



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

**Διπλωματική Εργασία**

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ**  
**ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ**

**Γαρύφαλλος Αρχοντίδης του Νικολάου**

**Πειραιάς, 2016**

Αφιερώνεται στους γονείς μου Νίκο  
και Άννα και στη σύζυγό μου Μαρία

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

### ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ

Σημαντικοί όροι: Χρηματοοικονομική ανάλυση, διαδικασία αποτίμησης αξίας επενδύσεων, μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών, μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Αντικειμενικός σκοπός αυτής της εργασίας είναι η χρηματοοικονομική ανάλυση τεσσάρων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών του κλάδου της αλευροβιομηχανίας καθώς και ο υπολογισμός της εύλογης αξίας τους.

Στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης εστιάσαμε στον εντοπισμό των κυριότερων δυνάμεων και αδυναμιών των εταιριών ενώ στα πλαίσια αυτής του υπολογισμού της εύλογης αξίας τους, πέραν του προφανούς στόχου της αποτίμησης αξίας, προσπαθήσαμε να αναδείξουμε τους κύριους παράγοντες δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία για τους μετόχους.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν από τη χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν συμπληρωματικά σε αυτά της διαδικασίας αποτίμησης αξίας προκειμένου να εντοπιστούν στρατηγικές για την επαύξηση της αξίας των υπό ανάλυση εταιριών.

Η ανάλυση διενεργήθηκε σε βάθος πενταετίας κάνοντας χρήση των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση οργανώθηκε σε τέσσερα στάδια: στατιστική ανάλυση, κριτική διερεύνηση αριθμοδεικτών, κριτική διερεύνηση πινάκων κινήσεως κεφαλαίων και εξαγωγή συμπερασμάτων.

Η αποτίμηση αξίας των επιχειρήσεων έγινε με χρήση του υποδείγματος της σταθερής ανάπτυξης υπολειμματικής ταμιακής ροής προς την εταιρία.

Τα κυριότερα συμπεράσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης αναφέρονται στην αποφυγή από πλευράς των εταιριών μακροπρόθεσμων επενδύσεων και την επικέντρωσή τους σε ανάπτυξη βραχυχρονίων στρατηγικών επένδυσης σε κυκλοφοριακά κεφάλαια κάνοντας χρήση σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό κεφαλαίων βραχυχρόνιας διάρκειας.

Το κυριότερο συμπέρασμα από την διαδικασία αποτίμησης αξίας επενδύσεων είναι ότι ο καθοριστικός παράγοντας δημιουργίας ή καταστροφής αξίας είναι η διαφορά που επιτυγχάνεται ανάμεσα στην απόδοση κεφαλαίου και το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον Αναπληρωτή Καθηγητή Παναγιώτη Αρτίκη τόσο για το γεγονός ότι μου έκανε την τιμή να αναλάβει την εποπτεία της Διπλωματικής μου εργασίας όσο και για τις πολύτιμες συμβουλές και τη συμπαράσταση που μου έδωσε, συμβάλλοντας καθοριστικά στη διαμόρφωση και την ολοκλήρωση αυτής της μελέτης.*

*Επίσης, θέλω να ευχαριστήσω τη σύζυγό μου Μαρία και τους γιους μου Νίκο και Απόστολο για την ψυχολογική υποστήριξη που μου έδωσαν καθώς και για την υπομονή που έδειξαν τις ώρες της απομόνωσής μου.*

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.2.1: ΕΑΡΙΝΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....σελ. 32	σελ. 32
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.2.2: ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ Δ.Ν.Τ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ..... σελ. 32	σελ. 32
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3.1: ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ ΑΛΕΥΡΩΝ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ..... σελ. 35	σελ. 35
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΑΘΜΟΥ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗΣ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ..... σελ. 36	σελ. 36
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3.3: ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΑΛΕΥΡΟΥ ΣΙΤΟΥ ΤΟ 2012.....σελ. 36	σελ. 36
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3.4:ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΓΧΩΡΙΑΣ ΦΑΙΝΟΜΕΝΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗΣ ΑΛΕΥΡΟΥ ΣΙΤΟΥ..... σελ. 37	σελ. 37
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3.5: ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΓΧΩΡΙΑΣ ΦΑΙΝΟΜΕΝΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗΣ ΑΛΕΥΡΟΥ ΣΙΤΟΥ ΚΑΙ ΣΙΜΙΓΔΑΛΙΟΥ .....σελ. 38	σελ. 38
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3.6: ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΙΜΗΣ ΜΑΛΑΚΟΥ ΣΙΤΟΥ ..... σελ. 38	σελ. 38
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3.7: ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΙΜΗΣ ΣΚΛΗΡΟΥ ΣΙΤΟΥ .....σελ. 38	σελ. 38
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.4.1: : ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΟΜΙΛΟΥ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....σελ. 43	σελ. 43
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.5.4.1 :ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2012- 2015 ..... σελ. 60	σελ. 60
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.5.5.1 : ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε 2011-2015 ..... σελ. 63	σελ. 63

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.6.3.1: ΧΡΟΝΙΚΗ ΔΙΑΦΟΡΑ ΜΕΤΑΞΥ ΕΙΣΠΡΑΞΕΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (ΗΜΕΡΕΣ) .....	σελ. 76
ΠΙΝΑΚΑΣ Α.6.3.2:ΤΑΜΙΑΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΗΜΕΡΕΣ) .....	σελ. 77
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1.1: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	σελ. 98
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1.2: ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΤΙΜΕΣ ΑΜΟΙΒΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Η.Π.Α .....	σελ. 118
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1.3: DEFAULT SPREAD ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΧΩΡΩΝ .....	σελ. 119
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1.4: ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ .....	σελ. 126
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.1: ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	σελ.134
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.2:ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	σελ. 134
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.3: ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	σελ. 135
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.4: ΣΧΕΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	σελ. 135
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.5: ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ .....	σελ. 136
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.6: ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	σελ. 138
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.7: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	σελ. 139
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.1: ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΜΥΛΟΙ	

ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε .....	σελ. 141
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.2:ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε .....	σελ. 141
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.3:ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΕΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε .....	σελ. 141
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.4:ΕΤΗΣΙΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε .....	σελ.142
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.5: ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε .....	σελ. 142
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.6: ΣΧΕΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε .....	σελ. 142
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.7: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε .....	σελ. 145
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.1: ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	σελ.146
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.2: ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	σελ. 146
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.3: ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΕΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	σελ. 147
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.4:ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	σελ. 147
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.5:ΕΞΕΛΙΞΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.....	σελ. 147
Πίνακας Β.3.3.6: ΣΧΕΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε .....	σελ. 148
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.7: ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ ΑΠΟ ΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε .....	σελ. 148



ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.4.1: ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΤΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε. ....	σελ. 149
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.4.2: ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΤΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε.....	σελ. 149
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.4.3: ΣΧΕΣΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε.....	σελ. 150
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.4.4: ΣΧΕΣΗ ΞΕΝΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε.....	σελ. 150
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.4.1: ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ Μ.Σ.Κ.Κ. ΚΑΙ ΤΟ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ .....	σελ. 154
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.4.2: ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Σ Α.Ε ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΜΣΚΚ ΚΑΙ ΤΟ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ .....	σελ. 154
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΚΑΙ ΚΛΑΔΟΥ .....	σελ. 156
ΠΙΝΑΚΑΣ Β.4.4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ .....	σελ. 156
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015 .....	σελ. 162
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015 .....	σελ. 164
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.3 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ 2011-2015 .....	σελ. 165
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2011-2015 .....	σελ. 166
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ	

ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015 .....	σελ. 167
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ 2011-2015 .....	σελ. 168
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2011-2015 .....	σελ. 169
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.8 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2011-2012 .....	σελ. 170
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.9 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2012-2013 .....	σελ. 171
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.10 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2013-2014 .....	σελ. 172
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.11 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2014-2015 .....	σελ. 173
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.12 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε 2010-2015 .....	σελ. 175
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.13 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ .....	σελ. 175
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.14 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ .....	σελ. 178
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.15 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015 .....	σελ. 179
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.16 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ_ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015.....	σελ. 180
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.17 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ 2011-2015.....	σελ. 181
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.18 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε 2011-2015 .....	σελ. 182
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.19 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2011-2012 .....	σελ. 183
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.20 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2012-2013 .....	σελ. 184
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.21 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2013-2014 .....	σελ. 185
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.22 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2014-2015 .....	σελ. 186
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.23 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2010-2015 .....	σελ. 188

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.24 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015 .....	σελ. 189
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.25 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ 2011-2015 .....	σελ. 190
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.26 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2011-2015 .....	σελ. 191
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.27 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015 .....	σελ. 192
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.28 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ 2011-2015 .....	σελ. 193
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.29 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2011-2015 .....	σελ. 194
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.30 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2011-2012 .....	σελ. 195
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.31 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2012-2013 .....	σελ. 196
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.32 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2013-2014 .....	σελ. 197
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.33 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2014 2015.....	σελ. 198
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.34 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2010-2015 .....	σελ. 200
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.35 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ .....	σελ. 201
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.36 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ .....	σελ. 202
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.37 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 .....	σελ. 203
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.38 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε	

ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015 .....	σελ. 204
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.39 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ .....	σελ. 205
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.40 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 .....	σελ. 206
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.41 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2012 .....	σελ. 208
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.42 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2012-2013 .....	σελ. 209
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.43 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2013-2014 .....	σελ. 210
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.44 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2014-2015 .....	σελ. 211

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....σελ. 66	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....σελ. 67	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.3: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ.....σελ. 68	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΜΙΚΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ... ..σελ. 68	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ.. ..σελ.69	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....σελ. 70	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.3: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....σελ. 71	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.4: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ.....σελ. 71	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.5: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ.....σελ. 72	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.6: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ..σελ. 73	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ..σελ. 75	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ..σελ. 77	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.3: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ..σελ. 78	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ..σελ. 79	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ..σελ. 80	

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ/ ΪΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....σελ. 83	σελ. 83
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΞΕΝΩΝ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ/ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....σελ. 84	σελ. 84
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5.3: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΒΑΘΜΟΥ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ .....σελ. 85	σελ. 85
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ/ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ .....σελ. 86	σελ. 86
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΟΥ.....σελ. 86	σελ. 86
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.7.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΓΑΛΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ.....σελ. 87	σελ. 87
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.7.2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ .....σελ. 87	σελ. 87
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.7.3: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΓΑΛΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ .....σελ. 88	σελ. 88

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	I
<i>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</i> .....	III
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b> .....	IV
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b> .....	XI
<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ</b> .....	XIII
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	1
1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ.....	1
2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	2
3. ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	2
<b>ΜΕΡΟΣ Α΄: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ</b> .....	5
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.1: ΘΕΩΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ – ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ - ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b> .....	5
A.1.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	8
A.1.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.....	11
A.1.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	13
A.1.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	16
A.1.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	18
A.1.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ.....	19
A.1.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....	20
A.1.8 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	21
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.2: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ</b> .....	23
A.2.1.1 Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΤΑ ΤΟ 2015.....	23
A.2.1.2 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ Α.Ε.Π.....	23
A.2.1.3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΜΠΟΡΙΟ.....	24
A.2.1.4 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ.....	24
A.2.1.5 ΤΙΜΕΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ.....	25
A.2.1.6 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.....	25
A.2.1.7 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.....	25
A.2.2 Η ελληνική Οικονομία κατά το 2015.....	26
A.2.2.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΤΑΣΕΙΣ.....	26
A.2.2.2 ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΘΝΙΚΟ ΠΡΟΪΟΝ.....	26
A.2.2.3 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ.....	27

A.2.2.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.....	28
A.2.2.5 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ .....	30
A.2.2.6 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ .....	31
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ .....</b>	<b>34</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΥΠΟ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ .....</b>	<b>41</b>
A.4.1: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε .....	41
A.4.1.1: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΔΡΟΜΗ.....	41
A.4.1.2: Η ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε ΣΗΜΕΡΑ.....	42
A.4.2:ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. ....	46
A.4.3:ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	48
A.4.4:ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ «ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Ε.».....	50
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ .....</b>	<b>53</b>
A.5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	53
A.5.2 ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	53
A.5.3 ΚΕΠΕΝΟΣ ΑΒ.Ε.Ε.....	56
A.5.4 ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	59
A.5.5 ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.....	62
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.6 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ .....</b>	<b>65</b>
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	65
A.6.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ .....	65
A.6.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ .....	69
A.6.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ .....	75
A.6.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	79
A.6.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ .....	82
A.6.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ .....	86
A.6.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ .....	87
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.7 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....</b>	<b>89</b>
A.7.1 ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε.....	89
A.7.2 ΚΕΠΕΝΟΣ ΑΒ.Ε.Ε .....	89
A.7.3 ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε .....	90
A.7.4 ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.....	91
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ .....</b>	<b>93</b>
<b>ΜΕΡΟΣ Β΄: ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ..</b>	<b>97</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>97</b>



<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.1: ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b> .....	98
B.1.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ .....	99
B.1.1.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΑΞΙΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	100
B.1.1.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ .....	100
B.1.1.2.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	103
B.1.1.2.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ.....	107
B.1.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	110
B.1.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ.....	112
B.1.4 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ Ο ΤΡΟΠΟΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ .....	113
B.1.4.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.....	115
B.1.4.1.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ.....	117
B.1.4.1.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΥΨΟΥΣ ΤΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	118
B.1.4.1.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΥΨΟΥΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ $\beta$ .....	122
B.1.4.1.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	124
B.1.4.1.6 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.....	128
B.1.4.2 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΡΙΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΤΩΝ FRENCH ΚΑΙ FAMA.....	129
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.2: ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ</b> .....	131
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.3: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΟ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ</b> .....	134
B.3.1: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε .....	134
B.3.2: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. ....	141
B.3.3: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	146
B.3.4: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.....	149
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.4: ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ</b> .....	152
B.4.1 ΚΥΡΙΟΤΕΡΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ.....	152
B.4.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	153
B.4.3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	156
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	158
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ, ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b> .....	160
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε .....	161

ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ ΑΒ.Ε.Ε. ....	174
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε.....	187
ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.....	199

# ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Ο αντικειμενικός σκοπός της εργασίας αυτής είναι διπτός: αφενός η χρηματοοικονομική ανάλυση τεσσάρων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών του κλάδου της αλευροβιομηχανίας και αφετέρου ο υπολογισμός της εύλογης αξίας των μετοχών τους.

Μέσω της ανάλυσης των λογιστικών τους καταστάσεων θα γίνει προσπάθεια να εντοπιστούν οι κυριότερες δυνάμεις και αδυναμίες τους προκειμένου όχι μόνο να αναλυθεί η τρέχουσα οικονομική τους κατάσταση αλλά και να εντοπιστούν συγκεκριμένες περιοχές της εταιρικής λειτουργίας όπου οι διοικήσεις θα πρέπει να παρέμβουν προκειμένου οι επιχειρήσεις να λειτουργήσουν αποτελεσματικότερα και αποδοτικότερα.

Όσον αφορά στην αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων, πέραν του υπολογισμού της εύλογης αξίας τους, βασικός στόχος της εργασίας είναι η ανάδειξη των θεμελιωδών παραγόντων δημιουργίας ή καταστροφής αξίας για τους μετόχους. Αναμένεται να αναδειχθεί ως κύριος τέτοιος παράγοντας η διαφορά ανάμεσα στην απόδοση κεφαλαίου που επιτυγχάνει η εταιρία και στο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου υπό το οποίο λειτουργεί.

Τέλος, θα προσπαθήσουμε να δώσουμε στη χρηματοοικονομική ανάλυση συμπληρωματικό ρόλο σε αυτόν της διαδικασίας αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, κατόπιν του εντοπισμού των κυριότερων δυνάμεων και αδυναμιών των εταιριών θα γίνει χρήση των πορισμάτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης για την εξειδίκευση των πολιτικών που θα πρέπει να ακολουθηθούν προκειμένου οι διοικήσεις τους να καταφέρουν να επαυξήσουν την αξία τους.

Στο σημείο αυτό θα θέλαμε να δηλώσουμε ότι, όσον αφορά στις εύλογες αποτιμήσεις που υπολογίστηκαν στα πλαίσια αυτής της εργασίας, αυτές προέκυψαν στη βάση συγκεκριμένων υποθέσεων εργασίας την ευθύνη των οποίων έχει αποκλειστικά γράφοντας. Στο βαθμό λοιπόν που οι αποτιμήσεις των εταιριών απηχούν τις προσωπικές και μόνο απόψεις του, σε καμία περίπτωση δεν θα πρέπει να εκληφθούν ως απόδειξη ή έστω ένδειξη σχετικά με την υποεκτίμηση ή υπερεκτίμηση της παρελθούσας, της παρούσας ή της μέλλουσας αξίας των μετοχών τους .

Οι τέσσερις εταιρίες που θα παρουσιαστούν είναι οι κάτωθι:

ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.

ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε.

ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.

## **2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Η μεθοδολογία της εργασίας θα έχει επαγωγικό χαρακτήρα σύμφωνα με τις αρχές της top-down analysis. Συγκεκριμένα, εκκινώντας από τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στο πεδίο της οικονομίας, πρώτα σε διαθνές και ύστερα σε διεθνές επίπεδο, θα προχωρήσουμε στην ανάλυση των ιδιαίτερων συνθηκών που αφορούν τον κλάδο της αλευροβιομηχανίας προκειμένου να καταλήξουμε στη διενέργεια της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων των υπό μελέτη επιχειρήσεων καθώς και στην αποτίμηση της εύλογης αξίας τους.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση θα διενεργηθεί σε βάθος πενταετίας και θα οργανωθεί σε τέσσερα στάδια σύμφωνα με τις κατευθύνσεις της σχετικής βιβλιογραφίας: αυτά της στατιστικής ανάλυσης, της κριτικής διερεύνησης αριθμοδεικτών, της κριτικής διερεύνησης πινάκων κινήσεως κεφαλαίων και τέλος, αυτό της εξαγωγής συμπερασμάτων.

Η αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων θα γίνει κάνοντας χρήση του κατάλληλου υποδείγματος προεξόφλησης ταμιακών ροών κατόπιν μελέτης του αλγόριθμου που προτείνει ο καθηγητής Aswath Damodaran (Damodaran, 2012). Ο υπολογισμός του κινδύνου της επένδυσης θα γίνει με χρήση του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM).

Κύριες πηγές πληροφόρησης θα είναι οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των υπό εξέταση εταιριών από τις οποίες θα γίνει χρήση ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσης σε επίπεδο ομίλου, η ετήσια έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος καθώς και σχετικές κλαδικές εκθέσεις συμβούλων επιχειρήσεων.

## **3. ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Η χρησιμότητα της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων των επιχειρήσεων έγκειται στο γεγονός ότι μέσω της χρήσης συγκεκριμένων αριθμοδεικτών ο ενδιαφερόμενος είναι σε θέση να σχηματίσει μια πολύ καλή εικόνα αναφορικά με την οικονομική τους κατάσταση.

Λαμβάνοντας λοιπόν πληροφόρηση για ζητήματα όπως η ρευστότητα, η κερδοφορία, η δανειακή επιβάρυνση καθώς και πλήθος άλλων, παράγοντες που καθορίζουν τις οικονομικές εξελίξεις όπως οι μέτοχοι, οι δανειστές και οι προμηθευτές είναι σε θέση να λάβουν αποφάσεις σε σχέση με τα ιδιαίτερα κίνητρα και συμφέροντά τους.

Από την άλλη πλευρά, κατά τη διαδικασία αποτίμησης αξίας μιας επιχείρησης ο αναλυτής θα πρέπει να έχει υπόψη του την παρατήρηση του Fernandez (Fernandez 2007), σύμφωνα με την οποία δεν θα πρέπει να γίνεται σύγχυση των εννοιών της τιμής και της αξίας της καθώς η μεν πρώτη αναφέρεται στην ποσοτικοποιημένη σε νομισματικούς όρους συμφωνία μεταξύ αγοραστή και πωλητή, η οποία και έχει αντικειμενική διάσταση, ενώ η δεύτερη αναφέρεται στους ιδιαίτερους στόχους που η κάθε πλευρά θέλει να εξυπηρετήσει. Η επιδίωξη των διαφορετικών αυτών στόχων ως αποτέλεσμα θα έχει την εστίαση κάθε επενδυτή σε διαφορετικές όψεις της επένδυσης (π.χ τιμολόγηση από την πλευρά του αγοραστή της αξίας της εμπορικής φήμης μιας εταιρίας ενώ από την πλευρά του πωλητή του λειτουργικού της κεφαλαίου) και ακολούθως στην τιμολόγησή της σε πολύ διαφορετικά επίπεδα.

Σε γενικές γραμμές η αποτίμηση επενδύσεων μπορεί να χρησιμεύσει:

- Στο πεδίο των εξαγορών και συγχωνεύσεων προκειμένου πωλητής και αγοραστής να υπολογίσουν την προσφορά που θα κάνει έκαστος.
- Στην λήψη αποφάσεων σχετικά με την αγορά ή πώληση μετοχών ή την κατασκευή αποτελεσματικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων.
- Στην τιμολόγηση των μετοχών εταιριών προκειμένου να εισαχθούν σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά.
- Στην αποτίμηση της συμβολής διαφορετικών τμημάτων μιας εταιρίας στην δημιουργία αξίας καθώς και στην επισήμανση των δραστηριοτήτων που συμβάλλουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης (value drivers).
- Στη λήψη στρατηγικού τύπου αποφάσεων σχετικά με την κατεύθυνση που θα πρέπει να ακολουθήσει η εταιρία (είσοδος σε νέες αγορές, εξαγορές, επενδύσεις σε διεθνείς αγορές κλπ).

Πέραν όμως των ανωτέρω χρησιμότητων, θεωρείται ότι η διαδικασία ορθής ή μη αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στη γενικότερη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος αλλά και στην ίδια τη λειτουργία της οικονομίας. Συγκεκριμένα, η αποσύνδεση της τιμής των μετοχών από την εσωτερική αξία τους, όπως προκύπτει από τη σχέση μεγεθών όπως η

αποδοτικότητα κεφαλαίου (ROIC), ο ρυθμός μεγέθυνσης και το κόστος κεφαλαίου, είναι δυνατόν να οδηγήσει σε χρηματιστηριακές φούσκες (market bubbles) καθώς και σε οικονομικές κρίσεις.

Τελικά, ίσως να μην αποτελεί υπερβολή να υποστηριχθεί ότι η αποτίμηση αξίας ενδιαφέρει όποιον έχει σχέση ή σκοπεύει να δημιουργήσει σχέση με τον κόσμο των επιχειρήσεων. Υπό την έννοια αυτή η αξία και οι τρόποι υπολογισμού της ενδιαφέρουν το σύνολο των εμπλεκόμενων στην οικονομική ζωή: μετόχους, δανειστές, διοικήσεις επιχειρήσεων, κράτος και ρυθμιστικές αρχές.

