμηση των μελλοντικών χρηματοοικονομικών μεγεθών της επιχείρησης βάσει του εκτιμώμενου χρονικού ορίζοντα, των πληροφοριών σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο, και τις γενικότερες χρηματοοικονομικές προβλέψεις. Σε περίπτωση που η μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών εφαρμόζεται υπό τη μορφή δύο, τριών ή και παραπάνω σταδίων ανάπτυξης (multi-stage DCF method) οι εκτιμήσεις αναλύονται για κάθε στάδιο χωριστά ανάλογα με τον υπό εξέταση ρυθμό ανάπτυξης.

Στο **βήμα 3** γίνεται εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου της εξεταζόμενης επιχείρησης με εφαρμογή του **CAPM – Capital Asset Pricing Model** όπως αναλύεται παρακάτω:

$$\text{Cost of Equity} = r_f + \beta \times (\text{Risk premium})$$

Όπου :

r_f = risk free rate. Η απόδοση χωρίς κίνδυνο, όπου συνήθως λαμβάνεται η απόδοση μακροπρόθεσμου κρατικού ομολόγου (π.χ. δεκαετούς).

β = συντελεστής βήτα ή συστηματικός κίνδυνος μετοχής (beta coefficient or systematic risk).

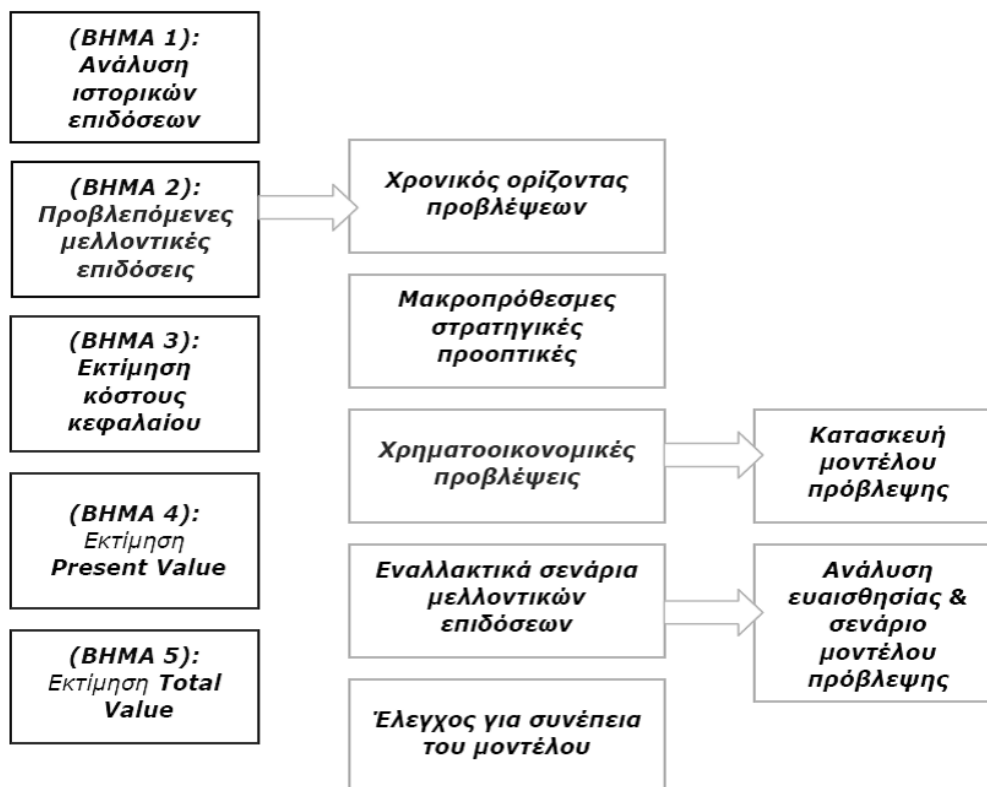
Risk premium = ασφάλιστρο κινδύνου. Πρόκειται, για την επιπλέον απόδοση που επιζητεί να λαβεί ο επενδυτής λόγω εκθέσεώς του σε κίνδυνο μεγαλύτερο από αυτόν της αγοράς.

Στο **βήμα 4** γίνεται εκτίμηση της παρούσας αξίας της επιχείρησης (present value of firm) και εφαρμόζεται σε κάθε στάδιο της μεθόδου αποτίμησης όταν πρόκειται για multi-stage DCF μέθοδο.

Τέλος, στο **βήμα 5** γίνεται εκτίμηση της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης (total value of firm) λαμβάνοντας υπόψη της ήδη υπολογισμένες, από το προηγούμενο βήμα, παρούσες αξίες των ταμειακών ροών της. Σε περίπτωση μιας multi-stage DCF μεθόδου, τελική αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα των ταμειακών ροών όλων των περιόδων ρυθμού ανάπτυξης (περίοδος υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, περίοδος υποχώρησης και περίοδος σταθερού ρυθμού ανάπτυξης).

Στο σχήμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η διαδικασία που ακολουθείται για την εφαρμογή του μοντέλου αποτίμησης **DCF** (βήματα 1 έως και 5) σε συνδυασμό με μια υβριδική περίπτωση της μεθόδου DCF η οποία είναι γνωστή στη διεθνή βιβλιογραφία ως (**Copeland Model**):

Μοντέλο αποτίμησης DCF & Copeland Model



Σχήμα 2.6 : Copeland Model

Το μοντέλο Copeland αποτελεί μια προσπάθεια να περιοριστούν οι όποιες συντομεύσεις στη διαδικασία της παραδοσιακής DCF μεθόδου και συνεπώς να περιορισθεί το σφάλμα. Με την εισαγωγή στρατηγικού πλάνου στη διαδικασία της αποτίμησης γίνεται προσπάθεια να επιλυθεί το πραγματικό πρόβλημα της αβεβαιότητας των ταμειακών ροών. Ωστόσο, αυτό το στοιχείο συμβάλλει στην αύξηση της υποκειμενικότητας κατά την εφαρμογή του μοντέλου κάτι που θα πρέπει να περιοριστεί ορθολογικά από τους χρήστες της μεθόδου.

2.8.4. Η Προεξόφληση Ταμιακών Ροών βάσει Αριθμητικών Σχέσεων

Στους υπολογισμούς χρησιμοποιούνται πιο συχνά οι ταμιακές ροές μετά από τους φόρους. Η μεταβολή που επιφέρει η αφαίρεση των φόρων στο τελικό αποτέλεσμα των ταμιακών ροών δεν είναι αλγεβρικά η ίδια με την αφαίρεση των φόρων από τις ταμιακές ροές που έχουν υπολογισθεί με την χρήση των κερδών προ φόρων ως βάση υπολογισμού. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα οι φόροι παίζουν σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό των τελικών καθαρών κερδών και αποτελούν σημαντικό ποσοστό των ταμιακών ροών μίας επιχείρησης.

Ο υπολογισμός των ταμιακών ροών και η προεξόφλησή τους απαιτεί το σταθερό ρυθμό αύξησης των εσόδων και το σταθερό περιθώριο κέρδους.

Μία από τις παραλλαγές με βάση έναν τύπο είναι αυτή των Miller – Modigliani:

Αξία της επιχείρησης = Αξία των στοιχείων του ενεργητικού + αξία της ανάπτυξης

$$= \frac{NOPLAT}{WACC} + K \times NOPLAT \times N \times \left(\frac{ROIC - WACC}{WACC \times (1 + WACC)} \right)$$

Όπου

NOPLAT: Net operating profit less adjusted taxes

WACC: Weighted Average Cost of Capital

K: Καθαρό ποσοστό λειτουργικών κερδών που επενδύεται

N: Ο προσδοκώμενος αριθμός ετών που η επιχείρηση θα συνεχίσει να επενδύει για να πετυχαίνει την απόδοση των επενδυόμενων κεφαλαίων.

ROIC: Return on invested Capital

Παρακάτω δίνονται οι πίνακες με τις αριθμητικές σχέσεις των κυριότερων μεθόδων προεξόφλησης ταμιακών ροών, FCFE και FCFF.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2
Μέθοδος FCFE

Free Cash Flow to the Equity Model	
Cash Flows	$\text{FCFE} = \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - (\text{Change in Non-cash Working Capital}) + (\text{New Debt Issued} - \text{Debt Repayments})$
Constant growth Model	$P_0 = \frac{\text{FCFE}_1}{k_e - g_n}$ <p> P_0 = Value of stock today FCFE_1 = FCFE next year k_e = Cost of equity g_n = Growth rate of the firm forever </p>
Two – stage Model	$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + K_{s,hg})^t} + \frac{V_n}{(1 + K_{s,hg})^n} \quad V_n = \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{K_{s,st} - g_n}$ <p> V_n = Value at the end of the extraordinary growth period K_s = Cost of equity in high (hg) and stable growth (st) periods g_n = Growth rate after the terminal year </p>
Three – stage Model	$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + k_{s,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + k_{s,t})^t} + \frac{V_{n_2}}{(1 + k_{s,st})^n}$ <p> $K_{s,hg}$ = Cost of equity in high-growth period $K_{s,st}$ = Cost of equity in stable-growth period n_1 = End of initial high-growth period n_2 = End of transition period </p>

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3
Μέθοδος FCFF

FCFF - Free Cash Flow to the Firm Model	
Cash Flows	<p>FCFF = Free Cashflow to Equity + Interest Expense (1 - tax rate) + Principal Repayments - New Debt Issues + Preferred Dividends</p> <p>Or</p> <p>FCFF = EBIT (1 - tax rate) + Depreciation - Capital Expenditure - Δ Working Capital</p>
Constant growth Model	<p>Value of a firm = $\frac{FCFF_1}{WACC - g_n}$</p> <p>FCFF₁ = FCFF next year WACC = Weighted average cost of capital g_n = Growth rate of the firm forever</p>
General version of the model	<p>Value of a firm = $\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1 + WACC)^n}$</p>

2.8.5. Βασικοί Παράγοντες της Διαδικασίας Αποτίμησης

Η αποτίμηση με βάση τις ταμιακές ροές παρουσιάζει μερικά προβλήματα :

- Θα πρέπει να μελετηθεί το χρονικό στάδιο και οι συνθήκες που επικρατούν, όπως η εποχικότητα, ο κύκλος ζωής της επένδυσης, οι συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο κλπ
- Θα πρέπει να αναλυθεί η στρατηγική της εταιρείας και το στάδιο ανάπτυξής της
- Θα πρέπει να ελεγχθεί η αξιοπιστία των λογιστικών στοιχείων και των υποθέσεων που έγιναν από τη διοίκηση
- Θα πρέπει να προσδιορισθεί ο σκοπός της μελέτης αποτίμησης.
- Δεν υπολογίζονται στη μελέτη, ταμιακές ροές από πιθανές ευκαιρίες, εργασίες ή προϊόντα. Αυτό γίνεται προκειμένου να μειωθεί η αβεβαιότητα.

2.8.6. Συντελεστής Προεξόφλησης

Ο πιο συνηθισμένος συντελεστής προεξόφλησης είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC, Weighted Average Cost of Capital). Ο συντελεστής προεξόφλησης εξαρτάται από τον πληθωρισμό, την φορολογία και τον κίνδυνο.

- 1. Πληθωρισμός.** Ο πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία των χρημάτων και συνεπώς των ταμιακών ροών. Η διακύμανση του πληθωρισμού έτος με έτος και η άμεση σχέση του με την συνολική οικονομική κατάσταση της χώρας μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά (θετικά ή αρνητικά) το αποτέλεσμα της αποτίμησης μίας επιχείρησης. Για παράδειγμα η αποτίμηση των επιχειρήσεων σε εποχές υψηλού πληθωρισμού ή εποχές υψηλής διακύμανσης είναι δυσχερής και τα αποτελέσματά της αμφισβητήσιμα. Συνεπώς πρέπει να γίνει πρόβλεψη του επιπέδου του πληθωρισμού και στη συνέχεια να αυξηθεί αντίστοιχα ο συντελεστής προεξόφλησης, προκειμένου οι ταμιακές ροές κάθε έτους να είναι συγκρίσιμες με αυτές του προηγούμενου και του επόμενου.

Κατά τον υπολογισμό μπορεί να επιλεγεί είτε να αποπληθωριστούν οι ταμιακές ροές και στη συνέχεια να γίνει η αποτίμηση με βάση τον πραγματικό συντελεστή προεξόφλησης είτε να χρησιμοποιηθεί άμεσα ο ενισχυμένος συντελεστής προεξόφλησης στις ταμιακές ροές χωρίς να αποπληθωριστούν πρώτα.

Σημαντικό πρόβλημα στην εφαρμογή του συντελεστή προεξόφλησης σε εποχές πληθωρισμού ή μεγάλης διακύμανσής του είναι το γεγονός ότι δεν επηρεάζονται όλες οι ταμιακές εισροές και εκροές στον ίδιο βαθμό από αυτόν. Παραδείγματα διαφορετικής επιρροής του πληθωρισμού στις ταμιακές ροές είναι ότι συνήθως οι προμηθευτές προσαρμόζουν τις τιμές τους στον πληθωρισμό με χρονική υστέρηση, ενώ οι εργαζόμενοι έχουν την τάση να προσαρμόζουν στις αμοιβές τον πληθωρισμό άμεσα. Αντίστοιχα στο τμήμα των εισροών η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να προβεί σε συχνές αλλαγές της τιμολογιακής της πολιτικής για να ενσωματώσει τον πληθωρισμό.

- 2. Φορολογία.** Η επίδραση της φορολογίας στον υπολογισμό των ταμιακών ροών, μπορεί να εμφανισθεί πολλές φορές με την έκπτωση φόρου στις περιπτώσεις δανεισμού ή με την αύξησή της στην περίπτωση των αυξημένων ταμιακών ροών. Το φορολογικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση επηρεάζει σημαντικά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων όπως π.χ. η επιλογή τύπου εγκατάστασης, η επιλογή του προσωπικού κλπ, καθώς επίσης και τη διαμόρφωση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

3. Κίνδυνος. Ο υπολογισμός των ταμιακών πλεονασμάτων μίας εταιρίας είναι δύσκολος ακόμα και αν πρόκειται για βραχυχρόνια περίοδο, διότι δεν μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια οι συνθήκες που διαμορφώνονται στην αγορά. Η αβεβαιότητα οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα πρέπει να υπολογισθεί ο κίνδυνος αυτός και να συνυπολογισθεί στον συντελεστή προεξόφλησης. Η έννοια του κινδύνου είναι σχετικά πολύπλοκη και υποκειμενική. Ο καθένας έχει την δική του προσέγγιση στον κίνδυνο. Θεωρητικά ο κίνδυνος με βάση το μοντέλο CAPM χωρίζεται σε συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο.

Προκειμένου να περιοριστεί η αβεβαιότητα που προκύπτει από τον κίνδυνο, πρέπει στον υπολογισμό του να ληφθούν υπόψη διάφορες πληροφορίες που δεν είναι άμεσα λογιστικές, αλλά αφορούν περισσότερο την αγορά, όπως είναι οι εξής :

- Το μέγεθος της αγοράς στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση
- Το μερίδιο αγοράς που κατέχει
- Η ένταση του ανταγωνισμού
- Οι προοπτικές εξέλιξης της παραγωγής του προϊόντος ή της υπηρεσίας
- Το θεσμικό πλαίσιο της συγκεκριμένης αγοράς
- Η δυνατότητα εφαρμογής καινοτομιών σε νέα προϊόντα ή υπηρεσίες, από την εταιρία
- Η παραγωγικότητα και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του ανθρώπινου δυναμικού της εταιρίας
- Η σύνθεση των δανειστών και προμηθευτών της
- Η ελαστικότητα ζήτησης του προϊόντος
- Η ύπαρξη υποκατάστατων προϊόντων
- Η επιρροή της τεχνολογίας στην παραγωγή του προϊόντος
- Ο κύκλος ζωής προϊόντος

Εάν συνεκτιμηθούν όλα τα παραπάνω κατά τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης, τότε αυξάνεται η ακρίβειά του και κατά συνέπεια η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της μεθόδου.

2.8.7. Χρονική Περίοδος Πρόβλεψης

Ο χρόνος, ιδιαίτερα κατά την εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης των ταμιακών ροών, έχει μεγάλη σημασία διότι :

- Επηρεάζεται ο συντελεστής προεξόφλησης
- Η επιχειρηματική συμπεριφορά δεν μπορεί να προβλεφθεί σε μακροπρόθεσμο επίπεδο
- Οι επιχειρήσεις δεν κάνουν μακροπρόθεσμο σχεδιασμό πέραν των 5 ετών.
- Ο κύκλος ζωής των προϊόντων έχει μειωθεί σημαντικά με αποτέλεσμα οι προβλέψεις για τη λειτουργία της επιχείρησης να είναι επισφαλείς
- Ο οικονομικός κύκλος επηρεάζει την χρηματοοικονομική συμπεριφορά των επιχειρήσεων.
- Επηρεάζει τις προσδοκίες των ιδιοκτητών, επενδυτών, της κεφαλαιαγοράς

2.9. ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ – WACC

Το Κόστος Κεφαλαίου αναφέρεται στο κόστος όλων των νέων κεφαλαίων που αντλούνται από μία επιχείρηση. Κάθε συστατικό της μόνιμης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης έχει ένα ορισμένο κόστος. Το κόστος όλων αυτών των συστατικών μαζί αποτελεί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Αναφέροντας Κόστος Κεφαλαίου εννοείται η ελάχιστη απόδοση ενεργητικού που πρέπει να επιτύχει η επιχείρηση, προκειμένου να ικανοποιήσει τους επενδυτές της. Κάθε αύξηση του ενεργητικού επιφέρει και αύξηση του παθητικού.

Το κόστος του κεφαλαίου είναι ένα μέγεθος που θα πρέπει να συνυπολογιστεί και το οποίο θα γνωστοποιήσει το πόση αξία παρήχθη και πόσοι πόροι δαπάνηθηκαν για την παραγωγή αυτής της αξίας. Γι' αυτό το λόγο και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο κατά την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων. Η επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει κεφάλαιο για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της από πολλές πηγές. Οι πιο γνωστές είναι οι εξής:

- ο Μετοχικό κεφάλαιο
- ο Προνομιούχες μετοχές (η διάκριση γίνεται γιατί οι προνομιούχες μετοχές θεωρούνται από πολλούς ως δανειακό κεφάλαιο)
- ο Αποθεματικά κεφάλαια (υπέρ το άρτιο, γενικά και ειδικά αποθεματικά)
- ο Δανεισμός από τράπεζες
- ο Δανεισμός μέσω χρεογράφων – αξιόγραφων
- ο Προμηθευτές
- ο Εργαζόμενοι
- ο Φορείς του δημοσίου - ασφαλιστικοί φορείς, κλπ.
- ο Εταιρίες λειτουργικής και χρηματοδοτικής μίσθωσης

Ο συνδυασμός των παραπάνω πηγών μας δίνει την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Αν είναι γνωστό από ποιες πηγές προέρχονται τα κεφάλαια της επιχείρησης, τότε αναγνωρίζεται και ο κίνδυνος που εμπεριέχουν αυτά τα κεφάλαια και γενικά η επένδυση στην επιχείρηση. Κάθε μία από τις παραπάνω πηγές έχει διαφορετικό κόστος για την επιχείρηση. Όταν η επιχείρηση θα πρέπει να αναπτυχθεί θα πρέπει να επιλέξει και τον τρόπο χρηματοδότησης της ανάπτυξης. Ένα από τα μεγαλύτερα λάθη είναι ότι οι μελετητές χρησιμοποιούν μόνο το κόστος της επιλεγείσας πηγής χρηματοδότησης για την σύγκριση και αξιολόγηση της επένδυσης και της ανάπτυξης, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους ότι:

- Η επιχείρηση δεν μπορεί να αναπτυχθεί μόνο με δανειακά κεφάλαια. Οι τράπεζες, προμηθευτές, κλπ. θα σταματήσουν κάποια στιγμή τη χρηματοδότηση γιατί ο κίνδυνος για αυτές είναι μεγάλος.
- Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι μηδενικό. Οι μέτοχοι αναμένουν ότι τα κεφάλαια που επενδύουν θα έχουν απόδοση.
- Ο χρόνος χρηματοδότησης δεν είναι απεριόριστος και θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος.
- Πολλές φορές δεν επαρκεί μόνο μία πηγή για την χρηματοδότηση των νέων δραστηριοτήτων ή της ανάπτυξης των υπαρχόντων.

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου, ένα από τα σημαντικότερα είναι το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), το οποίο στηρίζεται στον υπολογισμό του κινδύνου της επένδυσης.

2.9.1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Το μοντέλο CAPM (Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων) αποτελεί εξέλιξη της θεωρίας του Markowitz. Το μοντέλο αυτό είναι το πρώτο που κατάφερε:

- ο Να διαχωρίσει τον συστηματικό κίνδυνο (ο κίνδυνος που απορρέει από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, δηλ. το πολιτικό, κοινωνικό και οικονομικό και τεχνολογικό περιβάλλον της) από τον μη συστηματικό (εξελιξείς εντός της επιχείρησης).
- ο Να δώσει ένα μέτρο υπολογισμού του συστηματικού κινδύνου με την προσθήκη του συντελεστή βήτα κατά τον υπολογισμό της υπεραξίας κινδύνου.
- ο Να δώσει ένα μέτρο σύγκρισης και εξισορρόπησης κινδύνου της επιχείρησης με την απόδοση της (μεγάλος κίνδυνος = προσδοκία για μεγάλες αποδόσεις).

Εκτός, όμως, από τα θετικά στοιχεία του CAPM οι παραδοχές που θα πρέπει να γίνουν για να χρησιμοποιηθεί το μοντέλο είναι αρκετές και είναι οι ακόλουθες:

- ο Η διασπορά των μετοχών είναι μεγάλη (πολλοί μικροί επενδυτές) και η διαπραγματευτική τους δύναμη μικρή (δεν μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές).
- ο Όλοι οι επενδυτές έχουν τον ίδιο χρονικό ορίζοντα και τις ίδιες προσδοκίες.
- ο Ο επενδυτής έχει μόνο δύο επιλογές, να επενδύσει σε μετοχές ή σε ομολογίες. Ο δανεισμός για την πραγματοποίηση της επένδυσης είναι δυνατός μόνο στην περίπτωση που το επιτόκιο δανεισμού είναι το ίδιο με αυτό του μηδενικού κινδύνου.
- ο Το κόστος συναλλαγών είναι μηδενικό, το ίδιο και οι φόροι.
- ο Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες πληροφορίες, η πληροφορία είναι πλήρης και ο στόχος όλων των επενδυτών είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης.

Το CAPM περιγράφεται από τον παρακάτω τύπο:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

K_e = κόστος αποθεματικών

R_f = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

R_m = Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

β = Ο συντελεστής βήτα μετρά την ευαισθησία της απόδοσης μιας μετοχής σε μεταβολές που επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς.

Μετοχές με βήτα μεγαλύτερο του 1 χαρακτηρίζονται ως επιθετικές, λειτουργώντας αποδοτικά σε περίοδο ανοδικής πορείας της αγοράς αλλά και επιτείνοντας την ζημιά σε πτωτικές περιόδους. Μετοχές με βήτα μικρότερο του 1 χαρακτηρίζονται ως αμυντικές καταγράφοντας μικρότερες απώλειες από την αγορά σε περιόδους πτώσης των τιμών αλλά και μικρότερα κέρδη σε περίπτωση ανόδου των τιμών. Ο συντελεστής βήτα δεν είναι τίποτε άλλο από ένα μέτρο κινδύνου της επιχείρησης.

Για παράδειγμα η απόδοση μιας μετοχής με συντελεστή βήτα ίσο με 1,5 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 1,5 φορές περισσότερο από το σύνολο της αγοράς. Αντίθετα μια μετοχή συντελεστή βήτα ίσο με 0,5 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 0,5 φορές σε σύγκριση με την μεταβολή της αγοράς.

Στην παραπάνω εξίσωση δύο είναι οι άγνωστες παράμετροι. Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και η υπεραξία (premium) κινδύνου. Οι περισσότεροι μελετητές εξισώνουν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο με το επιτόκιο απόδοσης των κρατικών ομολόγων. Είναι όμως γνωστό ότι και τα ομόλογα εμπεριέχουν έστω και μικρό κίνδυνο (συναλλαγματικής διαφοράς, επιτοκίου, κ.α.).

Και πάλι όμως, ο μελετητής θα πρέπει να επιλέξει ένα από τα πολλά κρατικά ομόλογα, αφού λάβει υπόψη του την χρονική διάρκεια ωρίμανσης, την απόδοση, τον πληθωρισμό, την αξιοπιστία της κυβέρνησης, κ.α., παράμετροι οι οποίες είναι κρίσιμες για το χαρακτηρισμό του ομολόγου ως «χωρίς κίνδυνο». Η υπεραξία κινδύνου υπολογίζεται από ιστορικά στοιχεία (είτε από μελλοντικά). Για τον υπολογισμό του βήτα θα πρέπει ο μελετητής να εκτελέσει μία παλινδρόμηση του μοντέλου:

$$\text{Απόδοση της μετοχής} = a + \beta \times (\text{απόδοση της αγοράς})$$

Για την παλινδρόμηση και την μέτρηση της απόδοσης της μετοχής κα της αγοράς θα πρέπει ο μελετητής να επιλέξει την χρονική περίοδο

εκτίμησης. Εάν ισχύει η αρχή της αποτελεσματικής αγοράς, τότε το χρονικό διάστημα είναι μηδέν.

Είναι γνωστό ότι οι χρονικά εγγύτερες τιμές έχουν μεγαλύτερη επίπτωση στην διαμόρφωση των μεγεθών τώρα. Συνεπώς εάν το χρονικό διάστημα είναι μεγάλο τότε οι πρώτες τιμές επηρεάζουν ελάχιστα. Γιατί, λοιπόν, ο μελετητής να επιλέξει μεγάλο χρονικό διάστημα; Υπάρχει τρόπος να ληφθεί υπόψη η σημαντικότητα των πρόσφατων τιμών (από το χρονικό σημείο εκτίμησης). Εάν ο μελετητής επιλέξει μεγάλα χρονικά διαστήματα εκτίμησης, τότε είναι πιθανότερο να συμπεριλάβει και τους οικονομικούς κύκλους, τους κύκλους ζωής προϊόντος, κλπ. Η χρήση σταθμισμένων μέσων ή γεωμετρικών για τον υπολογισμό μπορεί να δώσει και την απάντηση στο δεύτερο ερώτημα.

2.9.2. Arbitrage Pricing Model (APM)

Ένα από τα βασικά προβλήματα του CAPM είναι ότι για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα χρησιμοποιήθηκε παλινδρόμηση. Η ερμηνεία και συνεπώς η καταλληλότητα του συντελεστή εξαρτάται από τον συντελεστή προσδιορισμού R^2 . Εάν ο συντελεστής είναι 0,25, τότε ο συντελεστής βήτα «ερμηνεύει» μόλις το 25% της συνολικής διακύμανσης της αξίας της μετοχής.