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks1996.
- Παναγιώτης Γ. Αρτίκης, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Interbooks 2010.
- Aswath Damodaran, Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset, 3<sup>rd</sup> Edition, Wiley 2012
- Pablo Fernandez, Company Valuation Methods. The most common errors in valuations, Working Paper, 2007  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=274973](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973),
- T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, Wiley 2010

## **ΜΕΡΟΣ Α': ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.1: ΘΕΩΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ – ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ - ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

Όπως σημειώθηκε ήδη, στόχος της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων είναι η αποτύπωση της παρούσας χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Σε ειδικότερο επίπεδο, μέσω της χρήσης εργαλείων όπως είναι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες και οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων, γίνεται προσπάθεια προκειμένου να φωτιστούν όψεις της λειτουργίας μιας επιχείρησης, όπως η αποδοτικότητα, η δανειακή επιβάρυνση, το περιθώριο κέρδους κ.ο.κ.

Προκειμένου να διεξαχθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση κατά τον καλύτερο δυνατόν τρόπο θα πρέπει να οργανωθεί σε τέσσερις φάσεις. Αυτές είναι:

1. **Η φάση της στατιστικής ανάλυσης**, στο πλαίσιο της οποίας, λαμβάνουν μέρος εργασίες όπως οι κάτωθι:
  - i. Γίνεται καθορισμός του αριθμού των χρήσεων στις οποίες θα προστρέξει ο αναλυτής. Σημαντικό είναι να επιλεγθεί ένας αριθμός ο οποίος να αντιστοιχεί κατά τον καλύτερο δυνατόν τρόπο στις διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου, έτσι ώστε τα αποτελέσματα της ανάλυσης να αντανακλούν τις επιδόσεις της εταιρίας στο σύνολο της οικονομικής συγκυρίας.
  - ii. Εξετάζονται οι ισολογισμοί και οι κατάστασεις αποτελεσμάτων χρήσης των εταιριών προκειμένου να κατανοηθεί το ουσιαστικό περιεχόμενό τους και να αρθούν δυνητικά προβλήματα από καταστάσεις απουσίας λογιστικής τυποποίησης, με ενδεχόμενη ανακατάταξη των στοιχείων τους.
  - iii. Παράθεση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης σε κάθετη μορφή με τη μία δίπλα στην άλλη και εν συνεχεία αποτύπωση κάθε στοιχείου του ενεργητικού ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού και κάθε στοιχείου του παθητικού ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού,

ούτως ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τη βελτίωση ή τη χειροτέρευση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων. Την ίδια ανάγκη καλύπτει και η ανάλυση δεικτών (index analysis) στα πλαίσια της οποίας τα στοιχεία διαδοχικών καταστάσεων εκφράζονται ως ποσοστό του λογαριασμού της πρώτης χρήσης, το οποίο γίνεται αντιληπτό ως στοιχείο βάσης παρέχοντας στοιχεία τάσης για τα εταιρικά δεδομένα.

- iv. Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών (ratios) της επιχείρησης. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι απαραίτητη κρίνεται η παράθεση των δεικτών ως ποσοστό του έτους εκκίνησης προκειμένου να προκύψουν αριθμοδείκτες τάσης και με τον τρόπο αυτό να καταστεί δυνατή η πιο ανάγλυφη αποτύπωση των διαχρονικών μεταβολών των οικονομικών δεδομένων της επιχείρησης. Τονίζεται δε, ότι η ανάλυση αυτή καλό θα είναι να περιοριστεί σε στοχευμένους αριθμοδείκτες, η συσχέτιση των οποίων οδηγεί σε κάποια λογικά συμπεράσματα και όχι στο σύνολο των αριθμοδεικτών της επιχείρησης.
- v. Ακολουθεί η σύνταξη πινάκων κίνησησης κεφαλαίων και τέλος,
- vi. Ο υπολογισμός για την ίδια χρονική περίοδο των ανωτέρω στοιχείων τόσο σε επίπεδο ανταγωνιστών όσο και σε επίπεδο κλαδικών μέσων όρων.

## 2. Μετά τη στατιστική ανάλυση, ακολουθεί **η φάση της κριτικής διερεύνησης των αριθμοδεικτών.**

Οι αριθμοδείκτες συνιστούν τα πλέον γνωστά και ευρέως χρησιμοποιούμενα μέσα ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων. Στη βιβλιογραφία είναι αρκετά καλά τεκμηριωμένη η ευρεία χρήση όσο και η χρησιμότητά τους. Έτσι, ο Κάντζος σημειώνει ότι υπό την προϋπόθεση ότι ένας αριθμοδείκτης εκφράζει σχέσεις με νόημα, συνιστά σημαντικό εργαλείο στα χέρια του αναλυτή, αφού παρέχει μια σύντομη και συνοπτική αλλά εξαιρετικά σημαντική εικόνα των ζωτικών λειτουργιών της οικονομικής μονάδας και χρησιμεύει για τη δημιουργία συγκριτικών προτύπων, εξαλείφοντας διαφορές ως προς το μέγεθος των συγκρινόμενων μονάδων. Επίσης, δύνανται να χρησιμοποιηθούν σε στατιστικά μοντέλα πρόβλεψης και τέλος χρησιμοποιούνται ευρέως από τα στελέχη των επιχειρήσεων αναφορικά με τη λήψη αποφάσεων (Κάντζος, 1997).

Από την άλλη πλευρά, ο αναλυτής θα πρέπει να έχει σαφή επίγνωση και των προβλημάτων που συνεπάγεται η χρήση των αριθμοδεικτών. Τα σημαντικότερα από αυτά συνοψίζονται στα κάτωθι: συχνά γίνεται άκριτη χρήση των αριθμοδεικτών με αποτέλεσμα να προκύπτουν συγκρίσεις



στερούμενες νοήματος όταν παρατίθενται στοιχεία εταιριών διαφορετικών κλάδων. Τακτικά επίσης, γίνεται επιλογή μεγάλου συνόλου αριθμοδεικτών οι περισσότεροι των οποίων δεν είναι κατάλληλοι για την κατανόηση της υπό ανάλυση εταιρίας.

Συνοψίζοντας τα ανωτέρω, κεντρική παραδοχή για την επιτυχή εργασία σε αυτή τη φάση, αποτελεί το γεγονός ότι οι αριθμοδείκτες κάθε εταιρίας πρέπει να χρησιμοποιούνται ως σχετικοί αριθμοί και όχι ως απόλυτοι, ούτως ώστε, μέσω της διαχρονικής και διακλαδικής σύγκρισής τους με αντίστοιχα πρότυπα να προκύψουν κατά το δυνατόν πλουσιότερα συμπεράσματα.

Προκειμένου να επιτευχθεί ο ανωτέρω στόχος προτείνονται οι κάτωθι τρόποι εργασίας:

- I. Ανάλυση των αριθμοδεικτών της εταιρίας μέσω της διαχρονικής τους εξέλιξης προκειμένου να τεκμηριωθεί η βελτιούμενη ή επί τα χείρω χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας και
  - II. Εμπλουτισμός της ανωτέρω ανάλυσης με εισαγωγή τόσο της διάστασης του ανταγωνισμού με παράθεση των αντίστοιχων δεικτών εταιριών με όμοια χαρακτηριστικά όσο και αυτής της κλαδικής διάστασης με αντιπαραβολή ως προς τους κλαδικούς μέσους όρους. Παρ' όλα αυτά, επισημαίνεται ότι και οι κλαδικοί μέσοι όροι θα πρέπει να γίνονται δεκτοί με επιφύλαξη καθότι πολλές φορές δεν αποτελούν το ιδεωδέστερο πρότυπο σύγκρισης. Έτσι, κάποιες φορές είναι προτιμότερο η ανάλυση να λαμβάνει χώρα στη βάση «επιδιωκόμενων αριθμοδεικτών» (standard ratios) οι οποίοι περιγράφουν το τι επιδιώκεται να επιτευχθεί επιτρέποντας έτσι τη σύγκριση της εταιρίας με τα αποτελέσματα των αποδοτικότερων εταιριών του κλάδου.
3. Ακολούθως προχωρούμε στην κριτική διερεύνηση των Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων όπου και εδώ εργασζόμαστε όπως επιγράφηκε στην παράγραφο 2, δηλαδή σε επίπεδο εταιρίας, ανταγωνισμού και κλάδου.
  4. Τέλος, η διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης ολοκληρώνεται με τη **φάση εξαγωγής συμπερασμάτων**, για την αποτελεσματική διεκπαίρεση της οποίας απαιτείται ο αρμονικός συνδυασμός λογιστικών και χρηματοοικονομικών γνώσεων, γνώση του κλάδου εντός του οποίου δραστηριοποιείται η επιχείρηση καθώς και γνώση της διεθνούς και εγχώριας οικονομίας προκειμένου τα όποια συμπεράσματα να ενταχθούν και να ερμηνευθούν στο πλαίσιο της δεδομένης οικονομικής συγκυρίας (Αρτίκης 2003).

## **A.1.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

Ο συγκεκριμένος δείκτης, μετρά τη δυνατότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη. Προκύπτει από τη σχέση:

$$\text{Συνολική αποδοτικότητα} = \frac{\text{Συνολικά κέρδη}}{\text{Σύνολο καθαρού ενεργητικού}} \times 100$$

Τα συνολικά κέρδη προκύπτουν από το άθροισμα των οργανικών κερδών, των τόκων χρεωστικών και των λοιπών εξόδων ξένης χρηματοδότησης. Ως σύνολο του καθαρού ενεργητικού ορίζεται ο μέσος αριθμητικός που προκύπτει από το ύψος του καθαρού ενεργητικού στην αρχή και στο τέλος της χρήσης.

Τυχόν εξωεπιχειρηματικές επενδύσεις αφαιρούνται από το καθαρό ενεργητικό και ακολούθως αφαιρούνται από τα συνολικά κέρδη τα έσοδα που προκύπτουν από αυτές.

Η τιμή της συνολικής αποδοτικότητας μπορεί να προκύψει και από το γινόμενο του περιθωρίου κέρδους επί τη συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα της επιχείρησης και με τον τρόπο αυτό δύνανται να προκύψουν δύο τρόποι βελτίωσης της αποδοτικότητας: μέσω ανόδου του περιθωρίου κέρδους ή μέσω αύξησης της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας.

### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων δίνει το μέτρο επίτευξης ικανοποιητικών αποτελεσμάτων από την επιχείρηση καθώς αντανακλά το βαθμό ικανότητας της οικονομικής μονάδας στην παραγωγή κερδών προς ανταμοιβή των μετόχων που έχουν δεσμεύσει κεφάλαια σε αυτή. Ο εν λόγω δείκτης προκύπτει από τη σχέση:

$$\text{Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \times 100$$

Ως καθαρά κέρδη ορίζονται τα κέρδη που προκύπτουν από τα αποτελέσματα χρήσης μετά την αφαίρεση φόρων και μερισμάτων προνομιούχων μετοχών, οπότε από τα ίδια κεφάλαια θα πρέπει να αφαιρεθεί το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο. Στην περίπτωση αυτή ο δείκτης υπολογίζεται από την πλευρά του κοινού μετόχου.

Όταν όμως ο δείκτης υπολογίζεται από την πλευρά της εταιρίας, τότε οι φόροι και τα προνομιούχα μερίσματα δεν πρέπει να αφαιρούνται καθώς συνιστούν μέρος της ικανότητας της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

Στα πλαίσια αυτής της εργασίας θα υπολογίσουμε τον ανωτέρω δείκτη από την πλευρά της εταιρίας.

Αναφορικά με τον υπολογισμό του παρονομαστή επισημαίνεται ότι το ύψος του προκύπτει από το μέσο όρο των ιδίων κεφαλαίων της αρχής και του τέλους της χρήσης.

Σημειώνεται ότι ο συγκεκριμένος δείκτης δύναται να προκύψει και ως το γινόμενο του καθαρού περιθωρίου κέρδους, της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού και του λόγου του καθαρού ενεργητικού προς τα ίδια κεφάλαια. Με τον τρόπο αυτό δίνεται η δυνατότητα στους αναλυτές και στα στελέχη των επιχειρήσεων να ερμηνεύσουν τις μεταβολές του δείκτη και να προβούν στις απαραίτητες διορθωτικές κινήσεις αναφορικά με την πορεία της επιχείρησης.

## **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΜΙΚΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ Η ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ**

Ο δείκτης αυτός προκύπτει από τον υπολογισμό του πηλίκου των μικτών κερδών προς τις καθαρές πωλήσεις της χρήσεως. Δηλαδή:

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

Συναφής (συμπληρωματικός) προς τον ανωτέρω δείκτη είναι ο δείκτης του κόστους πωληθέντων προς τις καθαρές πωλήσεις της περιόδου.

Πρόκειται για δείκτη μεγάλης σπουδαιότητας για εμπορικές ή βιομηχανικές επιχειρήσεις όπου το κόστος πωληθέντων συνιστά το σημαντικότερο ίσως μέτρο για την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Συγκεκριμένα, μέσω του εν λόγω δείκτη προκύπτουν ενδείξεις αναφορικά με τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης, αφού η επίτευξη υψηλής τιμής υποδηλώνει:

- Άνετη κάλυψη των λειτουργικών εξόδων και επίτευξη ικανοποιητικού κέρδους μέσω της ικανότητας της διοίκησης να αγοράζει φθηνά και να πωλεί ακριβά και

- Δυνατότητα απορρόφησης χωρίς μεγάλες δυσκολίες των αυξήσεων της πλευράς του κόστους προϊόντος.

Από την άλλη πλευρά, χρειάζεται πάντα ο αναλυτής να χρησιμοποιεί τους δείκτες με προσοχή και λαμβάνοντας πάντα υπόψη τις τακτικές επιλογές της διοίκησης αλλά και το επίπεδο του ενδοκλαδικού ανταγωνισμού. Έτσι, εντός αυτών των πλαισίων μια χαμηλή τιμή του δείκτη μικτού κέρδους είναι δυνατόν αντανακλά τη βούληση της διοίκησης για τη δυναμική προώθηση ενός νέου προϊόντος ή την επιλογή της για επίτευξη υψηλών κερδών μέσω της αύξησης του όγκου των πωλήσεων αντισταθμίζοντας έτσι το χαμηλό περιθώριο κέρδους.

### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ Η ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ**

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το επίπεδο του ποσοστού κέρδους που επιτελεί η επιχείρηση από τις λειτουργικές της δραστηριότητες, μετά την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Στον υπολογισμό των καθαρών κερδών της εκμεταλλεύσεως δεν συμπεριλαμβάνονται μη λειτουργικά έσοδα και κέρδη όπως και μη λειτουργικά έξοδα και ζημίες, ήτοι:

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

Εδώ θα πρέπει να τονιστεί ότι από τη συνδυασμένη χρήση των δεικτών καθαρού περιθωρίου και μικτού κέρδους είναι δυνατόν να προκύψουν σημαντικά συμπεράσματα για τη λειτουργία της επιχείρησης.

Έτσι, η μη μεταβολή διαχρονικά του δείκτη μικτού κέρδους με τον δείκτη καθαρού περιθωρίου να σημειώνει κάμψη κατά την ίδια περίοδο, συνιστά ένδειξη δυσανάλογης αύξησης του κόστους λειτουργίας της επιχείρησης.

Αντιστοίχως, η κάμψη του δείκτη μικτού κέρδους με τον αντίστοιχο καθαρού περιθωρίου να παραμένει σταθερός, σηματοδοτεί δυσανάλογη αύξηση του κόστους πωληθέντων ως προς τα έσοδα πωλήσεων.

Τέλος, η ταυτόχρονη κάμψη και των δύο αυτών δεικτών με τα έξοδα λειτουργίας να παραμένουν σταθερά, υποδηλώνει αποκλειστικά και μόνο υπέρμετρη αύξηση του κόστους παραγωγής.

## A.1.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ.

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης υπολογίζεται από τη σχέση

$$\text{Συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Καθαρού ενεργητικού}}$$

Όπως και προηγουμένως, το σύνολο του καθαρού ενεργητικού προκύπτει από το μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού της αρχής και του τέλους της χρήσεως.

Ο αριθμοδείκτης της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού της επιχείρησης εκφράζει το βαθμό χρήσης αυτού ως προς τις πωλήσεις. Υψηλή τιμή υποδηλώνει εντατική και αποτελεσματική χρήση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας ενώ χαμηλ παραπέμπει σε μη αποδοτική χρήση οπότε και η εταιρία είτε θα πρέπει να βρει τρόπους αύξησης του βαθμού χρήσης τους είτε θα πρέπει να προχωρήσει σε μερική ρευστοποίησή τους. Με άλλα λόγια ο συγκεκριμένος δείκτης συγκρινόμενος με τον κλαδικό μέσο όρο παρέχει πληροφόρηση σχετικά με πιθανή υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με τις πραγματοποιούμενες πωλήσεις.

### ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΠΑΓΙΟΥ ΚΑΙ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού προκύπτει από την κάτωθι σχέση:

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα πάγιου ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$$

Το ύψος του πάγιου ενεργητικού προκύπτει από τη μέση τιμή των τιμών έναρξης και λήξης της χρήσεως.

Ο συγκεκριμένος δείκτης δίνει πληροφορίες αναφορικά με το βαθμό χρησιμοποίησεως, των παγίων περιουσιακών στοιχείων.

Όπως και προηγουμένως μεγαλύτερη τιμή του δείκτη υποδηλώνει εντατικότερη χρήση των παγίων περιουσιακών στοιχείων.

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού προκύπτει από την κάτωθι σχέση:

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα κυκλοφορούντος ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

Εκ των ανωτέρω δεικτών, ο δεύτερος παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον αφού είναι μεν αληθές ότι οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις είναι αυτές που δημιουργούν τις απαιτούμενες συνθήκες για την ανάπτυξη επικερδούς δραστηριότητας εντούτοις τα κέρδη της επιχείρησης εξαρτώνται άμεσα από τα κυκλοφορούντα κεφάλαιά της.

Πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι σε κάθε αύξηση των παγίων επενδύσεων αντιστοιχεί μια προσωρινή μείωση της συνολικής αποδοτικότητας της επιχείρησης, η οποία θα ανέλθει ξανά σε φυσιολογικά επίπεδα μετά την αύξηση του κύκλου εργασιών, ανάλογου της νέας παραγωγικής δυναμικότητας. Παρ' όλα αυτά στο βαθμό που για την αύξηση των πωλήσεων είναι απαραίτητη και ανάλογη επένδυση σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, το τελικό αποτέλεσμα θα είναι η αποκατάσταση της ισορροπίας μεταξύ παγίων και κυκλοφορούντων στοιχείων.

### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ**

Αυτός ο αριθμοδείκτης υπολογίζεται αν διαιρέσουμε το ύψος των καθαρών πωλήσεων με το μέσο απόθεμα προϊόντων, όπως προκύπτει από το μέσο όρο των τιμών έναρξης και λήξης της λογιστικής χρήσης δηλαδή:

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

Το ύψος των αποθεμάτων συνήθως υπολογίζεται βάσει της τιμής του τέλους της χρήσης. Όταν όμως υπάρχει εποχικότητα στις πωλήσεις καλύτερο είναι να υπολογίζεται από το μέσο όρο του δωδεκαμήνου και στην περίπτωση που αυτό δεν είναι δυνατόν, θα πρέπει να υπολογιστεί ως μέσος όρος των τιμών εκκίνησης και τέλους της χρήσης.

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης είναι εξαιρετικά χρήσιμος αφού παρέχει στοιχεία αναφορικά με το πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο αποτελεσματικότερη είναι η επιχείρηση αφού λειτουργεί διατηρώντας το ελάχιστο απαιτούμενο ύψος αποθεμάτων ελαχιστοποιώντας με τον τρόπο αυτό το ύψος των τόκων και των κεφαλαίων που δεσμεύει, τις δαπάνες αποθήκευσης καθώς και τον κίνδυνο μη πώλησής τους.

Διαιρώντας τον αριθμοδείκτη αυτόν με το σύνολο των ημερών του έτους λαμβάνουμε πληροφόρηση αναφορικά με τον αριθμό των ημερών που χρειάστηκαν για να ανανεωθούν τα αποθέματα της επιχείρησης.

## **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ.**

Ο συγκεκριμένος δείκτης παρέχει πληροφόρηση αναφορικά με το πόσες φορές κατά μέσο όρο εισπράττονται εντός της οικονομικής χρήσης οι απαιτήσεις της επιχείρησης.

Υπολογίζεται από το πηλίκο των καθαρών πωλήσεων (επειδή συνήθως δεν υπάρχουν στοιχεία σχετικά με το ύψος των πωλήσεων με πίστωση) προς το μέσο όρο των απαιτήσεων όπως προκύπτει από τις τιμές έναρξης και τέλους της χρήσης. Επομένως, δίνεται από τη σχέση

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος απαιτήσεων}}$$

Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση δίνει το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί προκειμένου οι πιστωτικές πωλήσεις να μετατραπούν σε ρευστό.

Σε γενικές γραμμές, επιθυμητή είναι μια όσο το δυνατόν μεγαλύτερη τιμή για τον δείκτη ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων αφού κάτι τέτοιο σημαίνει ότι όχι μόνο συρρικνώνεται ο χρόνος δέσμευσης κεφαλαίων της επιχείρησης αλλά και ελαχιστοποιούνται οι πιθανότητες ζημιών από επισφαλείς πωλήσεις.

## **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ.**

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των διαθεσίμων εκφράζει τη συχνότητα ανανέωσης των διαθεσίμων κατά τη διάρκεια ενός έτους. Δίδεται από την παρακάτω σχέση

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθεσίμων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Διαθέσιμα}}$$

Ως διαθέσιμα (ταμείο και καταθέσεις) συνήθως υπολογίζονται τα ποσά στο τέλος της χρήσης. Όταν όμως υπάρχει εποχικότητα καλό θα είναι να χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των πωλήσεων στο τέλος κάθε μήνα ενώ στην περίπτωση που οι πωλήσεις παρουσιάζουν σταθερή αύξηση κατά τη διάρκεια του έτους προτιμότερο είναι να υπολογιστεί ο μέσος όρος της αρχής και του τέλους της χρήσης.

### **A.1.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

Οι αριθμοδείκτες της συγκεκριμένης κατηγορίας είναι εξαιρετικά σημαντικοί καθώς δίνουν πληροφόρηση αναφορικά με θέματα όπως η διαχείριση των αποθεμάτων, των χορηγούμενων πιστώσεων καθώς και των λαμβανομένων πιστώσεων.

## **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ**

Η μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα προκύπτει από την κάτωθι σχέση

$$\text{Μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα} = \frac{\text{Αποθέματα} \times 365 \text{ ημέρες}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Για τα αποθέματα ισχύουν όσα αναφέρθηκαν ανωτέρω στην κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων.

Ουσιαστικά, ο ανωτέρω δείκτης είναι αντίστροφος αυτού της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων. Ο αριθμός των ημερών του έτους διαιρούμενος με τη μέση διάρκεια της επένδυσης σε αποθέματα δίδει την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων ενώ ο ίδιος αριθμός διαιρούμενος με την κυκλοφοριακή ταχύτητα δίνει τη μέση διάρκεια της επένδυσης σε αποθέματα.

Δηλαδή, κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων ίση με 4 δείχνει ότι η μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα αντιστοιχεί σε αξία πωλήσεων 1/4 του έτους δηλαδή 3 μήνες ενώ μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα ίση με 3 μήνες παραπέμπει σε κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων ίση με 4.

Σε γενικές γραμμές, ένας μικρός δείκτης μέσης διάρκειας επένδυσης σε αποθέματα υποδηλώνει αποτελεσματικότερη διαχείριση των αποθεμάτων. Από την άλλη πλευρά όμως, ο χαμηλός δείκτης μπορεί να είναι αποτέλεσμα υπερβολικά χαμηλών αποθεμάτων ή πολλών μικρών παραγγελιών οι οποίες μπορεί να οδηγούν σε κόστος μεγαλύτερο αυτού της διατήρησης υψηλότερου επιπέδου αποθεμάτων.

## **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

Ο συγκεκριμένος δείκτης μας πληροφορεί αναφορικά με τη μέση διάρκεια που χρειάζεται μια εταιρία να εισπράξει τις απαιτήσεις της από πωλήσεις. Δίδεται από τη σχέση

$$\text{Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων} = \frac{\text{Απαιτήσεις} \times 365 \text{ ημέρες}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Για τις απαιτήσεις ισχύουν όσα γράφτηκαν ανωτέρω στην κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων.



Ο παραπάνω δείκτης είναι αντίστροφος της κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων και ισχύουν κατ' αναλογία όσα ήδη γράφτηκαν για τη μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα.

Ο εν λόγω δείκτης εκφράζει τη μέση χρονική διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση ή άλλως το χρονικό διάστημα που αναμένει η επιχείρηση μέχρι να μετατρέψει σε ρευστό τις απαιτήσεις της. Επομένως, όσο μικρότερη τιμή επιτυγχάνεται τόσο αποτελεσματικότερη θεωρείται η εμπορική πολιτική της διοικήσεως όχι μόνο διότι τα κεφάλαια που δεσμεύονται για τη χρηματοδότηση των πωλήσεων αντανakλούν πραγματικό νομισματικό κόστος αλλά και διότι τα δεσμευμένα κεφάλαια έχουν κόστος ευκαιρίας λόγω της δυνατότητας επένδυσής τους σε άλλες αποδοτικές περιοχές.

### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ**

Ο δείκτης αυτός μετρά τη μέση χρονική διάρκεια που χρειάζεται η επιχείρηση για να εξοφλήσει τους προμηθευτές της. Δίδεται από τη σχέση

$$\text{Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων} = \frac{\text{Προμηθευτές} \times 365 \text{ ημέρες}}{\text{Αγορές με πίστωση}}$$

Ως προμηθευτές λαμβάνονται τα ποσά στο τέλος της χρήσεως. Όταν όμως οι αγορές εμφανίζουν εποχικότητα ή αυξήθηκαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του έτους, προτιμότερο είναι να λαμβάνεται ο μέσος μηνιαίος όρος ή μέσος όρος της αρχής και του τέλους της χρήσης αντίστοιχα.

Αν οι αγορές με πίστωση δεν είναι γνωστές ο αναλυτής δύναται να χρησιμοποιήσει εναλλακτικά το κόστος πωληθέντων. Κάτι τέτοιο είναι ενδεδειγμένο σε εμπορικές επιχειρήσεις όπου δεν υφίσταται παραγωγική διαδικασία και έτσι το κόστος πωληθέντων αποτελείται κυρίως από αγορές. Όταν όμως υπάρχει σημαντική προστιθέμενη αξία, ο αναλυτής θα πρέπει να έχει πρόσβαση στα στοιχεία των αγορών με πίστωση προκειμένου να υπολογίσει την τιμή του εν λόγω δείκτη.

Ο συγκεκριμένος δείκτης θα πρέπει να μελετάται κατ' αρχάς σε σχέση με τους αντίστοιχους δείκτες του ανταγωνισμού. Η επίτευξη μεγαλύτερης τιμής από μια συγκεκριμένη επιχείρηση σε σχέση με τους ανταγωνιστές της συνιστά θετικό γεγονός, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι δεν έχει διαταραχθεί η σχέση της με τους προμηθευτές της, αφού αποτελεί ένδειξη ότι αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της με βραδύτερους ρυθμούς.

Επίσης, ο εν λόγω δείκτης θα πρέπει να μελετάται σε σχέση με τη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων. Η επίτευξη μικρότερης τιμής της μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων από αυτή της μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων συνιστά θετική εξέλιξη για την εταιρία αφού σημαίνει ότι αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της με ρυθμό βραδύτερο από αυτόν με τον οποίο εισπράττει τις απαιτήσεις της. Ως εκ τούτου, η επιχείρηση δεν υποχρεούται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία αφού αυτά σε μεγάλο βαθμό χρηματοδοτούνται από τους πιστωτές της.

#### **A.1.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Η έννοια της ρευστότητας παραπέμπει στην ικανότητα μιας επιχείρησης να εξοφλεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Η ανάγκη για επαρκή ρευστότητα καλύπτεται μέσω της καθημερινής μετατροπής των αποθεμάτων σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και αυτών σε μετρητά.

Τελικά, η επαρκής ρευστότητα επηρεάζει την κερδοφορία της επιχείρησης αφού αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά τότε δεν θα είναι δυνατόν να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της με αποτέλεσμα τη δυσφήμισή της και τη μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσόμενων μαζί της.

Σε γενικές γραμμές, κάθε επιχείρηση οφείλει να βρει ένα άριστο επίπεδο κυκλοφοριακών στοιχείων και τρεχουσών υποχρεώσεων αφού - αφενός η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κυκλοφοριακά στοιχεία δε συνιστά παραγωγική επένδυση και ως εκ τούτου τυχόν υπερεπένδυση θα μειώσει την κερδοφορία - αφετέρου όμως τυχόν ανεπάρκεια κυκλοφοριακών κεφαλαίων είναι πιθανόν να οδηγήσει σε αδυναμία εξυπηρέτησης υποχρεώσεων η οποία θα έχει καταστροφικές συνέπειες για την επιχείρηση.

#### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Πρόκειται για τον πλέον χρήσιμο δείκτη και προκύπτει από την κάτωθι σχέση:

$$\text{Τρέχουσα ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης παρέχει πληροφόρηση όχι μόνο για το επίπεδο της ρευστότητας της επιχείρησης αλλά και για το περιθώριο ασφαλείας που διατηρεί η διοίκηση προκειμένου να δύναται να ανταποκριθεί σε τυχόν διαταραχή στη ροή των απαιτήσεων. Όσο λοιπόν μεγαλύτερος είναι ο εν λόγω αριθμοδείκτης τόσο καλύτερη από πλευράς ρευστότητας είναι η θέση της επιχείρησης, αφού στην πράξη δεν είναι

ποτέ δυνατόν να υπάρχει ακριβής αντιστοιχία στη ροή εισερχομένων κεφαλαίων και πληρωμής απαιτήσεων.

Αν και δεν είναι δυνατόν να κατασκευασθεί ένας πρότυπος αριθμοδείκτης για όλες τις επιχειρήσεις, τιμή στο επίπεδο του 2 θεωρείται ικανοποιητική για μια εμπορική ή βιομηχανική επιχείρηση.

### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Ο εν λόγω δείκτης προκύπτει από την κάτωθι σχέση:

$$\text{Άμεση ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό-Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Αποτελεί μια πιο αυστηρή εκδοχή του αριθμοδείκτη τρέχουσας ρευστότητας αφού στα πλαίσιά του τα αποθέματα ως στοιχείο με μικρότερη ευχέρεια ρευστοποίησης δεν υπολογίζονται.

Ο αναλυτής κατά τη χρήση των αριθμοδεικτών ρευστότητας θα πρέπει να δίνει προσοχή στα κατωτέρω:

- Οι δείκτες αυτοί εμφανίζουν υψηλό βαθμό μεταβλητότητας αφού ο υπολογισμός τους προκύπτει από στοιχεία βραχείας διάρκειας.
- Επίσης, είναι δυνατόν να εμφανίζουν τη ρευστότητα της επιχείρησης σε καλύτερα επίπεδα των πραγματικών αφού, κατά την περίοδο που δημοσιεύονται οι ισολογισμοί, οι επιχειρήσεις εμφανίζουν μειωμένη δραστηριότητα γεγονός που συνεπάγεται χαμηλές βραχυπρόθεσμες επενδύσεις και επομένως υψηλά χρηματικά διαθέσιμα.
- Τέλος, παρέχουν μια στατική εικόνα της επιχείρησης, στο βαθμό που δεν δίνουν πληροφόρηση για τη σύνθεση και την ποιότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τις λήξεις των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και την ταχύτητα των κυκλοφοριακών στοιχείων ανά κατηγορία.

Τα ανωτέρω προβλήματα δύνανται να επιλυθούν μέσω της προσθήκης της κυκλοφοριακής ταχύτητας των κυκλοφοριακών στοιχείων ανά κατηγορία και των λήξεων των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τα οποία είναι πλέον δυνατόν να δώσουν μια διαφορετική εικόνα στη ρευστότητα που ονομάζεται δυναμική ρευστότητα. Αναφορικά με την τελευταία, ο αναλυτής εργάζεται σε τρία στάδια: Πρώτον, κάθε στοιχείο ενεργητικού πολλαπλασιάζεται επί την κυκλοφοριακή του ταχύτητα και στη συνέχεια υπολογίζεται το άθροισμα του νέου κυκλοφορούντος ενεργητικού. Δεύτερον, κάθε στοιχείο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων πολλαπλασιάζεται επί την κυκλοφοριακή του ταχύτητα και έτσι προκύπτει το νέο

επίπεδο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τρίτον, το άθροισμα του κυκλοφορούντος ενεργητικού διαιρείται με το άθροισμα των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

## **A.1.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

### **A.1.5.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ**

Οι αριθμοδείκτες που θα παρουσιαστούν σε αυτή την ενότητα δίδουν στοιχεία αναφορικά με τη δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας, η οποία δύναται να υπολογιστεί με τους κάτωθι τρόπους:

$$\text{Δανειακή επιβάρυνση} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

ή

$$\text{Δανειακή επιβάρυνση} = \frac{\text{Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια}}{\text{Απασχοληθέντα Κεφάλαια}}$$

Ως απασχοληθέντα κεφάλαια ορίζεται το άθροισμα ιδίων κεφαλαίων και μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ορισμένοι αναλυτές περιλαμβάνουν στον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων και το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο επειδή η έκδοσή του συνεπάγεται σταθερές επιβαρύνσεις για την εταιρία η εξυπηρέτηση των οποίων είναι υποχρεωτική ανεξαρτήτως της επίτευξης ή μη κερδών.

Ορισμένες φορές, είναι προτιμότερο οι ανωτέρω δείκτες να υπολογίζονται σε τιμές αγοράς και όχι στη λογιστική τους αξία. Κάτι τέτοιο όμως δεν είναι δυνατόν στην περίπτωση που η χρηματιστηριακή αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία αφού οι τρέχουσες αξίες δεν είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν.

Για ορισμένους αναλυτές δε, στον υπολογισμό των ξένων κεφαλαίων θα πρέπει να συνυπολογίζονται οι παρούσες αξίες των μισθωμάτων της επιχείρησης αφού αποτελούν υποχρεώσεις οι οποίες θα πρέπει να εξυπηρετούνται τόσο σε περιόδους επίτευξης κερδών όσο και σε αυτές που παρουσιάζονται ζημίες.

Σε γενικές γραμμές, οι ανωτέρω δείκτες εκφράζουν το βαθμό ασφαλείας που παρέχει η εταιρία στους πιστωτές της. Τιμή μεγαλύτερη της μονάδας πληροφορεί ότι η δραστηριότητα της εταιρίας χρηματοδοτείται σε μεγαλύτερο βαθμό με ξένα παρά με ίδια κεφάλαια. Επομένως, όσο μικρότερος της μονάδας είναι οι ανωτέρω δείκτες τόσο μεγαλύτερης ασφαλείας απολαμβάνουν οι δανειστές της επιχείρησης. Παρ' όλα αυτά, ένας ιδιαίτερα χαμηλός δείκτης μπορεί να αξιολογηθεί αρνητικά από τους

μετόχους της επιχείρησης αφού μπορεί να θεωρηθεί ότι η διοίκηση δεν εκμεταλλεύθηκε στο βαθμό που θα μπορούσε φθηνά ξένα κεφάλαια.

Το ανεκτό όριο δανειακής επιβάρυνσης δεν μπορεί να είναι ίδιο για όλες τις εταιρίες. Για παράδειγμα εταιρίες οι οποίες παράγουν αγαθά κοινής ωφελείας ή μονοπωλιακά αγαθά η πώληση των οποίων καλύπτεται από μακροχρόνιες συμβάσεις με την κυβέρνηση, μπορούν να παρουσιάζουν υψηλούς δείκτες αφού υπάρχει μεγάλη προβλεψιμότητα και υψηλός βαθμός ασφαλείας αναφορικά με τα μελλοντικά τους έσοδα.

#### **A.1.5.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**

Σε γενικές γραμμές οι δείκτες κάλυψης παρέχουν πληροφόρηση αναφορικά με το πόσες φορές μπορεί να γίνει μια πληρωμή κάνοντας χρήση των διαθεσίμων μιας επιχείρησης. Εννοείται ότι όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερη θεωρείται η πιθανότητα να συνεχίσει η επιχείρηση τις μελλοντικές της πληρωμές και αξιολογείται θετικά τόσο από πιστωτές όσο και από μετόχους.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων δίνει το μέτρο στο οποίο τα συνολικά κέρδη μπορούν να μειωθούν χωρίς η επιχείρηση να χάσει την ικανότητά της να εξυπηρετεί τους ετήσιους τόκους των δανείων της. Επομένως, ο ανωτέρω δείκτης δίδεται από τη σχέση:

$$\text{Κάλυψη τόκων} = \frac{\text{Συνολικά κέρδη}}{\text{Χρηματοπιστωτικά έξοδα}}$$

#### **A.1.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ**

Οι δείκτες που θα παρουσιασθούν σε αυτή την ενότητα δίδουν πληροφόρηση αναφορικά με τα σχετικά μεγέθη πάγιας και κυκλοφοριακής περιουσίας της επιχείρησης. Ο βαθμός λοιπόν στον οποίο το πάγιο ενεργητικό διαφέρει από το κυκλοφορούν δίδεται από τις κάτωθι σχέσεις:

$$\text{Παγιοποίηση περιουσίας} = \frac{\text{Πάγιο ενεργητικό}}{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}$$

και

$$\text{Παγιοποίηση περιουσίας} = \frac{\text{Πάγιο ενεργητικό}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Αν ο πρώτος εκ των ανωτέρω δεικτών λάβει τιμή μεγαλύτερη της μονάδας ή ο δεύτερος μεγαλύτερη του 1/2 η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας (capital intensive). Σε αντίθετη περίπτωση χαρακτηρίζεται ως κυκλοφοριακής εντάσεως. Η σημασία της διάκρισης είναι διπλή: από χρηματοδοτική άποψη και από τη γενικότερη άποψη των συνθηκών εκμετάλλευσης.

Ως προς τη χρηματοδοτική άποψη, το ύψος του πάγιου ενεργητικού καθορίζει τις ανάγκες της επιχείρησης για χρηματοδότηση μακράς διάρκειας και μάλιστα με ίδια κεφάλαια. Σε αυτή την περίπτωση, στο πάγιο ενεργητικό θα πρέπει να προστεθούν και οι τυχόν μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός επιχείρησης καθώς συνιστούν πάγια δέσμευση κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή, το πάγιο ενεργητικό υπολογίζεται μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων.

Όταν εξετάζουμε την ανωτέρω διάκριση από τη γενικότερη άποψη των συνθηκών εκμετάλλευσης, η αναλογία πάγιου και κυκλοφοριακού κεφαλαίου καθορίζει τη διάρθρωση και την ελαστικότητα του κόστους και κατά συνέπεια την τιμολογιακή πολιτική της εταιρίας. Έτσι, επιχειρήσεις εντάσεως πάγιας περιουσίας, χαρακτηρίζονται από υψηλές σταθερές δαπάνες ανελαστικό κόστος και υψηλό νεκρό σημείο οπότε και επιδιώκουν πληθοπαγωγή ακόμα και σε βάρος της τιμής πώλησης.

Στην περίπτωση αυτή, οι μακροχρόνιες τοποθετήσεις εκτός επιχείρησης δεν θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του πάγιου κεφαλαίου γιατί δεν έχουν καμία σημασία στην εκμετάλλευση και ούτε επιδρούν στη διαμόρφωση του κόστους της επιχείρησης. Επίσης, κατά τον υπολογισμό του πάγιου ενεργητικού δεν θα πρέπει να αφαιρούνται οι αποσβέσεις γιατί η ετήσια μείωση των παγίων ενεργητικών στοιχείων εξαιτίας των αποσβέσεων είναι δυνατόν να αλλοιώσει το χαρακτήρα μιας επιχείρησης από εντάσεως πάγιας περιουσίας σε κυκλοφοριακής περιουσίας ενώ η επιχείρηση θα συνεχίσει να έχει τις συνέπειες του υψηλού βαθμού παγιοποίησης της περιουσίας.

#### **A.1.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ**

Σύμφωνα με τις αρχές σωστής χρηματοδότησης, το πάγιο ενεργητικό καθώς και οι μακροχρόνιες τοποθετήσεις εκτός επιχείρησης θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Ο βαθμός επίτευξης αυτής της αρχής δύναται να ελεγχθεί από το δείκτη:

$$\text{Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας} = \frac{\text{Απασχοληθέντα κεφάλαια}}{\text{Πάγιο ενεργητικό}}$$

Περαιτέρω, το πάγιο ενεργητικό καθώς και οι μακροχρόνιες τοποθετήσεις εκτός επιχείρησης θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια. Ο βαθμός επίτευξης αυτής της αρχής δύναται να ελεγχθεί από το δείκτη:

$$\text{Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Πάγιο ενεργητικό}}$$

Τέλος, στο βαθμό που μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού συμπεριφέρεται από χρηματοοικονομική άποψη σαν πάγιο ενεργητικό, το μέρος αυτό θα πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Ο βαθμός επίτευξης αυτής της αρχής δύναται να ελεγχθεί από το δείκτη:

$$\text{Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας} = \frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}$$

### A.1.8 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Στο βαθμό που ο ισολογισμός δίνει μια στατική εικόνα της χρηματοδοτικής διάρθρωσης της επιχείρησης, είναι απαραίτητος ο εμπλουτισμός της προκειμένου να προκύψει εικόνα αναφορικά με τις μεταβολές που συντελέστηκαν στα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού μέσα σε μια δεδομένη χρονική περίοδο.

Η δυναμική αυτή εικόνα προκύπτει μέσω της σύγκρισης των ισολογισμών έναρξης και λήξης της περιόδου ανάλυσης, με τη μέθοδο των διαδοχικών ισολογισμών.

Με τη σύγκριση αυτή προκύπτει ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων, γνωστός και ως κατάσταση πηγών και χρήσεων κεφαλαίου από τον οποίο προκύπτει πληροφόρηση αναφορικά με: α) τα κεφάλαια που απαιτήθηκαν εντός δεδομένης χρονικής περιόδου είτε για αύξηση στοιχείων ενεργητικού είτε για μείωση των υποχρεώσεων της επιχείρησης και β) οι αντίστοιχες πηγές κεφαλαίων που προκύπτουν είτε από αύξηση των επενδυμένων στην επιχείρηση ξένων ή ιδίων κεφαλαίων είτε από μείωση των ενεργητικών της στοιχείων.

Ο παραπάνω πίνακας ουσιαστικά προκύπτει από την ισότητα:

$$\text{Αυξήσεις στοιχείων ενεργητικού} + \text{μειώσεις στοιχείων παθητικού} = \\ \text{Αυξήσεις στοιχείων παθητικού} + \text{μειώσεις στοιχείων ενεργητικού}$$

Τα στοιχεία του πίνακα κίνησης κεφαλαίων θα πρέπει να παρουσιάζονται ως ποσοστά του σχετικού συνόλου του πίνακα (οι χρήσεις στο σύνολο των χρήσεων και οι πηγές στο σύνολο των πηγών) έτσι ώστε να προκύπτει το μέτρο της σχετικής βαρύτητας του κάθε στοιχείου.

Σε γενικές γραμμές ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων είναι οργανωμένος σε δύο μέρη. Στο μεν πρώτο απεικονίζονται οι πηγές κεφαλαίων που χρησιμοποίησε η επιχείρηση εντός της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου οι οποίες θα πρέπει να αναλύονται σε ίδια και ξένα κεφάλαια στο δε δεύτερο θα πρέπει να εμφανίζονται οι επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν με τα παραπάνω κεφάλαια οι οποίες θα πρέπει να αναλύονται σε επενδύσεις μεγάλης και μικρής διάρκειας έτσι ώστε να μπορούν να συσχετισθούν με τη χρηματοδότηση μεγάλης και μικρής διάρκειας.

#### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.1**

- Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks1996.
- Κ. Κάντζος, Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Interbooks 1997.
- Νικητας Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, 5<sup>η</sup> Έκδοση, Σταμούλης 1997.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.2: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

### **A.2.1.1 Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΤΑ ΤΟ 2015**

Το 2015 ήταν η χρονιά κατά την οποία σημειώθηκε ο χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2009. Συγκεκριμένα, παρατηρήθηκαν ρυθμοί ανάπτυξης της τάξης του 3,1% που οφείλονται κατά κύριο λόγο στην επιβράδυνση της ανάπτυξης των οικονομιών των αναπτυσσόμενων χωρών καθώς και στην πτώση των διεθνών τιμών πετρελαίου και των εμπορευμάτων, οι οποίες ως αποτέλεσμα είχαν τη διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος χαμηλού πληθωρισμού.

Για το 2016 υπάρχει εκτίμηση για επιτάχυνση του ρυθμού επέκτασης του παγκόσμιου Α.Ε.Π και αύξησης του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου με σημαντικές όμως προκλήσεις όπως αυτές της διαχείρισης των επιπτώσεων του υψηλού δημόσιου και ιδιωτικού χρέους καθώς και της υστέρησης των επενδύσεων και της αύξησης της παραγωγικότητας.

Ειδικά για τη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π το 2015 ανήλθε σε 1,5% ενώ για το 2016 αναμένεται αύξηση της τάξης του 1,7%. Κύριο πρόβλημα της ευρωζώνης υπήρξε ο πληθωρισμός, ο οποίος κυμάνθηκε σε μηδενικά επίπεδα. Θετικό ρόλο από την άλλη πλευρά για την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του κοινού νομίσματος θεωρείται ότι έπαιξε η διευκολυντική νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας με την επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής να χαρακτηρίζεται ως ουδέτερη.