Το μοντέλο APM αντικαθιστά την προσδοκώμενη απόδοση της αγοράς και τον συντελεστή βήτα με μακροοικονομικές μεταβλητές και συντελεστές ευαισθησίας και υπολογίζεται ως εξής :

$$K_{\alpha} = A_{\chi\chi} + \beta_1 x(E_1 - A_{\chi\chi}) + \beta_2 x(E_2 - A_{\chi\chi}) + \dots + \beta_n x(E_n - A_{\chi\chi})$$

K_{α} = Κόστος αποθεματικών

$A_{\chi\chi}$ = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

E_1, E_2, E_n = Μακροοικονομικά μεγέθη (πληθωρισμός, ανεργία, ΑΕΠ, προεξοφλητικό επιτόκιο, κλπ)

$\beta_1, \beta_2, \beta_n$ = συντελεστής β

Το APM ως μοντέλο είναι πιο εύχρηστο διότι σε σχέση με το CAPM το APM απαιτεί λιγότερες παραδοχές. Το APM δεν απαιτεί όλοι οι επενδυτές να έχουν τον ίδιο χρονικό ορίζοντα και η επιλογή να στηρίζεται αποκλειστικά στην σύγκριση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου, δεν προϋποθέτει την ανυπαρξία φόρων.

2.9.3. Το Μέσο Σταθμικό Κόστος – WACC

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) είναι ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους όλων των πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης, με συντελεστές στάθμισης την αναλογία κάθε πηγής χρηματοδότησης, στο σύνολο του αντλούμενου κεφαλαίου από όλες αυτές τις πηγές χρηματοδότησης και ο τύπος υπολογισμού του θα παρουσιασθεί παρακάτω. Το WACC είναι το μέσο σταθμικό κόστος κάθε νέου € που αποκτάται από την εταιρία.

Με άλλα λόγια είναι ο ελάχιστος συντελεστής απόδοσης τον οποίο πρέπει να εξασφαλίζει η επιχείρηση από την τοποθέτηση των στοιχείων του ενεργητικού της ανάμεσα σε εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών της. Υπολογίζεται σε μετά φόρου βάση.

Προκειμένου να υπολογιστεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) γίνεται η υπόθεση ότι πηγές χρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης είναι τόσο τα δανειακά όσο και από τα ίδια κεφάλαια. Ανεξάρτητα από τους φόρους, το κόστος των δανείων αντιστοιχεί το επιτόκιο δανεισμού. Παρά ταύτα, με δεδομένους τους φόρους που πληρώνει η εταιρία, το κόστος του χρέους που αναλογεί είναι το μετά τον φόρο κόστος χρέους.

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Για να υπολογιστεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC), πρέπει να υπολογιστεί, όπως προαναφέρθηκε, το κόστος κάθε πηγής νέων κεφαλαίων της επιχείρησης. Δηλαδή πρέπει να υπολογιστεί :

1. Κόστος Δανείων (Cost of debt)

$$\text{After-tax cost of debt} = K_D = r_d - r_d \times T = r_d \times (1-T)$$

R_d = επιτόκιο του δανείου (interest rate on debt)

T = Οριακός φορολογικός συντελεστής (marginal tax rate)

$$Mx(1 - F) = \sum_{t=1}^N \frac{INTx(1 - T)}{[1 + r_d(1 - T)]^t} + \frac{M}{[1 + r_d(1 - T)]^N}$$

M = Καθαρή αξία ομολογίας

F = Κόστος κυκλοφορίας (flotation cost)

N = Αριθμός πληρωμών

T = Φορολογικός συντελεστής

INT = Τόκος περιόδου

2. Κόστος Προνομιούχων Μετοχών (Cost of Preferred stock)

$$\text{Component cost of preferred stock} = K_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_{ps} \times (1-F)}$$

D_{ps} = μέρισμα προνομιούχου μετοχής

P_{ps} = Καθαρή αξία προνομιούχας μετοχής

F = κόστος κυκλοφορίας (flotation cost)

3. Κόστος Αποθεματικών :

A) Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow Model)

B) Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM)

$$\text{A) } K_a = \frac{DPS_1}{P_0 + g}$$

K_D = Κόστος Αποθεματικών

DPS_1 = Μέρισμα ανά μετοχή το επόμενο έτος

P_0 = Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής σήμερα

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Σημειώνεται ότι χρησιμοποιείται η τρέχουσα τιμή της μετοχής και όχι η καθαρή, γιατί δεν έχει τα έξοδα έκδοσης (ανάδοχος κλπ.).

Άρα το Κόστος Αποθεματικών < Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου

B) Ο τρόπος υπολογισμού του CAPM έχει αναφερθεί παραπάνω (παράγραφος 2.10.1)

4. Κόστος Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου :

$$K_E = \frac{DPS_1}{P_{cur} + g}$$

K_E = Κόστος κοινής μετοχής

DPS_1 = προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή

P_{cur} = Καθαρή αξία κοινής μετοχής σήμερα

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω καταλήγουμε ότι ο τρόπος υπολογισμού του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) δίνεται με βάση τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = w_1 \times K_D + w_2 \times K_{ps} + w_3 \times K_a + w_4 \times K_E$$

Όπου,

w_1 = Αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων

w_2 = Αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

w_3 = Αναλογία αποθεματικών

w_4 = Αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου

Οι συντελεστές στάθμισης είναι :

1. **Book Values (Λογιστικές Αξίες)**
2. **Market Values (Τρέχουσες Αξίες)**
3. **Target Values (Επιθυμητές Αξίες)**

Οι λογιστικές αξίες (ιστορικές αξίες) εμφανίζονται στον ισολογισμό της επιχείρησης και έτσι είναι πολύ εύκολο να υπολογιστούν. Μπορεί όμως να οδηγήσουν σε λανθασμένο υπολογισμό του WACC, αν στο μεταξύ οι τρέχουσες αξίες έχουν μεταβληθεί. Οι τρέχουσες αξίες είναι προτιμότερες από τις λογιστικές, διότι οι επενδυτές προσδοκούν μία απόδοση με βάση την τρέχουσα αξία της επιχείρησης και όχι την ιστορική. Ένα μειονέκτημά τους όμως είναι ότι επηρεάζονται πολύ εύκολα από εξωγενείς παράγοντες, που δεν έχουν καμία σχέση με την επιχείρηση και έτσι μεταβάλλονται συνεχώς.

Επίσης οι αναλογίες που αντανakλώνται στις τρέχουσες αξίες μπορεί να μην είναι οι αναλογίες με τις οποίες η επιχείρηση επιθυμεί να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της. Οι επιθυμητές αξίες βασίζονται στην κεφαλαιακή διάρθρωση που επιθυμεί η επιχείρηση να διατηρήσει, όταν αντλεί νέα κεφάλαια, σε αντίθεση με τις λογιστικές και τις τρέχουσες οι οποίες βασίζονται στην υπάρχουσα κεφαλαιακή διάρθρωση.

Συμπερασματικά, οι επιθυμητές αξίες είναι αυτές που θα πρέπει να χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης, καθώς αντιπροσωπεύουν την κεφαλαιακή διάρθρωση που η επιχείρηση θεωρεί καλύτερη. Αν δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι επιθυμητές αξίες, τότε πρέπει να χρησιμοποιηθούν οι τρέχουσες. Αν και οι επιθυμητές και οι τρέχουσες αξίες δίνουν καλύτερα αποτελέσματα, πολλές επιχειρήσεις επιμένουν να χρησιμοποιούν τις λογιστικές αξίες, διότι καθορίζονται πολύ πιο εύκολα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Brigham F. Eugene and Ehrhardt C. Michael 2002, Financial Management: Theory and Practice, 10th Edition, South-Western Thomson Learning.
2. Damodaran Aswath 2001, Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd Edition, John Wiley and Sons.
3. Damodaran Aswath 2002, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd Edition, John Wiley and Sons, 2nd Edition.
4. Ανδρόνικος Ι. Θεόδωρος, 2008, Αποτίμηση Εταιριών – Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Διπλ. Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά.
5. Λυμπερόπουλος Αντώνιος 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C., ΜΠΣ ΜΒΑ Πανεπιστήμιο Πατρών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ CRETA FARM Α.Β.Ε.Ε.

3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΙΔΡΥΣΗΣ - ΕΞΕΛΙΞΗ

Η CRETA FARM είναι όμιλος εταιριών, ο οποίος έχει τις αρχές του στο 1970, όπου η οικογένεια Δομαζάκη ίδρυσε την πρώτη οργανωμένη μονάδα παραγωγής χοιρινού κρέατος στην Κρήτη. Τον Οκτώβριο του 1979 συστήνεται ως ανώνυμη εταιρία η Creta Farm, με την ενοποίηση των ατομικών επιχειρήσεων της οικογένειας Δομαζάκη και μετοχικό κεφάλαιο 308 χιλ. Ευρώ.

Το 1982 το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας αυξάνεται κατά 130 χιλ ευρώ, το 1985 δημιουργείται το σφαγείο, ενώ το 1987 το τμήμα παραγωγής αλλαντικών. Η CRETA FARM πετυχαίνει την καθετοποίηση της παραγωγής, ελέγχοντας σταδιακά όλα τα στάδια από τη ζωοτροφή μέχρι τον τελικό καταναλωτή. Η τροφοδοσία γίνεται από δικές της ποικιλίες χοιρινών, και όλα τα προϊόντα της υπόκεινται σε εκτεταμένους επιστημονικούς ελέγχους. Παράλληλα, μεταξύ των ετών 1985-1990 το μετοχικό κεφάλαιο της CRETA FARM τριπλασιάζεται και αυξάνεται συνολικά κατά 1,03 εκ. Ευρώ.

Το 1990 οπότε και αναλαμβάνει η σημερινή διοίκηση ξεκινάει η επέκταση της μονάδας στο Ρέθυμνο της Κρήτης και ολοκληρώνεται το 1992. Στα χρόνια που ακολουθούν 1993-2000, η Creta Farm, εξελίσσεται και εξαπλώνεται συνεχώς, συγκεκριμένα, διπλασιάζονται οι εγκαταστάσεις της (σήμερα αυτές εκτείνονται σε μια έκταση 210 στρεμμάτων με δομημένο χώρο 35.000 τμ), το μετοχικό κεφάλαιό της εξαπλασιάζεται (συνολική αύξηση της τάξεως των 8,36 εκ ευρώ και οργανώνεται δίκτυο πωλήσεων σε στρατηγικά σημεία σε όλη την Ελλάδα.

Επενδύοντας 6 εκ. Ευρώ δημιουργεί τα 5 υποκαταστήματά της σε Ηράκλειο Κρήτης, Αθήνα, Θεσσαλονίκη, Λάρισα και Πάτρα. Επιτυγχάνει την αύξηση της παραγωγικότητάς της, και εξελίσσει συνεχώς τα προϊόντα της, επενδύοντας σε επιστημονικές έρευνες.

Το 2000 θεωρείται χρονιά ορόσημο για την CRETA FARM, καθώς εισάγει τις μετοχές της στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αντλώντας από τη δημόσια εγγραφή περίπου 16,35 εκ. Ευρώ. Το ίδιο έτος ιδρύεται η θυγατρική «Φάρμα Θεσσαλίας Α.Β.Ε.Ε.» Μεταξύ των ετών 2000- 2006 επίσης πραγματοποιείται και η εξαγορά του 95% της «ΤΕΤΟ-ΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.» η οποία διαθέτει μονάδα παραγωγής και εγκαταστάσεις (έκτασης 260 στρεμμάτων) στο Ν. Αρκαδίας.

Η Creta Farm συνεχίζει τις προσπάθειες και τις επιστημονικές έρευνες για εξέλιξη των προϊόντων της και εισαγωγή καινοτομιών σε αυτά, και έτσι το 2001 κατοχυρώνει στην Ελλάδα καθώς και σε άλλες 38 χώρες του κόσμου (σε Ευρώπη, Βόρεια Αμερική και Ασία) την πατέντα των προϊόντων «Εν Ελλάδι». Το χαρακτηριστικό, είναι η παραγωγή του προϊόντος αυτού με βάση το κρέας με την οποία γίνεται άμεση ενσωμάτωση του αγνού παρθένου ελαιόλαδου και υποκατάσταση του ζωικού λίπους.

Το 2002 η Creta Farm πραγματοποιεί ακόμα μια εξαγορά στρατηγικής σημασίας αποκτώντας και τον εξοπλισμό της «ΚΑΡΝΑ ΑΒΕΕ» στο Κρουονέρι Ν. Αττικής, εκεί όπου σήμερα λειτουργούν σύγχρονο κέντρο Logistics και κέντρο κοπής και συσκευασίας προϊόντων, επένδυση συνολικής αξίας 26 εκ. Ευρώ. Το 2004 ο όμιλος Creta Farm ξεκινά τη διεθνή της ανάπτυξη με τη σύσταση αρχικά της θυγατρικής της στην Κύπρο "CRETA FARM (CYPRUS) LTD." Για την εκεί προώθηση των προϊόντων της. Στη συνέχεια το 2007 μετά από συστηματική και συντονισμένη προσπάθεια (διάρκειας 18 μηνών) η Creta Farm εισέρχεται στην αγορά των ΗΠΑ συστήνοντας από κοινού με τον Όμιλο Clemens Family Corporation, (τον 6ο μεγαλύτερο παραγωγό χοιρινού κρέατος) και συγχρόνως συμμετέχει με ίσο ποσοστό στην "CRETA FARMS USA LLC", για την παραγωγή και διάθεση των προϊόντων της Creta Farm στην αμερικάνικη αγορά αλλαντικών των 280 εκ. καταναλωτών. Παράλληλα, τη διετία 2007-2008 η Creta Farm, αναπτύσσει και επενδύει στις εγκαταστάσεις της στην Κρήτη και εκσυγχρονίζει τις υφιστάμενες γραμμές παραγωγής με στόχο την αύξηση της παραγωγικής δυνατότητας της μονάδας αλλαντικών της.

Το 2008 με στόχο τη βέλτιστη οργάνωση της διεθνούς δραστηριότητας του Ομίλου της η Creta Farm συστήνει τη θυγατρική της «CRETA FARM INTERNATIONAL ΣΥΜΜΕΤΟΧ8Ν Α.Ε.». Παράλληλα η Creta Farm, εκμεταλλευόμενη τις δυνατότητες που τις παρέχονται από κατοχυρωμένες πατέντες συνεχίζει τη διεθνή της ανάπτυξη σε νέες ώριμες αγορές όπως αυτές της Μεγάλης Βρετανίας, Ιταλίας, Ρουμανίας, Ρωσίας, Καναδά, Κίνας και Ιαπωνίας.

3.2 ΠΡΟΙΟΝΤΑ

Τα προϊόντα που παράγει η CRETA FARM είναι τα εξής:

- Εν Ελλάδα
- 0% - 3%
- Φιλικό
- Family
- Combi

Το προϊόν Εν Ελλάδα παράγεται με τις εξής παραλλαγές: «Βασικό», «Gourmet», «Ορεινό», «Βιολογικό», «Κατάψυξη». Βασικός στόχος της Creta Farm, είναι μέσα από τα προϊόντα της να διατηρήσει πρότυπα κρητικής διατροφής μέσα από τα οποία προωθεί την αγνότητα και την ακεραιότητα των προϊόντων της. Άλλωστε είναι γεγονός πως η κρητική διατροφή χαρακτηρίζεται παγκοσμίως για το στοιχείο της μακροζωίας και της υγείας που εξασφαλίζει σε όσους την επιλέγουν.

Στόχος της Creta Farm είναι η ανάδειξη των αγνών και υγιεινών υλικών που μπορούν να συνδυαστούν με τα αλλαντικά που παράγει. Χαρακτηριστικότερο από όλα τα προϊόντα είναι η προώθηση του προϊόντος Εν Ελλάδα, στο οποίο βασίζει και την διαφήμιση της συγκεκριμένης πολιτικής.

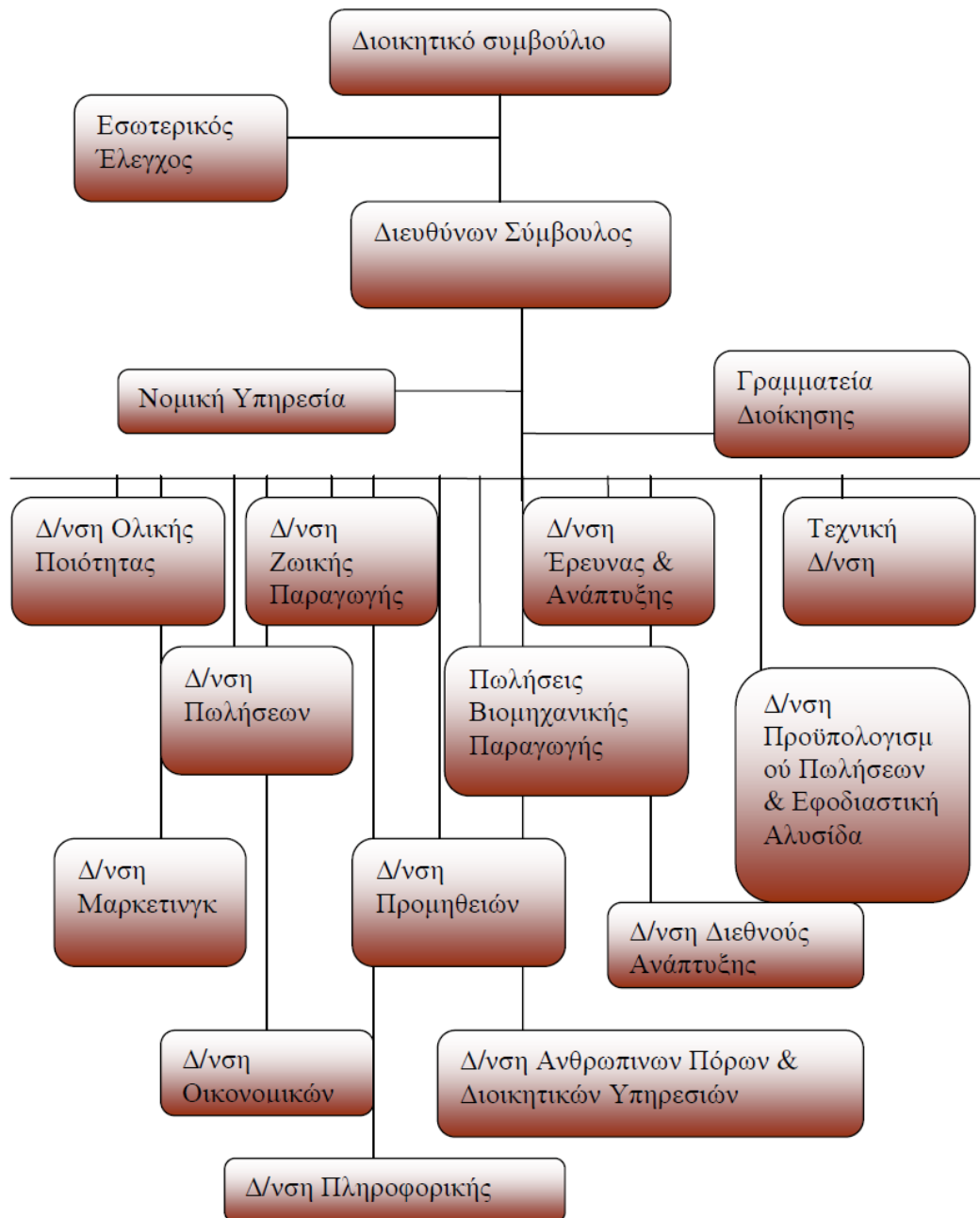
3.3 ΠΕΛΑΤΕΣ - ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ

Η Creta Farm, απευθύνεται στο ευρύ κοινό με το κυρίαρχο μερίδιο να ανήκει σε πελάτες λιανικής που είναι έτοιμοι να δεχθούν τις προτάσεις και τις καινοτομίες που η Creta Farm θα προτείνει. Είναι γεγονός πως το προϊόν της «Εν Ελλάδα» έχει το μεγαλύτερο μερίδιο στις προτιμήσεις των αγοραστών της λιανικής βάσης. Άλλωστε είναι γεγονός πως το λιανεμπόριο αποτελεί ίσως και το πιο απαιτητικό κομμάτι των αγοραστών των προϊόντων του ομίλου.

Ιδιαίτερης όμως σημασίας είναι το κομμάτι του «Food Service» στο οποίο η Creta Farm στοχεύει σε ισχυρή παρουσία στην αγορά. Η Creta Farm έχει επιλέξει να παρέχει μια μεγάλη γκάμα προϊόντων, και προσπαθώντας να διασφαλίζει υψηλά επίπεδα ποιότητας και εξειδικευμένη τεχνολογία, εφοδιάζει ξενοδοχεία εστιατόρια, σημεία γρήγορης εστίασης, βιομηχανίες, κλπ.

3.4 ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΔΟΜΗ

Η οργανωτική δομή της εταιρίας έχει την ακόλουθη μορφή:



Σχήμα 3.1: Οργανωτική δομή Creta Farm

3.5 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

3.5.1 Παραγωγή

Η διεύθυνση παραγωγής της Creta Farm διακρίνεται για την ενσωμάτωση των τεχνολογικών εξελίξεων στην παραγωγή και την διάθεση του νωπού χοιρινού κρέατος. Ο όμιλος διαθέτει μονάδα παραγωγής χοιρινού κρέατος η οποία έχει πιστοποιηθεί από τους Lloyd/s Register Quality Assurance με ISO 9001 (1999) και ISO 14001 (2000) και επιπλέον η ποιότητα διασφαλίζεται από τη χρήση Hazzard analysis (HACCP) και την εφαρμογή των σχετικών υγειονομικών διατάξεων.

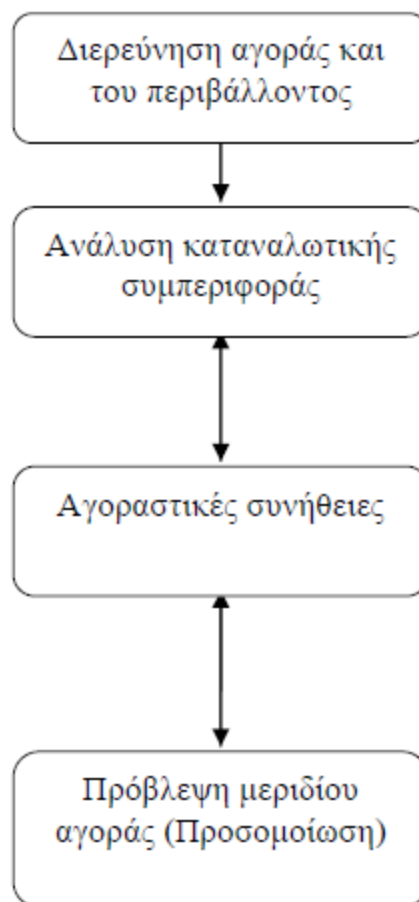
Το τμήμα παραγωγής αποτελείται από την εμπορική μονάδα, τη μονάδα παραγωγής ζωοτροφών, το σφαγείο, τη μονάδα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και τα βοηθητικά τμήματα μεταποίησης των ζωικών υποπροϊόντων και αποβλήτων που είναι το τμήμα επεξεργασίας των υποπροϊόντων και η μονάδα βιολογικού καθαρισμού με τη μονάδα κομποστοποίησης.

Η Creta Farm διατηρεί μια διαδικασία εισαγωγής των θηλυκών ζώων από την εταιρία Φάρμα Θεσσαλίας που είναι μονάδα ελεύθερη οποιουδήποτε παθογόνου νοσήματος και τα αρσενικά εισάγονται από αντίστοιχες μονάδες της ευρωπαϊκής ένωσης. Χρησιμοποιείται τεχνητή σπερματέγχυση προκειμένου να διατηρείται το ανώτερο επίπεδο υγιεινής. Τα χοιρινά μετά τον απογαλακτισμό τους διαμένουν σε σύγχρονα κατασκευασμένους θαλάμους κλειστού τύπου με πλήρως ελεγχόμενες συνθήκες περιβάλλοντος, ανάλογα με την ηλικία τους, όπου η ανανέωση του αέρα ελέγχεται με αυτόματα συστήματα εξαερισμού. Οι εισερχόμενες πρώτες ύλες ελέγχονται στο κατάλληλο εξοπλισμένο τμήμα ποιοτικού ελέγχου της εταιρίας αλλά και σε εργαστήρια του εσωτερικού και του εξωτερικού έτσι ώστε να είναι σύμφωνες με τις προδιαγραφές που έχουν τεθεί.

Το σφαγείο της Creta Farm είναι σύγχρονο και εναρμονισμένο με τις απαιτήσεις της διεθνούς κοινότητας και υπάρχουν διαδικασίες που εξασφαλίζουν την ποιότητα και την ασφάλεια του νωπού κρέατος. Αντίστοιχα λειτουργεί και το τμήμα τεμαχισμού – αποστέωσης ώστε να δημιουργηθούν τα προϊόντα που τελικώς θα παραχθούν. Στη συνέχεια τα τεμάχια μεταφέρονται σε ειδικό τμήμα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και στη συνέχεια τα σκευάσματα ψύχονται σε ειδικές συνθήκες για να μορφοποιηθούν στο τμήμα συσκευασίας. Όλα τα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας βρίσκονται υπό ελεγχόμενες συνθήκες και εφαρμόζονται σε αυτά αυστηροί χημικοί και μικροβιολογικοί έλεγχοι.

3.5.2 Marketing

Το μάρκετινγκ της Creta Farm αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα τμήματα του ομίλου. Είναι υπεύθυνο για την πολιτική και την παρουσίαση της καθετοποίησης της εταιρίας, σε σχέση με τα παραγόμενα προϊόντα. Μέσα από συγκεκριμένες προωθητικές ενέργειες το τμήμα μάρκετινγκ κατάφερε να καθιερώσει το όνομα της Creta Farm ως ένα από τα πιο αξιόπιστα στην αγορά των αλλαντικών και όχι μόνο. Στόχος της ανάλογης διαφημιστικής καμπάνιας ήταν να συνδεθεί στην αντίληψη του πελάτη ως το όνομα το άμεσα συνυφασμένο με την κρητική και μεσογειακή διατροφή. Άλλωστε σε μεγάλο βαθμό καταλυτική ήταν και η παραγωγή του προϊόντος «Εν Ελλάδι» που μέσα από τη διαφήμιση καλλιέργησε την αντίληψη πως τα αλλαντικά «εν Ελλάδι» είναι άμεσα συνδεδεμένα με την Ελλάδα, την Κρητική _διατροφή και τη Κρητική κουλτούρα. Χαρακτηριστική ήταν η καλλιέργεια της εικόνας ότι τα «Εν Ελλάδι» φέρνουν μία επανάσταση στη μέχρι σήμερα νεότερη διατροφή αφού απενοχοποιούν την κατηγορία των αλλαντικών και είναι τα μόνα αλλαντικά στον κόσμο με εξαιρετικό παρθένο κρητικό ελαιόλαδο.