### **A.2.1.2 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ Α.Ε.Π**

Σε αντίθεση με τη διεθνή οικονομία, η οικονομία των προηγμένων χωρών συνέχισε να εμφανίζει ικανοποιητικό ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 1,9% ο οποίος όμως συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά του μακροχρόνιου μέσου όρου του (2,8%). Η ανάπτυξη αυτή στηρίχτηκε κατά κύριο λόγο στην πτώση των τιμών των εμπορευμάτων που οδήγησαν στην αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος.

Όσον αφορά στο Α.Ε.Π των Η.Π.Α, σημειώθηκε μέτρια ανάπτυξη, της τάξης του 2,5% έναντι του 2,4% που σημειώθηκε το 2014, που κατά κύριο λόγο στηρίχθηκε στη

σημαντική πτώση των τιμών των καυσίμων που στήριξαν ενεργά την ιδιωτική κατανάλωση.

Στην Ιαπωνία, ο ρυθμός μεταβολής του Α.Ε.Π το 2015 έλαβε θετικό πρόσημο της τάξης του 0,6% έναντι της μηδενικής ανάπτυξης που παρατηρήθηκε το 2014, με τον πληθωρισμό να βρίσκεται σταθερά κάτω του στόχου του 2%, γεγονός που ανάγκασε την Κεντρική Τράπεζα να προβεί σε νέα μέτρα νομισματικής χαλάρωσης.

Ικανοποιητική από την άλλη πλευρά ανάπτυξη σημειώθηκε στην οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου για το 2015 (2,3%) παρά το γεγονός ότι δεν ανήλθε στο επίπεδο αυτής του 2014 (2,9%).

Στην Κίνα, συνεχίστηκε η τάση που θέλει το Α.Ε.Π της να βρίσκεται σε συνεχή επιβράδυνση από το 2011, οπότε και το 2015 διαμορφώθηκε στο επίπεδο του 6,9%. Αναμένεται περαιτέρω επιβράδυνση το 2016 στο 6,3% ως αποτέλεσμα μιας διαδικασίας αλλαγής του παραγωγικού της μοντέλου από τις επενδύσεις και τη μεταποίηση στην κατανάλωση και τις υπηρεσίες.

### **A.2.1.3 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΜΠΟΡΙΟ**

Το παγκόσμιο εμπόριο σημείωσε μεγάλη κάμψη κατά τη διάρκεια του 2015. Η μεγέθυνσή του σημείωσε ρυθμό 2,6% έναντι του 3,4% με τον οποίο αναπτύχθηκε κατά το προηγούμενο έτος. Κύριες αιτίες για αυτή την εξέλιξη ήταν η μείωση της ζήτησης για εισαγωγές από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, η οποία εν μέρει μόνο αντισταθμίστηκε από την αύξηση των εξαγωγών των χωρών αυτών. Για το 2016 εκτιμάται ότι θα σημειωθεί αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου στα επίπεδα του 3,4%.

### **A.2.1.4 ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ**

Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες σημειώθηκε μεγάλη μείωση του πληθωρισμού ο οποίος διαμορφώθηκε στο 0,3% έναντι 1,4% του 2014. Αιτία ήταν η διατήρηση – αν και μειωμένου - παραγωγικού κενού, η ύπαρξη του οποίου σε συνδυασμό με την πτώση των τιμών των εμπορευμάτων επέδρασε αρνητικά στο επίπεδο διαμόρφωσης των τιμών. Η τάση αυτή αναμένεται να αντιστραφεί εντός της διάρκειας του 2016 με τον πληθωρισμό των οικονομιών αυτών να εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο επίπεδο του 1,1%.

Αντίθετα, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα παραμείνει για το 2016 σε σταθερά επίπεδα διαμορφωμένος στο 5,6% από 5,5% το 2015.

### **A.2.1.5 ΤΙΜΕΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ**

Ως αποτέλεσμα του οξυμένου διεθνούς ανταγωνισμού, κυρίως μεταξύ εταιριών των παραδοσιακών πετρελαιοπαραγωγών χωρών και νέων εταιριών των Η.Π.Α οι οποίες εκμεταλλεύονται νέες πηγές πετρελαίου εντοπισμένες σε σχιστολιθικά πετρώματα, διαμορφώθηκαν συνθήκες υπερβάλλουσας προσφοράς στις αγορές, οι οποίες σε συνδυασμό με τη χαμηλή ζήτηση, δημιούργησαν ευνοϊκό περιβάλλον για τη συνέχιση της πτώσης της τιμής πετρελαίου που ξεκίνησε το 2014. Εντός του 2015 οι τιμές πετρελαίου σε όρους δολαρίου υποχώρησαν κατά 47%.

Οι διεθνείς τιμές των βασικών – πλην πετρελαίου – εμπορευμάτων υποχώρησαν το 2015 κατά 17%, με τους επιμέρους δείκτες των μετάλλων και των τροφίμων να χάνουν το 23,1% και το 16% της αξίας τους αντίστοιχα.

### **A.2.1.6 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

Όσον αφορά στις αναπτυγμένες οικονομίες παρατηρούνται μεικτές τάσεις: η Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α αναμένεται να διατηρήσει την περιοριστικής της πολιτική που ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 2015 με την άνοδο του βασικού της επιτοκίου κατά ¼ της μονάδας. Από την άλλη πλευρά, οι κεντρικοί τραπεζίτες των υπόλοιπων αναπτυγμένων χωρών αναμένεται να εξακολουθήσουν να υιοθετούν χαλαρή πολιτική με κυριότερα παραδείγματα αυτά της Ελβετίας, της Ιαπωνίας και της Ευρωζώνης, όπου ειδικά οι δύο τελευταίοι δε δίστασαν να συμπληρώσουν τα μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης με αρνητικά επιτόκια της τάξης του 0,1% για καταθέσεις που τηρούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις τράπεζές τους.

### **A.2.1.7 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

Στις αναπτυγμένες οικονομίες παρατηρήθηκε βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης με το ακαθάριστο δημόσιο χρέος να σημειώνει πτώση ως ποσοστό του Α.Ε.Π κατά το 2015.

Κύριες αιτίες αυτής της μεταβολής υπήρξαν αφενός η μεγέθυνση του Α.Ε.Π και αφετέρου η μείωση του παραγωγικού κενού.

Όπως παρατηρεί ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος μετά τη διόρθωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών σε όρους ροών (ελλείμματα) το βάρος της δημόσιας πολιτικής θα πρέπει να πέσει στην τιθάσευση των ανισορροπιών σε όρους αποθεμάτων (δημόσιο και ιδιωτικό χρέος) ούτως ώστε να υποχωρήσουν οι συστημικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία.

## **A.2.2 Η ελληνική Οικονομία κατά το 2015**

### **A.2.2.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΤΑΣΕΙΣ**

Το 2015 αποτέλεσε ένα πολύ ιδιαίτερο έτος για την ιστορία της ελληνικής οικονομίας καθώς για πρώτη φορά τέθηκε με τρόπο τόσο εναργή - που δεν επιδεχόταν ουδεμίας αμφιβολίας - το ζήτημα της εξόδου της Ελλάδας από την Ευρωζώνη. Ως αποτέλεσμα της κατακόρυφης αύξησης του πολιτικού κινδύνου, το 2015 ανακόπηκε η βραχύβια ανάπτυξη που σημειώθηκε το 2014 ύστερα από έξι συνεχή χρόνια ύφεσης που ως αποτέλεσμα είχε τη σωρευτική μείωση του Α.Ε.Π κατά 26%.

Το 2015 το Α.Ε.Π σημείωσε μείωση της τάξης του 0,7% παρά τις προβλέψεις για κατά πολύ μεγαλύτερη ύφεση. Το ότι σημειώθηκε μικρότερη του αναμενομένου ύφεση ερμηνεύεται από το γεγονός ότι τα προγράμματα σταθεροποίησης που εφαρμόστηκαν από το 2010 και μετά, τα οποία και πέτυχαν το 75% της απαιτούμενης δημοσιονομικής προσαρμογής, επέτρεψαν στην ελληνική οικονομία να προβάλλει αντιστάσεις που πρόλαβαν τα χειρότερα.

Σε γενικές γραμμές, το 2015 χαρακτηρίστηκε από αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και του εξαγωγικού τομέα της οικονομίας κατά το πρώτο εξάμηνο, ενώ κατά την ίδια χρονική περίοδο η ζήτηση επενδυτικών αγαθών σημείωσε οπισθοχώρηση.

Η δε ανεργία το Νοέμβριο του 2015 σημείωσε μείωση διαμορφούμενη στο 24,6% παραμένοντας όμως η υψηλότερη ανάμεσα στις χώρες της ευρωζώνης.

### **A.2.2.2 ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΘΝΙΚΟ ΠΡΟΪΟΝ**

Όπως είδαμε, η ελληνική οικονομία συρρικνώθηκε σε ποσοστό 0,7% κατά το 2015 ως αποτέλεσμα της ανόδου του πολιτικού κινδύνου.

Όσον αφορά στις προσδιοριστικές του επιπέδου του Α.Ε.Π μεταβλητές έχουμε να παρατηρήσουμε τα εξής:

Η στήριξη του Α.Ε.Π βασίστηκε κυρίως στην ιδιωτική κατανάλωση και στη βελτίωση των εξαγωγών, κυρίως λόγω της αύξησης των εξαγωγών αγαθών καθώς και του τουρισμού αλλά και της σημαντικής μείωσης των εισαγωγών.

Όσον αφορά στην ιδιωτική κατανάλωση, αυτή στηρίχθηκε από τη σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος λόγω της ραγδαίας πτώσης των τιμών

πετρελαίου, την πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών, αλλά και από τη ρευστοποίηση μέρους των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών.

Τελικά, η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε στο πρώτο ενιάμηνο του 2015 κατά 0,9% έναντι αύξησης 0,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2014, με συμβολή 0,6 μονάδων στη διαμόρφωση του Α.Ε.Π.

Αντίθετα, μείωση σημειώθηκε στο σχετικό δείκτη ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου. Οι πάγιες επενδύσεις μειώθηκαν στο πρώτο 9μηνο του 2015 κατά 1,4% με συμβολή στη διαμόρφωση του Α.Ε.Π της τάξης της -0,1 μονάδας. Χαρακτηριστική ήταν η την προσπάθεια των επιχειρήσεων να μειώσουν τα αποθέματά τους κατά το τρίτο τρίμηνο του έτους προκειμένου να μειώσουν το επίπεδο της αβεβαιότητας και του ρίσκου. Ως προσδιοριστικούς παράγοντες της ανωτέρω εξέλιξης ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος σημειώνει την επιδείνωση του επιχειρηματικού κλίματος που ξεκίνησε από το τέλος του 2014, τα προβλήματα ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και του δημόσιου τομέα κατά το Α' εξάμηνο του 2015 και τελικά την τραπεζική αργία του Ιουλίου του ίδιου έτους που οδήγησε στην επιβολή των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων.

Αρνητική ήταν επίσης η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης, η οποία με μείωση της τάξης του 0,2% συνεισέφερε επίσης αρνητικά στη διαμόρφωση του Α.Ε.Π κατά 0,1 μονάδα.

Τέλος, όσον αφορά στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας και ειδικότερα στις εξαγωγές, παρά την ιδιαίτερα καλή χρονιά για τον τουρισμό όπου και σημειώθηκε άφιξη για τρίτη συνεχή χρονιά του αριθμού των αφίξεων, τελικά η συνεισφορά και αυτού του δείκτη στη διαμόρφωση του Α.Ε.Π ήταν αρνητική αφού διαμορφώθηκε σε επίπεδο -2,5% ως προς το 2014 ενώ είχε συνεισφορά -0,7 μονάδες.

Τα αντίστοιχα νούμερα για τις εισαγωγές παραπέμπουν μείωση της τάξης του 5% με συνεισφορά -1,6 μονάδες στη διαμόρφωση της τιμής του Α.Ε.Π.

### **A.2.2.3 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ**

Ο πληθωρισμός συνέχισε και το 2015 την τάση που είχε διαμορφωθεί κατά τα προηγούμενα έτη καταγράφοντας αρνητική τιμή (-1,1% το 2015, -1,4% το 2014 και -0,9% το 2013).

Βασικές αιτίες για την εξέλιξη των μεταβολών των τιμών στην Ελλάδα ήταν – κατά κύριο λόγο - το υφεσιακό περιβάλλον εντός του οποίου λειτούργησε η ελληνική οικονομία και – δευτερευόντως - το περιβάλλον χαμηλού (για μικρά χρονικά διαστήματα μάλιστα και αποπληθωρισμού) που κυριάρχησε στην ευρωζώνη.

Παράγοντες όπως η πολιτική αβεβαιότητα, η υψηλή ανεργία και το παραγωγικό κενό συνέβαλλαν καθοριστικά - ιδίως κατά το πρώτο εξάμηνο - στη διαμόρφωση ακόμη μεγαλύτερου ποσοστού μείωσης τιμών από αυτό που τελικά διαμορφώθηκε σε ετήσια βάση. Στο δεύτερο εξάμηνο παράγοντες όπως η μετάταξη σημαντικού αριθμού προϊόντων σε υψηλότερο συντελεστή Φ.Π.Α, συνέβαλλαν στη διαμόρφωση του αποπληθωριστικού επιπέδου σε χαμηλότερα ποσοστά.

Για το 2016 αναμένεται επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς μεταβολής του μέσου επιπέδου τιμών.

#### **A.2.2.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

Η προαναφερθείσα άνοδος της πολιτικοοικονομικής αβεβαιότητας συντέλεσε στην εικόνα της μεγάλης διακύμανσης που παρουσίασαν τα δημοσιονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας εντός του 2015. Έτσι, κατά το πρώτο ενιάμηνο του έτους παρατηρήθηκε μεγάλη υστέρηση στα έσοδα του Κρατικού Προϋπολογισμού, η οποία οδήγησε στο φυσικό αντιστάθμισμα του σχηματισμού υψηλών επιπέδων ληξιπρόθεσμων οφειλών με την εικόνα να βελτιώνεται στο τελευταίο τρίμηνο του έτους, οπότε κατόπιν της υπογραφής της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης (Αύγουστος 2015) με τους δανειστές και της διεξαγωγής των εκλογών του Σεπτεμβρίου, η πολιτική κατάσταση εξομαλύνθηκε με αποτέλεσμα την είσπραξη της πλειοψηφίας των φόρων που είχαν παραμείνει ανείσπρακτοι έως τότε.

Όσον αφορά στη διαμόρφωση του δημοσίου χρέους του 2015, αν και στα πλαίσια του Προϋπολογισμού του 2016 γινόταν εκτίμηση για αύξησή του στο ύψος του 180,2% του Α.Ε.Π και περαιτέρω σε 187,2% του Α.Ε.Π το 2016, τελικά ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος στα πλαίσια της Έκθεσης Νομισματικής Πολιτικής τον Ιούνιο 2016, αναφέρει ότι αυτό μειώθηκε σε 311.452 εκατ. ευρώ (ή 176,9% του ΑΕΠ) από 319.718 εκατ. ευρώ (ή 180,1% του ΑΕΠ) το 2014.

Όσον αφορά τώρα στο καθαρό ταμιακό αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης, αυτό παρουσίασε βελτίωση το 2015 διαμορφούμενο σε έλλειμμα της τάξης του 0,9% του Α.Ε.Π. σε σχέση με το έλλειμμα ύψους 2% του Α.Ε.Π. κατά το 2014.

Τα συνολικά έσοδα της Γενικής Κυβέρνησης παρουσίασαν μείωση στο δωδεκάμηνο του 2015 ύψους 1,1% που οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μείωση των εσόδων από τους άμεσους φόρους.

Αντίθετα, οι πρωτογενείς δαπάνες εμφάνισαν μείωση της τάξης του 3,9% κυρίως λόγω της συγκράτησης των δαπανών για αγορά αγαθών και υπηρεσιών καθώς και για κοινωνικές παροχές.

Σημαντική από την άλλη πλευρά ήταν η αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του δημοσίου προς τους προμηθευτές του οι οποίες άγγιξαν τα 5,4 δισεκατομμύρια τον Δεκέμβριο του 2015 έναντι των 3,8 δισεκατομμυρίων του Δεκεμβρίου του 2014.

Στο επίπεδο του Κρατικού Προϋπολογισμού, η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών οφείλεται κατά κύριο λόγο στη συγκράτηση δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού, στα αυξημένα έσοδα του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων καθώς και στις ιδιαίτερα μειωμένες επιστροφές φόρων. Αντίθετα, τα έσοδα του Τακτικού Προϋπολογισμού παρουσίασαν μείωση παρά τις έκτακτες μεταφορές πόρων από τους φορείς της Γενικής Κυβέρνησης.

Ειδικότερα, όσον αφορά στα έσοδα του Τακτικού Προϋπολογισμού του 2015, αυτά σημείωσαν πτώση κατά 1%. Τα έσοδα από την άμεση φορολογία σημείωσαν κάμψη ύψους 3,5% ως προς αυτά του 2014, η οποία αποτελεί το σωρευτικό αποτέλεσμα της μείωσης κατά 0,4% στα έσοδα της φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων, της μείωσης κατά 8,5% των εισπράξεων από φόρους ακίνητης περιουσίας και της μείωσης κατά 11,8% και 2,5% στα έσοδα από άμεσους φόρους παρελθόντων οικονομικών ετών και λοιπών φόρων αντίστοιχα.

Όσον αφορά στις εισπράξεις από την έμμεση φορολογία, αυτές εμφάνισαν για το 2015 μηδενική μεταβολή, με τις επιμέρους κατηγορίες να διαμορφώνονται ως εξής: οριακή αύξηση στα έσοδα από Φ.Π.Α (+0,1%), ελαφρά αύξηση σε αυτά από τη φορολογία υγρών καυσίμων (+2,5%) και μεγάλη αύξηση (+27,8%) στις εισπράξεις από τα τέλη ταξινόμησης λόγω της ανάκαμψης της ζήτησης στην αγορά αυτοκινήτων.

Όσον αφορά στις δαπάνες του Τακτικού Προϋπολογισμού, αυτές παρουσίασαν οριακή αύξηση το 2015 κατά 0,2%, μικρότερη όμως της εκτιμώμενης στα πλαίσια της εισηγητικής έκθεσης του προϋπολογισμού του 2016. Η εξέλιξη αυτή κατά κύριο λόγο οφείλεται στη συγκράτηση των δαπανών του Τακτικού Προϋπολογισμού.

Ειδικότερα, οι δαπάνες για αποδοχές και συντάξεις παρουσίασαν αύξηση ως προς αυτές του 2014 της τάξης του 1,4% λόγω της αύξησης του αριθμού των

συνταξιούχων, οι δαπάνες περίθαλψης και ασφάλισης μειώθηκαν οριακά (-0,2%), οι δαπάνες περίθαλψης για επιχορηγήσεις ασφαλιστικών ταμείων αυξήθηκαν (4,1%) ύστερα από τρία συνεχή έτη μειώσεων και οι λειτουργικές και λοιπές εμφανίστηκαν μειωμένες (-6,1%) κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης των καταναλωτικών δαπανών και των δαπανών υπό κατανομή (-13,5% έναντι στόχου αύξησης 8,8%).

Βάσει των ανωτέρω μεγεθών ο Κρατικός Προϋπολογισμός του 2015 σε ταμιακή βάση (δανειακές ανάγκες) παρουσίασε βελτίωση έναντι αυτού του 2014 αφού παρουσίασε έλλειμμα ύψους 1,9% του Α.Ε.Π. έναντι 2,4% ένα χρόνο νωρίτερα με τη βελτίωση να αποδίδεται τόσο στον τακτικό προϋπολογισμό όσο και στον προϋπολογισμό δημοσίων επενδύσεων.

Συνοψίζοντας, την ανωτέρω ανάλυση υπενθυμίζουμε ότι η εκτέλεση του προϋπολογισμού του 2015 έλαβε χώρα εντός της πιο ταραγμένης από οικονομική άποψη περιόδου της σύγχρονης ελληνικής ιστορίας. Η έξοδος της χώρας από την ευρωζώνη αποτέλεσε ένα εξαιρετικά πιθανό ενδεχόμενο, το οποίο είχε ως αποτέλεσμα γεγονότα όπως αυτά της μαζικής εκροής καταθέσεων και της κήρυξης τραπεζικής αργίας με την συνακόλουθη επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, τα οποία δημιούργησαν ένα κάθε άλλο παρά υγιές οικονομικό περιβάλλον. Εντός αυτού του περιβάλλοντος, το αξιόχρεο της ελληνικής κυβέρνησης υποβαθμίστηκε σε πρωτοφανή επίπεδα με τα επιτόκια δεκαετούς δανεισμού να σκαρφαλώνουν μέχρι και το 19,34% και τις αποδόσεις ομολόγων μικρότερης διάρκειας να ανέρχονται πρωτοφανή επίπεδα (2ετίας στο 57,21% και 4ετίας στο 36,15%).

Η ανωτέρω κατάσταση εξομαλύνθηκε τελικά κατόπιν της υπογραφής της Σύμβασης Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης με τους δανειστές, στα πλαίσια της οποίας τέθηκε το νέο αναθεωρημένο δημοσιονομικό πλαίσιο λειτουργίας της χώρας. Στο πλαίσιο αυτό, τίθεται με ενάργεια ως σαφής στόχος αυτός της αποκατάστασης της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μέσω της επίτευξης χαμηλότερων στόχων οι οποίοι συνοψίζονται ως εξής: πρωτογενές έλλειμμα 0,25% του ΑΕΠ για το 2015 και πρωτογενή πλεονάσματα για τα έτη 2016, 2017 και 2018 ύψους 0,5%, 1,75% και 3,5% αντίστοιχα.

#### **A.2.2.5 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

Οι συνθήκες αβεβαιότητας και αστάθειας συνέβαλλαν καθοριστικά στη μείωση των τραπεζικών καταθέσεων. Εντός του πρώτου εξαμήνου του 2015 οι τραπεζικές καταθέσεις μειώθηκαν κατά 40 περίπου δις €, σημειώνοντας ποσοστιαία μεταβολή της τάξης του -26%. Το ποσοστό τραπεζογραμματίων και κερμάτων εκτός



τραπεζικού συστήματος προσέγγισε κατ' εκτίμηση το 25%, ποσοστό υπερδιπλάσιο του μέσου όρου της ευρωζώνης (10%). Στο δεύτερο εξάμηνο του έτους, οι καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν κατά 3,4 δις € ενώ αυτές των νοικοκυριών συνέχισαν να μειώνονται κατά 350 εκατομμύρια € το μήνα.

Προκειμένου να ανακόψουν την τάση μείωσης των καταθέσεων, οι τράπεζες άφησαν αμετάβλητα τα επιτόκια νέων καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών στο 1,8% κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους για να προβούν σε σημαντική μείωσή του στο 1,1% μετά την επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Όσον αφορά στις καταθέσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, παρατηρήθηκε στα επιτόκιά τους οριακή θετική μεταβολή.

Αναφορικά τώρα με τα επιτόκια δανεισμού προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά, παρατηρήθηκε σημαντική μείωση σε σχέση με το 2014 για τα επιχειρηματικά δάνεια στο 5,1% από 5,8% και σχετική μείωση για τα στεγαστικά και καταναλωτικά από το 4,8% στο 4,6%.

Τα πραγματικά μάλιστα επιτόκια έχουν αποκλιμακωθεί σημαντικά από τα υψηλότερα επίπεδα που είχαν φτάσει στην περίοδο της κρίσης (2013 στο 9% για επιχειρήσεις και 7,5% για νοικοκυριά) βελτιώνοντας έτσι τα κίνητρα για ανάληψη ρίσκου επενδύσεων ή αγοράς καταναλωτικών προϊόντων.

Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης μειώθηκε εντός του 2015, από -4,4% στο -1,2% για τις επιχειρήσεις και από -2,9% σε -2,6% για τα νοικοκυριά.

#### **A.2.2.6 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως αποτυπώνονται στην Έκθεση του 2015, η επιτυχής ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του προγράμματος που συνομολόγησε η ελληνική κυβέρνηση με τους εταίρους και δανειστές της στα πλαίσια του Σχεδίου Σύμβασης Οικονομικής Ενίσχυσης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ν. 4336/2015), συνιστά το πρώτο και το πλέον κρίσιμο βήμα προκειμένου να αποτελέσει το 2016 «την απαρχή μιας νέας πορείας που θα οδηγήσει τη χώρα στην έξοδο από την κρίση και σε διατηρήσιμη ανάπτυξη». Υπό την προϋπόθεση λοιπόν ότι θα συνεχισθούν και θα επιταχυνθούν οι μεταρρυθμίσεις και οι ιδιωτικοποιήσεις, θα συνεχισθεί η προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής και θα στηριχθεί η υγιής επιχειρηματικότητα, ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος εκτιμά ότι θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης δύνανται να προκύψουν από το δεύτερο μισό του 2016.

Στο ίδιο μήκος κύματος η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις εαρινές της προβλέψεις εκτιμά ότι αν και συνολικά το 2016 θα είναι υφεσιακό, από το 2017 η χώρα μας θα μπει σε τροχιά ανάπτυξης σύμφωνα και με τα στοιχεία του Πίνακα Α.2.1.

Πίνακας Α.2.1: Εαρινές προβλέψεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ελληνική οικονομία Πηγή: <a href="http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/greece_en.htm">http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/greece_en.htm</a>				
Ευρωπαϊκές Οικονομικές Προβλέψεις Άνοιξη 2016				
Προβλέψεις για την Ελλάδα	2014	2015	2016	2017
Αύξηση του ΑΕΠ (% , σε ετήσια βάση)	0,7	-0,2	-0,3	2,7
Πληθωρισμός (% , σε ετήσια βάση)	-1,4	-1,1	-0,3	0,6
Ανεργία (%)	26,5	24,9	24,7	23,6

Τέλος, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Πίνακας Α.2.2), η ελληνική οικονομία, αν τηρηθούν οι δεσμεύσεις της ελληνικής κυβέρνησης, πρόκειται να αναπτυχθεί την επόμενη πενταετία με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της τάξης του 2,1%.

Πίνακας Α.2.2: Εκτιμήσεις Δ.Ν.Τ για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας

ΕΤΟΣ	2016	2017	2018	2019	2020
ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ	-0,60%	2,70%	3,13%	2,82%	2,42%
Μ.Ε.Ρ.Μ	2,09%				

Πηγή: [https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=16&pr.y=9&sy=2013&ey=2020&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=174&s=NGDP\\_RPCH&gpr=0&a=](https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=16&pr.y=9&sy=2013&ey=2020&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=174&s=NGDP_RPCH&gpr=0&a=)

Κατά τη χρονική περίοδο συγγραφής αυτής της εργασίας είχε ολοκληρωθεί η αξιολόγηση των προαπαιτούμενων ενεργειών (prior actions) της ελληνικής κυβέρνησης από τα ελεγκτικά κλιμάκια των θεσμών προκειμένου να εκταμιευθεί η πρώτη δόση στη βάση του Σχεδίου Σύμβασης Οικονομικής Ενίσχυσης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας και βρισκόταν σε εξέλιξη η δεύτερη. Συνεπώς, θεωρούμε ότι η ελληνική οικονομία έχει εισέλθει πλέον σε μια νέα φάση, η οποία χαρακτηρίζεται από πολιτική σταθερότητα, στα πλαίσια της οποίας είναι πιθανόν η οικονομία να ανακάμψει και να εισέλθει σε θετικό ρυθμό ανάπτυξης.

Βάσει των ανωτέρω παραδοχών, θα θεωρήσουμε το μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής που προκύπτει από τις εκτιμήσεις του Δ.Ν.Τ (2%) ως το μακροπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, τον οποίο και θα χρησιμοποιήσουμε ως βάση προκειμένου να αποτιμήσουμε το εύλογο τίμημα των υπό ανάλυση επιχειρήσεων.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.2**

- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2015, Φεβρουάριος 2016
- Εκτιμήσεις Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας  
[https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=16&pr.y=9&sy=2013&ey=2020&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=174&s=NGDP\\_RPCH&grp=0&a](https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=16&pr.y=9&sy=2013&ey=2020&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=174&s=NGDP_RPCH&grp=0&a)
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Εαρινές προβλέψεις για την ελληνική οικονομία, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/countries/greece\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/greece_en.htm)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ

Οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της αλευροβιομηχανίας παράγουν κατά κύριο λόγο άλευρα και σιμιγδάλι που προκύπτουν από την άλεση σιταριού και δευτερευόντως άλευρα από λοιπά δημητριακά (κριθάρι, σίκαλη κ.λ.π).

Το Δεκέμβριο του 2014 στον κλάδο απασχολούνταν περίπου 2.400 άτομα ενώ οι ενεργοί αλευρόμυλοι ανέρχονταν σε 120.

Το συνολικό μέγεθος της αγοράς το 2014 ήταν 896.000 τόνοι, από τους οποίους 713.000 (79,5%) αφορούσαν στην αγορά αλεύρων και 183.000 (21,5%) την αγορά σιμιγδαλιού.

Κυριότερη πρώτη ύλη για τον κλάδο είναι το σιτάρι το οποίο διακρίνεται σε μαλακό και σκληρό.

Η Ελλάδα πραγματοποιεί παραγωγή και εξαγωγές κυρίως σκληρού τύπου σίτου ο οποίος χρησιμοποιείται για την παραγωγή σιμιγδαλιού, το οποίο με τη σειρά του χρησιμοποιείται στη βιομηχανία ζυμαρικών και στη ζαχαροπλαστική. Η εγχώρια παραγωγή σκληρού σίτου καλύπτει το 50% της εγχώριας κατανάλωσης.

Αντίθετα, το μεγαλύτερο ποσοστό μαλακού τύπου σίτου, από τον οποίο προκύπτει το αλεύρι που χρησιμοποιείται στην αρτοποιία εισάγεται. Το γεγονός ότι το εν λόγω αγαθό που συνιστά τη σημαντικότερη πρώτη ύλη για τις αλευροβιομηχανίες αποτελεί εμπόρευμα (commodity), η τιμή του οποίου προκύπτει ύστερα από διαπραγματεύσεις στα διεθνή χρηματιστήρια, σημαίνει ότι τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιριών του κλάδου σε μεγάλο βαθμό εξαρτώνται από τα επίπεδα διαμόρφωσης των ανωτέρω τιμών, οι οποίες εμφανίζουν υψηλά επίπεδα μεταβλητότητας.

Όσον αφορά στην εγχώρια παραγωγή αλεύρων σίτου και σιμιγδαλιού αυτή καλύπτει το σύνολο σχεδόν της εγχώριας ζήτησης.

Το συντριπτικά μεγαλύτερο ποσοστό των προϊόντων του κλάδου απορροφάται από την αρτοποιία και τις βιομηχανίες τροφίμων. Οι ποσότητες που διατίθενται στο κοινό μέσω των καναλιών λιανικής είναι εξαιρετικά περιορισμένες και έτσι η ζήτηση για τα

προϊόντα του κλάδου συνιστά συνάρτηση της πορείας των κυριότερων πελατών που είναι οι βιομηχανίες ζυμαρικών, μπισκότων, κρουασάν και αρτοπαρασκευασμάτων.

Από τα στοιχεία του Πίνακα Α.3.1 προκύπτει η σχετική σημασία κάθε κλάδου αναφορικά με τη διαμόρφωση του επιπέδου της ζήτησης για άλευρα.

Πίνακας Α.3.1: Κατανάλωση Αλεύρων Ανά Κλάδο

Πηγή: Κλαδική Έκθεση Stochasis, Δεκέμβριος 2014

ΚΛΑΔΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗΣ
ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ ΑΡΤΟΠΟΙΙΑ	65%
ΛΟΙΠΕΣ ΧΡΗΣΕΙΣ	13%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΡΤΟΠΟΙΙΑ	10%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ ΚΑΙ ΠΑΞΙΜΑΔΙΩΝ	7%
ΟΙΚΙΑΚΗ ΧΡΗΣΗ	4%

Αναφορικά τώρα με τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της πλευράς της ζήτησης, για την περίοδο 2010-2013 σημειώθηκαν οι κάτωθι τάσεις:

Καταγράφηκε αρνητικός Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής ( στο εξής Μ.Ε.Ρ.Μ) στις πωλήσεις της βιοτεχνικής αρτοποιίας της τάξης του -3,5%, με τη μεγαλύτερη μείωση να σημειώνεται στα αρτοσκευάσματα (-67%) και στα είδη ζαχαροπλαστικής (-73%).

Επίσης, ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή για το αλεύρι σημείωσε για την ίδια περίοδο έντονη κάμψη, με αυτή της υποπεριόδου 2012-2013 να ανέρχεται σε 6,5. Αντίθετα, ο αντίστοιχος Δείκτης των βασικών κλάδων που απορροφούν αλεύρι σημείωσε άνοδο με εξαίρεση την υποπερίοδο 2012-2013 που σημείωσε σχετική κάμψη.

Τέλος, ο Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής ειδών αρτοποιίας για την ίδια περίοδο εμφανίζει σταθεροποιητικές τάσεις ενώ εμφάνισε τάσεις ανάκαμψης της τάξης του 2% για το 2014. Αντίθετα, ο Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής ζυμαρικών εμφανίζει έντονα ανοδικό Μέσο Ετήσιο Ρυθμό Μεταβολής της τάξης του 7%.

Αναφορικά με τη δομή και τη διάρθρωση του κλάδου, παρατηρείται η δραστηριοποίηση μεγάλου αριθμού επιχειρήσεων οι οποίες όπως προαναφέρθηκε απασχολούν περί τους 120 μύλους πολλοί από τους οποίους έχουν χαμηλή αλεστική

δυνατότητα και λειτουργούν μόνο κατά την θεριστική περίοδο προκειμένου να εξυπηρετήσουν παραγωγούς που αλέθουν οι ίδιοι το σιτάρι τους.

Ο κλάδος της αλευροβιομηχανίας εμφανίζει εξαιρετικά υψηλό βαθμό συγκέντρωσης αφού, με στοιχεία του 2012, οι δέκα μεγαλύτερες εταιρίες όσον αφορά στους όγκους πωλήσεων φαίνεται να ελέγχουν το 75% της συνολικής αγοράς, οι πέντε πρώτες το 49,5% και τέλος, οι τρεις πρώτες το 33,5%. Τα ανωτέρω στοιχεία συνοψίζονται στον Πίνακα Α.3.2 όπου παρουσιάζεται ο δείκτης συγκέντρωσης CRn όπως προκύπτει από το λόγο των πωλήσεων των εταιριών προς τη συνολική φαινομενική κατανάλωση του κλάδου.

Πίνακας Α.3.2 Δείκτης Βαθμού Συγκέντρωσης αλευροβιομηχανίας

Πηγή: Κλαδική Έκθεση ICAP 2013

n	CRn
n=3	33.5%
n=5	49.5%
n=10	73.5%

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ICAP, τα μερίδια αγοράς αλεύρου σίτου κατανέμονται για τις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου ως εξής:

Πίνακας Α.3.3: Μερίδια αγοράς αλεύρου σίτου για το 2012

Πηγή: Κλαδική Έκθεση ICAP 2013

ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΜΕΡΙΔΙΟ
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	15%-16%
ΜΥΛΟΙ ΠΑΠΑΦΙΛΗ Α.Ε.	9,5%-10%
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	9%-9,5%
ΜΥΛΟΙ ΘΡΑΚΗΣ Ι. ΟΥΖΟΥΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	8,5%-9%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	7,50%
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΧΑΛΚΙΔΙΚΗΣ Α.Ε.	7%-7,5%
ΜΥΛΟΙ ΜΑΡΡΑ Α.Ε.	5,50%
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	5%
ΜΥΛΟΙ ΑΣΩΠΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	5%
ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.	1,50%

Παρά τα υψηλά επίπεδα συγκέντρωσης όμως, επικρατούν και συνθήκες έντονου ανταγωνισμού λόγω του μεγάλου αριθμού των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων

που δημιουργούν τελικά συνθήκες υπερβάλλουσας προσφοράς που ασκούν μεγάλη πίεση στις τιμές και στα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων τα οποία διαμορφώνονται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα.

Αναφορικά με το μέγεθος της αγοράς, σε ό,τι έχει να κάνει με τους όγκους των παραγόμενων ποσοτήτων αλεύρων (Πίνακας Α.3.4) καθώς και αλεύρου και σιμιγδαλιού (Πίνακας Α.3.5), παρατηρείται σχετική σταθερότητα τόσο για την περίοδο 2003-2012 όσο και για αυτή από το 2009 έως το 2014

Πίνακας Α.3.4:Μέγεθος Εγχώριας Φαινομενικής Κατανάλωσης Αλευρού Σίτου  
Πηγή: Κλαδική Έκθεση ICAP 2013

ΕΤΟΣ	ΕΓΧΩΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗ (σε τόνους)	ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ (σε τόνους)	ΕΞΑΓΩΓΕΣ (σε τόνους)	ΦΑΙΝΟΜΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ (σε τόνους)	ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ
2.003	813.000	4.500	40.000	777.500	
2.004	815.000	8.000	30.000	793.000	1,99%
2.005	820.000	7.000	35.000	792.000	-0,13%
2.006	830.000	5.000	40.000	795.000	0,38%
2.007	840.000	6.000	48.000	798.000	0,38%
2.008	815.000	5.000	20.000	800.000	0,25%
2.009	810.000	6.000	23.000	773.000	-3,38%
2.010	822.000	5.000	25.000	802.000	3,75%
2.011	812.000	7.000	28.000	791.000	-1,37%
2.012	805.000	8.000	25.000	788.000	-0,38%
Μέσος Όρος	818.200	6.150	31.400	790.950	0,17%

Πίνακας Α.3.5: Μέγεθος Εγχώριας Φαινομενικής Κατανάλωσης αλεύρου Σίτου Και Σιμιγδαλιού

Πηγή: Κλαδική Έκθεση Stochasis, Δεκέμβριος 2014

ΕΤΟΣ	ΦΑΙΝΟΜΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ (σε τόνους)	ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ
2009	907.000	
2010	893.000	-1,54%
2011	901.000	0,90%
2012	873.000	-3,11%
2013	886.000	1,49%
2014	896.000	1,13%
Μέσος Όρος	892.667	-0,23%

Το ίδιο ισχύει και για την ετήσια εξέλιξη των τιμών των αλεύρων μαλακού και σκληρού σίτου. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία των Πινάκων Α.3.6 και Α.3.7 οι τιμές μαλακού και σκληρού σίτου εμφανίζουν διαχρονικά σχετική σταθερότητα

Πίνακας Α.3.6: Εξέλιξη Τιμής Μαλακού Σίτου

Πηγή: Κλαδική Έκθεση Stochasis, Δεκέμβριος 2014

ΕΤΟΣ	ΤΙΜΗ	ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ
2009	0,47 €	
2010	0,45 €	-4,26%
2011	0,58 €	28,89%
2012	0,46 €	-20,69%
Μέσος Όρος	0,49 €	1,31%

Πίνακας Α.3.7: Εξέλιξη Τιμής Σκληρού Σίτου

Πηγή: Κλαδική Έκθεση Stochasis, Δεκέμβριος 2014

ΕΤΟΣ	ΤΙΜΗ	ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ
2009	0,52 €	
2010	0,44 €	-15,38%
2011	0,51 €	15,91%
2012	0,46 €	-9,80%
Μέσος Όρος	0,48 €	-3,09%

Επομένως, ένα πρώτο σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι η ζήτηση για τα προϊόντα του κλάδου μπορεί αβίαστα να χαρακτηριστεί ως ανελαστική, γεγονός αναμενόμενο αφού πρόκειται για αγαθά που χρησιμοποιούνται στην παραγωγική αλυσίδα του κλάδου ειδών διατροφής.



Περαιτέρω, το ούτως ή άλλως μικρό ποσοστό εξαγωγών το οποίο εμφανίζει τα τελευταία χρόνια σημαντική κάμψη συνηγορεί υπέρ της άποψης ότι έχουμε να κάνουμε με έναν κλάδο που κατ' αποκλειστικότητα απευθύνεται στην εγχώρια αγορά.

Τελικά, κατόπιν των ανωτέρω στοιχείων, τα χαρακτηριστικά του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος του κλάδου σύμφωνα με τις πέντε δυνάμεις του υποδείγματος του Porter συνοψίζονται ως εξής:

**Είσοδος Νέων Ανταγωνιστών:** Το γεγονός ότι η αγορά αλεύρων χαρακτηρίζεται ως κορεσμένη λόγω της μακροχρόνια σταθερής ζήτησης, σε συνδυασμό με την μεγάλη ήδη εγκατεστημένη παραγωγική δυναμικότητα και τα χαμηλά περιθώρια κέρδους, καθιστούν δύσκολη την απόπειρα εισαγωγής νέων επιχειρήσεων στον κλάδο. Επίσης, το υψηλό μεταφορικό κόστος καθιστά μάλλον ασύμφορη την εισαγωγή αλεύρων σε μεγάλη κλίμακα.

**Κίνδυνοι Υποκατάστατων:** Η φύση του προϊόντος εγγυάται ότι δεν πρόκειται να υπάρξει τέτοιος κίνδυνος.

**Διαπραγματευτική Δύναμη Προμηθευτών:** Το γεγονός ότι η εγχώρια παραγωγή μαλακού σίτου δεν επαρκεί για να καλύψει τις ανάγκες της ελληνικής αγοράς σε συνδυασμό με το ολιγάριθμο των εισαγωγικών επιχειρήσεων δημητριακών αλλά και το ότι οι τιμές σίτου είναι διεθνώς καθορισμένες, καθιστά τις αλευροβιομηχανίες ευάλωτες στην ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών σιτηρών. Η ισχύς αυτή αντανακλάται στο επίπεδο της διαπραγμάτευσης της τιμής των σιτηρών και την διάρκεια της περιόδου αποπληρωμής των εισαγωγέων σίτου.

**Διαπραγματευτική Δύναμη Αγοραστών:** Το γεγονός ότι επικρατούν στον κλάδο συνθήκες υπερπροσφοράς δημιουργεί στους πελάτες των αλευροβιομηχανιών (αρτοβιομηχανίες, βιοτεχνίες αρτοποιίας, βιομηχανίες ειδών διατροφής) ένα περιθώριο άσκησης διαπραγματευτικής δύναμης, αφού είναι σε θέση να επιλέξουν προμηθευτή εις βάρος κάποιου άλλου. Τελικά όμως, η ανάγκη για παράδοση μεγάλων και πιστοποιημένων όγκων προϊόντος (ειδικά στην περίπτωση των αρτοβιομηχανιών) περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τις επιλογές επιφέροντας μια κάποια εξισορρόπηση μεταξύ των δύο πόλων.

**Ανταγωνισμός μεταξύ επιχειρήσεων του κλάδου:** Ο κλάδος χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό ως αποτέλεσμα της τάσης για συνεχή διεύρυνση της παραγωγικής δυναμικότητας από τη δεκαετία του 1990 και μετά. Οι συνθήκες αυτές οδήγησαν σε υπερβάλλουσα παραγωγική δυναμικότητα που ως αποτέλεσμα είχε τη

συρρίκνωση των περιθωρίων κέρδους. Η εξέλιξη αυτή με τη σειρά της δημιούργησε σοβαρά χρηματοοικονομικά προβλήματα στις μικρότερες επιχειρήσεις του κλάδου οδηγώντας τελικά στην τάση συγκεντροποίησής του.

Παρά ταύτα, η τάση συγκεντροποίησης δεν αναμένεται να συνεχισθεί λόγω των υψηλών μεταφορικών εξόδων που ευνοούν την ύπαρξη μικρότερων παραγωγικών μονάδων προς εξυπηρέτηση της τοπικής εμβέλειας ζήτησης.

Τέλος, στην ένταση του ανταγωνισμού συντείνουν παράγοντες όπως:

- Ο χαμηλός βαθμός διαφοροποίησης του προϊόντος
- Η ύπαρξη πολλών μικρομεσαίων επιχειρήσεων ίδιας δυναμικότητας και μεγέθους
- Τα εμπόδια εξόδου λόγω του υψηλού σταθερού κόστους σε υποδομές και εξοπλισμό.

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.3**

- Κλαδική Έκθεση ICAP για την αλευροβιομηχανία, Ιανουάριος 2013
- Κλαδική Έκθεση STOCHASIS για την αλευροβιομηχανία, Δεκέμβριος 2014
- Κλαδική Έκθεση ICAP για την αλευροβιομηχανία, Φεβρουάριος 2015

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΥΠΟ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ**

### **Α.4.1: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε**

#### **Α.4.1.1: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΔΡΟΜΗ**

Η ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε είναι η μεγαλύτερη εταιρία του κλάδου. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του 2012 το μερίδιο αγοράς της ανέρχεται στο 15-16% της συνολικής αγοράς αλεύρων.

Η εν λόγω εταιρία εκκινεί την επιχειρηματική της ζωή ως Ανώνυμη Εταιρία το 1927 κατόπιν της εξαγοράς το 1912 μεριδίου του μύλου Ι. Ξυδή - Ν. Χατζηνίκου από μέλη της οικογένειας του Θεμιστοκλή Λούλη στο Βόλο και αφού προηγουμένως έχει περιέλθει το 1917 η πλήρης κυριότητα της επιχείρησης στην εν λόγω οικογένεια.

Το 1951 η εταιρία, όπως και ο μεγαλύτερος τότε ανταγωνιστικός όμιλος η ΜΥΛΟΙ ΑΓ. ΓΕΩΡΓΙΟΥ Α.Ε., εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ΜΥΛΟΙ ΑΓ. ΓΕΩΡΓΙΟΥ Α.Ε έχει ήδη από το 1928 δημιουργήσει στο Κερατσίνι του Πειραιά το μεγαλύτερο και πλέον σύγχρονο τότε μύλο της Χώρας που την καθιστά τον αδιαμφισβήτητο ηγέτη του κλάδου της ελληνικής Αλευροβιομηχανίας.