Σχήμα 3.2: Επίπεδα Marketing

Στο πρώτο επίπεδο του μάρκετινγκ, η Creta Farm συλλέγει πληροφορίες για την παραγωγή και τις πωλήσεις των ανταγωνιστικών προϊόντων και αναλύει επιμέρους χαρακτηριστικά τους. Στη συνέχεια προετοιμάζει μια προκαταρκτική ανάλυση της συμπεριφοράς του καταναλωτή, και κατασκευάζει ερωτηματολόγιο διεξάγοντας την έρευνα που επιθυμεί κάθε φορά.

Στο δεύτερο επίπεδο της έρευνας μάρκετινγκ, η Creta Farm καθορίζει τα κριτήρια της συμπεριφοράς της αγοράς, ποσοτοποιεί τους καταναλωτές ανάλογα με τη σημαντικότητα διαφόρων κριτηρίων που επιλέγει και τέλος τμηματοποιεί την αγορά για να τη μελετήσει.

Στο τρίτο επίπεδο, διεξάγει μια ανάλυση αρχών και ανταπόκρισης των καταναλωτών. Επίσης το τμήμα διερευνά και αναλύει τη διαφοροποιημένη αγορά και πώς μπορεί να δράσει σε αυτήν. Τέλος στο τέταρτο επίπεδο, το μάρκετινγκ με τεχνικές προσομοίωσης, διενεργεί προβλέψεις για τα μερίδια της αγοράς που μπορεί να σφετεριστεί.

3.5.3 Δίκτυο Διανομής

Οι εγκαταστάσεις αποθήκευσης και διακίνησης προϊόντων και εμπορευμάτων της Creta Farm περιλαμβάνουν έξι αυτόνομα κέντρα διακίνησης σε Ρέθυμνο, Ηράκλειο, Αθήνα, Πάτρα, Θεσσαλονίκη και Λάρισα, άρτια εξοπλισμένα με ειδικούς χώρους αποθήκευσης, ψυκτικούς θαλάμους και εξειδικευμένα τμήματα διανομής. Καθένα από αυτά τα κέντρα συντονίζει διάφορα υποκαταστήματα ανάλογα με τη γεωγραφική τους θέση.

Όλοι οι χώροι των κέντρων και των υποκαταστημάτων χαρακτηρίζονται θετικά για την οργάνωση και την ύπαρξη σωστού μηχανολογικού εξοπλισμού, κάτι που εξασφαλίζει τόσο την άρτια λειτουργία των κέντρων διανομής ως προς την παραλαβή και την παράδοση όσο και την ασφαλή συντήρηση των προϊόντων. Στους χώρους αποθήκευσης αλλά και σε όλα τα κανάλια διανομής λειτουργεί πλήρης μηχανογραφική υποστήριξη τόσο σε επίπεδο ERP/ SAP όσο και σε επίπεδο WMS / ABERON για την σωστή εξυπηρέτηση των πελατών.

Η παράδοση των προϊόντων και των εμπορευμάτων της εταιρίας γίνεται με ιδιόκτητα φορτηγά ψυγεία εκτός από τα νησιά του νοτίου Αιγαίου που η διανομή γίνεται μέσω τρίτων. Η εταιρία διαθέτει ένα εκτεταμένο δίκτυο εμπορικών αντιπροσώπων – χονδρεμπόρων, το οποίο καλύπτει τα γεωγραφικά σημεία που δεν δύνανται να εξυπηρετηθούν μέσω υποκαταστημάτων λόγω της μεγάλης τους απόστασης από αυτά.

Το δίκτυο διανομής είναι δομημένο έτσι ώστε να παρέχει πλήρη κάλυψη γεωγραφικά αλλά και όλων των υπάρχόντων καναλιών διάθεσης των προϊόντων. Επίσης υπάρχει διασπορά πωλήσεων με αποτέλεσμα την ελαχιστοποίηση των ποσοστών κινδύνου της εταιρείας.

3.5.4 Έρευνα και Ανάπτυξη

Η Creta Farm κάνει μια συνεχή προσπάθεια να παρακολουθεί τις επιστημονικές και τεχνολογικές εξελίξεις στον τομέα των τροφίμων και συνεργάζεται με ανώτατα πανεπιστημιακά ιδρύματα και διαπιστευμένα ιδιωτικά εργαστήρια. Επίσης διαθέτει ομάδα επιστημόνων στο χώρο της βιομηχανίας αλλαντικών και έχει συγκεκριμένο τομέα Ποιοτικού Ελέγχου.

Για την επίτευξη του ποιοτικού στόχου η Creta Farm, εφαρμόζει:

- Χημικούς και μικροβιολογικούς ελέγχους, καθώς και εξειδικευμένους ελέγχους, όπως ανίχνευση γενετικής τροποποίησης στο σύνολο των εισερχόμενων πρώτων υλών της βιομηχανίας.
- Ποιοτικούς ελέγχους στο νερό που χρησιμοποιείται για την Παρασκευή των προϊόντων.
- Αποστείρωση και έλεγχο της ποιότητας του αέρα στους χώρους παραγωγής.
- Παρακολούθηση και καταγραφή των θερμοκρασιών σε όλα τα κρίσιμα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας.
- Καθημερινό καθαρισμό και απολύμανση του συνόλου του μηχανολογικού εξοπλισμού.

Τέλος πρέπει να σημειωθεί, πως η Creta Farm, με επενδύσεις της τάξεως των 50.000 ευρώ διαθέτει από το 2007 ερευνητικό εργαστήριο. Το εργαστήριο έχει στελεχωθεί από εξειδικευμένο επιστημονικό προσωπικό και εφαρμόζει μοριακές μεθόδους με βάση το DNA για την ανίχνευση, μοριακή τυποποίηση και ταυτοποίηση των μικροοργανισμών. Επίσης στο εργαστήριο της Creta Farm, διενεργούνται δοκιμές τεχνητής γήρανσης ώστε να εξασφαλίζεται η μέγιστη ασφάλεια των προϊόντων που φτάνουν στον τελικό καταναλωτή.

3.6 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στην παρούσα ενότητα πραγματοποιείται χρηματοοικονομική ανάλυση βάσει των λογιστικών καταστάσεων της μητρικής εταιρείας Creta Farm ABEE με χρήση των σπουδαιότερων αριθμοδεικτών. Η ανάλυση αφορά τα σημαντικότερα χρηματοοικονομικά μεγέθη της εταιρείας και την πορεία που αυτά διαμόρφωσαν κατά την τελευταία εξαετία (2004 - 2009).

3.6.1 Γενικές Πληροφορίες

Η Creta Farm έχει καταφέρει και αναπτύσσεται τα τελευταία χρόνια με ρυθμούς ανάπτυξης μεγαλύτερους από τον κλάδο των αλλαντικών. Το έτος 2007 και το 2008 οι πωλήσεις της αυξήθηκαν κατά 13% και 11% αντίστοιχα. Η ταχεία αυτή ανάπτυξη συνοδεύεται και από το καλύτερο Περιθώριου Μικτού Κέρδους % σε σύγκριση με τους κύριους ανταγωνιστές (Υφαντής, Νίκας) ή με τον μέσο όρο των 11 μεγαλύτερων εταιριών του κλάδου (πηγή: ICAP Κλαδική Μελέτη). Αντίθετα - όπως θα διαπιστωθεί στην ανάλυση, οι δείκτες αποδοτικότητας, ρευστότητας, χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και δραστηριότητας δεν παρουσιάζουν καλή εικόνα συγκριτικά με τους ανταγωνιστές και με τις 11 μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται ενδεικτικά κάποια από τα μεγέθη:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1
Δείκτες κερδοφορίας

Π3.5 Δείκτες κερδοφορίας επιχειρήσεων παραγωγής αλλαντικών-κρεατοσκευασμάτων (2002-2006)						
Επωνυμία	2002	2003	2004	2005	2006	ΜΟΔ
Περιθώριο Μικτού Κέρδους (%)						
ΝΙΚΑΣ Π. Γ. Α.Β.Ε.Ε.	37,11	36,96	34,85	30,56	26,19	33,13
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	28,77	33,06	34,56	36,58	37,58	34,11
ΥΦΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	40,85	40,99	40,96	44,96	45,08	42,57
Ομάδα 11	26,25	25,95	24,25	24,99	25,10	25,31
Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (%)						
ΝΙΚΑΣ Π. Γ. Α.Β.Ε.Ε.	18,00	19,34	20,39	13,25	3,07	14,81
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	8,26	7,25	5,45	4,78	3,03	5,76
ΥΦΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	9,84	9,21	10,32	14,01	12,91	11,26
Ομάδα 11	8,74	8,29	6,35	6,16	5,01	6,91
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (%)						
ΝΙΚΑΣ Π. Γ. Α.Β.Ε.Ε.	13,02	18,46	16,77	10,98	0,07	11,86
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	9,33	5,60	3,92	4,78	3,03	5,33
ΥΦΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	10,76	10,65	12,09	14,81	12,68	12,20
Ομάδα 11	8,28	8,34	6,70	6,09	4,44	6,77
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους EBITDA (%)						
ΝΙΚΑΣ Π. Γ. Α.Β.Ε.Ε.	25,96	26,12	19,74	13,25	5,97	18,21
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	20,59	21,81	7,32	14,72	14,38	15,76
ΥΦΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	14,11	13,99	14,90	18,11	16,78	15,58
Ομάδα 11	15,85	15,28	11,46	11,89	10,68	13,03

ΜΟΔ: Μέσος Όρος Ετήσιων Δεικτών

ΠΗΓΗ: Δημοσιευμένοι ισολογισμοί – ICAP ΑΕ

Έτσι, ενώ η Creta Farm ξεκινάει με καλύτερο Περιθωρίου Μικτού Κέρδους σε σχέση με τον ανταγωνισμό της καταλήγει να έχει ένα από τα χειρότερα Περιθώρια Καθαρού Κέρδους γεγονός που οφείλεται κυρίως σε πολύ υψηλό βραχυπρόθεσμο δανεισμό ο οποίος δημιουργεί υπέρογκα χρηματοοικονομικά έξοδα (π.χ. τόκοι). Από τους σχετικούς δείκτες φαίνεται ότι πιθανή αιτία για τον υπέρογκο δανεισμό είναι και η κακή εικόνα της ρευστότητας η οποία με την σειρά της ερμηνεύεται από την σχεδόν μηδενική διαφορά μεταξύ Μέσου Όρου Προθεσμίας Εξόφλησης Προμηθευτών (178 μέρες) και του Μέσου Όρου Προθεσμίας Είσπραξης Απαιτήσεων (171 μέρες). Επίσης το έσοδο ανά εργαζόμενο αυτό ανέρχεται σε περίπου 196.000 € ανά εργαζόμενο την στιγμή που οι ανταγωνιστές της έχουν μεταξύ 225.000 € και 250.000 € ανά εργαζόμενο. Καθώς η μισθοδοσία πληρώνεται κάθε μήνα, ο σχετικά αυξημένος αριθμός εργαζομένων σε σχέση με τους ανταγωνιστές φαίνεται να πιέζει και αυτός την ρευστότητα και να συντελεί επίσης στον υψηλό βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2
Δείκτες αποδοτικότητας

Π3.6 Δείκτες αποδοτικότητας επιχειρήσεων παραγωγής αλλαντικών-κρεατοσκευασμάτων (2002-2006)						
Επωνυμία	2002	2003	2004	2005	2006	ΜΟΔ
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (%)						
ΝΙΚΑΣ Π. Γ. Α.Β.Ε.Ε.	11,37	15,21	34,64	25,07	0,23	17,31
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	11,58	7,87	4,92	7,23	4,73	7,26
ΥΦΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	30,30	33,42	39,07	51,36	49,50	40,73
Ομάδα 11	41,04	36,08	23,47	23,92	22,96	29,50
Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων (%)						
ΝΙΚΑΣ Π. Γ. Α.Β.Ε.Ε.	7,75	11,15	11,58	9,26	0,07	7,96
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	5,81	3,76	2,07	2,41	1,56	3,12
ΥΦΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	11,11	9,62	12,04	15,43	13,16	12,28
Ομάδα 11	11,06	11,14	7,94	7,04	6,87	8,81

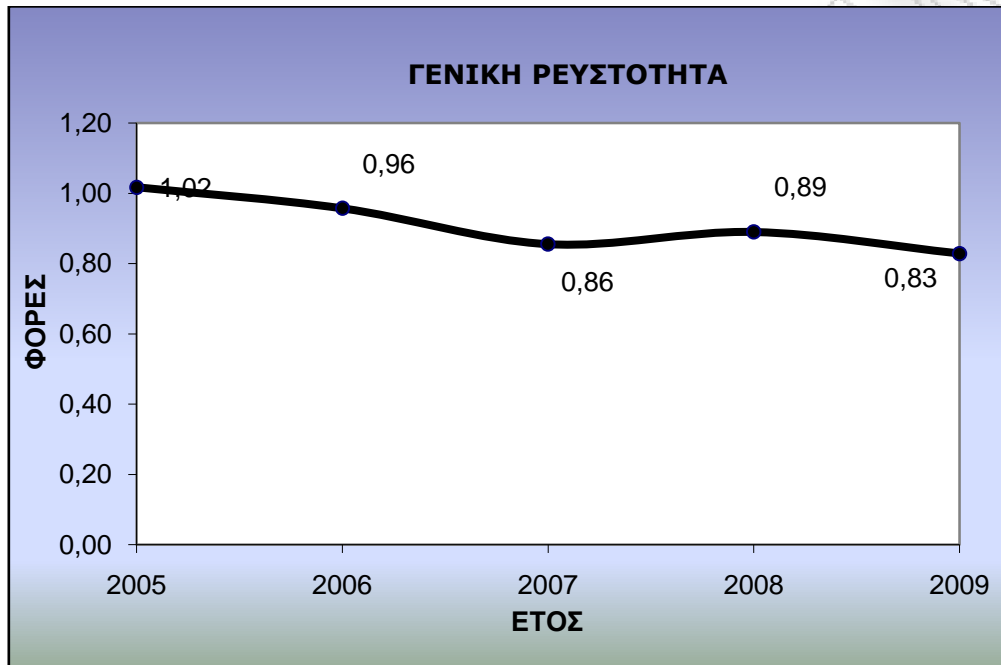
ΜΟΔ: Μέσος Όρος Ετήσιων Δεικτών

ΠΗΓΗ: Δημοσιευμένοι ισολογισμοί – ICAP ΑΕ

Από το 2008 φαίνεται ότι γίνεται μια προσπάθεια μετατροπής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε τράπεζες σε μακροπρόθεσμες (με την μορφή ομολογιακού δανείου) γεγονός που φαίνεται να ανακουφίζει προσωρινά και ελαφρά την εταιρεία.

3.6.2 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

1. Δείκτης γενικής ρευστότητας



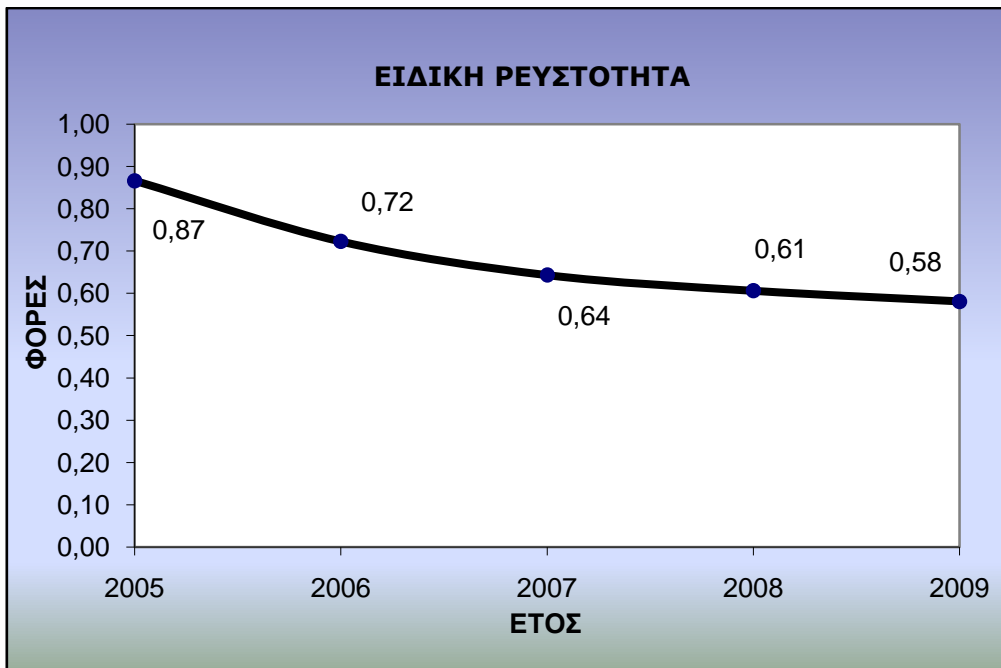
Διάγραμμα 3.1: Δείκτης γενικής ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας δεν είναι ικανοποιητικός αφού η τιμή του είναι χαμηλότερη της μονάδας. Το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι χαμηλό και συνεπώς η επιχείρηση παρουσιάζει δυσκολία να ανταποκριθεί στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της

Αν παρατηρηθεί η διάρθρωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού από τους ισολογισμούς της εταιρείας θα διαπιστωθεί ότι το 33% αντιστοιχεί στα αποθέματα, το 64% αντιστοιχεί στους πελάτες και σε λοιπές απαιτήσεις και μόλις το 3% σε διαθέσιμα. Τα μηδαμινά λοιπόν διαθέσιμα σε συνδυασμό με τις υπερβολικές απαιτήσεις των πελατών επαληθεύουν το μεγάλο πρόβλημα ρευστότητας.

Το συμπέρασμα αυτό θα παγιωθεί παρακάτω με τον αριθμοδείκτη της ειδικής ρευστότητας ο οποίος αγγίζει την τιμή 0,58 δείχνοντας ότι η ανάγκη της εταιρείας για άμεσα διαθέσιμα επείγει για την μελλοντική βιωσιμότητα της.

2. Δείκτης ειδικής ρευστότητας



Διάγραμμα 3.2: Δείκτης ειδικής ρευστότητας

Η ανάλυση επιπλέον δεικτών όπως του δείκτη ταμειακής ρευστότητας και του δείκτη αμυντικού χρονικού διαστήματος είναι ανώφελη αφού από τους υπολογισθέντες αριθμοδείκτες συμπεραίνεται εύκολα η αδυναμία της επιχείρησης να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

3.6.3 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας ξεκινάει με τον υπολογισμό του δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους που θεωρείται ένας από τους σημαντικότερους δείκτες.

1. Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους



Διάγραμμα 3.3: Μικτό περιθώριο κέρδους

Όπως παρατηρείται από το παραπάνω γράφημα ο δείκτης παρουσιάζει ανοδική τάση επιδρώντας θετικά στην καθαρή κερδοφορία της επιχείρησης. Μάλιστα εξετάζοντας τα επί μέρους μεγέθη εξαγωγής του μικτού περιθωρίου, που είναι οι πωλήσεις και το κόστος πωληθέντων διαπιστώνεται ότι οι πωλήσεις χαρακτηρίζονται από ανοδικούς ρυθμούς κάθε χρόνο ενώ το κόστος πωληθέντων διατηρείται σχεδόν σταθερό.

Σε διεπιχειρησιακή επίπεδο, η εταιρεία Creta Farm ABEE κατέχει σε γενικές γραμμές ένα ικανοποιητικό περιθώριο κέρδους, αφού ο μέσος όρος του κατά την τελευταία πενταετία δεν απέχει σημαντικά από τους αντίστοιχους των λοιπών μεγάλων ομοειδών επιχειρήσεων. Αυτό παραπέμπει στο συμπέρασμα ότι η διοίκηση της εταιρείας εφαρμόζει μια ορθή τιμολογιακή πολιτική, η οποία έχει αντίκτυπο στο καταναλωτικό κοινό κάτι που συνεπάγεται διαχρονική αύξηση των πωλήσεων και συνακόλουθα των μικτών κερδών.

2. Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

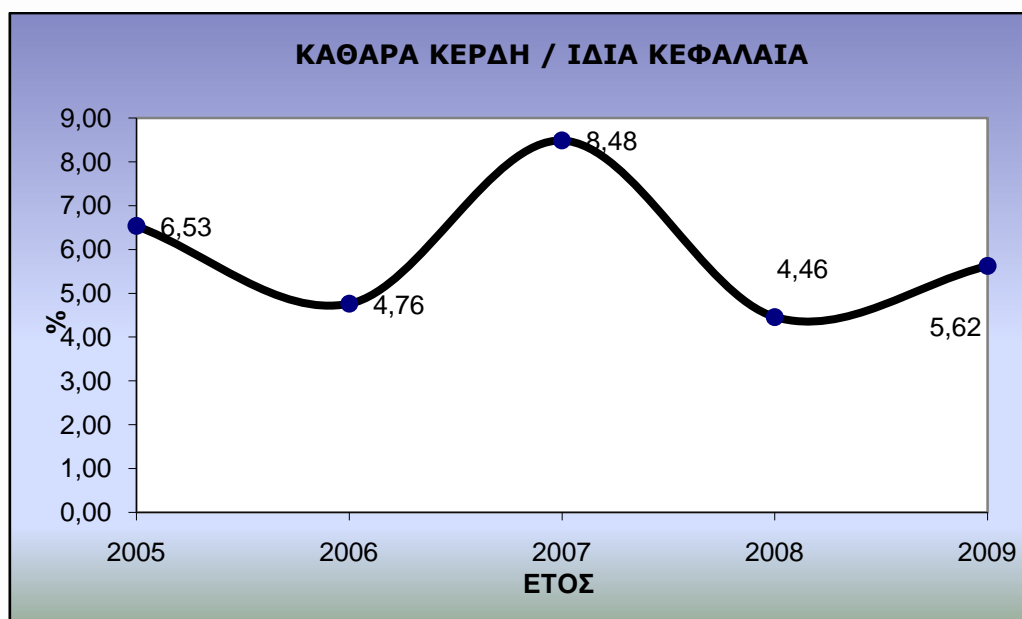


Διάγραμμα 3.4: Καθαρό περιθώριο κέρδους

Ο εν λόγω δείκτης προκύπτει από τη διαίρεση των καθαρών κερδών με τις αντίστοιχες πωλήσεις της διαχειριστικής χρήσεως και αποτελεί έναν από τους σπουδαιότερους δείκτες αποδοτικότητας μιας επιχείρησης.

Συγκεκριμένα, από το παραπάνω διάγραμμα εξάγεται το συμπέρασμα ότι η τάση διαγράφεται ανοδική, στοιχείο, ιδιαίτερα θετικό για τη βιωσιμότητα και αναπτυξιακή πορεία του εταιρείας. Σημαντικό σημείο σχολιασμού είναι το γεγονός ότι μετά την πτώση που γνώρισε η εταιρεία στα καθαρά κέρδη την περίοδο 2006 ακολούθησε μια έντονα ανοδική πορεία μέχρι το 2009. Σε διεπιχειρησιακή ανάλυση, η Creta farm κατάφερε την τελευταία 3ετία να αυξήσει το καθαρό περιθώριο κέρδους της κοντά στο 9,77% που αποτελεί ένα από τα μεγαλύτερα του κλάδου της, ιδιαίτερα όταν ο μέσος όρος του κλάδου ανέρχεται στο 7,4%.

3. Ιδιωφελής αποδοτικότητα



Διάγραμμα 3.5: Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

Από το παραπάνω διάγραμμα παρατηρείται ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων δεν είναι ικανοποιητική. Λαμβάνοντας υπόψη το κόστος ευκαιρίας (ετήσια επιτόκια καταθέσεων ταμειυτηρίου και προθεσμίας, επιτόκια ομολόγων, αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων μικρού και μέσου κινδύνου κλπ) συμπεραίνεται ότι η απόδοση αυτή είναι χαμηλή για τους μετόχους της Creta Farm και ότι η πρόσφατη οικονομική κρίση έχει επηρεάσει σημαντικά τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας και κατ'επέκταση και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων. Οφείλεται όμως να αναφερθεί ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων του κλάδου μειώθηκε από 6,2% σε 4,8% το 2008. Η μητρική Creta Farm έχει μείωση της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων από 8,48% το 2007 σε 4,46% το 2008 συμβαδίζοντας με τα δεδομένα της κλαδικής ανάλυσης.

Συνεπώς, ένας ορθολογικός επενδυτής – μέτοχος ο οποίος επιζητεί τη βελτιστοποίηση της σχέσεως **αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου**, και ο οποίος έχει τοποθετήσει κεφάλαια στην συγκεκριμένη εταιρεία, δεν θα πρέπει να αισθάνεται ικανοποιημένος για την κατά μέσο όρο απόδοση που λαμβάνει μέχρι σήμερα, συγκριτικά με τις υπόλοιπες εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές της αγοράς.

4. Δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης



Διάγραμμα 3.6: Χρηματοοικονομική Μόχλευση

Τα αποτελέσματα του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης της μητρικής την τελευταία 5ετία παρουσιάζονται μη ικανοποιητικά. Ο μέσος όρος είναι κοντά στο 0,56 σηματοδοτώντας ότι η επίδραση των δανειακών κεφαλαίων της εταιρείας στα κέρδη δεν είναι επωφελής. Οι αυξημένες απαιτήσεις ρευστότητας για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων οδήγησε την εταιρεία σε συνεχή εξωτερικό δανεισμό και συνεπώς στην υποβάθμιση του εν λόγω δείκτη και στην χαμηλότερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων σε σύγκριση με τα απασχοληθέντα.

3.6.4 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Αποτελεσματικότητας

1. Μέση διάρκεια εισπραξης απαιτήσεων



Διάγραμμα 3.8: Μέση διάρκεια εισπραξης απαιτήσεων

Από το παραπάνω διάγραμμα επαληθεύεται το πρόβλημα ρευστότητας της εταιρείας. Η μέση διάρκεια εισπραξης των απαιτήσεων μειώθηκε στις 102 μέρες το έτος 2009. Παρόλο που φαίνεται από το γράφημα μία αλλαγή πολιτικής στην εισπραξη των απαιτήσεων – από 167 μέρες το 2005 σε 102 μέρες το 2009 – το χρονικό διάστημα παραμένει μεγάλο (3,5 μήνες) επιδεινώνοντας την αδυναμία της εταιρείας για άμεσα διαθέσιμα.

2. Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων

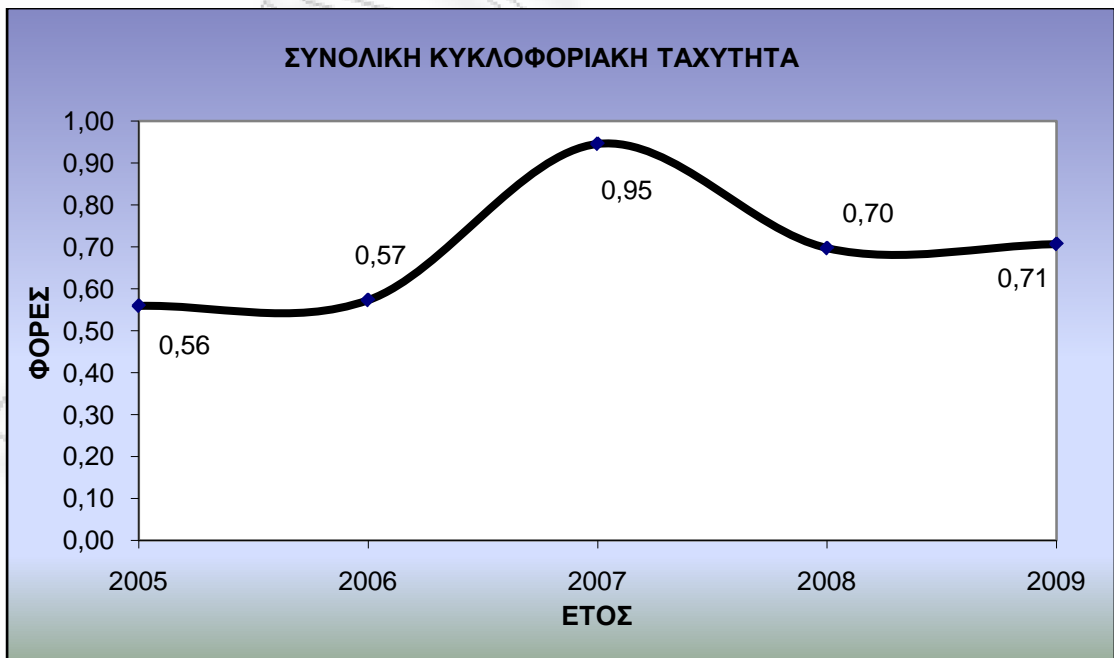
Στο παρακάτω γράφημα γίνεται εμφανέστερη η αδυναμία της εταιρείας σε άμεσα μετρητά. Η μέση διάρκεια πληρωμής των προμηθευτών διατηρείται σε υψηλό επίπεδο αγγίζοντας τις 158 μέρες (5 μήνες) το έτος 2009. Η υστέρηση εισπραξης απαιτήσεων και η έλλειψη άμεσων διαθέσιμων έχει προκαλέσει την καθυστέρηση εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.



Διάγραμμα 3.9: Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων

3.6.5 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

1. Συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα



Διάγραμμα 3.10: Συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα

2. Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

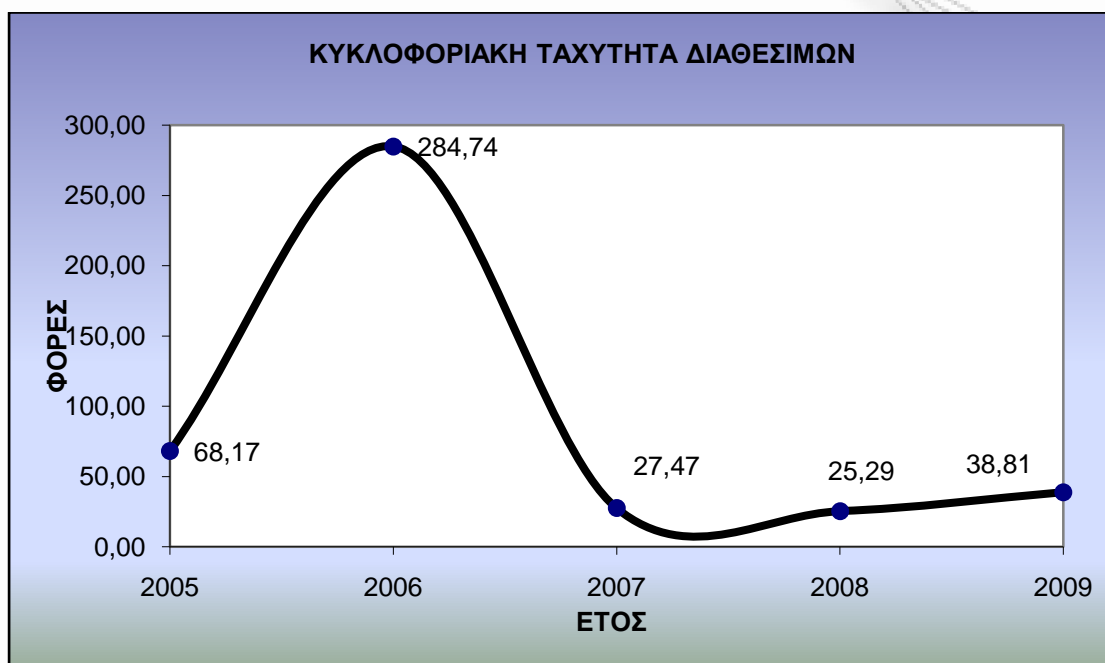


Διάγραμμα 3.11: Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων καταγράφει τον ρυθμό ανανέωσης των αποθεμάτων, δηλαδή πόσες φορές αγοράστηκαν νέα αποθέματα τα οποία στην συνέχεια μεταποιήθηκαν, έγιναν προϊόντα και πουλήθηκαν.

Από το γράφημα παρατηρείται ότι ο ρυθμός ανακύκλωσης των αποθεμάτων είχε μία αρνητική μεταβολή κοντά στο 34% από το 2005 μέχρι το 2009. Αυτή η μείωση αποδεικνύει την έλλειψη αποτελεσματικότητας λειτουργίας της εταιρείας αφού η αγοροπωλησία των πρώτων υλών και λοιπών αγαθών για την παραγωγική της δραστηριότητα περιορίστηκε σημαντικά την τελευταία τριετία.

3. Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθέσιμων



Διάγραμμα 3.12: Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθέσιμων

4. Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

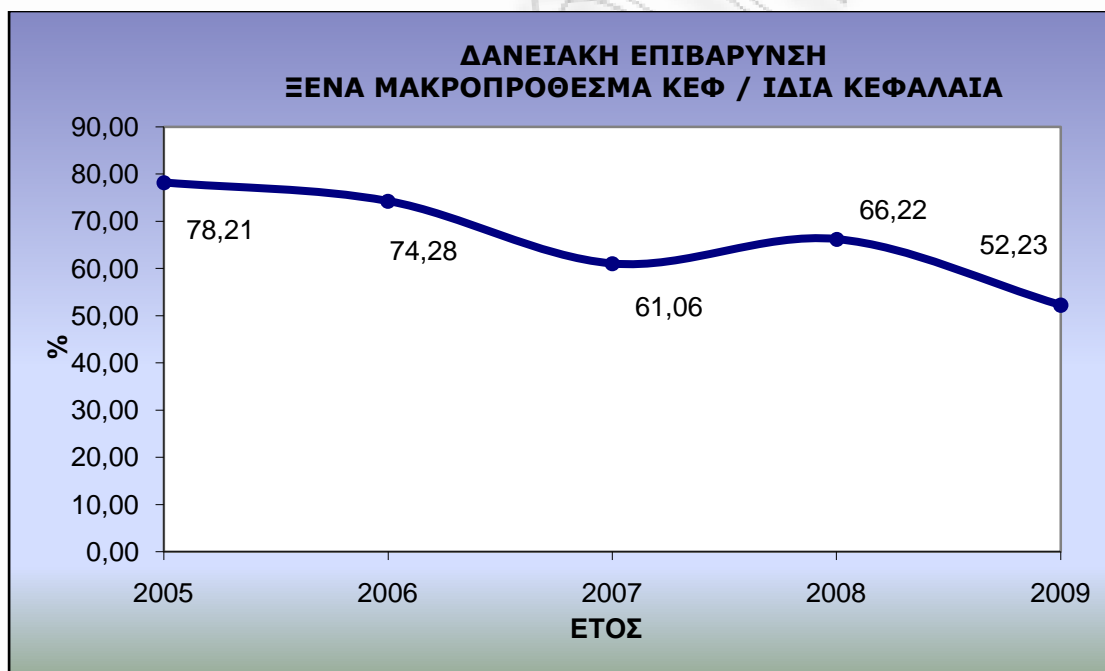


Διάγραμμα 3.13: Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

Από το παραπάνω γραφήματα γίνεται φανερό το πρόβλημα ρευστότητας που αντιμετωπίζει η εταιρεία. Η ανανέωση των απαιτήσεων γίνεται με πολύ αργό ρυθμό (3,5 φορές το 2009) που αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την έλλειψη ταμειακών διαθέσιμων. Αυτό αποδεικνύεται με την σχετικά μεγάλη ανακύκλωση των διαθέσιμων πόρων (διάγραμμα 3.12) για την κάλυψη των τρεχουσών συναλλαγών και υποχρεώσεων.

3.6.6 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης

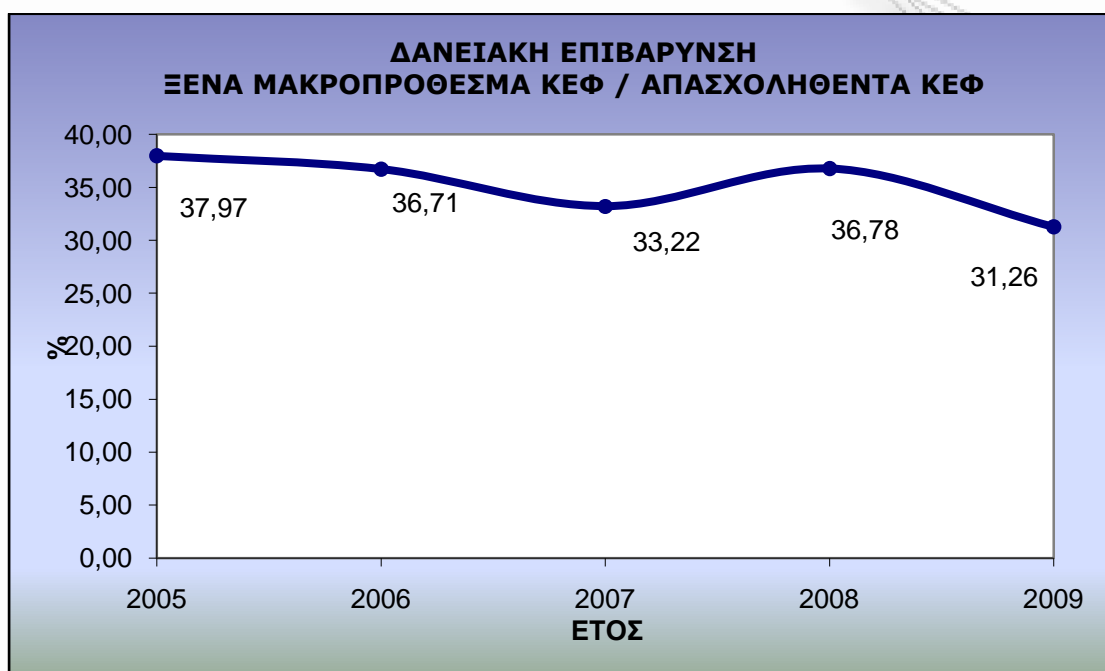
1. Δανειακή επιβάρυνση (Debt to equity ratio)



Διάγραμμα 3.14: Δείκτης Δανειακής επιβάρυνσης

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει την σχέση των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και χρησιμοποιείται για να εκτιμηθεί ο βαθμός ασφάλειας που τους εξασφαλίζει η επιχείρηση από τα ίδια κεφάλαια και το επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Το γράφημα είναι σχετικά ικανοποιητικό αφού φαίνεται ότι η εταιρεία προσπαθεί να χρηματοδοτεί τις δραστηριότητες της με τα ίδια κεφάλαια και να ελαττώσει την εξάρτησή από μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η σχέση της με τα ξένα κεφάλαια διαγράφεται καλύτερα στο παρακάτω γράφημα.

2. Δανειακή επιβάρυνση (long-term capitalization ratio)



Διάγραμμα 3.15: Δείκτης Δανειακής επιβάρυνσης

Η τάση των ξένων κεφαλαίων προς τα απασχοληθέντα κεφάλαια είναι πτωτική κάτι που βέβαια είναι αναμενόμενο λόγω της καθοδικής τάσης του προηγούμενου δείκτη (συμπληρωματικότητα). Αυτό αποτελεί θετικό στοιχείο αφού χρόνο με το χρόνο η χρηματοδότηση της εταιρείας (δηλαδή του ενεργητικού) πραγματοποιείται (κατά μέσο όρο) όλο και περισσότερο με ίδια κεφάλαια και λιγότερο με δανειακά. Το γεγονός αυτό ισχυροποιεί την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας και μειώνει το βαθμό ανασφάλειας των δανειστών της.

3.6.7 Ανάλυση με Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

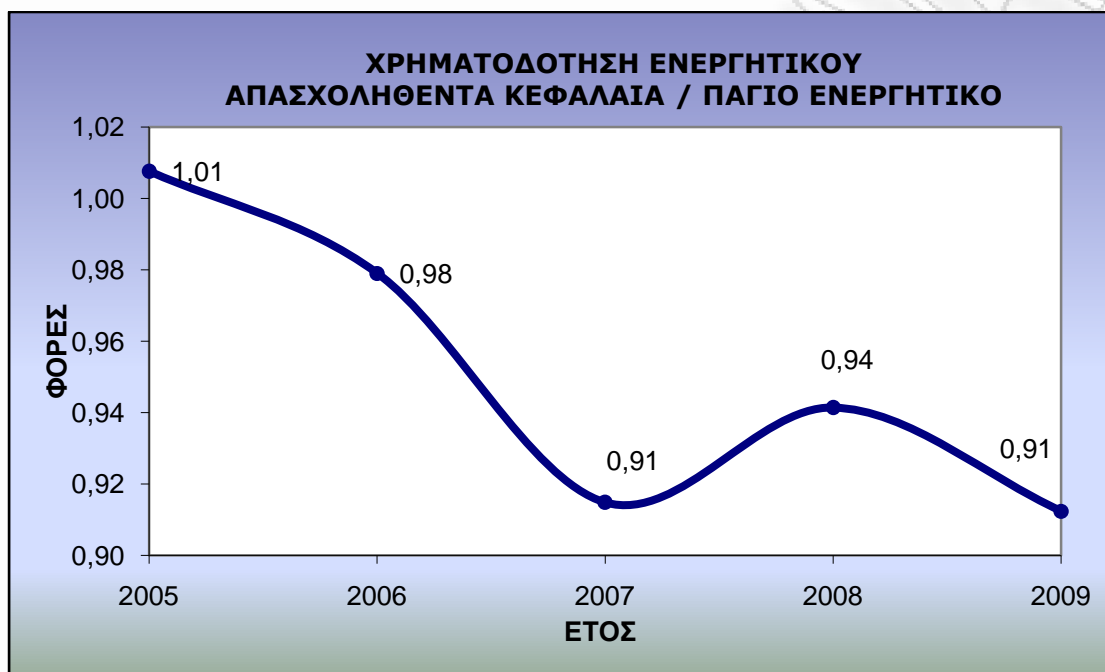


Διάγραμμα 3.16: Παγιοποίηση περιουσίας (Χρηματοδότηση)

Ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας είναι μεγαλύτερος της μονάδας χαρακτηρίζοντας την επιχείρηση ως εντάσεως πάγιας περιουσίας. Από χρηματοδοτική άποψη, το ύψος του πάγιου ενεργητικού καθορίζει την ανάγκη της επιχείρησης για χρηματοδότηση μεγάλης διάρκειας, και μάλιστα με ίδια κεφάλαια.

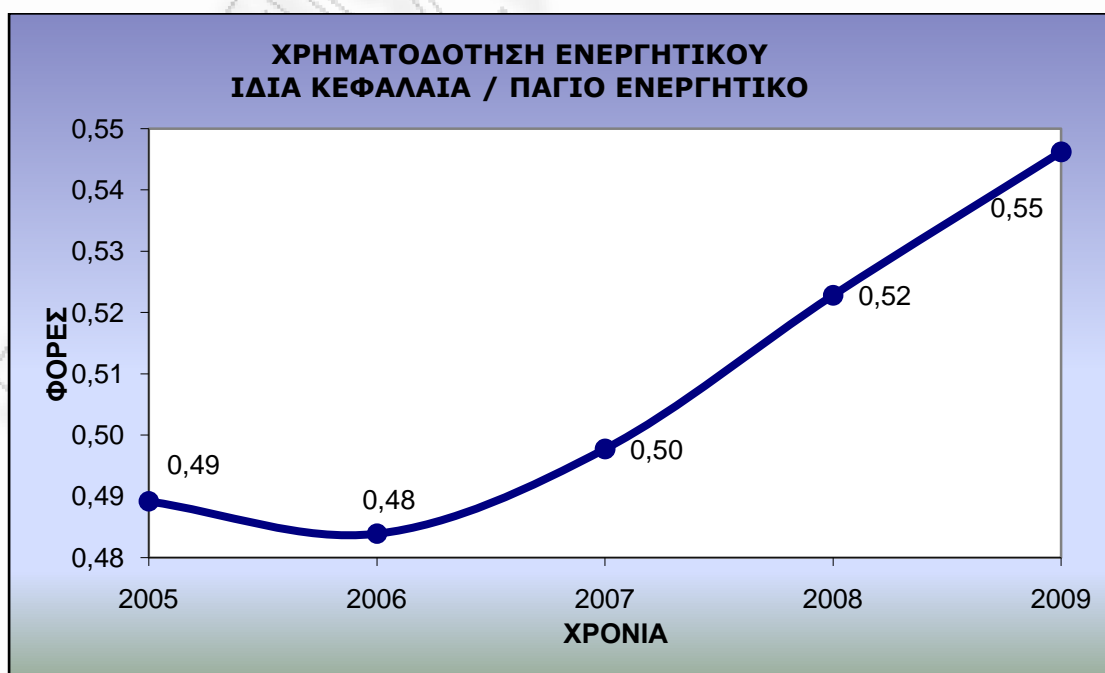
3.6.8 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης

1. Χρηματοδότηση ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας



Διάγραμμα 3.17: Χρηματοδότηση με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας

2. Χρηματοδότηση ενεργητικού με ίδια κεφάλαια



Διάγραμμα 3.18: Χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια

3. Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας



Διάγραμμα 3.19: Χρηματοδότηση κυκλοφορούν ενεργητικού

Από τα διαγράμματα χρηματοδότησης, διαπιστώνεται ότι κατά τη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας παραμένουν μικρότερα του ύψους των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων. Αυτό σηματοδοτεί ότι ένα μέρος της χρηματοδότησης των παγίων της πραγματοποιείται με ξένα κεφάλαια. Ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς τα πάγια διαμορφώνεται κατά μέσο όρο στο επίπεδο του 50%. Αυτό σηματοδοτεί ότι τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αντιστοιχούν στο 50% των παγίων της και συνεπώς το υπόλοιπο μέρος φαίνεται ότι χρηματοδοτείται από ξένους χρηματοδότες

Επίσης παρατηρείται ότι η επιχείρηση έχει μεγάλη δυσκολία να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με το κυκλοφορούν ενεργητικό. Οι ισολογισμοί δείχνουν μία αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού η οποία οφείλεται περισσότερο στα αποθέματα παρά στην αύξηση των πελατών. Παράλληλα οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται με μεγαλύτερο ρυθμό βασιζόμενες σε δανειακά κεφάλαια ενώ οι προμηθευτές εμφανίζονται να μειώνονται αισθητά μέσα στην πενταετία.

3.6.9 Ανάλυση με τον Αριθμοδείκτη Κάλυψης Τόκων

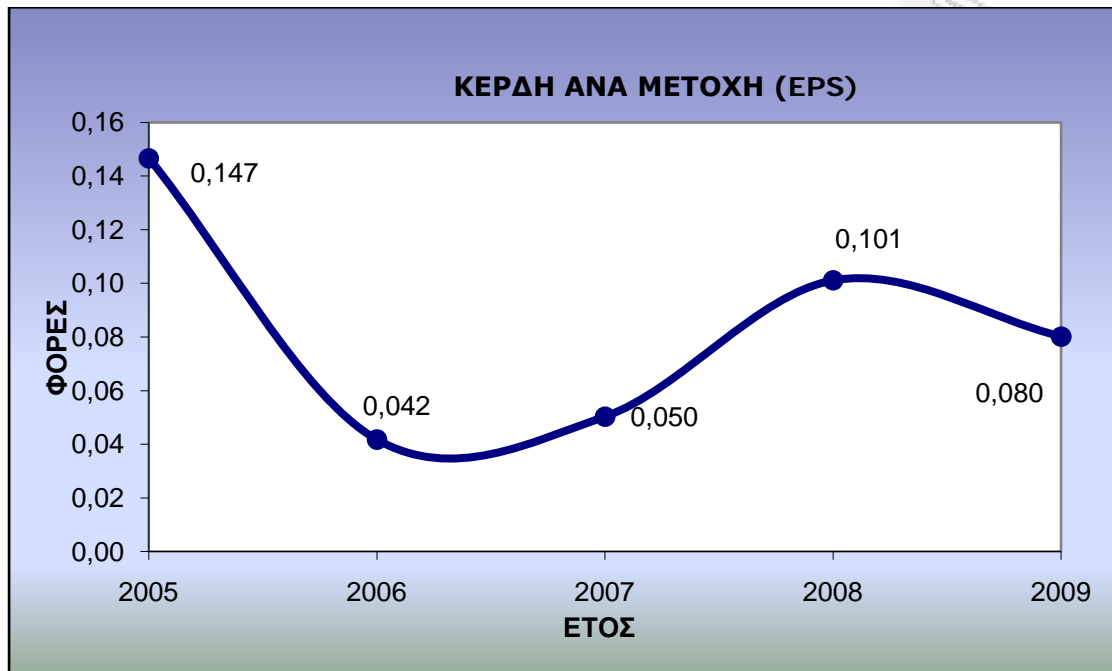


Διάγραμμα 3.20: δείκτης κάλυψης τόκων

Μετά το έτος 2007 ο δείκτης κάλυψης χρηματοπιστωτικών εξόδων έχει ανοδική τάση. Η τιμή του το έτος 2009 διαμορφώθηκε στις 2,19 φορές που σημαίνει ότι τα καθαρά κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) καλύπτουν κατά 5,61 φορές τους χρεωστικούς τόκους που χρειάζεται να καταβάλει η εταιρεία στους δανειστές της. Αυτό το γεγονός αποτελεί ένα αποδεκτό όριο ασφαλείας παρέχοντας ένα αίσθημα ασφάλειας απέναντι στους πιστωτές της.

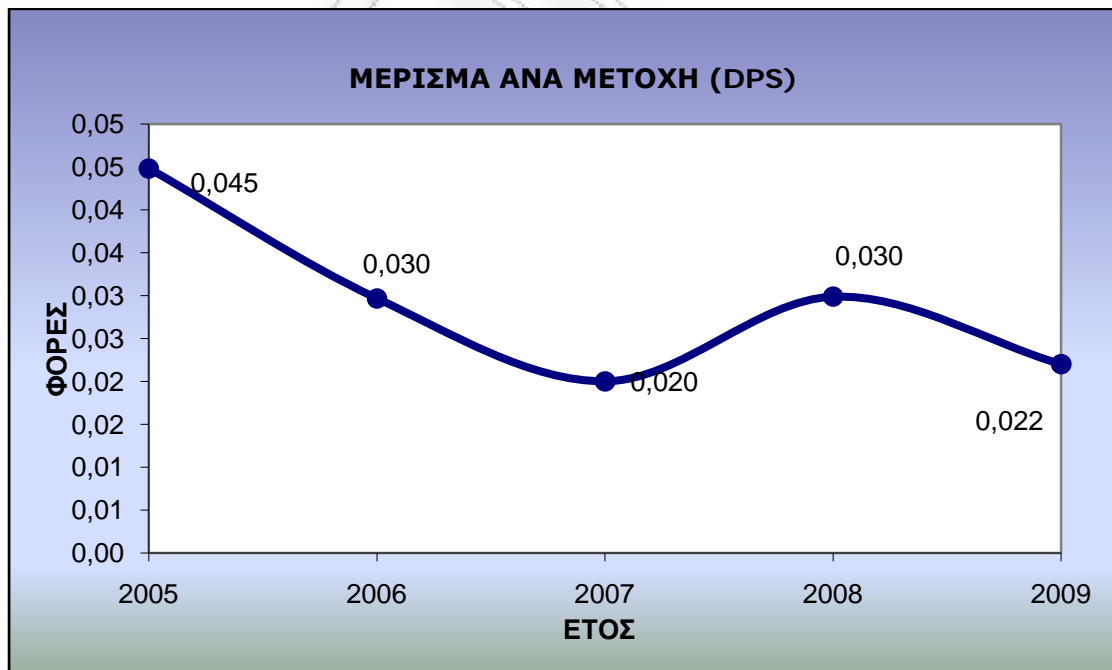
3.6.10 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Επενδύσεων

1. Κέρδη ανά μετοχή – Earnings per share (EPS)



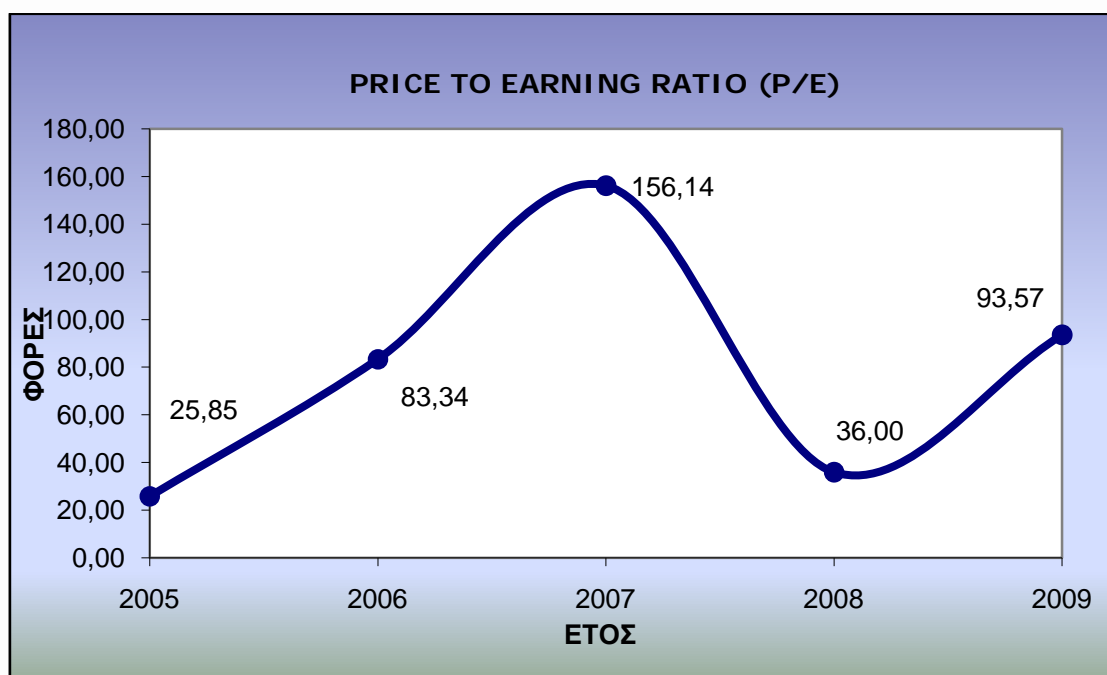
Διάγραμμα 3.21: Κέρδη ανά μετοχή

2. Μέρισμα ανά μετοχή – Dividend per share (DPS)