Το 1952 η εταιρία κάνει τον πρώτο σιμιγδαλόμυλο της Ελλάδος ενώ το 1969 εγκαινιάζει τη λειτουργία του το υποκατάστημα της - τότε - ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. στην Αττική.

Το 1978 αρχίζει τη λειτουργία του ο νέος μύλος της εταιρίας στη Βιομηχανική Περιοχή Βόλου. Πρόκειται για την κατάληξη ενός επενδυτικού σχεδίου που εκκίνησε το 1969 με την αγορά οικοπέδου στην συγκεκριμένη περιοχή. Ο μύλος αυτός, ενσωματώνει την πλέον σύγχρονη τεχνολογία του κλάδου, επιτρέποντας έτσι στην εταιρία να έχει έως το 1988 συνολικές αλέσεις που την κατατάσσουν στη 2η θέση του κλάδου από τη 12η που κατείχε όταν ξεκίνησε η λειτουργία της μονάδας.

Το 1991, με την αγορά παραλιακού οικοπέδου εκτάσεως 100.000 τ.μ. στον Παγασητικό κόλπο (όρμος Σούρπης), ξεκινά ένα από τα μεγαλύτερα επενδυτικά σχέδια της εταιρίας: η μετεγκατάσταση του μύλου από τη ΒΙ.ΠΕ. Βόλου. Για την αδειοδότησή του θα χρειαστούν επτά έτη ενώ για την πλήρη λειτουργία του θα πρέπει να περιμένει ως το 2001 οπότε και ολοκληρώνεται η μεταφορά των γραμμών παραγωγής από τη ΒΙ.ΠΕ Βόλου.

Το 1999 η ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. εξαγοράζει μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 52% των μετοχών της εταιρείας ΜΥΛΟΙ ΑΓΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ, η οποία από το 1997 είχε προχωρήσει σε επέκταση των δραστηριοτήτων της στις αναπτυσσόμενες βαλκανικές χώρες αγοράζοντας την πλειοψηφία των εργοστασίων ΤΙΤΑΝ στο Βουκουρέστι και ΜΟΡΑΝ στην Τρανσυλβανία τα οποία αποτελούσαν τα 2 μεγαλύτερα εργοστάσια παραγωγής αλεύρου και αρτοσκευασμάτων στη Ρουμανία. Παράλληλα, η ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. εγκαινιάζει στα Τίρανα Αλβανίας κέντρο διανομής και μονάδα παραγωγής αρτοσκευασμάτων.

Η επέκταση στο εξωτερικό συνεχίζεται το 2000, με την εξαγορά της βουλγαρικής επιχείρησης «Μύλοι Σόφιας». Έως το 2008, οι επενδύσεις της εταιρείας σε Βουλγαρία και Ρουμανία θα έχουν μεταβιβαστεί στις αυστριακών συμφερόντων εταιρίες Leirnik-Lundeburger Invest Beteiligungs A.G. και LLI EUROMILLS GmbH.

Το 2003 ξεκινά η ανέγερση νέου υπερσύγχρονου Μύλου στα Τίρανα Αλβανίας το οποίο ξεκινά τη λειτουργία του εντός του 2004.

Το 2011 η εταιρία επιλέγει να επενδύσει εντός Ελλάδος, δημιουργώντας στην στο Κερασίμι αλευρόμυλο δυναμικότητας 300 τόνων την ημέρα.

#### **A.4.1.2: Η ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε ΣΗΜΕΡΑ**

Όπως προαναφέρθηκε η εταιρία είναι σήμερα η μεγαλύτερη εταιρία του κλάδου. Έχει στο δυναμικό της δύο αλευρόμυλους οι οποίοι έχουν δυναμικότητα άλεσης 1.300 τόνων την ημέρα και επιτρέπουν στη ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε να δραστηριοποιείται τόσο στην αγορά βιομηχανικών όσο και σε αυτή της λιανικής αλεύρων. Οι αλευρόμυλοι υποστηρίζονται από ιδιόκτητες λιμενικές εγκαταστάσεις οι οποίες έχουν δυναμικότητα φόρτωσης/εκφόρτωσης 200 και 450 τόνους ανά ώρα αντίστοιχα και δύνανται να εξυπηρετήσουν φορτηγά πλοία χωρητικότητας έως 40.000 τόνων.

Εκμεταλλεούμενη τις επενδύσεις της σε υψηλή τεχνολογία, η εταιρία είναι σε θέση να προσφέρει στους πελάτες της πάνω από 120 τύπους αλεύρων, εξασφαλίζοντας έτσι μια εξαιρετικά μεγάλη γκάμα προϊόντων.

Σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση της εταιρείας για το έτος 2015 ο όμιλος έχει τις κάτωθι θυγατρικές, όπως προκύπτουν από τον ΠΙΝΑΚΑ Α.4.1:

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.4.1: : ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΟΜΙΛΟΥ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε<sup>1</sup>

Πηγή: Ετήσια οικονομική έκθεση 2015

ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΕΔΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΜΗΤΡΙΚΗΣ
NUTRIBAKES A.E	ΚΕΡΑΤΣΙΝΙ ΑΤΤΙΚΗΣ	70%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΑΡΤΟΠΟΪΑΣ ΚΕΝΤΡΟ ΔΙΑ ΒΙΟΥ ΜΑΘΗΣΗΣ Α.Ε	ΚΕΡΑΤΣΙΝΙ ΑΤΤΙΚΗΣ	99,60%
LOULIS INTERNATIONAL FOODS ENTERPRISES BULGARIA Ltd	ΛΕΥΚΩΣΙΑ ΚΥΠΡΟΣ	100%
LAFCO LEADER ASIAN FOOD COMPANY Ltd	ΛΕΥΚΩΣΙΑ ΚΥΠΡΟΣ	40%
GRINCO HOLDINGS Ltd	ΛΕΥΚΩΣΙΑ ΚΥΠΡΟΣ	40%
GRINCO HOLDINGS Ltd	ΛΕΥΚΩΣΙΑ ΚΥΠΡΟΣ	24%

Η εταιρία απασχολεί σήμερα περί τους 250 εργαζομένους.

Η εταιρία δραστηριοποιείται τόσο στην αγορά αλεύρων όσο και σε αυτή του σιμιγδαλιού, με τον κύριο όγκο των πωλήσεων της να αφορά σε βιομηχανικούς/βιοτεχνικούς πελάτες και ένα σαφώς μικρότερο ποσοστό να απευθύνεται σε πελάτες λιανικής. Ένα σημαντικό κομμάτι των πωλήσεων κατευθύνεται σε εξαγωγές αφού το 2014 το 5% του κύκλου εργασιών είχε να κάνει με πωλήσεις στο εξωτερικό.

Μέτοχοι με ποσοστά άνω του 5% είναι οι κάτωθι:

- Λούλης Νικόλαος με ποσοστό 48,46%
- Λούλη Ευαγγελία με ποσοστό 6,86%,
- AL DAHRA AGRICULTURE SPAIN SLU 20%

Ως κύρια σημεία της στρατηγικής της εταιρίας για την υπό εξέταση περίοδο αναδεικνύονται τα κάτωθι:

- I. Επενδύσεις με στόχο τον εκσυγχρονισμό της παραγωγικής βάσης της εταιρίας. Παρά το γεγονός ότι η Ελλάδα βρίσκεται σε οξεία δημοσιονομική κρίση, η εταιρία προχώρησε σε ανακατασκευή του εργοστασίου του Κερατσινίου, υλοποιώντας ένα επενδυτικό πρόγραμμα ύψους 10

<sup>1</sup> Η μητρική συμμετέχει με 40% στη LAFCO LEADER ASIAN FOOD COMPANY Ltd, η οποία με τη σειρά της συμμετέχει με 60% στη GRINCO HOLDINGS Ltd, σκοπός της οποίας είναι η διερεύνηση επενδυτικών ευκαιριών και η κατασκευή εργοστασίου στην Ινδία.

εκατομμυρίων ευρώ το οποίο χρηματοδοτήθηκε εξ ολοκλήρου με ίδια κεφάλαια. Το εν λόγω εργοστάσιο αναμένεται να συμβάλει καθοριστικά στην επίτευξη εξοικονομήσεων για την εταιρία αφενός διότι εκμεταλλεύεται νέες, φιλικές προς το περιβάλλον και λιγότερο ενεργοβόρες τεχνολογίες και αφετέρου λόγω της επίτευξης χαμηλότερου επιπέδου μεταφορικού κόστους. Θα πρέπει βέβαια να επισημανθεί ότι η παρούσα επένδυση αφορά στην πρώτη φάση της υπό εξέταση περιόδου. Όπως θα φανεί στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, στη συνέχεια οι επενδύσεις της εταιρίας γνώρισαν κάμψη αφού καταγράφεται μείωση της αξίας των παγίων στοιχείων.

- II. Συνεργασίες που στοχεύουν αφενός στον καλύτερο έλεγχο του κόστους σιτηρών και αφετέρου στην είσοδο σε νέες αγορές τόσο στο εξωτερικό όσο και στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, εντός του 2013 ολοκληρώθηκε η απόκτηση του 20% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας από τον όμιλο Al Dahra Agriculture με έδρα τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα. Ο εν λόγω Όμιλος δραστηριοποιείται στον κλάδο παραγωγής αγροτικών προϊόντων σε διάφορα μέρη του κόσμου και με τον τρόπο αυτό είναι δυνατόν να συμβάλει στον επιπλέον περιορισμό του κινδύνου διακύμανσης πρώτων υλών για την εταιρία και στην σταθεροποίηση της εφοδιαστικής της αλυσίδας. Περαιτέρω, η στρατηγική αυτή συνεργασία, είναι δυνατόν να δώσει στην εταιρία την δυνατότητα να διεισδύσει σε δύσκολα προσβάσιμες αγορές όπως αυτές της Βορειοανατολικής Αφρικής και του Περσικού Κόλπου, αγορές που εμφανίζουν μεγάλη δυναμική κυρίως λόγω της ραγδαίας αύξησης του πληθυσμού τους αλλά που είναι δύσκολα προσβάσιμες από δυτικές επιχειρήσεις λόγω διαφορών στο επίπεδο της κουλτούρας και έλλειψης προσβάσεων στις τοπικές Αρχές.

Εκτός της ανωτέρω συνεργασίας, η ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ενέταξε στο δυναμικό της θυγατρική εταιρία στην οποία συμμετείχε και η Chirita. Στόχος της εταιρίας ήταν η από κοινού είσοδος στην αγορά της Ινδίας μέσω της δημιουργίας αλευρόμυλου αξίας 15 εκατομμυρίων ευρώ. Αν και τελικά αποφασίστηκε η αυτόνομη επένδυση από τη ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ύψους 1 εκατομμυρίου ευρώ προκειμένου να διεξαχθεί ενδεδειγμένη έρευνα της τοπικής αγοράς ωστόσο η προοπτική της συνεργασίας για μια από κοινού μεγαλύτερη επένδυση παραμένει ανοιχτή.

Τέλος, και πολύ σημαντικά, η ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε τον Ιανουάριο του 2015 ίδρυσε τη θυγατρική NUTRIBAKES Α.Ε προκειμένου να έρθει σε συμφωνία με την εταιρία KENFOOD Τροφογνώσια Α.Β.Ε.Ε., με στόχους την απόκτηση του εμπορικού σήματος της τελευταίας, την ανάληψη της εμπορικής της δραστηριότητας και τη συμμετοχή των μετόχων της στο μετοχικό κεφάλαιο της θυγατρικής, διαδικασίες που ολοκληρώθηκαν έως το Μάρτιο του 2015 με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και καταβολή μετρητών.

Η εταιρία NUTRIBAKES Α.Ε κατέχει σημαντική θέση στην αγορά εμπορίας μειγμάτων αρτοποιίας και πρώτων υλών ζαχαροπλαστικής, γεγονός που αναμένεται να συμβάλλει στην ενίσχυση των πωλήσεων του ομίλου μέσω της εισόδου σε μια νέα αγορά, γεγονός που ενισχύει την προϊοντική του διαφοροποίηση και συμβάλλει στη μείωση του επιχειρηματικού του ρίσκου.

Ήδη στα αποτελέσματα χρήσης του 2015 οι πωλήσεις από την εν λόγω δραστηριότητα ανήλθαν σε 4.000.000€ επί συνολικού κύκλου εργασιών 105.000.000€.

- III. Συνεχείς και συνεπείς προσπάθειες μείωσης του λειτουργικού κόστους. Στην πενταετία 2011-2015 η διοίκηση κατάφερε, σε επίπεδο ομίλου, να μειώσει σε απόλυτους αριθμούς τα λειτουργικά έξοδα από 19.422.028€ σε 17.783.532€, επιτυγχάνοντας εξοικονόμηση της τάξης του 12%. Η εν λόγω εξοικονόμηση αποτυπώνεται και σε σχετικό επίπεδο σε ότι έχει να κάνει το ύψος των λειτουργικών εξόδων ως ποσοστού επί του κύκλου εργασιών το οποίο από το 20,3% υποχώρησε ως το 2015 στο 16,9%.

Αξίζει να σημειωθεί ότι από το 2013 και μετά, η εταιρία στο πλαίσιο της Εταιρικής Ευθύνης επιστρέφει τις εξοικονομήσεις που πετυχαίνει από τη μείωση των λειτουργικών της δαπανών στους πελάτες της.

Κύριοι στόχοι της εταιρίας σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση του 2015 είναι η διατήρηση της ηγετικής της θέσης στην αγορά αλεύρων, η περαιτέρω ανάπτυξη στην αγορά μειγμάτων (ζαχαροπλαστικής), η βελτιστοποίηση των λειτουργιών κόστους μέσω των συνεργιών και η διατήρηση της υψηλής ποιότητας στα παραγόμενα προϊόντα της.

#### **A.4.2:ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.**

Η Μύλοι Κεπενός Α.Β.Ε.Ε είναι η Πέμπτη μεγαλύτερη αλευροβιομηχανία της χώρας, βάσει των μεριδίων αγοράς στην αγορά σίτου.

Η δραστηριότητά της ξεκίνησε το 1952 με την ίδρυσή της από τον Δημήτριο Κεπενό δημιουργώντας τον πρώτο νερόμυλο στην Περιβόλα Πατρών για την εξυπηρέτηση των αναγκών της περιοχής.

Το 1966 ο πρώην νερόμυλος μετατρέπεται σε κυλινδρόμυλο, με τοποθέτηση ρωσικής προέλευσης κυλινδρομηχανής.

Το 1978 πραγματοποιείται το πρώτο πραγματικά σημαντικό επενδυτικό βήμα με την κατασκευή ενός διώροφου κτηρίου επιφανείας 450 τ.μ. και την προμήθεια νέου εξοπλισμού, ο οποίος επέτρεψε την αύξηση της παραγωγής στο επίπεδο των 25 τόνων το 24ωρο.

Το 1981 μετά από επέκταση του μηχανολογικού εξοπλισμού της εταιρίας η παραγωγική δυναμικότητα ανήλθε στους 48 τόνους το 24ωρο.

Το 1986 η εταιρία μετατρέπεται σε ανώνυμη, υπό την σημερινή της επωνυμία.

Το 1990 έλαβε χώρα η τελευταία μηχανολογική επέκταση οπότε και η παραγωγική δυναμικότητα άγγιξε τους 120 τόνους ανά 24ωρο ενώ και η ποικιλία των προϊόντων αυξήθηκε σημαντικά φτάνοντας τα 16.

Το 1998 η εταιρία μεταφέρει τις δραστηριότητές της στις ιδιόκτητες εγκαταστάσεις της στη ΒΙ.ΠΕ Πάτρας με δυναμικότητα άλεσης 310 τόνων σιταριού ανά 24ωρο.

Η εταιρία το Σεπτέμβριο του 2001 εγκατέστησε και έθεσε σε λειτουργία συγκρότημα εκφόρτωσης δημητριακών δυναμικότητας 300 τόνων ανά ημέρα, στο λιμάνι της Πάτρας.

Το Δεκέμβριο του 2001 η εταιρία εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθήνας ενώ θέτει σε λειτουργία νέα γραμμή άλεσης σίτου δυναμικότητας 120 τόνων ανά 24ωρο.



Με μια επιπλέον γραμμή άλεσης που μπαίνει σε λειτουργία το 2003 η παραγωγική δυναμικότητα της εταιρίας αγγίζει πλέον τους 700 τόνους ανά 24ωρο.

Εντός του 2013 εκκινούν τη λειτουργία τους δύο πλήρως εξοπλισμένες αποθήκες στη Θεσσαλονίκη και την Καβάλα επεκτείνοντας τη δραστηριότητα της εταιρίας σε ολόκληρη τη χώρα.

Η εταιρία σήμερα δραστηριοποιείται κατά κύριο λόγο στον τομέα των αλεύρων διαθέτοντας στην αγορά και υποπροϊόντα αλευροποιίας. Συμπληρωματικά, εμπορεύεται και σχετικά με τη δραστηριότητά της προϊόντα (π.χ. δημητριακά). Το σύνολο σχεδόν των πωλήσεών της είναι χονδρικές με διανομή στο σύνολο των κλάδων της αγοράς (αρτοποιούς, βιοτεχνίες, βιομηχανίες, εμπόρους). Η διανομή γίνεται με ιδιόκτητο στόλο φορτηγών.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η εταιρία χρησιμοποιεί σύστημα δρομολόγησης των οχημάτων διανομής της εταιρείας, χάρη στο οποίο καταφέρνει να εξυπηρετεί τους πελάτες της προσαρμοσμένη στις εξατομικευμένες απαιτήσεις τους επιτυγχάνοντας παράλληλα μείωση του χρόνου της διανομής καθώς ακολουθείται η βέλτιστη διαδρομή.

Η εταιρία δεν συμμετέχει στο μετοχικό ή εταιρικό κεφάλαιο άλλων εταιριών ενώ μέτοχοι με ποσοστά άνω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας είναι οι

- Γεώργιος Κεπενός με 32,2%
- Ελένη Κεπενού με 16,9%
- Δημήτριος Κεπενός με 16,8%
- Πολυζώης Κεπενός με 2,6%
- Κωνσταντίνος Κεπενός με 1,95%

#### **A.4.3:ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.**

Η εταιρεία, η οποία εδρεύει στο Κερατσίνι Αττικής, ιδρύθηκε την 30<sup>η</sup>/4/1935 με την επωνυμία "ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ Κ.ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε." μετά από μετατροπή της προσωπικής επιχείρησης του "ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ " που ιδρύθηκε το 1912.

Κατά τα έτη 1956 - 57 και 1969 - 70 το εργοστάσιο των Καμινίων εκσυγχρονίστηκε ουσιαστικά με την εγκατάσταση Μύλου και αλεστικού συγκροτήματος για άλεση σκληρού και μαλακού σίτου αντίστοιχα.

Το 1993 η Εταιρεία εγκαταστάθηκε στις επιλιμένες εγκαταστάσεις της πρώην Ελληνικής Αλευροβιομηχανίας στο Κερατσίνι, ξεκινώντας εκτεταμένες εργασίες εκσυγχρονισμού.

Εισήλθε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στις 24 Νοεμβρίου 1994. Προηγήθηκε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με Δημόσια Εγγραφή ύψους 609.000.000 δραχμών.

Το 1997 λειτούργησε το νέο υπερσύγχρονο εργοστάσιο κατασκευής του Ελβετικού Οίκου BÜHLER Uzwil, που θεωρείται από τα πλέον σύγχρονα στην Ευρώπη.

Ο Όμιλος Εταιρειών "Κυλινδρόμυλοι Κ. Σαραντόπουλος Α.Ε." απασχολεί περίπου 30 εργαζόμενους.

Η διάρκεια της εταιρείας έχει ορισθεί σε 100 χρόνια (μέχρι 30/4/2035 και ο σκοπός της, σύμφωνα με το άρθρο 2 του Καταστατικού, είναι η αλευροβιομηχανία, η εμπορία αλεύρων και δημητριακών καρπών ενώ η εταιρεία δύναται να επεκτείνει τις δραστηριότητές της σε συναφείς κλάδους και να συμμετέχει σε εταιρείες οιουδήποτε εταιρικού τύπου και σκοπού ή να συνιστά τέτοιες εταιρείες.

Κατά τη διάρκεια του 2011 η εταιρία υλοποίησε επενδυτικό σχέδιο ύψους 2,3 εκατομμυρίων ευρώ που αφορούσε στην εγκατάσταση νέας και πλήρους γραμμής παραγωγής με σκοπό τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας μέσω της αύξησης της παραγωγικότητας.

Αναγνωρίζοντας τα όρια της αγοράς αλεύρων (συγκέντρωση κλάδου και πτωτική τάση ποσοστών κερδοφορίας) αλλά και τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στα πλαίσια μιας ανοικτής και παγκοσμιοποιημένης αγοράς, η εταιρία έχει επεκτείνει τις δραστηριότητές της στο χώρο της εκμετάλλευσης ακινήτων.

Σε επίπεδο ομίλου, η «ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.» ενοποιεί στις οικονομικές καταστάσεις της τα αποτελέσματα της εταιρίας «ΜΥΛΟΙ ΑΛΛΑΤΙΝΗ

Α.Ε» στην οποία και συμμετέχει με ποσοστό 20%. Η εν λόγω εταιρία δραστηριοποιείται στον κλάδο της εκμετάλλευσης ακινήτων. Έως το 2011 η «ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.» ενοποιούσε τα αποτελέσματα των κάτωθι εταιριών:

1. ΜΥΛΟΙ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Β.Ε.Ε (εκμετάλλευση ακινήτων), στην οποία κατείχε συμμετοχή 20%
2. ΑΝΩΝΥΜΗ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ (εκμετάλλευση ακινήτων)
3. ΠΟΛΙΤΕΙΑ Α.Ε.Δ.Α.Ε. (εκμετάλλευση ακινήτων)
4. ΘΕΟΔΩΡΟΝ Α.Ε.Δ.Α.Ε. (εκμετάλλευση ακινήτων)
5. ΣΤΑΣΙΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε (Τουριστικές Ξενοδοχειακές-Κτηματικές υπηρεσίες).

Η εταιρία ενοποιούσε τις ανωτέρω υπ' αριθμ 2 έως 5 εταιρίες παρά το γεγονός ότι είχε μηδενικές συμμετοχές σε αυτές διότι τα Διοικητικά τους Συμβούλια αποτελούνταν κατά πλειοψηφία από τα ίδια πρόσωπα με αυτά του Διοικητικού της Συμβουλίου. Η λήξη της υποχρέωσης αυτής από το 2012 και μετά εξηγεί σε μεγάλο βαθμό και την ραγδαία μείωση των λογαριασμών των πάγιων περιουσιακών στοιχείων, των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και των ιδίων κεφαλαίων στις ενοποιημένες καταστάσεις τους ομίλου.

Μοναδικός μέτοχος με ποσοστά άνω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας είναι ο Κωνσταντίνος Σαραντόπουλος με ποσοστό 49,91%.

#### **A.4.4:ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ «ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Ε.»**

Η ζωή της εταιρίας ξεκινά το 1907 με τη δημιουργία του πρώτου πετρόμυλου από τον Ευριπίδη Χατζηκρανιώτη. Στην αρχή της λειτουργίας της απασχολούσε τρία άτομα προσωπικό και είχε παραγωγή 1 τόνο αλεύρι την ώρα.

Το 1951 φωτιά καταστρέφει ολοσχερώς τον πετρόμυλο οπότε και το 1953 στην Θέση Τούμπα του Τυρνάβου κτίζεται ο νέος πετρόμυλος της οικογένειας.

Το 1961 οι κληρονόμοι Υιοί του Ευριπίδη Χατζηκρανιώτη συστήνουν την «Κοινωνία αδελφών Χατζηκρανιώτη». Συγχρόνως συστήνεται ομόρρυθμος εταιρία με την επωνυμία «ΥΙΟΙ Ε. Χατζηκρανιώτη Ο.Ε.», με αντικείμενο δραστηριότητας την παραγωγή αλεύρων και έδρα την πόλη του Τυρνάβου.

Το 1970 Συστήνεται η Εταιρία «ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε.» η οποία προήλθε από συγχώνευση της ανωτέρω ομόρρυθμης εταιρίας και της «Κοινωνίας αδελφών Χατζηκρανιώτη». Από τότε και επί τριάντα πέντε χρόνια η Εταιρία εξακολουθεί να λειτουργεί και να αναπτύσσεται.

Το 1981 η εταιρία αγοράζει οικόπεδο έκτασης 11.246 τ.μ. στο 1ο χλμ. της οδού Τυρνάβου - Λάρισας για τη μετεγκατάσταση της παραγωγικής δραστηριότητας.

Το 1982 προχωρά στην αγορά μηχανολογικού εξοπλισμού, με την προμήθεια (8) SILO PHOENIX, για την αποθήκευση του επί του συνολικού όγκου 13.000 m<sup>2</sup>.

Το 1985 αρχίζει η εγκατάσταση ενός νέου κυλινδρόμυλου. Για το σκοπό αυτό δημιουργούνται κτιριακές εγκαταστάσεις 2.466 τ.μ. και αγοράζεται νέος μηχανολογικός εξοπλισμός, με παραγωγική δυναμικότητα 150 τόνων αλεύρων ημερησίως. Η εγκατάσταση εκκινεί τη λειτουργία της το 1987.

Το 1990 προκειμένου να επεκτείνει το δίκτυο πωλήσεων της σε όλη την Ελλάδα, η εταιρία ιδρύει το 1993 γραφείο στη Θεσσαλονίκη, με ευθύνη την επίβλεψη του δικτύου πωλήσεων στη Βόρεια Ελλάδα.

Ξεκινά επενδυτικό πρόγραμμα ύψους 258 χιλιάδων ευρώ αναφορικά με την μετεγκατάσταση επτά σιλό αποθήκευσης σίτου από τις παλαιές εγκαταστάσεις στις υφιστάμενες. Η διαδικασία μετεγκατάστασης ολοκληρώθηκε στο πρώτο εξάμηνο του 1997.

Η εταιρία, συνεχίζοντας το επενδυτικό της πρόγραμμα, προέβη το 1998 στην προμήθεια σύγχρονου μηχανολογικού εξοπλισμού, συνολικής αξίας 543 χιλιάδες ευρώ. Με την απόκτηση σιμιγδαλιστριών και μηχανημάτων αναμείξεως αλεύρων.

Την 27η Δεκεμβρίου 1999 αποφασίστηκε η εισαγωγή της εταιρείας στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Κατά τη διετία 2008-2009 η εταιρεία υλοποίησε δύο επενδυτικά προγράμματα εκσυγχρονισμού της τα οποία είχαν υπαχθεί στις διατάξεις του Αναπτυξιακού Νόμου 3299/2004.

Στα πλαίσια του πρώτου επενδυτικού προγράμματος κατασκευάστηκαν νέες κτιριακές εγκαταστάσεις, όπου στεγάστηκαν οι διοικητικές υπηρεσίες της επιχείρησης και έγιναν βελτιώσεις και επεκτάσεις του υφιστάμενου κτιρίου του μύλου.

Ο νέος μηχανολογικός εξοπλισμός παραγωγής αφορά στην εγκατάσταση δύο καθετοποιημένων γραμμών παραγωγής άλεσης μαλακών και σκληρών σιτηρών. Η υφιστάμενη γραμμή παραγωγής εκσυγχρονίσθηκε με νέα μηχανήματα προς αντικατάσταση των παλιών και από την αναδιοργάνωση της προέκυψαν οι δύο ξεχωριστές γραμμές παραγωγής. Η συνολική παραγωγική δυναμικότητα σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του προμηθευτή ανέρχεται σε 180 τόνους/24ωρο.

Το δεύτερο πρόγραμμα της επένδυσης περιελάμβανε την αγορά και εγκατάσταση νέων σύγχρονων συστημάτων αυτοματοποίησης διαδικασιών και μηχανοργάνωσης αποθηκών, συμπεριλαμβανομένου φυσικά και του απαραίτητου λογισμικού, για την επέκταση και περεταίρω βελτίωση και εκσυγχρονισμό της εφοδιαστικής αλυσίδας της εταιρίας, στον χώρο του βιομηχανοστασίου της.

Η εταιρία δεν έχει συμμετοχές σε άλλα εταιρικά σχήματα ενώ οι κάτωθι μέτοχοι εμφάνιζαν ποσοστά άνω του 5% στις 31/12/2015:

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΠΑΥΛΙΝΑ 9,04%

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΙΩΑΝΝΑ 9,02%

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ 8,78%

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΜΑΡΙΑ 8,52%

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ ΘΩΜΑΣ 8,01%

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ ΕΥΡΙΠΙΔΗΣ 7,77%

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ 6,97%

#### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.4**

- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε 2010-2015
- <http://www.loulismills.gr/gr/>
- <http://kepenos.gr/el/>
- <http://www.ksarantopoulos.gr/>
- <http://www.xatzikranioti.gr/>
- Διαδικτυακό άρθρο, «Σταθερή ανάπτυξη κόντρα στην κρίση για τη Μύλοι Λούλη», <http://www.liberal.gr/arthro/36473/oikonomia/epicheiriseis/statheri-anaptuxi-kontra-stin-krisi-gia-ti-muloi-louli.html>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ**

### **A.5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στο παρόν κεφάλαιο θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε τις γενικότερες τάσεις των υπό ανάλυση εταιριών κατά την τελευταία πενταετία.

Η ανωτέρω προσπάθεια θα στηριχθεί στη μελέτη των στοιχείων που προκύπτουν από την ανάλυση κοινού μεγέθους καθώς αυτών που προκύπτουν από τους αριθμοδείκτες τάσης της κάθε εταιρίας για την υπό εξέταση περίοδο.

**Ειδικά για την παρουσίαση της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. επισημαίνονται τα εξής: Όπως ήδη αναφέρθηκε στο κεφάλαιο Α.4.3, η εταιρία έως και το 2011 είχε υποχρέωση να ενοποιεί τα αποτελέσματα εταιριών στις οποίες είχε μεν είχε μηδενικές συμμετοχές αλλά τα Διοικητικά τους Συμβούλια αποτελούνταν κατά πλειοψηφία από τα ίδια πρόσωπα με αυτά του Διοικητικού της Συμβουλίου. Η λήξη της υποχρέωσης αυτής από το 2012 και μετά επέφερε σημαντικότερες αλλαγές στον ισολογισμό της εταιρίας. Προκειμένου λοιπόν τα δεδομένα επί των οποίων θα βασιστεί η ανάλυσή μας να είναι ομοιογενή ούτως ώστε τα εξαγόμενα συμπεράσματα να χαρακτηρίζονται από συνέπεια, επιλέξαμε να ορίσουμε ως έτος βάσης για την ανάλυση της Σαραντόπουλος Α.Ε το 2012 και όχι το 2011 όπως πράξαμε για τις λοιπές εταιρίες, τόσο στο παρόν κεφάλαιο όσο και σε αυτό που θα γίνει κριτική παρουσίασης των αριθμοδεικτών της εταιρίας.**

### **A.5.2 ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε**

Όσον αφορά στον ισολογισμό της εταιρίας, οριακές και μόνο μεταβολές παρατηρούνται στην πενταετία που καταλήγουν στην αύξησή του κατά 2 περίπου ποσοστιαίες μονάδες.

Όσον αφορά στα πάγια στοιχεία σημειώνεται μεγάλη μείωση τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού. Συγκεκριμένα, κατά την ανωτέρω περίοδο σημειώνεται μείωση των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας κατά 11% ενώ ως ποσοστό επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων κινούνται επίσης πτωτικά χάνοντας περίπου εννέα ποσοστιαίες μονάδες.

Σε ό,τι έχει να κάνει με το κυκλοφοριακό ενεργητικό, κατά την ίδια χρονική περίοδο, παρατηρείται καθαρή αύξησή του κατά 30%. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται κατά πρώτο λόγο στην εντυπωσιακή αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων κατά 105% καθώς και σε

αυτή των αποθεμάτων κατά 60%. Όσον αφορά στην εξέλιξη των απαιτήσεων, αυτές σημειώνουν αύξηση κατά 6% παρακολουθώντας την αντίστοιχη αύξηση στις πωλήσεις της τάξης του 9%. Όσον αφορά στη σχετική τους βαρύτητα αυτές παραμένουν σταθερές στο 20% περίπου του συνολικού ενεργητικού.

Στην πλευρά του παθητικού του ισολογισμού, τα ίδια κεφάλαια παραμένουν σχεδόν αμετάβλητα ως προς την ποσοστιαία συμμετοχή τους στην χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας με οριακή αύξηση του 2% σε απόλυτα μεγέθη.

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις εμφανίζουν κατακόρυφη μείωση της τάξης του 40% ενώ ως ποσοστό επί του συνόλου των υποχρεώσεων πέφτουν από το 25% στο 15%. Κύρια αιτία για αυτή την εξέλιξη είναι η μείωση των μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων οι οποίες από το 15% του συνόλου του παθητικού βρίσκονται πλέον στο επίπεδο του 5%.

Η μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων υποκαθίσταται από ίση αύξηση δέκα ποσοστιαίων μονάδων στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις οι οποίες από το 21% του συνόλου του παθητικού ανέρχονται στο 31% παρουσιάζοντας αύξηση στην πενταετία της τάξης του 50%. Η τελευταία εξέλιξη αφενός αντανακλά τις δύσκολες χρηματοπιστωτικές συνθήκες που κυριαρχούν στην ελληνική αγορά με τους πιστωτές να προβαίνουν σε περιορισμό των μακροπρόθεσμων χορηγήσεων τους φοβούμενοι προφανώς αδυναμία καταβολής υποχρεώσεων. Όπως θα δούμε στη συνέχεια, η παρούσα εξέλιξη απαντάται στο σύνολο των υπό εξέταση εταιριών. Τέλος, παρά η αύξηση των απαιτήσεων δε συνοδεύθηκε από αντίστοιχη αύξηση των αγορών με πίστωση οι οποίες στην πενταετία εμφανίζουν μείωση εννέα περίπου ποσοστιαίων μονάδων.

Όσον αφορά στα αποτελέσματα χρήσεων, το σύνολο των αποτελεσμάτων παρουσιάζει ραγδαία επιδείνωση έως το 2013 οπότε και σημειώνεται μικρή ανάκαμψη. Συγκεκριμένα, στην πενταετία, τα μικτά κέρδη παρουσιάζουν μείωση της τάξης του 17%, τα λειτουργικά πτώση της τάξης του 32% ενώ τα αποτελέσματα προ φόρων εμφανίζονται μειωμένα κατά 37%. Τα καθαρά κέρδη μετά φόρων εμφανίζουν έντονη μεταβλητότητα αφού το 2012 μειώνονται κατά 90%, το 2013 περνούν σε αρνητικό έδαφος, το 2014 παρουσιάζουν δυναμική ανάκαμψη φτάνοντας το 80% του έτους βάσης για να κατακρημνιστούν το 2015 με ποσοστό μείωσης της τάξης του 80%.

Τέλος, σε σχέση με την κοστολογική δομή της εταιρίας, παρατηρείται ότι η σημαντική επιβάρυνση που έλαβε χώρα στο κόστος πωληθέντων ανεβάζοντάς το από το 75% στο 81% επέδρασε αρνητικά τόσο στα λειτουργικά όσο και στα προ φόρων



αποτελέσματα και αυτό παρά τη σημαντική βελτίωση που παρουσιάστηκε στα μεγέθη της διοίκησης και διάθεσης αλλά και σε αυτά των χρηματοπιστωτικών εξόδων. Έτσι παρά το γεγονός ότι τα λειτουργικά έξοδα βαίνουν μειούμενα από 20,27% επί των πωλήσεων σε 17% και οι τόκοι από το επίπεδο του 2.93% πέφτουν σε αυτό το 2,13 τα αποτελέσματα προ φόρων σημειώνουν καθίζηση από το 5,54% στο 3,2% επί των πωλήσεων.

### A.5.3 ΚΕΠΕΝΟΣ ΑΒ.Ε.Ε.

Ο ισολογισμός της ανωτέρω εταιρίας παρουσιάζει κατά την υπό εξέταση περίοδο μείωση της τάξης του 9,5%.

Όσον αφορά στα περιουσιακά της στοιχεία η εν λόγω μείωση αποδίδεται στη μείωση του πάγιου ενεργητικού κατά 5,3% και σε αυτή του κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά 10%. Η σχετική βαρύτητα των δύο λογαριασμών ως προς το σύνολο του ενεργητικού κινήθηκε ως εξής: τα πάγια στοιχεία από το 33,5% ανήλθαν στο 34,7% ενώ τα κυκλοφοριακά από το επίπεδο του 66,43% έπεσαν στο 65,28%.

Η μείωση των παγίων στοιχείων αποδίδεται κατά κύριο λόγο στη μείωση της αξίας των ενσώματων παγίων κατά 8% η σχετική βαρύτητα των οποίων ως προς το συνολικό ενεργητικό παρέμεινε σταθερή στο ύψος του 33,5%.

Στο επίπεδο του κυκλοφοριακού ενεργητικού, η μείωση σχετίζεται με τη συρρίκνωση των ταμιακών διαθεσίμων κατά 56% με τη σχετική βαρύτητά τους να μειώνεται από το 25% στο 12%. Από την άλλη πλευρά, οι απαιτήσεις της εταιρίας αυξάνονται κατά 24% προκειμένου να υποστηρίξουν άνοδο των πωλήσεων της τάξης του 11,5%.

Στην πλευρά του παθητικού, τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας παραμένουν αμετάβλητα ενώ μείωση παρουσιάζεται στο λογαριασμό των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε ποσοστό 31%. Κύρια αιτία της μείωσης αυτής είναι η μείωση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού κατά 47%. Τέλος, κατόπιν και της αύξησης που σημειώνεται στις απαιτήσεις παρατηρείται μεγάλη αύξηση των υποχρεώσεων στους προμηθευτές της εταιρίας κατά 52%.

Όσον αφορά στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, αυτές βαίνουν αυξανόμενες σε ποσοστό 34% αφού στο ενδιάμεσο της περιόδου αυξήθηκαν έως και 84%. Η σχετική τους βαρύτητα προς το σύνολο των υποχρεώσεων σημείωσε άνοδο έως και 27,78% πριν διαμορφωθεί στο επίπεδο του 19,43% στο τέλος της πενταετίας. Η μεταβολή αυτή αποδίδεται στη ραγδαία αύξηση του μακροπρόθεσμου δανεισμού έως και 1400% πριν διαμορφωθεί στο επίπεδο του 670% στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου.

Από την άλλη πλευρά, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης σημειώνουν κάμψη 30 ποσοστιαίων μονάδων με τη σχετική τους βαρύτητα να μειώνεται κατά 10%. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στο γεγονός ότι την μείωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού έρχεται να υποκαταστήσει η αύξηση του μακροπρόθεσμου για τον οποίο έγινε ήδη λόγος. Οι εμπορικές υποχρεώσεις της

εταιρίας υπερκαλύπτουν την άνοδο των απαιτήσεων αφού αυξάνονται σε ποσοστό άνω του 50%.

Στο επίπεδο των κερδών, παρατηρείται βελτίωση σε όλες τις γραμμές της Κατάστασης Αποτελεσμάτων .

Συγκεκριμένα, τα μικτά αποτελέσματα στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου εμφάνισαν αύξηση της τάξης του 24% ως αποτέλεσμα της αύξησης του κόστους πωληθέντων με ρυθμό μικρότερο (8%) των πωλήσεων (11%). Επίσης, τα λειτουργικά αποτελέσματα σημείωσαν βελτίωση στο τέλος της πενταετίας της τάξης του 15% τη στιγμή που η βελτίωση το 2013 ανήλθε στο 72% ενώ τα καθαρά κέρδη προ φόρων βελτιώθηκαν κατά 5% με τη βελτίωση το 2013 να αγγίζει το 91%. Όσον αφορά στα καθαρά κέρδη μετά φόρων, αυτά σημείωσαν σταθερή βελτίωση μέχρι και το 2014 οπότε και σημειώθηκε άνοδος 38% πριν τη μείωση κατά το ίδιο ποσοστό ως προς το έτος βάσης που σημειώθηκε στο τέλος της πενταετίας.

Στο επίπεδο της κοστολογικής δομής, παρατηρείται αύξηση στο κόστος πωληθέντων το σχετικό βάρος του εν λόγω λογαριασμού ως προς τις πωλήσεις, εμφανίζει σταθερά πτωτική τάση έως το 2014 οπότε και διαμορφώνεται σε 74,05% από το επίπεδο του 78,92% του 2011, για να αυξηθεί ξανά έως το 76,48% το 2015.

Τα λειτουργικά έξοδα εμφάνισαν αύξηση με τα έξοδα πωλήσεων να αυξάνουν κατά 27% σε επίπεδο πενταετίας και τα έξοδα διοίκησης να σημειώνουν αύξηση της τάξης του 64%. Σε σχετικά μεγέθη οι ανωτέρω λογαριασμοί αυξήθηκαν ως προς τις πωλήσεις: τα μεν έξοδα πωλήσεων από 12% σε 13,72% τα δε έξοδα διοίκησης από 2,89% σε 4,27%.

Οι καλές επιδόσεις στο κόστος πωληθέντων υπερίσχυσαν των αρνητικών στο επίπεδο του λειτουργικού κόστους με αποτέλεσμα τα λειτουργικά κέρδη να εμφανίσουν αύξηση κατά τα έτη 2013 και 2014 σε ποσοστά της τάξης του 72,78% και 68,78% ως προς το έτος βάσης αντίστοιχα πριν σημειωθεί κάμψη στο ρυθμό επέκτασής τους το 2015 οπότε και διαμορφώνονται σε επίπεδα του 15%. Η ραγδαία άνοδος των λειτουργικών κερδών αποδίδεται ευθέως στη συγκράτηση του κόστους πωληθέντων των αντιστοίχων ετών στην οποία αναφερθήκαμε ανωτέρω.

Το χρηματοοικονομικό κόστος εμφανίζεται αυξημένο το 2015 κατά 40% σε σχέση με το έτος βάσης γεγονός αναμενόμενο κατόπιν της ραγδαίας άνοδου των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρίας.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί παρά τις πολύ καλές επιδόσεις σε λειτουργικό επίπεδο η εταιρία, με εξαίρεση το 2014 οπότε και σημειώνεται αύξηση της τάξης του 39% ως

προς το έτος βάσης, δεν καταφέρνει να εμφανίσει την ίδια καλή εικόνα στο επίπεδο των κερδών μετά φόρων. Κύρια αιτία γι αυτή την εξέλιξη είναι η μετεωρική αύξηση της φορολογίας εισοδήματος η οποία αυξάνει κατά τα έτη 2013, 2014 και 2015 αυξάνει κατά 831%, 599% και 449% αντίστοιχα.

#### A.5.4 ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

Ο ισολογισμός της εταιρίας κατά την εξεταζόμενη περίοδο υπέστη μείωση της τάξης του 3,7%. Κύρια αιτία για την εν λόγω μείωση είναι η συρρίκνωση του λογαριασμού κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά 23,7% η συμμετοχή του οποίου στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας υποχώρησε από το επίπεδο του 57% σε αυτό του 45.3%. Από τους λογαριασμούς των κυκλοφοριακών στοιχείων μεία αξίζει να γίνει στη μείωση που παρατηρείται σε αυτόν των πελατών ο οποίος «παρακολουθώντας» την κατάρρευση των πωλήσεων μειώνεται κατά 28% ενώ και η συμμετοχή του στο σύνολο του ενεργητικού από το 32% του 2012 πέφτει στο 24% του 2015. Το γεγονός ότι μειώνεται με ρυθμό ταχύτερο από αυτό των πωλήσεων παρέχει κάποιες πρώτες ενδείξεις για προσπάθεια αλλαγής στην πιστοδοτική πολιτική.

Αναφορικά με τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας: παρατηρείται αύξησή τους καθ' όλη την υπό εξέταση περίοδο η οποία κορυφώνεται το 2015, οπότε και καταγράφεται αύξηση 23 ποσοστιαίων μονάδων, με τη συμμετοχή τους στο σύνολο του ενεργητικού να καταγράφει και αυτή με τη σειρά της άνοδο από το επίπεδο του 43% το 2012 σε αυτό του 54,6% το 2015. Η μεταβολή αυτή αποδίδεται στην άνοδο της αξίας των ιδιοχρησιμοποιούμενων ενσώματων παγίων στοιχείων, τα οποία σε επίπεδο τετραετίας αυξάνουν κατά 18% με τη συμμετοχή τους να ανέρχεται από 39% σε 48% του συνόλου του ενεργητικού. Αξίζει να σημειωθεί ότι η εν λόγω επιχείρηση είναι και η μοναδική εκ των υπό ανάλυση εταιριών που αυξάνει την αξία των παγίων της.

Στο πεδίο των υποχρεώσεων παρατηρείται σημαντικότερη μείωση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας ως φυσική συνέπεια της κατάρρευσης των καθαρών μετά φόρων κερδών. Συγκεκριμένα, καταγράφεται μείωση της τάξης του 27% ενώ και η σχετική σημασία του εν λόγω λογαριασμού βαίνει μειούμενη από το επίπεδο του 25,5% το 2012 σε αυτό του 19,4% το 2015. Σε αντίθετη πορεία με αυτή των απαιτήσεων βρίσκονται οι υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές αφού στην πενταετία γνωρίζουν αύξηση της τάξης του 7,9%.

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας σε επίπεδο τετραετίας μειώνονται κατά 24 περίπου ποσοστιαίες μονάδες, επιφέροντας οριακές και μόνο μεταβολές στο σύνολο των υποχρεώσεων αφού η σχετική τους βαρύτητα παρέμεινε αμελητέα σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο από το 4,5% το 2012 στο 4% το 2015.