Διάγραμμα 3.22: Μέρισμα ανά μετοχή

3. Τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E)



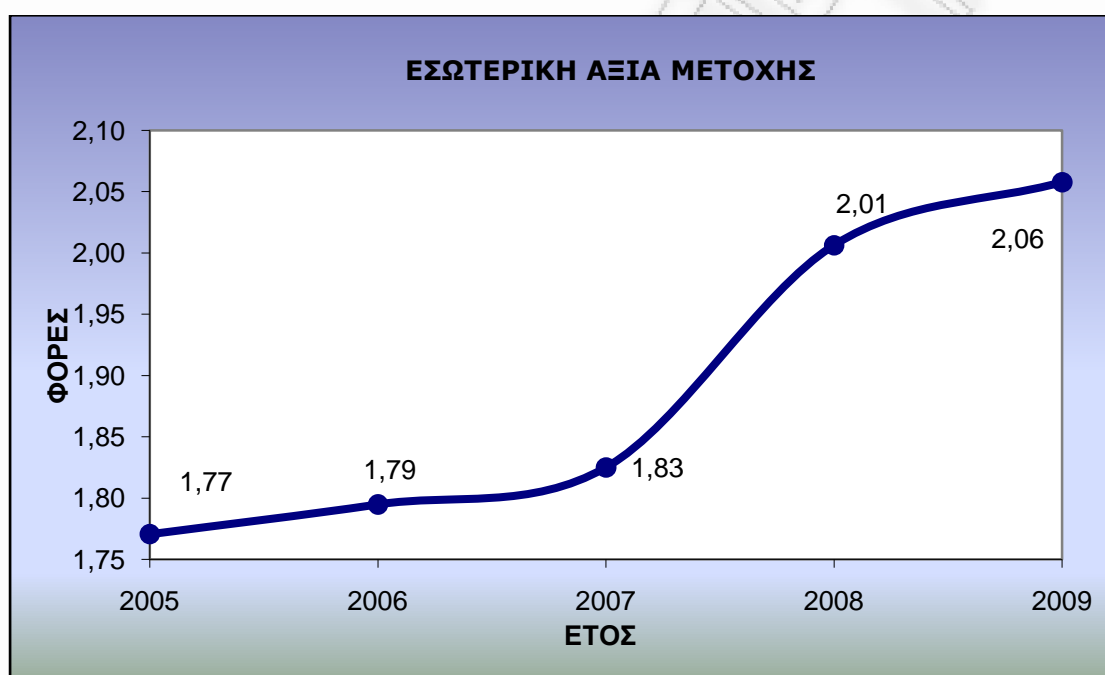
Διάγραμμα 3.23: Τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή

Στο παραπάνω διάγραμμα έχει υπολογιστεί το P/E στο τέλος κάθε διαχειριστικής περιόδου λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα μέση τιμή της μετοχής. Ο υπολογισμός είναι καθαρά ενδεικτικός για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την διαχρονική αξία της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η λογική για τη χρησιμότητα του P/E έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας πρέπει να αντανακλά την κερδοφορία της. Ακολουθώντας αυτή τη λογική, μια εταιρία που έχει πολύ υψηλά κέρδη ανά μετοχή πρέπει επίσης να έχει και μεγάλη χρηματιστηριακή αξία. Κατά αυτή την έννοια μια εταιρία με χαμηλά κέρδη ή ζημιές πρέπει να έχει μικρή χρηματιστηριακή αξία.

Από το παραπάνω γράφημα γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι η μετοχή της Creta Farm ABEE είναι υπερτιμημένη. Τα κέρδη της μετοχής είναι πολύ χαμηλά ενώ η τρέχουσα τιμή της στο χρηματιστήριο είναι σχετικά υψηλή (7,5€ το έτος 2009). Η ύπαρξη του ασυνήθιστα υψηλού P/E οφείλεται στο γεγονός ότι η εταιρία είχε ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ο λόγος είναι ότι οι επιδόσεις της, όσον αφορά τα μελλοντικά της κέρδη, θα έπρεπε να είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σχέση με τις επιδόσεις των τελευταίων ετών.

Σημειώνεται ότι η τιμή μιας μετοχής, δηλαδή η τιμή P στο P/E, συνυπολογίζει μελλοντικά κέρδη που αναμένεται να είναι υψηλά στην περίπτωση μιας ταχέως αναπτυσσόμενης εταιρίας. Την ίδια στιγμή όταν χρησιμοποιούνται τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή, που αντιστοιχούν στο E του P/E, τότε αυτά είναι πιθανώς χαμηλότερα σε σχέση με τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Εξαιτίας του γεγονότος ότι στην περίπτωση αυτή ο δείκτης χρησιμοποιεί ένα μέγεθος από το μέλλον και ένα μέγεθος που ανάγεται στο παρελθόν, καθώς οι δύο περίοδοι (παρελθόν και μέλλον) διαφέρουν δραστικά, το P/E μπορεί να είναι εξαιρετικά υψηλό.

4. Εσωτερική αξία μετοχής (Book value per share)



Διάγραμμα 3.23: Εσωτερική αξία μετοχής

Η παραπάνω καμπύλη έχει πολύ μικρή άνοδο την τελευταία πενταετία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τόσο τα ίδια κεφάλαια όσο και ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία παρέμειναν σταθερά μέσα στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Η εσωτερική αξία της μετοχής διαμορφώνεται σε 2 Ευρώ το έτος 2009, η οποία είναι αρκετά χαμηλή τιμή σε σχέση με την τρέχουσα αξία (7,5 Ευρώ) το ίδιο έτος.

3.7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο κύκλος εργασιών της μητρικής εταιρίας είναι ενισχυμένος κατά 15% σε σχέση με το 2007 και κατά 2,5% το 2008 αγγίζοντας τα 105,8 εκατ. ευρώ. Επιπρόσθετα τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν στα 3,4 εκατ. ευρώ από 2,5 εκατ. ευρώ το 2008 έχοντας μία θετική μεταβολή της τάξεως του 34%. Αντίθετα τα κέρδη μετά φόρων μειώθηκαν από 2,9 εκατ. ευρώ το 2008 σε 2,6 εκατ. ευρώ το 2009. Σύμφωνα με τα παραπάνω δεδομένα η επιχείρηση δείχνει κερδοφορία. Όμως η χαμηλή ρευστότητα της και ο υψηλός βαθμός παγιοποίησης της δείχνει μία δυσκολία να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αυτό επιβαρύνεται ακόμα περισσότερο με την συνεχόμενη αύξηση των μακροπρόθεσμων δανειακών της υποχρεώσεων. Τα χρηματοοικονομικά της έξοδα άγγιξαν το 46% των μερικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης επιβεβαιώνοντας το υψηλό κόστος δανεισμού της.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καζαντζής Ι. Χρήστος 2008, Αρχές και Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus A.E.
2. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks.
3. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks.
4. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2003, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, 1^η Έκδοση, Interbooks.
5. CRETA FARM A.B.E.E. 2004 – 2010, Ετήσια Οικονομική Έκθεση για τα έτη από 2004 μέχρι 2009.
6. Horngren T. Charles, Harrison T. Walter, Suzanne Oliver M. 2009, Financial and Managerial Accounting, 2nd Edition, Pearson International Edition.
7. Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus 2002, Fundamentals of Corporate Finance, 4th Edition, McGraw-Hill International Edition.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο : ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ CRETA FARM A.B.E.E

4.1 ΜΑΚΡΟ – ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Τα τελευταία χρόνια αυξάνονται σταθερά οι νόμοι που αφορούν τις επιχειρήσεις. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει δραστηριοποιηθεί στην εδραίωση νόμων που καλύπτουν την ανταγωνιστική συμπεριφορά, τα πρότυπα ποιότητας των προϊόντων, την ευθύνη των προϊόντων και τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η πιο σημαντική κοινοτική οδηγία είναι η 93/43 «Περί υγιεινής των τροφίμων», με την οποία έχει εναρμονιστεί η εθνική νομοθεσία (474/ΦΕΚ/219/4-10-2000) και η οποία υποχρεώνει όλες τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται στην παρασκευή, μεταποίηση, διανομή, διακίνηση ή προσφορά προς πώληση τροφίμων να εφαρμόζουν σύστημα HACCP. Οστόσο, η υποχρέωση των επιχειρήσεων για την εφαρμογή συστήματος HACCP δεν είναι η μονή συνεισφορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην προσπάθεια προστασίας του καταναλωτή αφού και μια σειρά οδηγιών καθορίζουν το πλαίσιο της ασφάλειας των τροφίμων.

Από την άλλη πλευρά και οι ΗΠΑ έχουν έναν αριθμό νόμων που καλύπτουν θέματα όπως ο ανταγωνισμός, η ασφάλεια των προϊόντων και η σχετική ευθύνη, το δίκαιο εμπόριο και οι πρακτικές πιστώσεων και η συσκευασία και επισήμανση των προϊόντων. Αρκετές χώρες έχουν προχωρήσει περισσότερο από τις ΗΠΑ στη θέσπιση ισχυρής νομοθεσίας για την προστασία των καταναλωτών. Η Νορβηγία για παράδειγμα, απαγορεύει διάφορες μορφές προώθησης των πωλήσεων ως μη κατάλληλα και άδικα εργαλεία προώθησης. Η Ταϊλάνδη απαιτεί από τους παραγωγούς τροφίμων να διακινούν και προϊόντα χαμηλού κόστους και για τους καταναλωτές χαμηλών εισοδημάτων. Στην Ινδία, οι εταιρείες τροφίμων χρειάζονται ειδική άδεια για να λανσάρουν προϊόντα που ήδη υπάρχουν στην αγορά όπως πχ μια κόλα ή μια νέα μάρκα ρυζιού.

Πέρα από την παραπάνω νομοθεσία που στοχεύει στην προστασία και ασφάλεια των καταναλωτών εφαρμόζονται και άλλα μέτρα όπως αυτό του 2008, με το οποίο η Γαλλική κυβέρνηση εξέταζε το ενδεχόμενο αύξησης του φόρου επί των πωλήσεων σε ιδιαίτερα λιπαρά ή ζαχαρώδη προϊόντα. Το ολοένα και πιο ρυθμιζόμενο πολιτικό και νομικό περιβάλλον συνοδεύεται από σημαντικές εξελίξεις και στον οικονομικό τομέα. Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται εν μέσω της μεγαλύτερης χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης από τη δεκαετία του 1930. Στην παρούσα φάση, οι αρνητικές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό και τον πραγματικό τομέα της διεθνούς οικονομίας έτερο τροφοδοτούνται και η έξοδος από αυτό το φαύλο κύκλο δεν θα είναι ούτε εύκολη ούτε γρήγορη.

Η διεθνής κρίση έχει επηρεάσει αρνητικά την ελληνική οικονομία, ιδίως την περίοδο μετά το Σεπτέμβριο του 2008, αφότου δηλαδή η κρίση επιδεινώθηκε δραματικά. Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, ο οποίος ήταν σταθερά υψηλός από το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990, επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2008, ενώ το 2009 απήλθε στασιμότητα και ύφεση αργότερα της οικονομικής δραστηριότητας.

Η χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση έχει αναδείξει τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Όσον αφορά τα βασικά μεγέθη ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε από 2,9% το 2008 στο 0,5% το 2009. Σύμφωνα με την έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε στάσιμη χωρίς να αποκλείει ότι μέσα στο 2010 θα σημειωθούν και αρνητικοί ρυθμοί ετήσιας μεταβολής, ενώ ενδέχεται η εξέλιξη της δραστηριότητας να είναι ακόμη δυσμενέστερη αν οι διεθνείς οικονομικές συνθήκες επιδεινωθούν περισσότερο από ότι προβλέπεται (με αποτέλεσμα μείωση των ελληνικών εξαγωγών μεγαλύτερη από την αναμενόμενη).

Ο μέσος αριθμός των ανέργων σύμφωνα με τον ορισμό του Διεθνούς Γραφείου Εργασίας ήταν 471,1 χιλιάδες το 2009, δηλαδή κατά 93,2 χιλιάδες άτομα υψηλότερος από ότι το 2008. Το μέσο ποσοστό ανεργίας το 2009 ήταν 9,5% δηλ. κατά 1,9 εκατοστιαία μονάδα υψηλότερο από ότι το 2008. Η μείωση της απασχόλησης θα συνεχιστεί, μάλλον με εντονότερο ρυθμό το 2010, ενώ το ποσοστό ανεργίας θα αυξηθεί περαιτέρω. Ο πληθωρισμός θα αυξηθεί αλλά τελικά μπορεί να διαμορφωθεί γύρω στο 3% ή λίγο υψηλότερα, εφόσον μέρος της αύξησης της έμμεσης φορολογίας δεν μετακυλήσει στις τιμές.

Η μείωση των αποδοχών οδηγεί σε μείωση ή σε επιβράδυνση της ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, αλλά στον επιχειρηματικό τομέα η επιβράδυνση αυτή θα είναι περιορισμένη. Οι γενικότερες συνθήκες (κυρίως της ζήτησης) προμηνύουν ότι τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων θα συμπιεστούν, ο αριθμός των ζημιογόνων επιχειρήσεων θα αυξηθεί και περισσότερες επιχειρήσεις, ιδίως μικρομεσαίες, ενδέχεται να αναγκαστούν να διακόψουν τη λειτουργία τους.

Όσον αφορά τον πληθωρισμό, αν εκτιμηθεί το καθαρό "ισοζύγιο" των παραγόντων που ωθούν αφενός προς επιτάχυνση και αφετέρου προς επιβράδυνση του πληθωρισμού, προκύπτει ότι ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ ενδέχεται να διαμορφωθεί γύρω στο 3% ή λίγο υψηλότερα το 2010, από 1,3% το 2009. Ο πυρήνας του πληθωρισμού επίσης θα αυξηθεί και ενδέχεται να διαμορφωθεί γύρω στο 2,5% ή λίγο υψηλότερα, από 2,2% το 2009.

Μικτές ήταν οι εξελίξεις στα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα τους τελευταίους μήνες του 2009, καθώς η έντονη μείωση που είχε καταγραφεί στη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου-Αυγούστου περιορίστηκε σημαντικά. Όσον αφορά τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, το επιτόκιο των αλληλόχρεων λογαριασμών διαμορφώθηκε σε 5,60% (Δεκέμβριος 2008: 6,94%), ενώ το επιτόκιο των νέων δανείων συγκεκριμένου ποσού και διάρκειας με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό μέχρι ένα έτος σε 4,70% για δάνεια μέχρι 1 εκατ. Ευρώ και σε 3,24% για δάνεια μεγαλύτερα του 1 εκατ. ευρώ. Στις δύο αυτές κατηγορίες επιχειρηματικών δανείων, που αποτελούν τις σημαντικότερες κατηγορίες δανείων, η μείωση του επιτοκίου το 2009 ξεπέρασε τις 145 μονάδες βάσης. Το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους τα επιτόκια των νέων δανείων προς τις επιχειρήσεις γενικώς αυξήθηκαν ελαφρά.

Η διεθνής οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση έφερε στο προσκήνιο τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, η οξύτητα των οποίων κλόνισε την εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών, οδηγώντας σε συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και σε αύξηση των επιτοκίων δανεισμού. Η κρίση κορυφώθηκε στα τέλη Απριλίου του 2009, όταν η Ελλάδα πρακτικά δεν είχε πλέον πρόσβαση στις αγορές, αδυνατώντας έτσι να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της. Οι τεχνικές πλευρές της κρίσης και ως ένα βαθμό οι αιτίες που κλόνισαν την εμπιστοσύνη των αγορών μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- Μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα (13,6% του ΑΕΠ) και δημόσιο χρέος (115,1% του ΑΕΠ) ως αποτέλεσμα της ταχείας αύξησης των δαπανών και του δημόσιου τομέα.
- Χαμηλό ποσοστό εγχώριας αποταμίευσης και επομένως υπερβολική εξάρτηση από το διεθνή δανεισμό.
- Χαμηλή ανταγωνιστικότητα που οφείλεται κυρίως στο εσωστρεφές πρότυπο ανάπτυξης και τις παρωχημένες δομές στις αγορές προϊόντων / υπηρεσιών και εργασίας στις οποίες κυριαρχεί ο κρατικός παρεμβατισμός.
- Απώλεια αξιοπιστίας ως προς τα στατιστικά μεγέθη της οικονομίας.
- Περιορισμένη διάθεση του πολιτικού συστήματος για μεταρρυθμίσεις που θα ενίσχυαν τις δυνατότητες του ελληνικού παραγωγικού συστήματος να δημιουργεί ανάπτυξη και πλούτο.

Υπό αυτές τις συνθήκες, αντιμέτωπη με την μεγαλύτερη οικονομική κρίση της σύγχρονης ιστορίας της, η Ελλάδα έχει την τύχη να βρίσκεται κάτω από την «ομπρέλα προστασίας» της Ευρωζώνης. Όμως με την δημοσιονομική κρίση να εξαπλώνεται στις περισσότερες χώρες του Ευρώ, η κοινοτική αλληλεγγύη δεν θα μπορούσε να υλοποιηθεί και να μεταφραστεί σε ένα μηχανισμό στήριξης με άμεσους διαθέσιμους πόρους χωρίς την υιοθέτηση από την χώρα ενός μεσοπρόθεσμου προγράμματος ανασυγκρότησης της οικονομίας που θα απέβλεπε στην δημοσιονομική εξυγίανση και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Ένα παρόμοιο πρόγραμμα έπρεπε ούτως ή άλλως να εφαρμοστεί στην Ελλάδα εδώ και χρόνια.

Την τεχνογνωσία για την εφαρμογή αυτού του προγράμματος προσέφεραν το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (ΕΕ) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η λεγόμενη τριάδα, οι οποίοι κατήρτισαν το σχετικό πρόγραμμα, διαθέτοντας παράλληλα ένα ποσό της τάξης των 110 δις. Ευρώ προκειμένου η Ελλάδα να καλύψει τις μεσοπρόθεσμες δανειακές της ανάγκες. Το μέσο επιτόκιο αυτού του δανείου είναι 4,3%, σημαντικά χαμηλότερο δηλαδή από αυτό της αγοράς, αν και σήμερα η Ελλάδα ουδεμία πρόσβαση έχει στις αγορές.

Προϋπόθεση για την εκταμίευση των πόρων είναι η ικανοποίηση του «Μνημονίου Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής» το οποίο συντάχθηκε από κοινού, μεταξύ της ελληνικής κυβέρνησης και των τριών οργανισμών, και αποτελεί ήδη νόμο της ελληνικής δημοκρατίας. Η συμφωνία αυτή έχει δύο βασικούς στόχους:

1. Να αντιμετωπίσει τον άμεσο, ορατό κίνδυνο χρεωκοπίας και να επιτρέψει τη συνέχιση της χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας.
2. Να θέσει σε εφαρμογή ένα μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα αλλαγών που θα θεραπεύσει τις αιτίες των δύο σοβαρότερων σημερινών προβλημάτων, δηλαδή το δημοσιονομικό και το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και θα επιτρέψει την ανασυγκρότηση της ελληνικής οικονομίας.

Η ουσία του Μνημονίου είναι ότι προτείνει ένα μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα εύλογων και αναγκαίων μεταρρυθμίσεων και διαμορφώνει κατευθύνσεις της οικονομικής πολιτικής για την επόμενη τριετία προκειμένου να επιτευχθούν οι δύο βασικοί στόχοι που προαναφέρθηκαν. Το Μνημόνιο ορίζει επίσης ένα συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα για την προώθηση ενεργειών που αποτελούν κατά μία έννοια, τις προϋποθέσεις της οικονομικής πολιτικής.

Για πρώτη φορά στη σύγχρονη ιστορία, η οικονομική πολιτική των επόμενων ετών προδιαγράφεται με τόσο σαφή και δεσμευτικό τρόπο, που δεν αφήνει περιθώρια για υπαναχωρήσεις, παρεκκλίσεις ή καθυστερήσεις. Ακόμα και αν υποθεθεί ότι η επίτευξη των χρονικών στόχων είναι δύσκολη, ενδεχομένως και μη ρεαλιστική σε ορισμένες περιπτώσεις, ο προσανατολισμός της πολιτικής είναι σαφής και οι ενέργειες συγκεκριμένες. Σε κάθε περίπτωση όμως η εφαρμογή αυτού του προγράμματος είναι πλέον αδήριτη ανάγκη.

Σε ένα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον οι κοινωνικές και πολιτιστικές συνθήκες μιας χώρας δύσκολα μένουν ανεπηρέαστες από σημαντικές αλλαγές σε άλλες. Έτσι, ένας αριθμός από κοινωνικό πολιτισμικές τάσεις επηρεάζουν τη Β. Αμερική αλλά και τις χώρες του υπόλοιπου κόσμου και κάποιες από αυτές έχουν άμεση επίδραση στις διατροφικές συνήθειες των καταναλωτών. Η αυξανόμενη ανησυχία σχετικά με την προσωπική υγεία αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα ενεργοποίησης της τάσης για ευεξία και πιο υγιεινό τρόπο ζωής.

Σαν αποτέλεσμα, επιβραδύνεται η ανάπτυξη των πωλήσεων σε fast food εταιρείες όπως πχ. τα McDonald's. Οι αλλαγές των προτιμήσεων στη γεύση οδήγησαν εταιρείες, όπως η Interstate Bakeries, στη χρεοκοπία. Αναπόφευκτα οι εταιρείες προσαρμόζουν την προσφορά των προϊόντων τους προκειμένου να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες και το μέσο ανανέωσης είναι η τεχνολογική καινοτομία. Τον 21ο αιώνα η συνεχής ανανέωση έχει γίνει το στοιχείο προόδου και το εγγενές χαρακτηριστικό της εταιρικής κουλτούρας. Παρά τα τεράστια ποσά που ξοδεύονται για έρευνα και ανάπτυξη, οι περισσότερες εταιρείες έχουν δυσανάλογα μικρή παραγωγικότητα στην καινοτομία. Μέχρι κάποιο βαθμό η καινοτομία γίνεται και η καρδιά της δημιουργικότητας. Υπάρχουν καινοτομίες, σε μακρο επίπεδο, που μπορούν να επηρεάσουν ολόκληρους κλάδους και να χρησιμοποιηθούν από όλες τις επιχειρήσεις ώστε να βελτιωθεί η αποδοτικότητα και να δημιουργηθούν βελτιωμένα προϊόντα. Την ίδια στιγμή, μικρο-καινοτομίες σε εταιρικό επίπεδο, δημιουργούν μοναδικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα.

Η αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση των προηγούμενων δεκαετιών είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας νέας μορφής επιχειρηματικότητας: εταιρείες "born-global". Αυτές οι εταιρείες, έχουν μια παγκόσμια αντίληψη από την σύλληψή τους και εκμεταλλεύονται στο έπακρο το παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον. Παραδοσιακά, μια εταιρεία ξεκινά στην τοπική της αγορά, προχωρά σε εξαγωγές, δημιουργεί θυγατρικές στο εξωτερικό και πιθανώς επενδύει και σε παραγωγικές εγκαταστάσεις στις νέες αγορές. Αντίθετα, οι "born-global", δεν έχουν μια τυποποιημένη μορφή ανάπτυξης. Το κοινό τους σημείο είναι ότι ξεκινούν με μια παγκόσμια νοοτροπία, αντιμετωπίζουν τον κόσμο ως συνεχώς εξελισσόμενες υπο-αγορές, χρησιμοποιούν πατέντες και τις κατάλληλες παραγωγικές διαδικασίες παγκοσμίως. Μπορούν τελικά να παραλληλιστούν με ένα ζωντανό οργανισμό, που συνεχώς προσαρμόζεται σε κάθε περιβάλλον που μπορεί να βρεθεί.

4.2 ΜΙΚΡΟ – ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ (ΚΛΑΔΟΣ)

Ο κλάδος της αλλαντοποίησης άρχισε να αναπτύσσεται συστηματικά μετά τη δεκαετία του 1960, ενώ απέκτησε τα χαρακτηριστικά μεταποιητικής βιομηχανίας τη δεκαετία του 1970. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 εισήλθε σε φάση εκσυγχρονισμού, προκειμένου να εναρμονιστεί με τα ευρωπαϊκά πρότυπα και τις προδιαγραφές ποιότητας. Η εγχώρια παραγωγή καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος της ζήτησης για αλλαντικά και κρεατοσκευάσματα, ενώ το εξωτερικό εμπόριο του κλάδου είναι σχετικά περιορισμένο. Ωστόσο, διαπιστώνεται μεγάλη εξάρτηση του κλάδου από τις εισαγωγές πρώτης ύλης (κυρίως από την Ε.Ε.). Ο παραγωγικός τομέας περιλαμβάνει μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, όμως οι μεγάλοι μεγέθους εταιρείες και όμιλοι ελέγχουν το μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας παραγωγής και αγοράς, ενώ το υπόλοιπο μοιράζεται σε πλήθος επιχειρήσεων.

4.2.1 Ζήτηση

Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση αλλαντικών και κρεατοσκευασμάτων ποικίλουν και σχετίζονται αφενός με το διαθέσιμο εισόδημα, την τιμή των προϊόντων, το μέγεθος του πληθυσμού και του εισερχόμενου τουρισμού και, αφετέρου, με τις διατροφικές συνήθειες, την αλλαγή του τρόπου ζωής (που επιφέρει μείωση του διαθέσιμου χρόνου για προετοιμασία γευμάτων) και την αυξανόμενη τάση για κατανάλωση έτοιμου φαγητού. Ο μέσος όρος των μηνιαίων δαπανών των νοικοκυριών για αλλαντικά και αλίπαστα κρέατα ανέρχεται σε €7,72, σύμφωνα με την τελευταία Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών της ΕΣΥΕ (2004/05).

Με βάση τις γεωγραφικές περιοχές, την υψηλότερη μέση μηνιαία δαπάνη για αλλαντικά και λοιπά συναφή προϊόντα παρουσίασαν οι αστικές περιοχές και τη χαμηλότερη οι αγροτικές περιοχές. Η κατά κεφαλή κατανάλωση αλλαντικών στην Ελλάδα υστερεί σημαντικά σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, παρουσιάζοντας ωστόσο ανοδική τάση. Συγκεκριμένα, η κατά κεφαλή κατανάλωση αλλαντικών στην Ελλάδα εκτιμάται σε 10 κιλά/ανά άτομο περίπου, ενώ σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπολογίζεται περίπου σε 20 κιλά/ανά άτομο κατά μέσο όρο. Η ζήτηση των εξεταζόμενων προϊόντων επηρεάζεται επίσης από απρόβλεπτους παράγοντες που κατά καιρούς εμφανίζονται και σχετίζονται με την ποιότητα του κρέατος. Τα φαινόμενα αυτά προκαλούν περιστασιακή μετατόπιση της ζήτησης μεταξύ των επιμέρους ειδών αλλαντικών και κρεατοσκευασμάτων και δεν ασκούν μεγάλη επίδραση στη συνολική κατανάλωση.

4.2.2 Προσφορά

Ο εξεταζόμενος κλάδος περιλαμβάνει, όπως έχει ήδη αναφερθεί, μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων. Η πλειοψηφία αυτών είναι μικρού μεγέθους, διαθέτουν περιορισμένη παραγωγική δυναμικότητα και απευθύνονται κυρίως στην τοπική αγορά όπου δραστηριοποιούνται. Οι μεγάλοι μεγέθους επιχειρήσεις είναι σχετικά λίγες σε αριθμό, η παραγωγική τους δυναμικότητα είναι υψηλή και η διανομή των προϊόντων τους πραγματοποιείται σε όλη την ελληνική επικράτεια. Ορισμένες από αυτές έχουν προβεί σε στρατηγική κάθετης ολοκλήρωσης, εξασφαλίζοντας τον έλεγχο και τη διαθεσιμότητα της πρώτης ύλης.

Ο εισαγωγικός τομέας αποτελείται κυρίως από μεγάλου μεγέθους εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο κλάδο των ειδών διατροφής και τα εξεταζόμενα προϊόντα συμβάλλουν με μικρό ποσοστό στη διαμόρφωση των συνολικών τους πωλήσεων. Πέραν των εισαγωγέων τροφίμων, αλλαντικά εισάγονται και από μεγάλες αλυσίδες super market. Τα δίκτυα διανομής των αλλαντικών και των κρεατοσκευασμάτων στην εγχώρια αγορά περιλαμβάνουν τα σημεία λιανικής πώλησης (super market, παντοπωλεία, κρεοπωλεία, κλπ.) και τους χώρους μαζικής εστίασης. Ο ανταγωνισμός που αναπτύσσεται στο κανάλι των super market είναι ιδιαίτερα έντονος, καθώς κυριαρχούν οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις που διαθέτουν επώνυμα προϊόντα. Τα εμπόδια εισόδου για τις μικρότερες επιχειρήσεις στο συγκεκριμένο κανάλι είναι υψηλά και ως εκ τούτου, οι εν λόγω επιχειρήσεις προμηθεύουν κυρίως χώρους μαζικής εστίασης, ή την τοπική αγορά όπου εδρεύουν.

4.2.3 Αγορά

Η εγχώρια παραγωγή αλλαντικών σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ICAP παρουσίασε διαχρονική αύξηση το χρονικό διάστημα 1994-2005, με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 4,1%. Αντίθετα το 2006, σημείωσε μείωση της τάξης του 2% σε σχέση με το 2005, γεγονός που οφείλεται κυρίως στη μείωση δραστηριοτήτων μεγάλης (προβληματικής) αλλαντοβιομηχανίας. Τελικά, το 2007 εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 95.600 τόνους.

Η εγχώρια φαινομενική κατανάλωση αλλαντικών και κονσερβών κρέατος ήταν ανοδική την περίοδο 1994-2007 (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής: 3,7%) και διαμορφώθηκε σε 112.000 τόνους το 2007. Η εισαγωγική διείσδυση στον κλάδο έχει αυξηθεί την τελευταία τριετία και ανέρχεται σε 17% - 18%. Όσον αφορά τη διάρθρωση της κατανάλωσης μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών προϊόντων, το 2007 εκτιμάται ότι η πάριζα-μορταδέλα απέσπασε το μεγαλύτερο μερίδιο (26%-27%) και ακολούθησαν τα λουκάνικα (περίπου 21%), το ζαμπόν (18%-19%) και τα αλλαντικά πουλερικών (14%-15%). Κατά το 2007 η εταιρεία Νίκας Π.Γ. ΑΒΕΕ εκτιμάται ότι συγκέντρωσε μερίδιο αγοράς 16% περίπου, η Creta Farm ΑΒΕΕ ακολούθησε με μερίδιο της τάξης του 15% και η εταιρεία Υφαντής ΑΒΕΕ απέσπασε το 14% περίπου της εγχώριας αγοράς.

Η εισαγωγική διείσδυση στην αγορά αλλαντικών και κονσερβών κρέατος είναι συγκριτικά περιορισμένη, με αισθητή παρουσία περισσότερο στο τομέα των κονσερβών. Η εγχώρια αγορά κρεατοσκευασμάτων συμπίπτει σχεδόν με την εγχώρια παραγωγή, καθώς οι εισαγωγές και οι εξαγωγές των εν λόγω προϊόντων είναι πολύ περιορισμένες. Το μέγεθος αγοράς παρουσίασε ανοδική πορεία το χρονικό διάστημα 1996-2007, με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 4,5%. Το 2007 εκτιμάται σε 47.000 τόνους, αυξημένο κατά 3,3% έναντι του προηγούμενου έτους. Το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς καλύπτεται από παρασκευάσματα χοιρινού και βοδινού κρέατος, ενώ το υπόλοιπο αφορά παρασκευάσματα από κρέας πουλερικών. Οι επιχειρήσεις Hellenic Catering ΑΕ και Ζελιαλίδης ΑΕ καταλαμβάνουν κορυφαίες θέσεις, με εκτιμώμενα μερίδια αγοράς της τάξεως του 8% και 7% αντίστοιχα. Οι προοπτικές εξέλιξης του κλάδου των αλλαντικών και των κρεατοσκευασμάτων τα προσεχή έτη διαγράφονται ευνοϊκές.

4.2.4 Διεθνής Αγορά

Αναφορικά με τις εξελίξεις στο εξωτερικό εμπόριο αλλαντικών και κρεατοσκευασμάτων σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης (27 χωρών), ο εισαγωγές παρουσίασαν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 5,66% το διάστημα 2000- 2005 και διαμορφώθηκαν σε 3,9 εκ. τόνους το 2005. Η Μ. Βρετανία ήταν η χώρα που πραγματοποίησε τις μεγαλύτερες εισαγωγές, καλύπτοντας το 24,5% των συνολικών εισαγωγών των 27 χωρών της Ε.Ε. το 2005. Αντίθετα οι συνολικές εξαγωγές των 27 χωρών της Ε.Ε., ενώ ακολούθησαν ανοδική πορεία το διάστημα 2001 – 2004, το 2005 παρουσίασαν μείωση (κατά 13,6%) σε σχέση με το 2004. Κορυφαία εξαγωγική χώρα ήταν η Ολλανδία, η οποία κάλυψε το 21% της συνολικής ποσότητας εξαγωγών σε αλλαντικά και κρεατοσκευάσματα για το 2005.

Το εξωτερικό εμπόριο αλλαντικών στα Βαλκάνια παρουσίασε ανοδική πορεία το χρονικό διάστημα 2000-2005. Το 2005 οι συνολικές εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 7,1% περίπου, καθώς και οι εξαγωγές (κατά 11,8% περίπου) σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Το 2005 η Ρουμανία συγκέντρωσε το υψηλότερο μερίδιο εισαγωγών σε αλλαντικά και κρεατοσκευάσματα μεταξύ των Βαλκανικών χωρών (32,2%) και ακολούθησαν η Ελλάδα (23,8%) και η Κροατία (8,8%). Η Σλοβενία ήταν η κυριότερη εξαγωγική χώρα το 2005, με ποσοστό συμμετοχής 42,4% στο σύνολο των εξαγωγών σε κρεατοσκευάσματα και αλλαντικά.

4.3 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

4.3.1 Όραμα

Το όραμα ενός οργανισμού αποτελεί την άποψη της διοίκησης σχετικά με το λόγο ύπαρξης της εταιρείας. Για τον Όμιλο της Creta Farm η εισαγωγή της σειράς προϊόντων «Εν Ελλάδι» αποτέλεσε ένα σημαντικό ορόσημο. Η σημαντικότητα της σειράς αυτής για την εταιρεία φαίνεται και από το γεγονός ότι αποτελεί τον κύριο άξονα του οράματός της. Έτσι, ο πρόεδρος της Creta Farm, δηλώνει πως η φιλοδοξία τους είναι τα επόμενα χρόνια *“να απλώσουν τα «Εν Ελλάδι» σε πολλές χώρες και σε διαφορετικούς πολιτισμούς, σεβόμενοι πάντοτε τις αρχές, τις ρίζες μας και την ιστορία μας”*. Συμπληρώνοντας αναφέρει ότι θέλουν, γνωρίζοντας τους καταναλωτές με διαφορετικές κουλτούρες, να τους κάνουν να αγαπήσουν και να ενσωματώσουν και αυτοί το «Εν Ελλάδι» στις διατροφικές τους συνήθειες, μεταφέροντας τους τα οφέλη και τις αξίες που βρίσκονται σε αυτά τα προϊόντα.

4.3.2 Αποστολή

Η αποστολή ενός οργανισμού είναι ο λόγος ύπαρξής του. Εκφράζεται μέσω της δήλωσης της αποστολής που είναι ο ορισμός του πρωταρχικού και μοναδικού λόγου ύπαρξης της εταιρείας, που τη διαφοροποιεί από τις υπόλοιπες του κλάδου και επισημαίνει τον τομέα των λειτουργιών της σε επίπεδο προϊόντων (συμπεριλαμβανομένων και υπηρεσιών) που προσφέρει και τις αγορές που καλύπτει. Στο Ετήσιο Δελτίο Χρήσης 2007, ο πρόεδρος του ομίλου ορίζει την αποστολή αυτή ως την παραγωγή προϊόντων υψηλής ποιότητας και διατροφικής αξίας, σύμφωνα με τις αρχές της Κρητικής διατροφής, την καινοτομία με νέες ιδέες ωφέλιμες για τον καταναλωτή και τον σεβασμό του περιβάλλοντος μέσα από κάθε δραστηριότητα της εταιρείας.

4.3.3 Στρατηγικές της Επιχείρησης

Η Εταιρική Στρατηγική της CRETA FARM ήταν αρχικά να κυριαρχήσει στην εσωτερική αγορά. Για να επιτύχει αυτό τον στόχο ολοκλήρωσε το 1999 επένδυση ύψους 3,8 δις δρχ. για τη δημιουργία νέας γραμμής παραγωγής και επεξεργασίας κρέατος. Τον Απρίλιο του 2000 εισάγεται η μετοχή της εταιρείας στην παράλληλη αγορά και η άντληση κεφαλαίων από τη δημόσια εγγραφή της (5,35 δις. δρχ.) δημιουργεί νέα προοπτική για την πραγματοποίηση ενός εκτεταμένου επενδυτικού προγράμματος που απορρόφησε το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων.

Το 2000 επενδύθηκαν συνολικά 4,96 δις δρχ. για :

1. Την εξαγορά της ΕΛΒΙΚ (1,1 δις δρχ.)
2. Την επέκταση και τον εκσυγχρονισμό της χοιροτροφικής μονάδας (0,5 δις), της μονάδας μεταποίησης κρέατος (0,5 δις δρχ.) και του παρασκευαστηρίου των ζωοτροφών στο Ρέθυμνο (0,6 δις δρχ.).
3. Την ανάπτυξη νέων προϊόντων (0,5 δις δρχ.)
4. Την αντικατάσταση του μεταφορικού στόλου και την επέκταση του δικτύου διανομής της εταιρείας (0,5 δις δρχ.)
5. Την ίδρυση, μέσω εξαγοράς, του υποκαταστήματος της Πάτρας και τον εκσυγχρονισμό του υποκαταστήματος της Λάρισας (0,25 δις δρχ.)
6. Την εξαγορά του 60% της εταιρείας ΤΕΤΟ-ΦΑΡΜΑ Α.Ε (1 δις δρχ.)

Η εξαγορά της Τρικαλινής ΕΛΒΙΚ από την HELLAS FARM, θυγατρική της CRETA FARM κατά 98%, αποτέλεσε τη βασική στρατηγική κίνηση της CRETA FARM για την γιγάντωση του ομίλου, αφού συνέπεια αυτής εξαλείφεται πλέον το εμπόδιο των μεγάλων αποστάσεων, ενώ απελευθερώνεται η δυναμική της μητρικής στην κατεύθυνση της υιοθέτησης υψηλότερων στόχων, σχετικά με την κάλυψη των αναγκών της εγχώριας ζήτησης και την περαιτέρω ανάπτυξη των εξαγωγικών δραστηριοτήτων της. Με την εξαγορά του 60% της πελοποννησιακής ΤΕΤΟ-ΦΑΡΜΑ Α.Ε. και την ανάληψη του management της εταιρείας, η CRETA FARM δημιούργησε τις προϋποθέσεις για τη διεύρυνση του δικτύου διανομής της και εξασφάλισε σημαντικές οικονομίες κλίμακας κυρίως στον τομέα της αύξησης της παραγωγής της.

Στα πλαίσια της στρατηγικής αναδιαμόρφωσης του ομίλου, η CRETA FARM προχώρησε στη συγχώνευση των θυγατρικών της «ΤΕΤΟ-ΦΑΡΜΑ Α.Ε.» και «ΦΑΡΜΑ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ Α.Β.Ε.Ε.», με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη. Με αυτή τη συγχώνευση η εταιρεία υλοποιεί ένα μεσομακροπρόθεσμο στρατηγικό σχέδιο αναδιαμόρφωσης του Ομίλου με όφελος των μετόχων, των πελατών και των εργαζομένων της. Εκτός από των κλάδο των αλλαντικών, η CRETA FARM επεκτείνεται και στη παραγωγή τυροκομικών προϊόντων βασισμένων στο κρητικό ελαιόλαδο, μετά την στρατηγική συνεργασία της με την ΜΕΒΓΑΛ. Πρόκειται για συνέργεια η οποία διευρύνει τη δραστηριότητα της CRETA FARM στα τυροκομικά, δημιουργώντας νέα σειρά τυροκομικών προϊόντων που θα ακολουθήσουν τα πρότυπα των αλλαντικών «ΕΝ ΕΛΛΑΔΙ», με τα οποία έχει αποκτήσει διεθνή δράση με επενδύσεις σε ΗΠΑ και Ισπανία.

Πρώτο επιτυχές εγχείρημα αποτέλεσε η είσοδος της εταιρείας στην αγορά των ΗΠΑ, το έτος 2007, μέσω της σύστασης της Αμερικάνικης εταιρείας “CRETA FARMS USA LLC”, μιας συνεργασίας, κατά 50% με την αμερικάνικη εταιρεία CLEMENS INVESTMENTS LLC, το οποίο αποτελεί ισχυρή παρακαταθήκη για την επίτευξη των στόχων ανάπτυξης που έχει θέσει η διοίκηση της εταιρείας, σχετικά με την είσοδο όλων των καινοτόμων προϊόντων της εταιρείας στις διεθνείς αγορές. Κατάκτηση μοναδική για τα ελληνικά δεδομένα, και ειδικά στα πλαίσια ανάπτυξης των προϊόντων της σε μια πολύ απαιτητική αγορά όπως είναι αυτή των ΗΠΑ, αποτελεί η πιστοποίηση των προϊόντων της από την Αμερικάνικη Καρδιολογική Εταιρεία “American Heart Association”. Το δεύτερο επιτυχημένο βήμα προς την κατεύθυνση υλοποίησης της στρατηγικής διεθνούς επέκτασης της εταιρείας ήταν η επιτυχημένη είσοδο στην αγορά της Ισπανίας, μιας από τις μεγαλύτερες και ωριμότερες αγορές της Ευρώπης, κατόπιν συμφωνίας με την ARGAL GRUPO ALIMENTARIO.

4.3.4 Μελλοντικά Στρατηγικά Σχέδια

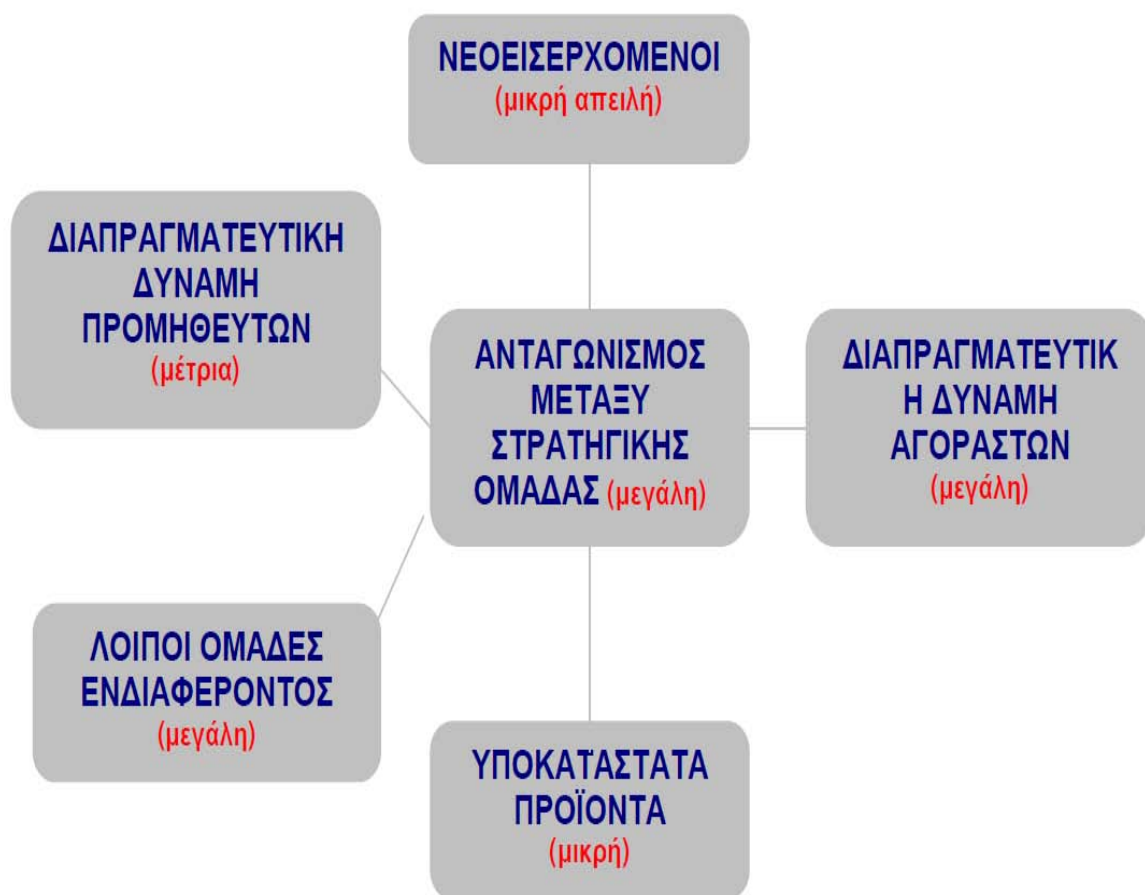
Η στρατηγική επέκτασης της κρητικής αλλαντοβιομηχανίας, περιλαμβάνει είσοδο σε 10 νέες αγορές, πραγματοποιώντας έρευνα αγοράς στη Βρετανία, Ιταλία και Ρουμανία, οι οποίες δείχνουν αποδοχή και πρόθεση αγοράς των προϊόντων της κατά 85%-95%, ενώ έχουν τρέξει αντίστοιχες έρευνες σε 6 ακόμη αγορές, μεταξύ των οποίων είναι αυτές της Κίνας, Ιαπωνίας, Γερμανίας, Καναδά και Ρωσίας. Έτσι η εταιρεία στοχεύει σε ορίζοντα δεκαετίας να έχει επεκταθεί από μια αγορά 11 εκ. καταναλωτών σε αγορές άνω των 2,5δισ καταναλωτών.

Σε κάθε νέα αγορά που επιχειρεί εφαρμόζει την αρχή : “think globally, act locally”, και πριν την επιλογή και την οριστικοποίηση συνεργασίας με τόπικό παίχτη στη αγορά, διενεργεί λεπτομερείς ποσοτικές και ποιοτικές έρευνες αγοράς, καθώς και γευστικές δοκιμές, ώστε να δει το ποσοστό αποδοχής των προϊόντων της από τους υποψήφιους καταναλωτές και την πρόθεση αγοράς. Παράλληλα εξετάζει τις ιδιαίτερες συνήθειες των καταναλωτών της εκάστοτε αγοράς και τη φιλοσοφία των προϊόντων που διατίθενται σε αυτήν, προσαρμόζοντας ανάλογα το δικό της σχέδιο δράσης και επιχειρηματικό πλάνο. Παρόλο που η παραγωγή και η διάθεση των προϊόντων ακολουθούν το test profile κάθε αγοράς, η ιδέα των προϊόντων της παραμένει σταθερή, βασισμένη στην παγκοσμίως κατοχυρωμένη πατέντα «Εν Ελλάδι».

4.4 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Στην παρούσα υποενότητα θα ολοκληρωθεί η στρατηγική ανάλυση της Creta Farm ABEE βάσει του υποδείγματος των πέντε δυνάμεων του Porter και της ανάλυσης TOWS.

Δυνάμεις κατά Porter



Σχήμα 4.1: Δυνάμεις κατά Porter

4.4.1 Απειλή από Νέο – εισερχόμενες Επιχειρήσεις

Το σημαντικότερο εμπόδιο για κάποιον νεοεισερχόμενο είναι τα μεγάλα κεφάλαια που απαιτούνται για επενδύσεις σε εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, ειδικότερα καθώς ο κλάδος έχει περάσει από μια φάση εκσυγχρονισμού από το 1990 η οποία συνεχίζεται με επιπλέον επενδύσεις για τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας (μέσω εκσυγχρονισμού των παραγωγικών διαδικασιών, αναβάθμιση της ποιότητας και μείωσης του κόστους). Τα δε υποχρεωτικά (αυστηρά) Ευρωπαϊκά πρότυπα και προδιαγραφές παραγωγής και υγιεινής (HACCP) καθιστούν απαραίτητη την υψηλή τεχνογνωσία στη συγκεκριμένη δραστηριότητα.

Επίσης, τα κανάλια διανομής που πρέπει να αναπτύξει ένας νεοεισερχόμενος στον κλάδο αποτελούν μια επιπλέον δυσκολία εισόδου, δεδομένης και της μακροχρόνιας δραστηριοποίησης των μεγάλων επιχειρήσεων και των εδραιωμένων εμπορικών σημάτων που διαθέτουν. Τα παραπάνω στοιχεία όμως, ουσιαστικά υποδεικνύουν ότι είναι πιθανό να υπάρξουν νεοεισερχόμενοι από παρεμφερή δραστηριότητα (όπως π.χ. βιομηχανία γάλακτος ή παραγωγής τροφίμων) οι οποίοι έχουν και την απαραίτητη τεχνογνωσία και υποδομή στην παραγωγή τροφίμων αλλά και ήδη ανεπτυγμένα κανάλια διανομής.

4.4.2 Ανταγωνισμός μεταξύ Επιχειρήσεων του Κλάδου

Ο κλάδος παρουσιάζει μικρό ρυθμό ανάπτυξης, της τάξης του 3.4% (από το 1994 έως και το 2007), που σημαίνει ότι βρίσκεται σε φάση ωρίμανσης, ελάχιστα ελκυστικός για νεοεισερχομένους και εξαιρετικά ανταγωνιστικός εσωτερικά. Παρότι στο χώρο δραστηριοποιούνται πλέον των 200 εταιρειών, μερίδιο της τάξης του 62%-63% μοιράζονται μόλις 8 εταιρείες, όπως φαίνεται και στον διπλανό πίνακα.

Πίνακας 4.1

Μερίδιο αγοράς αλλαντικών (2007)

Επωνυμία	Μερίδιο %
Νίκας Π.Γ. ΑΒΕΕ	~ 16,0
Κρέτα Φάρμ ΑΒΕΕ	~ 15,0
Υφαντής ΑΒΕΕ	~14,0
Λάντσιον Μήτ Έβρου ΑΕ	~ 8,0
ΒΙ.Κ.Η ΑΕ	~ 4,0-4,5
Diro ΑΒΕΕ	2,0
Brelle ΑΒΕΕ	1,5-2,0
Dianik Αλλαντικά ΑΕ	~ 1,5

ΠΗΓΗ: ICAP

Παρατηρώντας δε τις πολύ μικρές διαφορές στα μερίδια της αγοράς μεταξύ τουλάχιστον των 3 πρώτων εταιριών, αντιλαμβανόμαστε ότι η αγορά είναι άκρως ανταγωνιστική. Ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια ο ανταγωνισμός στην εξεταζόμενη αγορά ενισχύεται λόγω και της αύξησης του μεριδίου αγοράς των προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας. Η ανάπτυξη των τελευταίων οφείλεται κυρίως στη χαμηλή τιμή τους (κατά 30%-40% φθηνότερα από τα επώνυμα προϊόντα), στις αλλαγές της αγοραστικής συμπεριφοράς των Ελλήνων και στην αυξανόμενη εγκατάσταση οικονομικών μεταναστών στη χώρα μας. Στην εξέλιξη αυτή συμβάλει και η ανάπτυξη των καταστημάτων discount και hard discount στην Ελλάδα, τα προϊόντα των οποίων κερδίζουν σταδιακά μεγαλύτερο έδαφος στην αγορά των αλλαντικών και κρεατο-σκευασμάτων. Τέλος, άλλα σημαντικά χαρακτηριστικά που επιτείνουν την ήδη μεγάλη ανταγωνιστικότητα εσωτερικά του κλάδου είναι το μεγάλο κόστος εξόδου και η σχετική ομοιομορφία των προϊόντων.

4.4.3 Κίνδυνος από Υποκατάστατα Προϊόντα

Ο κλάδος των αλλαντικών έχει την ιδιαιτερότητα της δυσκολίας ορισμού υποκατάστατων προϊόντων, καθώς δεν είναι εύκολη η εύρεση προϊόντων που να μπορούν να ικανοποιήσουν τον καταναλωτή με τον ίδιο τρόπο των αλλαντικών. Τα αλλαντικά ανήκουν στον κλάδο των τροφίμων οπότε θεωρητικά οποιοδήποτε προϊόν αυτής της κατηγορίας μπορεί να θεωρηθεί υποκατάστατό τους (είτε προϊόντα γνωστών εμπορικών σημάτων είτε παραδοσιακά βιολογικά). Εν τούτοις, το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό τους είναι ότι χρησιμοποιούνται σαν συνοδευτικά διαφόρων γεύσεων ή σαν ελαφριά εδέσματα («σνακ»), οπότε αντίστοιχα άλλα είδη «σνακ» μπορούν να θεωρηθούν σαν υποκατάστατά τους αλλά σε πολύ μικρό βαθμό.

4.4.4 Διαπραγματευτική Δύναμη Αγοραστών

Η πρώτη κατηγορία «αγοραστών» είναι τα καταστήματα λιανικής πώλησης, και ιδιαίτερα οι μεγάλες αλυσίδες super market. Η κατηγορία αυτή έχει μεγάλη δύναμη σαν αποτέλεσμα της συγκέντρωσής τους, των ιδιαίτερα μεγάλων ποσοτήτων που αγοράζουν όπως επίσης και η δυνατότητά τους στην προώθηση προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας. Η εξασφάλιση τελικά μιας καλής θέσης προβολής στο ράφι του καταστήματος αποτελεί προϊόν σκληρής διαπραγμάτευσης και πολλών παροχών από τη μεριά των αλλαντοβιομηχανιών.

Οι μονάδες μαζικής εστίασης (ξενοδοχεία, εστιατόρια, καφετέριες), συνήθως προμηθεύονται περισσότερο με βάση την τιμή και όχι τόσο την ποιότητα, δεν τις χαρακτηρίζει η συγκέντρωση και έχουν πολύ χαμηλό κόστος μετακίνησης μεταξύ προμηθευτών, οπότε τελικά σημαντική διαπραγματευτική δύναμη.

Τέλος, οι τελικοί καταναλωτές αποτελούν την τρίτη αλλά λιγότερο σημαντική κατηγορία, καθώς δεν διαθέτουν ουσιαστική διαπραγματευτική δύναμη παρά μόνο σε περιπτώσεις όπου υπάρχει σαφής διαφοροποίηση μεταξύ προϊόντων οπότε και μπορούν να κατευθυνθούν σε συγκεκριμένο προϊόν που προσφέρει μοναδικά χαρακτηριστικά έναντι άλλων.

4.4.5 Διαπραγματευτική Δύναμη Προμηθευτών

Το κύριο χαρακτηριστικό του κλάδου είναι ο χαμηλός βαθμός αυτάρκειας της χώρας στην παραγωγή κρέατος (πρώτη ύλη της αλλαντοβιομηχανίας), παράγοντας που ενισχύει σε μεγάλο βαθμό την διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών. Το πρόβλημα αυτό οι μεγάλες εταιρείες του κλάδου το έχουν λύσει με την καθετοποιημένη ολοκλήρωση, διατηρώντας έτσι τον έλεγχο της πρώτης ύλης με την ταυτόχρονη εκμετάλλευση της οικονομίας κλίμακας. Για τις υπόλοιπες όμως βιομηχανίες, οι προμηθευτές συνεχίζουν να έχουν μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη, κατάσταση που μάλλον θα επιδεινωθεί για τις αλλαντοβιομηχανίες καθώς προβλέπεται συγκέντρωση των προμηθευτών και κατά συνέπεια επιπλέον αύξηση της διαπραγματευτικής τους δύναμης.

Η μοναδική δυνατότητα εξομάλυνσης αυτής της μονομερούς ισχυροποίησης θα αποτελέσει η προβλεπόμενη εισαγωγή νέων χωρών στη διεθνή αγορά κρέατος (π.χ. Κίνα, Βραζιλία). Οι αλλαντοβιομηχανίες όμως είναι άμεσα εξαρτημένες από τους προμηθευτές ενέργειας και καυσίμων, έναντι των οποίων διαθέτουν μικρή διαπραγματευτική δύναμη και μεγάλη εξάρτηση (συνήθως δαπανηροί ενεργειακά μηχανολογικοί εξοπλισμοί επεξεργασίας και κατασκευής αλλαντικών). Αποτέλεσμα αυτού είναι η οποιαδήποτε αύξηση της τιμής της ενέργειας είτε να μετακυλύει στους τελικούς καταναλωτές (σπανιότατα) είτε να απορροφάται από την επιχείρηση μειώνοντας τα καθαρά περιθώρια κέρδους της.

Μικρός τέλος παραμένει ο κίνδυνος της προς τα εμπρός καθετοποίησης των προμηθευτών, καθώς είτε δεν είναι γνώστες του αντικειμένου (προμηθευτές ενέργειας) είτε έχουν να αντιμετωπίσουν τα εμπόδια των νέο-εισερχομένων που περιγράφηκαν παραπάνω.

4.4.6 Λοιπές Ομάδες Ενδιαφέροντος

Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό του κλάδου της αλλαντοβιομηχανίας (και του κρέατος γενικότερα) είναι η μεγάλη του εξάρτηση και ευαισθησία σε θέματα διατροφικής υγιεινής. Γνωστοποίηση κινδύνων όπως η «νόσος των τρελών αγελάδων» ή η «νόσος των χοίρων» προκαλούν άμεση αντίδραση από τους καταναλωτές με άμεσα και ορατά αποτελέσματα στις πωλήσεις.

Με βάση την ανωτέρω ανάλυση των δυνάμεων Porter, εμφανίζονται τα κάτωθι συμπεράσματα ως προς τις Δυνάμεις-Αδυναμίες του Εσωτερικού περιβάλλοντος και τις Ευκαιρίες-Απειλές του Εξωτερικού για την υπό μελέτη εταιρεία.

4.5 ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Από τα δεδομένα της επιχείρησης, προκύπτουν οι παρακάτω δυνάμεις και αδυναμίες.

4.5.1 Δυνάμεις

- ❖ Πλήρως καθετοποιημένη επιχείρηση με μονάδες χοιροτροφίας, μονάδες παραγωγής αλλαντικών, σφαγεία, μονάδες παραγωγής ζωοτροφών και έξι κέντρα διανομής.
- ❖ Πλήρως αυτοματοποιημένο πληροφοριακό σύστημα διαχείρισης αποθηκών, παραγγελιών και διανομών.
- ❖ Καινοτόμος σειρά προϊόντων άμεσα συνδεδεμένων με τη Μεσογειακή διατροφή «εν Ελλάδι», η οποία ενισχύει την όχι και τόσο καλή θέση των αλλαντικών στα μεσογειακά διατροφικά πρότυπα. Το προϊόν αυτό είναι κατοχυρωμένο (αποκλειστικότητα παραγωγής και διάθεσης) σε 90 χώρες και έχει λάβει πιστοποίηση από το America Health Association όπως επίσης και αποδοχή από την Ελληνική Παιδιατρική Εταιρεία (λόγω συμβολής στην πρόσληψη της παιδικής παχυσαρκίας).
- ❖ Εμπειρία σε επεκτάσεις στο εξωτερικό μέσω της παρουσίας της στην Αμερικανική αγορά με Joint Venture η οποία ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο, εκμηδενίζει το κόστος υποδομών και εξασφαλίζει απόκτηση γνώσης της τοπικής αγοράς (κανάλια διανομής, διατροφικές συνήθειες καταναλωτών).

- ❖ Δημιουργία ισχυρού και αναγνωρίσιμου Brand Name και ταύτισής του με την ποιότητα και την υγιεινή διατροφή. Ανεπτυγμένο δίκτυο προώθησης.
- ❖ Πολύ καλή τεχνογνωσία πάνω στην επεξεργασία του ελαιολάδου και της χρήσης του σε διάφορα προϊόντα διατροφής.

4.5.2 Αδυναμίες

- ❖ Σχετικά κακοί χρηματοοικονομικοί δείκτες σε σύγκριση με τους 2 μεγαλύτερους του κλάδου:
 - Το χαμηλότερο περιθώριο καθαρού και λειτουργικού κέρδους
 - Πολύ υψηλά αποθέματα
 - Πολύ χαμηλός δείκτης Εσόδων ανά Εργαζόμενο
 - Υψηλός δανεισμός (ως επακόλουθο κακής ρευστότητας)
- ❖ Δραστηριοποίηση μόνο σε έναν κλάδο (αλλαντοβιομηχανία – επεξεργασία κρέατος) με μικρό επίπεδο κατανάλωσης στην εγχώρια αγορά, με συνεπαγόμενους μικρούς κύκλους εργασιών (σε σύγκριση με ευρωπαϊκές – διεθνείς αγορές).

4.6 ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Από τα δεδομένα της επιχείρησης, προκύπτουν οι παρακάτω ευκαιρίες και Απειλές.

4.6.1 Ευκαιρίες

- Στροφή καταναλωτών και έμφαση στα υγιεινά προϊόντα με ταυτόχρονη παγκόσμια αναγνώριση των ωφελειών και πλεονεκτημάτων της μεσογειακής διατροφής.
- Ιδιαίτερα μεγάλη διαφορά κατανάλωσης μεταξύ της εγχώριας αγοράς και της υπόλοιπης Ευρώπης, συμπεριλαμβανομένων και των νέων χωρών της ΕΕ.
- Νέες διατροφικές συνήθειες επιβάλλουν τα γεύματα ταχύτερης προετοιμασίας (λόγο μικρού διαθέσιμου χρόνου των σύγχρονων καταναλωτών) στα οποία τα αλλαντικά αποτελούν απαραίτητο συστατικό.

4.6.2 Απειλές

- Έντονα ανταγωνιστικό εγχώριο περιβάλλον και μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη αγοραστών
- Πιθανή είσοδος ανταγωνιστών από την ευρύτερη βιομηχανία των τροφίμων, εκμεταλλευόμενοι τη γεωγραφική τους κάλυψη και το δίκτυο διανομής
- Ιδιαίτερα ευαισθητοποιημένη αγορά σε θέματα υγιεινής, που δεν περιορίζονται στα προϊόντα αυτά καθ' αυτά αλλά επεκτείνονται και στον τρόπο επεξεργασίας τους (εγκαταστάσεις που μολύνουν το περιβάλλον, κλπ) με απώτερο κίνδυνο τη δυσφήμιση της επιχείρησης
- Τάσεις αύξησης της ιδιωτικής ετικέτας και της κατανάλωσης φθηνού προϊόντος από υπολογίσιμα καταναλωτικά στρώματα (μετανάστες)
- Μεγάλη εξάρτηση από την α' ύλη, που σε περίπτωση ανάγκης αύξησης την παραγωγής θα επιδεινώσει την εξάρτηση από τις διακυμάνσεις των τιμών της που καθορίζονται από τις συγκυρίες των διεθνών αγορών.
- Διαρκής εξάρτηση από «διατροφικά σκάνδαλα» στα οποία οι καταναλωτές εμφανίζουν μεγάλη ευαισθησία και συχνές τάσεις «πανικού» με άμεσες (και οδυνηρές) επιπτώσεις στις πωλήσεις (π.χ. νόσος τρελών αγελάδων, γρίπη των χοίρων, κλπ).
- Επιδείνωση του οικονομικού κλίματος

Με βάση την ανωτέρω ανάλυση, μπορούμε να δημιουργήσουμε τον Πίνακα TOWS στον οποίο θα εντοπίσουμε τις κατάλληλες στρατηγικές συνδυασμού Δυνάμεων-Ευκαιριών, Δυνάμεων-Απειλών, Αδυναμιών-Ευκαιριών και Αδυναμιών-Απειλών:

TOWS MATRIX

Internal Factors External Factors	ΔΥΝΑΜΕΙΣ <ul style="list-style-type: none"> ▪ Πλήρως καθετοποιημενη επιχείρηση ▪ Πλήρως αυτοματοποιημένο σύστημα διαχείρισης ▪ Καινοτόμος σειρά προϊόντων ▪ Εμπειρία σε επεκτασεις στο εξωτερικό ▪ Δημιουργία ισχυρού και αναγνωρίσιμου Brand Name 	ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ <ul style="list-style-type: none"> ▪ Σχετικά κακοί χρηματοοικονομικοί δείκτες ▪ Δραστηριοποίηση μόνο σε έναν κλάδο (αλλαντοβιομηχανία –επεξεργασία κρέατος)
ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ <ul style="list-style-type: none"> ▪ Καλή φήμη και πατενταρισμένο προϊόν ▪ Έμφαση καταναλωτών στα υγιεινά προϊόντα ▪ Ιδιαίτερα μεγάλη κατανάλωση στην Ευρώπη ▪ Νέες διατροφικές συνήθειες. ▪ Αξιόλογη τεχνογνωσία στην επεξεργασία και εκμετάλλευση του ελαιόλαδου. 	SO STRATEGIES <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Συνεχιζόμενη και διαρκής επέκταση δραστηριοτήτων στο εξωτερικό ⇒ Εισαγωγή ελαιολάδου σαν συστατικό σε διαφοροποιημένα προϊόντα (π.χ. τυροκομικά) για δημιουργία νέων καινοτομικών προϊόντων 	WO STRATEGIES <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Ανάπτυξη νέων καινοτόμων προϊόντων, όχι κατ' ανάγκη στον κλάδο της αλλαντοβιομηχανίας ⇒ Αξιοποίηση συνεργασιών εξωτερικού για εναλλακτικές πηγές α' ύλης
ΑΠΕΙΛΕΣ <ul style="list-style-type: none"> ▪ Έντονα ανταγωνιστικό εγχώριο περιβάλλον και μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη αγοραστών ▪ Πιθανή είσοδος ανταγωνιστών από την ευρύτερη βιομηχανία των τροφίμων ▪ Ιδιαίτερα ευαίσθητοποιημένη αγορά σε θέματα υγιεινής και διατροφικά σκάνδαλα ▪ Τάσεις αύξησης της ιδιωτικής ετικέτας και της κατανάλωσης φθηνού προϊόντος ▪ Μεγάλη εξάρτηση από την α' ύλη ▪ Πιθανή επιδείνωση οικονομικού κλίματος 	ST STRATEGIES <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Έμφαση στην υγιεινή διατροφή για αύξηση εμπιστοσύνης στα αλλαντικά ⇒ Συνέργιες με άλλες εταιρείες τροφίμων για δημιουργία νέων καινοτόμων προϊόντων 	WT STRATEGIES <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Συνέργιες με άλλες εταιρείες τροφίμων για δημιουργία νέων καινοτόμων προϊόντων ⇒ Υιοθέτηση αρχών τύπου "lean production", για αποδοτικότερη εκμετάλλευση πόρων (αποθέματα, προσωπικό)

4.7 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ

4.7.1 Επιχειρησιακή Στρατηγική

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η CRETA FARM χαρακτηρίζεται από ΜΕΤΡΙΑ προς ΙΣΧΥΡΗ ανταγωνιστική θέση και ταυτόχρονα διαπιστώνεται ΜΕΤΡΙΑ προς ΧΑΜΗΛΗ ελκυστικότητα κλάδου. Η τοποθέτησή της στο υπόδειγμα Επιχειρησιακών στρατηγικών παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 4.3
Επιχειρησιακή στρατηγική

		ΙΣΧΥΡΗ	ΜΕΤΡΙΑ	ΑΔΥΝΑΤΗ
ΕΛΚΥΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΛΑΔΟΥ	ΥΨΗΛΗ	ΑΝΑΠΤΥΞΗ Συγκέντρωση μέσω καθετοποίησης	ΑΝΑΠΤΥΞΗ Συγκέντρωση μέσω οριζόντιας ολοκλήρωσης	ΠΕΡΙΣΥΛΛΟΓΗ Διάσωση – Αναστροφή (turnaround)
	ΜΕΤΡΙΑ	ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗ Παύση ή συνέχιση με προσοχή	ΑΝΑΠΤΥΞΗ Συγκέντρωση μέσω οριζόντιας ολοκλήρωσης ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗ Καμία αλλαγή	ΠΕΡΙΣΥΛΛΟΓΗ Αιχμάλωτη επιχείρηση ή ξεπούλημα
	ΧΑΜΗΛΗ	ΑΝΑΠΤΥΞΗ Συσχετισμένη διαποίκιση	ΑΝΑΠΤΥΞΗ Ασυσχέτιστη διαποίκιση	ΠΕΡΙΣΥΛΛΟΓΗ Χρεοκοπία ή ρευστοποίηση

- **Σταθεροποίηση:** Η εταιρία θα επιδιώξει τη σταθεροποίηση και το «συμμάζεμα» των χρηματοοικονομικών της θέσεων, με έμφαση στην υιοθέτηση «τύπου lean» γραμμής παραγωγής, για την όσο το δυνατόν αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη εκμετάλλευση των πόρων της.

- **Ανάπτυξη μέσω οριζόντιας ολοκλήρωσης:** Η επιχείρηση έχει ήδη δραστηριοποιηθεί στο εξωτερικό (Αμερική, Ισπανία, κλπ) μέσω συμφωνιών “joint venture” οπότε και θα πρέπει να συνεχίσει προς αυτή την κατεύθυνση
- **Ανάπτυξη μέσω συσχετισμένης διαποίκισης:** Η επιχείρηση μπορεί να επεκταθεί σε άλλα διατροφικά προϊόντα, εκμεταλλευόμενη την τεχνογνωσία της στην επεξεργασία τροφίμων και το ήδη εύρωστο δίκτυο διανομής. Στην καλύτερη περίπτωση, μπορεί να συνάψει στρατηγική συμμαχία με άλλη επιχείρηση δραστηριοποιούμενη σε διαφορετικά προϊόντα και να μοιραστούν τεχνογνωσία προκειμένου να παράγουν καινοτόμα προϊόντα.

4.7.2 Επιχειρηματική Στρατηγική

Πίνακας 4.4
Επιχειρηματική στρατηγική

		Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα	
		Μοναδικότητα αντιληπτή από τον πελάτη	Χαμηλή θέση κόστους
Στρατηγικός Στόχος	Όλος ο κλάδος	ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ	ΗΓΕΣΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ
	Συγκεκριμένο τμήμα μόνο	ΕΣΤΙΑΣΗ	

Λόγω του πολύ ισχυρού ανταγωνιστικού της πλεονεκτήματος που της προσφέρει η παγκόσμια κατοχύρωση των προϊόντων της σειράς «εν Ελλάδι», η επιχείρηση μπορεί να εφαρμόσει τη στρατηγική της διαφοροποίησης.

Η κατεύθυνση στην οποία κινείται η Επιχείρηση αξιολογείται σε γενικές γραμμές ως επιτυχημένη. Έχοντας εξασφαλίσει την κυριαρχία της στην Ελληνική αγορά επιδιώκει πλέον την περαιτέρω εδραίωση της θέσης της σε υφιστάμενες αγορές του Εξωτερικού και την διείσδυση σε νέες αγορές. Η στρατηγική αυτή της οριζόντιας ανάπτυξης έχει μέχρι στιγμής επιτυχώς υλοποιηθεί και η εταιρεία θα πρέπει να συνεχίσει προς αυτή την κατεύθυνση με εντατικούς ρυθμούς και αποφασιστικότητα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Wheelen, T., and Hunger, D. 2010, Concepts in Strategic Management & Business Policy, 12th Edition, Prentice Hall.
2. Kotler, P., and Keller 2009, K.L., Marketing Management, 13th Edition, Pearson.
3. Thanopoulos, J. 2007, Global Business, Environment, Structure & Challenges, Interbooks.
4. Mankiw N. Gregory 2009, Brief Principles of Macroeconomics, 5th Edition, South-Western Cengage Learning.
5. Τράπεζα της Ελλάδος 2010, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009.
6. Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Εκθέσεων (ΙΟΒΕ) 2010, Η Ελληνική Οικονομία 1/10.
7. Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Εκθέσεων (ΙΟΒΕ) 2010, Η Ελληνική Οικονομία 2/10.
8. ICAP Group 2008, Κλαδική Μελέτη Αλλαντικά – Κρεατο-σκευάσματα.
9. CRETA FARM A.B.E.E. 2004 – 2010, Ετήσια Οικονομική Έκθεση για τα έτη από 2004 μέχρι 2009.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ CRETA FARM A.B.E.E

5.1 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η εκτενής μελέτη των διαφόρων μοντέλων αποτίμησης σε συνδυασμό με την ιδιαιτερότητα των χρηματοοικονομικών δεδομένων της εξεταζόμενης εταιρείας οδήγησε στο συμπέρασμα ότι η καταλληλότερη μέθοδος αποτίμησης της μητρικής Creta Farm A.B.E.E είναι αυτή της προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στην Καθαρή Θέση τριών σταδίων (Free Cash Flow to Equity – FCFE).

Ειδικότερα, όσον αφορά την επιλογή της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης θα πρέπει να αναφερθεί ότι έγινε με γνώμονα τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

1. Η Creta Farm A.B.E.E είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες στον κλάδο των αλλαντικών κατέχοντας μερίδιο αγοράς κοντά στο 15%.
2. Οι ταμιακές της ροές μπορούν να εκτιμηθούν.
3. Ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης μπορεί να θεωρηθεί σταθερός χωρίς ιδιαίτερες διακυμάνσεις αφού την εξεταζόμενη περίοδο 2004 – 2009 η τιμή του κυμάνθηκε από 0,50 μέχρι 0,40 φορές.
4. Τα τρέχοντα αποτελέσματα της εταιρείας είναι θετικά (κέρδη) και συνεπώς ως βάση στη μέθοδο αποτίμησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί η σχέση $current\ EBIT^*(1-tax\ rate)$ του έτους 2009.
5. Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας το έτος 2009 ανέρχεται σε 3,6% που είναι κατά πολύ μεγαλύτερος από τον ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.
6. Τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα της εταιρείας είναι πολύ ισχυρά (ορισμένα από αυτά είναι μοναδικά) και πλέον έχουν καταστεί δεδομένα και διαχρονικά (προϊόντα «εν ελλάδι»).

7. Η εταιρεία εκτιμάται ότι θα γνωρίσει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον. Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης – high growth phase αναμένονται για τα επόμενα πέντε (5) έτη. Ο ρυθμός ανάπτυξης κατά την πρώτη φάση ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα ανέλθει στα επίπεδα του 3,6%. Μετά την πρώτη πενταετία (high growth phase) η εταιρεία θα περιέλθει σε περίοδο υποχώρησης του ρυθμού ανάπτυξης (*transition period*).

Ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι κατά την περίοδο υποχώρησης, θα διαγράψει γραμμική πτώση με ρυθμό 0,5 % ετησίως σε όλη τη διάρκεια της περιόδου υποχώρησης. Η περίοδος υποχώρησης εκτιμάται ότι δε θα ξεπεράσει τα πέντε (5) έτη.

Μετά το πέρας της περιόδου υποχώρησης εκτιμάται ότι η εταιρεία θα περιέλθει σε περίοδο σταθερού ρυθμού ανάπτυξης στο διηνεκές (*n - years stable phase*). Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας κατά την περίοδο αυτή εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 1,00% (*αποτελεί μια εύλογη εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας*).

Επιπρόσθετα, για την επιλογή της μεθόδου αποτίμησης λήφθηκε υπόψη όλα όσα ορίζονται στη διεθνή βιβλιογραφία, σχετικά με την επιλογή του ορθού μοντέλου αποτίμησης μιας εταιρείας.

5.2 ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Αρχικά, η εφαρμογή της μεθόδου ξεκινά με τη δημιουργία ενός πίνακα γενικών χρηματοοικονομικών μεγεθών της εταιρείας όπως: EPS, DPS, Capital spending per share, Depreciation per share, Revenues per share, Working capital per share και τέλος Change in Working capital per share. Συγκεκριμένα, όσον αφορά το μέγεθος της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης ανά μετοχή έχει υπολογιστεί ως η διαφορά του κεφαλαίου κίνησης της χρήσεως 2009 (-0,35 €) από το αντίστοιχο μέγεθος της χρήσεως 2008 (-0,225 €), δηλαδή $\Delta(WC) = -0,125 \text{ €}$.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα αριθμητικά αποτελέσματα των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών μεγεθών της εταιρείας, τα οποία θα ληφθούν υπόψη κατά την εφαρμογή της διαδικασίας αποτίμησης.

Πίνακας 5.1

Γενικά χρηματοοικονομικά δεδομένα για το έτος 2009

ΓΕΝΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ 2009	
Earnings per share	0,080
Dividend per share	0,020
Net Cap Ex per share	0,080
Change in Working Capital per share	-0,126
New Debt per share	-0,210

Συνεπώς η εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης γίνεται με trailing EBIT (2009) και fundamentals.

Πίνακας 5.2

Θεμελιώδη στοιχεία για το έτος 2009

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	
Trailing EBIT	10.343.000
Interest Expenses	4.721.000
Book Value of Debt	40.051.000
Book Value of Equity	101.332.000
Tax Rate on Income	25%
ROIC	5,5%
Retention ratio	73%
D/E	40%
Interest Rate	11,8%

Βάσει των θεμελιωδών στοιχείων του παραπάνω πίνακα, υπολογίζονται τα ακόλουθα μεγέθη:

$$ROIC = \frac{EBIT \times (1 - \text{Tax Rate})}{BV \text{ of Debt} + BV \text{ of Equity}} = \frac{10.343.000 \times (1 - 0,25)}{40.051.000 + 101.332.000} = 0,055 \text{ ή } 5,5\%$$

Επίσης:

$$D/E = \frac{BV \text{ of Debt}}{BV \text{ of Equity}} = \frac{40.051.000}{101.332.000} = 0,40 \text{ ή } 40\%$$

$$\text{Interest Rate} = \frac{\text{Interest Expenses Currently}}{BV \text{ of Debt}} = \frac{4.721.000}{40.051.000} = 0,118 \text{ ή } 11,8\%$$

Γίνεται η υπόθεση ότι ο δείκτης D/E καθώς και το επιτόκιο δανεισμού (interest rate), θα παραμείνουν σταθερά για την περίοδο υποχώρησης καθώς και για την περίοδο σταθερού ρυθμού ανάπτυξης.

5.2.1 Υπολογισμός Κόστους Μετοχικού Κεφαλαίου

Πριν την εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης κρίνεται απαραίτητο να υπολογιστεί το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου με χρήση του μοντέλου αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model).

Όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζεται με την παρακάτω σχέση:

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 5\% + 1,3623 \times (13\% - 5\%) = 15,9\%$$

Όπου:

$R_f = 5\%$: Risk free rate

$\beta = 1,3623^1$: beta coefficient

$R_m - R_f = 8\%$: Risk premium

¹ Πηγή: www.naftemporiki.gr

5.3 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΣΤΑΔΙΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

5.3.1 Στάδιο Υψηλού Ρυθμού Ανάπτυξης

Στην εφαρμογή της FCFE μεθόδου αποτίμησης τριών σταδίων ανάπτυξης, εκτιμάται ότι η πρώτη φάση υψηλού ρυθμού ανάπτυξης (first period of high growth rate) θα είναι διάρκειας πέντε (5) ετών. Επίσης, υπολογίζεται το μέσο EPS της τελευταίας πενταετίας ώστε να απεικονιστεί η μέχρι τώρα πορεία των EPS της εταιρείας και να ληφθεί υπόψη ως ιστορικό μέγεθος απόδοσης.

Επιπροσθέτως, με βάση εκτιμήσεις εξωτερικών αναλυτών² η εταιρεία αναμένεται να κινηθεί με ρυθμό αύξησης στα EPS της τάξεως του 2,9%, φτάνοντας στα 2,421 εκατ. € από 2,36 εκατ. € (βάσει τελευταίων δημοσιευμένων μεγεθών 2009).

Πίνακας 5.3
Δεδομένα Κερδοφορίας

Περίοδος Υψηλού Ρυθμού Ανάπτυξης	
Διάρκεια υψηλού ρυθμού ανάπτυξης	5 έτη
Μέσο EPS τα τελευταία 5 έτη	0,12
Εξωτερική εκτίμηση ρυθμού ανάπτυξης	2,9 %

Στο επόμενο βήμα γίνεται χρήση των θεμελιώδη στοιχείων της εταιρείας ώστε να γίνει εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης στο EPS για τα πρώτα πέντε έτη που καθορίζουν τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης.

² Οικονομικό site EURO2day

Πίνακας 5.4

Υπολογισμός χρηματοοικονομικών μεγεθών υψηλού ρυθμού ανάπτυξης

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΥΨΗΛΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ		
Cost of Equity	15,9%	
Current EPS	0,08	
Proportion of Debt: Capital spending (DR)	28,6%	Γίνεται υπόθεση ότι ο δείκτης χρέους D/E παραμένει ο ίδιος οπότε: $40\% / (1+40\%) = 28,6\%$
Proportion of Debt: Working Capital (DR)	28,6%	Γίνεται υπόθεση ότι ο δείκτης χρέους D/E παραμένει ο ίδιος οπότε: $40\% / (1+40\%) = 28,6\%$
Net Capital Expenditure*(1-DR)	0,057	(Capital spending per share - Depreciation per share) x (1-Proportion of debt: Capital spending) = $0,08 * (1-0,286) = 0,057$
Change in Working Capital * (1-DR)	-0,093	Chang. Work. Cap. per share x (1-Proportion of debt: Working capital) = $-0,126 * (1-0,286) = 0,093$
Current FCFE	0,116	Τρέχον EPS - [(Capital Spending - Depreciation) * (1-DR)] - [Change in Working Capital * (1-DR)] = Τρέχουσες FCFE

Πίνακας 5.5

Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης

Τύπος Ρυθμού Ανάπτυξης	ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ		Υπολογισμός
	Growth Rate	Συντελεστής Βαρύτητας	
Historical Growth	5,93%	20,0%	$(Revenues_{2009} / Revenues_{2004})^{1/5} - 1 = (105829 / 79339)^{0,2} - 1 = 0,0593$
Outside Estimates	2,9%	30,0%	Εξωτερική εκτίμηση από αναλυτές $[Retention\ ratio \times (ROIC + D/Ex(ROIC - interest\ rate) \times (1 - 25\%))] = [73\% \times (5,5\% + 39,5\% \times (5,5\% - 11,8\% \times (1 - 25\%)))] = 3,0\%$
Fundamental Growth	3,0%	50,0%	
Weight Average	3,6%		$(5,93\% \times 20\%) + (2,9\% \times 30\%) + (3,0\% \times 50\%) = 0,036$

Σύμφωνα με τον παραπάνω υπολογισμό γίνεται η παραδοχή ότι τα καθαρά κεφαλαιακά έξοδα (net capital expenditure) και το κεφάλαιο κίνησης (working capital) θα κινούνται με ρυθμό ανάπτυξης ίδιο με τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή (EPS).

Ο υπολογισμός των FCFE προκύπτει από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Τρέχουσες FCFE} = \text{Τρέχον EPS} - [(\text{Capital Spending} - \text{Depreciation}) \times (1 - \text{DR})] - [\text{Change in Working Capital} \times (1 - \text{DR})]$$

Αντίστοιχα, για τις μελλοντικές εκτιμήσεις η σχέση γίνεται:

Εκτιμώμενες FCFE = Εκτιμώμενα EPS - εκτιμώμενα [(Capital Spending - Depreciation) x (1-DR)] - εκτιμώμενα [Change in Working Capital x (1-DR)]

Συνεπώς, βάσει της προηγούμενης αριθμητικής σχέσης και προκειμένου να επιτευχθεί μία καλή προσέγγιση των FCFE θα πρέπει αρχικά να εκτιμηθούν τα EPS για τα πέντε χρόνια της πρώτης περιόδου. Το πως επιτυγχάνεται αυτό αναλύεται στο ακόλουθο παράδειγμα υπολογισμού των κερδών για το πρώτο έτος της περιόδου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης. Όπως έχει ήδη υπολογιστεί από τον πίνακα 5.6, ο ρυθμός ανάπτυξης της πρώτης πενταετίας είναι της τάξεως του 3,6%.

Παράδειγμα

Έτος 1

$$EPS_{yr1} = \text{current EPS} \times (1 + \text{weighted average of growth rate}) = 0,08 \times (1 + 0,036) = 0,083 \text{ €}$$

Για τον υπολογισμό των κερδών του δεύτερου έτους χρησιμοποιούνται τα υπολογιζόμενα κέρδη (earnings) του πρώτου έτους ενώ για το τρίτο έτος τα κέρδη του δεύτερου κ.ο.κ.

Παράδειγμα

Έτος 2

$$EPS_{yr2} = EPS_{yr1} \times (1 + \text{weighted average of growth rate}) = 0,082 \times (1 + 0,036 \%) = 0,086 \text{ €}$$

Με ανάλογο τρόπο υπολογίζονται τα κέρδη για τα επόμενα τρία έτη της πενταετούς πρώτης περιόδου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης των EPS.

Ο υπολογισμός των καθαρά κεφαλαιακών εξόδων (Net Capital Expenditure: Capital spending - Depreciation) γίνεται με την παρακάτω σχέση:

$$\text{Net Capital Expenditure}_t = \text{Capex}_{t-1} \times (1 + g_{\text{Height growth}})^t$$

Το $Capex_0$ είναι τα τρέχοντα καθαρά κεφαλαιακά έξοδα για το έτος 2009. Αυτά χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των καθαρών εξόδων μόνο του πρώτου έτους. Για το δεύτερο έτος χρησιμοποιείται το $Capex$ του πρώτου έτους και ου το καθεξής.

Παράδειγμα

Έτος 1

$$Net\ Capital\ Expenditure_t = Capex_{t-1} \times (1 + g_{Height\ growth})^t = -0,057 \times (1 + 0,036)^1 = -0,059 \text{ €}$$

Έτος 2

$$Net\ Capital\ Expenditure_t = Capex_t \times (1 + g_{Height\ growth})^{t+1} = -0,059 \times (1 + 0,036)^2 = -0,0634 \text{ €}$$

Τέλος για τον υπολογισμό των εκτιμώμενων FCFE πρέπει να υπολογιστεί η μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης. Η αριθμητική σχέση είναι η κάτωθι:

$$\Delta WC_t = \Delta WC_C \times (1 + g_{Height\ growth})^t \text{ όπου}$$

$$t = 1, 2, \dots, 5 \text{ έτος}$$

$$\Delta WC_C = \text{Η μεταβολή του ΚΚ το έτος 2009}$$

Παράδειγμα

Έτος 1

$$\Delta WC_1 = \Delta WC_C \times (1 + g_{Height\ growth})^1 = -0,093 \times (1 + 0,036)^1 = -0,096 \text{ €}$$

Έτος 2

$$\Delta WC_2 = \Delta WC_1 \times (1 + g_{Height\ growth})^2 = -0,096 \times (1 + 0,036)^2 = -0,100 \text{ €}$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζεται το ΔWC για τα υπόλοιπα έτη.

Σύμφωνα με τα παραπάνω δεδομένα των κερδών, των καθαρών εξόδων και της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης, υπολογίζονται οι αδέσμευτες ταμιακές ροές για κάθε έτος της πενταετίας υψηλού ρυθμού ανάπτυξης.

Παράδειγμα

Έτος 1

$$FCFE_1 = EPS_1 - NCE_{x_1} - \Delta WC_1 = 0,082 - (-0,059) - (-0,096) = 0,238 \text{ €}$$

Έτος 2

$$FCFE_2 = EPS_2 - NCE_{x_2} - \Delta WC_2 = 0,086 - (-0,063) - (-0,100) = 0,249 \text{ €}$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζεται το FCFE για τα υπόλοιπα έτη.

Αφού έχουν εκτιμηθεί οι FCFE στην συνέχεια υπολογίζεται η παρούσα αξία (present value) των ταμιακών ροών, με χρήση της παρακάτω σχέσης:

$$PV = FCFE_t / (1 + \text{Cost of Equity})^t$$

Στον παρακάτω πίνακα δίνονται συγκεντρωτικά όλα τα παραπάνω υπολογιζόμενα μεγέθη για την πρώτη πενταετία υψηλού ρυθμού ανάπτυξης.

Πίνακας 5.6

Αποτελέσματα της περιόδου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης

ΠΕΝΤΑΕΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟ ΥΨΗΛΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ (g = 3,6 %)					
YEAR	1	2	3	4	5
EPS	0,083	0,086	0,089	0,092	0,096
Net Capital Expenditure per share	-0,059	-0,063	-0,068	-0,073	-0,078
ΔWC per share	-0,096	-0,100	-0,103	-0,107	-0,111
FCFE	0,238	0,249	0,260	0,272	0,285
PV	0,2056	0,0462	0,0113	0,0030	0,0009
				SUM	0,2670

5.3.2 Στάδιο Υποχώρησης Ρυθμού Ανάπτυξης

Στην ενότητα αυτή γίνεται εκτίμηση των FCFE και της παρούσας αξίας για την **περίοδο υποχώρησης – transition period**. Κατά το έκτο (6) έτος εφαρμογής του μοντέλου αποτίμησης, δηλαδή ουσιαστικά κατά το πρώτο (1) έτος της περιόδου υποχώρησης ο ρυθμός ανάπτυξης των EPS έχει ήδη αρχίσει να διαγράφει γραμμική πτώση κατά 0,4 % από έτος σε έτος.

- **Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης**

Παράδειγμα

Έτος 6

$$g_{yr6} = \text{Weighted Average} - (\text{Weighted Average} - \text{Growth rate in stable period})/5 = 3,6\% - (3,6\% - 1\%)/5 = 3,08\%$$

Έτος 7

$$g_{yr7} = \text{Weighted Average} - (\text{Weighted Average} - \text{Growth rate in stable period})/5 = 3,08\% - (3,08\% - 1\%)/5 = 2,66\%$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται και τα αντίστοιχα μεγέθη του Growth rate για τα έτη 8, 9 και 10.

Στην συνέχεια γίνεται υπολογισμός του συσσωρευμένου ρυθμού ανάπτυξης (cumulative growth). Για τον 6^ο χρόνο, ο συσσωρευμένος βαθμός ανάπτυξης θα ισούται με τον βαθμό ανάπτυξης που υπολογίστηκε παραπάνω.

- **Υπολογισμός συσσωρευμένου ρυθμού ανάπτυξης**

Παράδειγμα

Έτος 6

$$g_{cm\ yr6} = \text{Growth rate}_{\text{year 6}} = 3,08\%$$

Έτος 7

$$g_{cm\ yr7} = (1 + g_{cm\ yr6}) \times (1 + g_{\text{year7}}) - 1 = (1 + 3,08\%) \times (1 + 2,66\%) - 1 = 5,8\%$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται και τα αντίστοιχα μεγέθη του Growth rate για τα έτη 8, 9 και 10.

- **Υπολογισμός της εκτίμηση των κερδών ανά μετοχή (Earnings per share)**

Παράδειγμα

Έτος 6

$$EPS_{yr6} = EPS_{yr5} \times (1 + g_{yr6}) = 0,096 \times (1 + 3,08\%) = 0,099 \text{ €}$$

Έτος 7

$$EPS_{yr7} = EPS_{year6} \times (1 + g_{yr7}) = 0,099 \times (1 + 2,7\%) = 0,102 \text{ €}$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται και τα αντίστοιχα μεγέθη του Growth rate για τα έτη 8, 9 και 10.

- **Υπολογισμός της εκτίμησης των καθαρών κεφαλαιακών εξόδων (Net Capital Expenditure)**

Παράδειγμα

Έτος 6

$$Net\ Capex_{yr6} = Net\ Capex_{yr5} \times (1 + g_{cm\ yr6}) = -0,078 \times (1 + 3,08\%) = -0,080 \text{ €}$$

Έτος 7

$$Net\ Capex_{yr7} = Net\ Capex_{yr6} \times (1 + g_{cm\ yr7}) = -0,080 \times (1 + 5,8\%) = -0,085 \text{ €}$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται και τα αντίστοιχα μεγέθη του Growth rate για τα έτη 8, 9 και 10.

- **Υπολογισμός της μεταβολής του Κεφαλαίου Κίνησης (Change in Working Capital)**

Παράδειγμα

Έτος 6

$$\Delta WC_{yr6} = \Delta WC_{yr5} \times (1 + g_{cm\ yr6}) = -0,111 \times (1 + 3,08\%) = -0,114 \text{ €}$$

Έτος 7

$$\Delta WC_{yr7} = \Delta WC_{yr6} \times (1 + g_{cm\ yr7}) = -0,114 \times (1 + 5,08\%) = -0,121 \text{ €}$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται και τα αντίστοιχα μεγέθη του Growth rate για τα έτη 8, 9 και 10.

- **Εκτίμηση των FCFE**

Οι εκτιμώμενες FCFE υπολογίζονται με την παρακάτω σχέση:

$$FCFE = EPS_t - \text{Net Capital Expenditure}_t - \text{Chg. Working Capital}_t$$

Παράδειγμα

Έτος 6

$$FCFE_{yr6} = 0,099 - (-0,08) - (-0,114) = 0,294 \text{ €}$$

Έτος 7

$$FCFE_{yr7} = 0,102 - (-0,085) - (-0,121) = 0,308 \text{ €}$$

- **Συντελεστής beta**

Όσον αφορά το μέγεθος του συντελεστή **beta** της μετοχής της εταιρείας, γίνεται η υπόθεση ότι κατά την περίοδο υποχώρησης θα προσαρμοστεί σταδιακά στα επίπεδα του **beta** της σταθερής περιόδου. Για τη σταθερή περίοδο (stable period) εκτιμάται ότι ο συντελεστής beta της μετοχής θα τείνει προς τη μονάδα.

Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου για την σταθερή περίοδο είναι:

$$CAPM_{st} = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 5\% + 1 \times (13\% - 5\%) = 13\%$$

Η αριθμητική σχέση που δίνει το beta κατά την περίοδο υποχώρησης δίνεται από την σχέση:

$$beta_{year\ t} = \text{current beta} - \frac{[\text{current beta} - (\frac{CAPM_{st} - R_f}{\text{Risk premium}})]}{\text{Length of transition period}}$$

Παράδειγμα

Έτος 6

$$beta_{yr6} = 1,3623 - \frac{1,3623 - \frac{(13\% - 5\%)}{8\%}}{5} = 1,29$$

Έτος 7

$$beta_{yr7} = 1,29 - \frac{1,3623 - \frac{(13\% - 5\%)}{8\%}}{5} = 1,22$$

- **Κόστος μετοχικού κεφαλαίου (CAPM)**

Επόμενο βήμα στη διαδικασία αποτίμησης είναι η εξαγωγή των εκτιμήσεων μας για το **κόστος κεφαλαίου των μετόχων – cost of equity** για την περίοδο υποχώρησης – transition period. Ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου των μετόχων γίνεται με τον ακόλουθο τρόπο:

Παράδειγμα

Έτος 6

$$CAPM_{yr6} = \text{Risk free rate} + \text{Risk premium} \times \text{beta}_{yr6} = 5\% + 8\% \times 1,29 = 15,32\%$$

Έτος 7

$$CAPM_{yr7} = \text{Risk free rate} + \text{Risk premium} \times \text{beta}_{yr7} = 5\% + 8\% \times 1,22 = 14,74\%$$

- **Παρούσα αξία (present value) των ταμειακών ροών**

$$PV_{yr6} = \frac{FCFE_6}{(1 + CAPM_{hg})^{tp} \times (1 + CAPM_{yr6})}$$

$$PV_{yr7} = \frac{FCFE_7}{(1 + CAPM_{hg})^{tp} \times (1 + CAPM_{yr6}) \times (1 + CAPM_{yr7})}$$

$$PV_{yr8} = \frac{FCFE_8}{(1 + CAPM_{hg})^{tp} \times (1 + CAPM_{yr6}) \times (1 + CAPM_{yr7}) \times (1 + CAPM_{yr8})}$$

$$PV_{yr9} = \frac{FCFE_9}{(1 + CAPM_{hg})^{tp} \times (1 + CAPM_{yr6}) \times (1 + CAPM_{yr7}) \times (1 + CAPM_{yr8}) \times (1 + CAPM_{yr9})}$$

$$PV_{yr10} = \frac{FCFE_{10}}{(1 + CAPM_{hg})^{tp} \times (1 + CAPM_{yr6}) \times (1 + CAPM_{yr7}) \times (1 + CAPM_{yr8}) \times (1 + CAPM_{yr9}) \times (1 + CAPM_{yr10})}$$

Όπου,

$CAPM_{hg}$: Cost of Equity with high growth

tp : Length of transition period

Για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας παρατηρείται ότι κάθε φορά στον όρο της ράντας ο αριθμητής αντικαθίσταται με την ταμειακή ροή του εκάστοτε έτους και ο παρονομαστής πολλαπλασιάζεται επιπλέον με τον όρο **(1+cost of equity(t))** του υπολογιζόμενου έτους.

Παρακάτω δίνεται ο πίνακας με όλα τα υπολογισμένα μεγέθη για την πενταετή περίοδο υποχώρησης.

Πίνακας 5.7
Αποτελέσματα για την περίοδο υποχώρησης

ΠΕΝΤΑΕΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΥΠΟΧΩΡΗΣΗΣ					
YEAR	6	7	8	9	10
Growth Rate	0,031	0,027	0,023	0,021	0,019
Cumulative growth rate	0,031	0,058	0,051	0,044	0,040
EPS	0,099	0,102	0,104	0,106	0,108
Net Capital Expenditure	-0,081	-0,085	-0,090	-0,094	-0,098
Change in Working Capital	-0,114	-0,121	-0,127	-0,133	-0,138
FCFE	0,294	0,308	0,321	0,332	0,343
beta	1,290	1,217	1,145	1,072	1,000
Cost of Equity	15,32%	14,74%	14,16%	13,58%	13,00%
PV	0,122	0,111	0,102	0,093	0,085
				SUM	0,512

5.3.3 Στάδιο Σταθερού Ρυθμού Ανάπτυξης

Με την εκτίμηση ότι κατά την σταθερή περίοδο (stable growth phase), ο ρυθμός ανάπτυξης θα ανέρχεται στο 1,00% (εκτίμηση ρυθμού ανάπτυξης ελληνικής οικονομίας) και με το ROE ίσο με 1% υπολογίζονται τα ακόλουθα μεγέθη στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 5.8
Αποτελέσματα περιόδου σταθερού ρυθμού ανάπτυξης

ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ - TERMINAL YEAR		
Growth rate in stable phase	1%	
EPS _{yr11}	0,109	$EPS_{yr11} = EPS_{yr10} \times (1+g_{st}) = 0,108 \times (1+1\%) = 1,109 \text{ €}$
Chg. Working Capital	-0,1392	$\Delta WC_{yr11} = \Delta WC_{yr10} \times (1+g_{st}) = 0,138 \times (1+1\%) = -0,139 \text{ €}$
FCFE in terminal year	0,248	$FCFE_{ty} = Earnings_{yt} - \Delta WC_{ty} = 0,109 - (-0,139) = 0,248 \text{ €}$
Cost of Equity in stable phase	13,00%	$CAPM_{yt} = R_F + \beta \times (R_F - R_m) = 5\% + 1 \times 8\% = 13\%$
Price at the end of growth phase	2,070	$P = FCFE_{ty} / (CAPM_{st} - g_{st}) = 0,248 / (13\% - 1\%) = 2,070 \text{ €}$
ROIC	5,49%	Πίνακας 5.3
D/E	39,52%	Πίνακας 5.3
Interest rate	11,79%	Πίνακας 5.3
PV	0,511	

5.3.4 Εκτίμηση της Αξίας της Μετοχής

Για τον υπολογισμό της αξία της μετοχής – value of the stock αθροίζονται οι παρούσες αξίες των αδέσμευτων ταμειακών ροών στους μετόχους (FCFE) της περιόδου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης (Present Value of FCFE in high growth phase), της περιόδου υποχώρησης (Present Value of FCFE in transition phase) καθώς και αυτή της τιμής του τελευταίου έτους (Present Value of Terminal Price).

Value of the stock = Present Value of FCFE in high growth phase +
Present Value of FCFE in transition phase +
Present Value of Terminal Price

Από τους παραπάνω υπολογισμούς προκύπτει ότι:

$$\text{Value of the stock} = 0,2670 + 0,512 + 0,511 = 1,29 \text{ €}$$

Η τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής της Creta Farm A.B.E.E στο Χ.Α. στις 5/10/2010 είναι 3,45 € δείχνοντας ότι είναι **υπερτιμημένη**. Το μέγιστο της τιμής μέσα στο έτος είναι 7,5 € ενώ η χαμηλότερη τιμή είναι στα 3,0 €.

Το συμπέρασμα ότι η τιμή της μετοχής θα προέκυπτε υπερτιμημένη φάνηκε εν μέρει από την εξέταση του ΡΕ. Ο δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή είναι υψηλός αγγίζοντας για το έτος 2009 μία μέση τιμή κοντά στο 93,57 φορές. Ο λόγος για αυτή την υπερτίμηση της μετοχής έγκειται περισσότερο στο γεγονός ότι η εταιρεία κινήθηκε με ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης την προηγούμενη πενταετία. Όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενα κεφάλαια, η Creta Farm ABEE είχε έντονη επενδυτική δραστηριότητα με σημαντικά ανοίγματα σε αγορές του εξωτερικού, με πλήρη καθετοποίηση της παραγωγής της και με εξαγορά άλλων επιχειρήσεων με κύριο στόχο την επέκταση των προϊόντων της.

Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, οι επιδόσεις της όσο αφορά τα μελλοντικά της κέρδη να αναμένεται να είναι μεγαλύτερες σε σχέση με τις επιδόσεις των προηγούμενων χρόνων.

Σημειώνεται ότι η τιμή μιας μετοχής, δηλαδή η τιμή P στο P/E, συνυπολογίζει μελλοντικά κέρδη που αναμένεται να είναι υψηλά στην περίπτωση μιας ταχέως αναπτυσσόμενης εταιρίας. Την ίδια στιγμή όταν χρησιμοποιούνται τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή, που αντιστοιχούν στο E του P/E, τότε αυτά είναι πιθανώς χαμηλότερα σε σχέση με τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Εξαιτίας του γεγονότος ότι στην περίπτωση αυτή ο δείκτης χρησιμοποιεί ένα μέγεθος από το μέλλον και ένα μέγεθος που ανάγεται στο παρελθόν, καθώς οι δύο περίοδοι (παρελθόν και μέλλον) διαφέρουν δραστικά, το P/E μπορεί να είναι εξαιρετικά υψηλό.

Επίσης η εταιρεία χαρακτηρίζεται ως εταιρεία εντάσεως κεφαλαίου αφού η επενδυτική δραστηριότητα της επικεντρώνεται σε πάγια περιουσιακά στοιχεία. Αυτή η πολιτική της έχει σαν συνέπεια την διάθεση σημαντικών ποσών από τα κέρδη σε πάγιες επενδύσεις αλλά και μεγάλη εξάρτηση από εξωτερικό δανεισμό. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθεί ότι τα χρηματοοικονομικά της έξοδα το έτος 2009 άγγιξαν τα 4,7 εκατομ. Ευρώ. Αυτό σε συνδυασμό με την τρέχουσα οικονομική κρίση που οδηγεί σε μείωση της εγχώριας κατανάλωσης έχει σαν αποτέλεσμα την υποτίμηση της αξίας της μετοχής στο Χ.Α.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Λαζαρίδης Γ. Θεμιστοκλής 2005, Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη.
2. Λυμπερόπουλος Αντώνιος 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C, ΜΠΣ MBA Πανεπιστήμιο Πατρών.
3. Damodaran Aswath 2001, Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd Edition, John Wiley and Sons.
4. Damodaran Aswath 2002, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd Edition, John Wiley and Sons, 2nd Edition.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καζαντζής Ι. Χρήστος 2008, Αρχές και Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus A.E.
2. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks.
3. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks.
4. Αρτίκης Π. Γεώργιος 2003, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, 1^η Έκδοση, Interbooks.
5. Λαζαρίδης Γ. Θεμιστοκλής 2005, Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική, Εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη.
6. Ανδρόνικος Ι. Θεόδωρος, 2008, Αποτίμηση Εταιριών – Συγκωνεύσεις και Εξαγορές, Διπλ. Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά.
7. Λυμπερόπουλος Αντώνιος 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C, ΜΠΣ MBA Πανεπιστήμιο Πατρών.
8. Brigham F. Eugene and Ehrhardt C. Michael 2002, Financial Management: Theory and Practice, 10th Edition, South-Western Thomson Learning.
9. Damodaran Aswath 2001, Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd Edition, John Wiley and Sons.
10. Damodaran Aswath 2002, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd Edition, John Wiley and Sons, 2nd Edition.
11. Wheelen, T., and Hunger, D. 2010, Concepts in Strategic Management & Business Policy, 12th Edition, Prentice Hall.
12. Kotler, P., and Keller 2009, K.L., Marketing Management, 13th Edition, Pearson.

13. Thanopoulos, J. 2007, Global Business, Environment, Structure & Challenges, Interbooks.
14. Horngren T. Charles, Harrison T. Walter, Suzanne Oliver M. 2009, Financial and Managerial Accounting, 2nd Edition, Pearson International Edition.
15. Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus 2002, Fundamentals of Corporate Finance, 4th Edition, McGraw-Hill International Edition.
16. Mankiw N. Gregory 2009, Brief Principles of Macroeconomics, 5th Edition, South-Western Cengage Learning.
17. Τράπεζα της Ελλάδος 2010, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009.
18. Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Εκθέσεων (ΙΟΒΕ) 2010, Η Ελληνική Οικονομία 1/10.
19. Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Εκθέσεων (ΙΟΒΕ) 2010, Η Ελληνική Οικονομία 2/10.
20. ICAP Group 2008, Κλαδική Μελέτη Αλλαντικά – Κρεατο-σκευάσματα.
21. CRETA FARM A.B.E.E. 2004 – 2010, Ετήσια Οικονομική Έκθεση για τα έτη από 2004 μέχρι 2009.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. <http://www.bankofgreece.gr>
2. <http://www.ase.gr/>
3. <http://www.iobe.gr/>
4. <http://www.cretafarm.gr/>
5. <http://www.investopedia.com/>
6. <http://www.naftemporiki.gr/>
7. <http://www.tovima.gr/>
8. <http://www.emeraldinsight.com/>