Ο λογαριασμός στον οποίο θα πρέπει να γίνει ιδιαίτερη μνεία είναι αυτός των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ιδιαίτερα όσον αφορά στη σχέση του με αυτόν του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Κατ' αρχάς, θα πρέπει να σημειωθεί η πολύ μεγάλη σχετική βαρύτητα που παρουσιάζει ο εν λόγω λογαριασμός σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκεκριμένα, η συμμετοχή τους στις συνολικές υποχρεώσεις κυμαίνεται από 70% έως 76,6% για την περίοδο 2012-2015. Σε απόλυτα μεγέθη σημειώνεται αύξηση της τάξης του 5%. Η αύξηση αυτή κατά κύριο λόγο αποδίδεται στην άνοδο του λογαριασμού των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων κατά 5% η σχετική σημασία των οποίων ανήλθε από το επίπεδο του 70% σε αυτό του 76%.

Η ανάλυση των λογαριασμών του κυκλοφοριακού ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων καταδεικνύει την ύπαρξη σημαντικότερων προβλημάτων στο σχηματισμό καθαρού κεφαλαίου κίνησης της εταιρίας. Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, η εταιρία παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης, το οποίο μάλιστα βαίνει αυξανόμενο (Πίνακας Α.5.4.1) γεγονός που εγείρει σοβαρά ερωτηματικά όσον αφορά στην δυνατότητά της να συνεχίσει εξυπηρετήσει έγκαιρα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Πίνακας Α.5.4.1 :Καθαρό κεφάλαιο κίνησης ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2012- 2015

2012	2013	2014	2015
-2.826.859,63	-4.337.065,52	-5.270.742,27	-6.541.516,55

Στο επίπεδο των αποτελεσμάτων, αξίζει να σημειωθούν τα κάτωθι:

Οι πωλήσεις της εταιρίας παρουσιάζουν σημαντικότερη μείωση. Με εξαίρεση το 2013 οπότε και αυξάνουν κατά 6%, στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου εμφανίζουν μείωση της τάξης του 22%.

Τα μικτά κέρδη μειώνονται και αυτά με τη σειρά τους κατά 25 περίπου ποσοστιαίες μονάδες ενώ και τα λειτουργικά κέρδη μειώνονται κατά 96% στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου. Στοιχεία τάσης δεν είναι δυνατόν να δοθούν για τις λοιπές γραμμές κερδοφορίας αφού από το 2013 οπότε και μηδενίζονται τα κέρδη προ φόρων σταθερά η εταιρία σημειώνει αρνητικές τιμές τόσο στα προ όσο και στα μετά φόρων κέρδη της. Σημειώνεται μόνο ότι με εξαίρεση το 2012 οπότε και η καθαρή μετά φόρων κερδοφορία διαμορφώνεται σε 1,73% επί των πωλήσεων τα έτη 2013,2014 και 2015 τα αντίστοιχα ποσοστά διαμορφώνεται σε -0,47%, -3,45% και -4,44% αντίστοιχα.

Στο επίπεδο της κοστολογικής δομής, παρατηρείται σημαντική υστέρηση της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε σε σχέση με τον ανταγωνισμό. Εκκινώντας από τα εξαιρετικά υψηλά επίπεδα του 87% η συμμετοχή του κόστους πωλήσεων εκτοξεύεται στο 90% επί των πωλήσεων για να επανέλθει στα αρχικά του επίπεδα το 2015. Κακή εικόνα παρατηρείται και στο επίπεδο των λειτουργικών εξόδων τα οποία αυξάνουν τη συμμετοχή τους από το επίπεδο του 10,66% επί των πωλήσεων σε αυτό του 16,80%.

#### **A.5.5 ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.**

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο ο ισολογισμός της εταιρίας υπέστη μείωση της τάξης του 23,7%.

Τα πάγια στοιχεία μειώθηκαν κατά 13% ενώ τα κυκλοφοριακά κατά 43%. Η συμμετοχή των ανωτέρω λογαριασμών στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας κυμάνθηκε ως εξής: τα μεν πάγια από 64,41% ανήλθαν στο επίπεδο του 73,42% τα δε κυκλοφοριακά υπέστησαν μείωση και από 35,59% βρέθηκαν το 2015 στο 26,58%.

Η μείωση της αξίας των παγίων στοιχείων αποδίδεται κατά κύριο λόγο στην συρρίκνωση των ενσώματων ακινητοποιήσεων οι οποίες σε απόλυτα νούμερα υπέστησαν μείωση της τάξης του 15% παρά το γεγονός ότι η συμμετοχή τους στα περιουσιακά στοιχεία αυξήθηκε από 56% σε 62,3%.

Η μείωση της αξίας των κυκλοφοριακών στοιχείων αποδίδεται στη μείωση του λογαριασμού των απαιτήσεων οι οποίες σε επίπεδο τετραετίας γνωρίζουν μείωση 23 περίπου ποσοστιαίων μονάδων με τη σχετική τους συμμετοχή να πέφτει από 29,76% το 2011 σε 22,14% το 2015. Η μείωση αυτή συνιστά φυσιολογικό γεγονός δεδομένης της πτώσης των πωλήσεων.

Στην πλευρά των υποχρεώσεων παρατηρείται μείωση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της τάξης του 70% λόγω της σωρευτικής επίδρασης πέντε ετών ζημιογόνων χρήσεων. Απόρροια της ανωτέρω εξέλιξης, με σημαντικότερες επιπτώσεις για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας, αποτελεί το γεγονός ότι λαμβάνει χώρα ραγδαία αποκλιμάκωση της συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο των υποχρεώσεων από το 35,63% του 2011 στο 14,18% του 2015.

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μετά τον εξαπλασιασμό τους το 2013 σημείωσαν ραγδαία αποκλιμάκωση οπότε και το 2015 διαμορφώνονται σε επίπεδο όμοιο με αυτό του έτους βάσης. Η διακύμανση αυτή οφείλεται αποκλειστικά στην αύξηση και μετέπειτα μείωση του μακροπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού ο οποίος το 2013 αυξάνει κατά 15 φορές ως προς το έτος βάσης για να μηδενιστεί στις επόμενες δύο χρήσεις. Η συμμετοχή των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων στη χρηματοδότηση της εταιρίας αυξάνεται από το 7,94% στο 10,41%.



Ο λογαριασμός των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σημειώνει στην πενταετία οριακή μεταβολή της τάξης του 2% αφού πρώτα μειώνεται το 2013 έως και 22,78 σε σχέση με το έτος βάσης πριν ανακάμψει στα προαναφερθέντα επίπεδα. Η σχετική του βαρύτητα αυξάνεται από το 56,43% στο 75,41% γεγονός που αποδίδεται στη ραγδαία μείωση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Οι εμπορικές υποχρεώσεις της εταιρίας σημειώνουν μείωση 38 περίπου ποσοστιαίων μονάδων.

Όπως και στην περίπτωση της Σαραντόπουλος Α.Ε. έτσι και στην Χατζηκρανιώτης υπάρχει προβληματική σχέση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και κυκλοφοριακού ενεργητικού. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα δεδομένα του Πίνακα Α.5.5.1 η εταιρία, εκτός της χρήσης του 2013, λειτουργεί με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης η αξία του οποίου βαίνει μάλιστα αυξανόμενη, πράγμα που σημαίνει ότι μεταθέτει σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό το κόστος λειτουργίας της στους πιστωτές της. Επομένως, λογικά εγείρονται σοβαρές αμφιβολίες για το βαθμό στον οποίο θα είναι σε θέση να χρηματοδοτεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με ομαλό ρυθμό αφού τα χαρακτηριστικά του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε δεν είναι τέτοια που να επιτρέπουν τη επί μακρόν λειτουργία της με μετακύληση του σχετικού κόστους στους πιστωτές της.

Πίνακας Α.5.5.1 : Κεφάλαιο κίνησης Χατζηκρανιώτη Α.Ε 2011-2015

2011	2012	2013	2014	2015
-3.288.428,63	-3.402.062,37	2.256.300,37	-5.050.861,00	-5.881.137,00

Στο πεδίο των αποτελεσμάτων, καταγράφεται κατάρρευση των πωλήσεων η οποία ολοκληρώνεται το 2015 καταγράφοντας ποσοστό μείωσης 51%.

Τα μικτά κέρδη εξαιρουμένης της βραχύβιας ανάκαμψης του 2013 μειώνονται σταθερά για να φτάσουν το 2015 στο 24% αυτών του έτους βάσης ενώ για τις υπόλοιπες γραμμές αποτελεσμάτων δεν είναι δυνατόν να δοθούν στοιχεία τάσης αφού διαμορφώνονται αρνητικές τιμές στο σύνολο των χρήσεων.

Όσον αφορά στην διάρθρωση των στοιχείων κόστους, το κόστος πωληθέντων που το 2011 διαμορφώνεται στο ήδη απαγορευτικό επίπεδο του 90,5% το 2015 φτάνει στο 95%.

Τέλος, τα λειτουργικά έξοδα ξεκινούν από το 23% επί των πωλήσεων το 2011 για να καταλήξουν μετά την αύξησή τους ως το 25,4% σε αποκλιμάκωσή τους το 2015 στο επίπεδο του 20,19%.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.5**

- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε 2010-2015

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.6 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ**

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στην παρούσα ενότητα θα προχωρήσουμε στην κριτική παρουσίαση των όσων αριθμοδεικτών παρουσιάστηκαν στο κεφάλαιο Α.1 και αφορούν στις επιδόσεις των υπό ανάλυση εταιριών σε βάθος πενταετίας.

Στο βαθμό που - όπως ήδη τονίστηκε - ένας από τους στόχους της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι η συγκριτική αποτίμηση των επιδόσεων των εταιριών, επιλέξαμε να κάνουμε κοινή παρουσίαση των δεικτών των εταιριών και όχι να προχωρήσουμε σε ξεχωριστή ανάλυση για κάθε εταιρία.

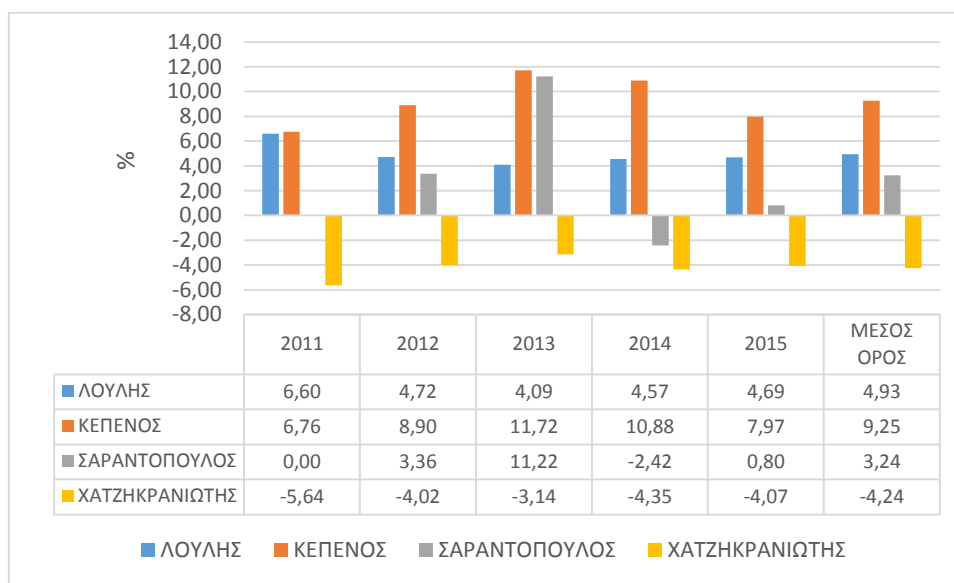
**Υπενθυμίζεται ότι για την ανάλυση των αριθμοδεικτών της ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε δεν υπολογίστηκαν αριθμοδείκτες για το 2011 για τους λόγους που ήδη αναφέρθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο.**

#### **Α.6.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

Η συνολική αποδοτικότητα της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε εμφανίζει μεικτές τάσεις καθώς μειώνεται σταθερά έως το 2013 για να ανακάμψει έως το 2015, χωρίς πάντως να αγγίξει ξανά τα επίπεδα του 2011. Δεδομένου ότι το καθαρό ενεργητικό μειώνεται σταθερά σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, η εξέλιξη του δείκτη αποδίδεται εξολοκλήρου στη συμπεριφορά των λειτουργικών κερδών τα οποία αρχικά μειώνονται με ρυθμό υψηλότερο αυτού του καθαρού ενεργητικού ενώ στη συνέχεια σημειώνουν ανάκαμψη η οποία οδηγεί το δείκτη σε ανώτερα επίπεδα. Όμοιες κινήσεις παρουσιάζονται και στους δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και καθαρού κέρδους με τις τάσεις να καθοδηγούνται από τις διακυμάνσεις των καθαρών κερδών προ φόρων δεδομένης της σχετικής σταθερότητας που παρατηρείται στα ίδια κεφάλαια και στις πωλήσεις.

Όσον αφορά στο μικτό περιθώριο κέρδους, η ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε εμφανίζει πτωτική τάση στην περίοδο με εξαίρεση το 2014 οπότε και σημειώνεται βραχύβια ανάκαμψη. Η αιτία για την πορεία αυτή θα πρέπει να αποδοθεί στο γεγονός ότι το σχετικό ύψος του κόστους πωληθέντων αυξάνει σταθερά οπότε και εξουδετερώνει την όποια θετική επίδραση της ανόδου των πωλήσεων. Το κόστος πωληθέντων είναι τελικά ο παράγοντας που καθορίζει την πορεία των δεικτών κερδοφορίας και αποδοτικότητας

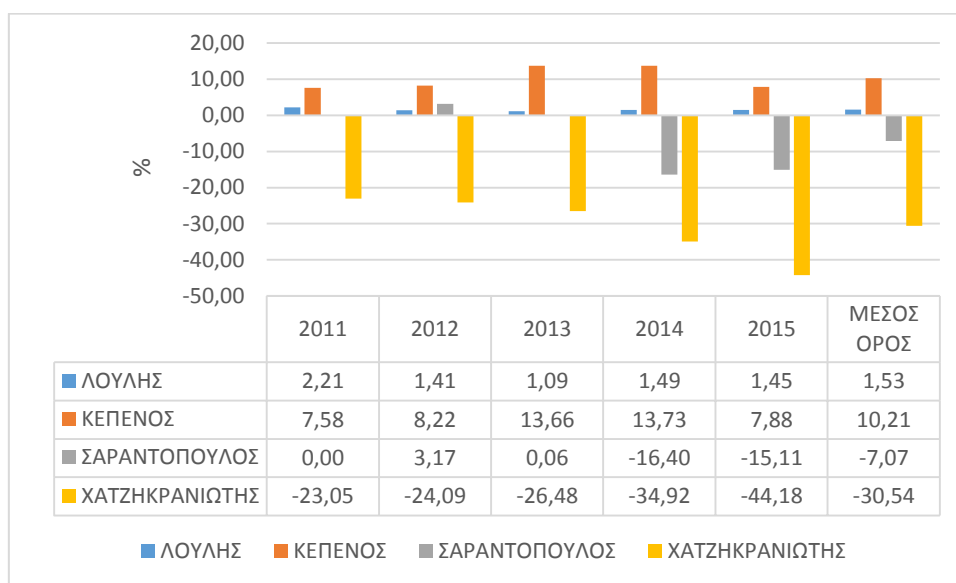
αφού συνιστά τον παράγοντα κόστους με τη μεγαλύτερη συμμετοχή στις δαπάνες της εταιρίας αλλά και του κλάδου συνολικά.



Διάγραμμα 6.1.1: Αριθμοδείκτες συνολικής αποδοτικότητας

Σχετικά με την ΚΕΠΕΝΟΣ ΑΒΕΕ, παρατηρείται έντονα αυξητική τάση και στους δύο δείκτες αποδοτικότητας καθώς και σε αυτόν του καθαρού περιθωρίου κέρδους έως το 2013 για να σημειωθεί έκτοτε σημαντική μείωση στο σύνολο τους με αυτόν της συνολικής αποδοτικότητας να διαμορφώνεται σε επίπεδα αισθητά υψηλότερα αυτών του έτους βάσης, αυτόν της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων σε περίπου όμοια και του καθαρού περιθωρίου κέρδους σε ελαφρώς χαμηλότερα. Και στην περίπτωση αυτή, στο βαθμό που το σύνολο καθαρού ενεργητικού αυξάνεται με ρυθμό βραδύτερο των λειτουργικών κερδών και τα ίδια κεφάλαια παραμένουν σταθερά ως προς τα καθαρά κέρδη προ φόρων οι τάσεις διαμορφώνονται από την εξέλιξη της κερδοφορίας. Η πιο αδύναμη εικόνα που παρουσιάζει το καθαρό περιθώριο κέρδους αποδίδεται στο γεγονός ότι λόγω της κατακόρυφης ανόδου της φορολογίας η επιτάχυνση των κερδών δεν δύναται να ακολουθήσει αυτή των πωλήσεων.

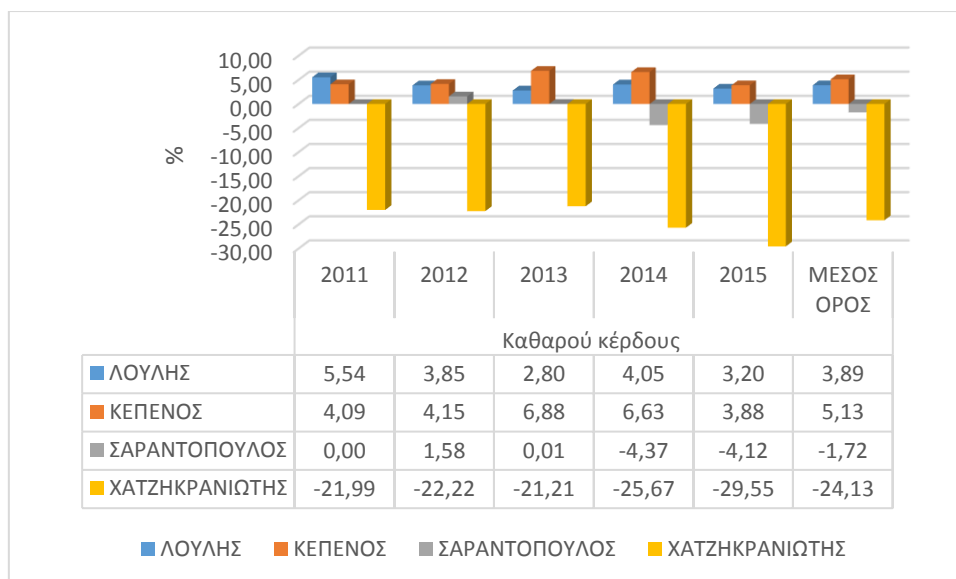
Η ανωτέρω πολύ καλή εικόνα αποδίδεται κατά κύριο λόγο στη βελτίωση που επιτυγχάνεται στο μικτό περιθώριο κέρδους το οποίο βελτιώνεται σταθερά έως το 2014 οπότε και επιτυγχάνει βελτίωση ίση με περίπου 28% ως προς το έτος βάσης. Καθόλου τυχαία λοιπόν η ΚΕΠΕΝΟΣ επιτυγχάνοντας το υψηλότερο περιθώριο μικτού κέρδους εμφανίζει και την καλύτερη εικόνα στους υπόλοιπους δείκτες αποδοτικότητας.



Διάγραμμα 6.1.2: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

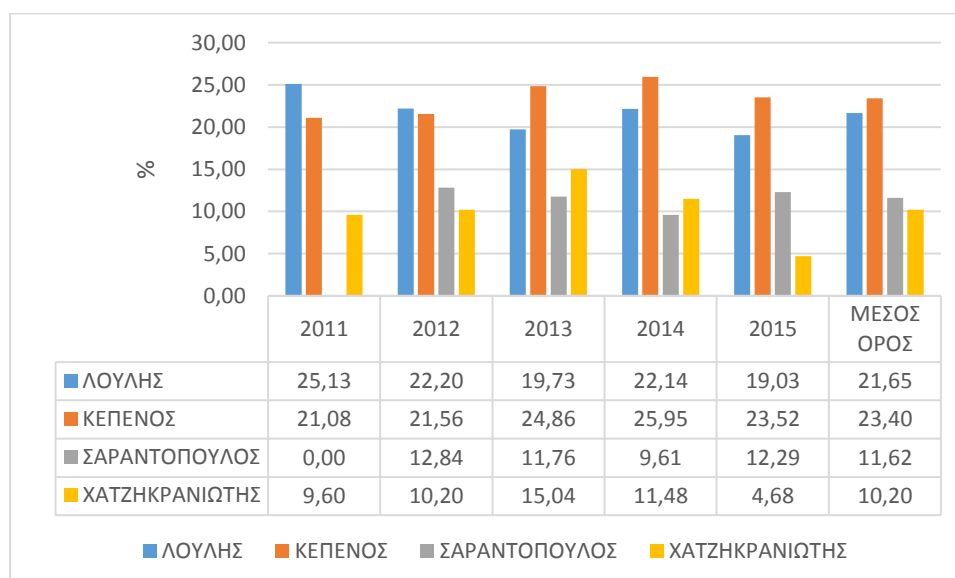
Στην περίπτωση της ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε παρατηρείται κατάρρευση στις τιμές του συνόλου των δεικτών μετά το 2013, κατάρρευση η οποία αποδίδεται στην ραγδαία μείωση της λειτουργικής και της καθαρής κερδοφορίας ( η οποία περνά από το 2014 και μετά σε αρνητικό έδαφος) αναφορικά με τους δείκτες συνολικής αποδοτικότητας και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αντίστοιχα. Ως αποτέλεσμα της ανωτέρω εξέλιξης, σημειώνονται αρνητικοί δείκτες και στο περιθώριο καθαρού κέρδους.

Για άλλη μια φορά καθοριστική είναι η σημασία της μικτής κερδοφορίας, το περιθώριο της οποίας βαίνει συνεχώς μειούμενο με εξαίρεση το 2015 οπότε και ανακάμπτει φτάνοντας το ήδη πολύ μικρό περιθώριο του 2012.



Διάγραμμα 6.1.3: Αριθμοδείκτες Καθαρού περιθωρίου κέρδους

Το σύνολο των δεικτών της ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε είναι σε σταθερά αρνητική τροχιά για όλες τις χρήσεις λόγω αρνητικής κερδοφορίας αλλά και απαράδεκτα χαμηλών μικτών περιθωρίων κέρδους. Παρ' όλα αυτά, θα πρέπει να σημειωθεί η σημαντική προσπάθεια της εταιρίας έως το 2013 οπότε και σημειώθηκε θεαματική βελτίωση της μικτής κερδοφορίας η οποία όμως δε συνεχίστηκε, με αποτέλεσμα η τιμή του δείκτη το 2015 να καταλήξει στο μισό αυτής του 2011.

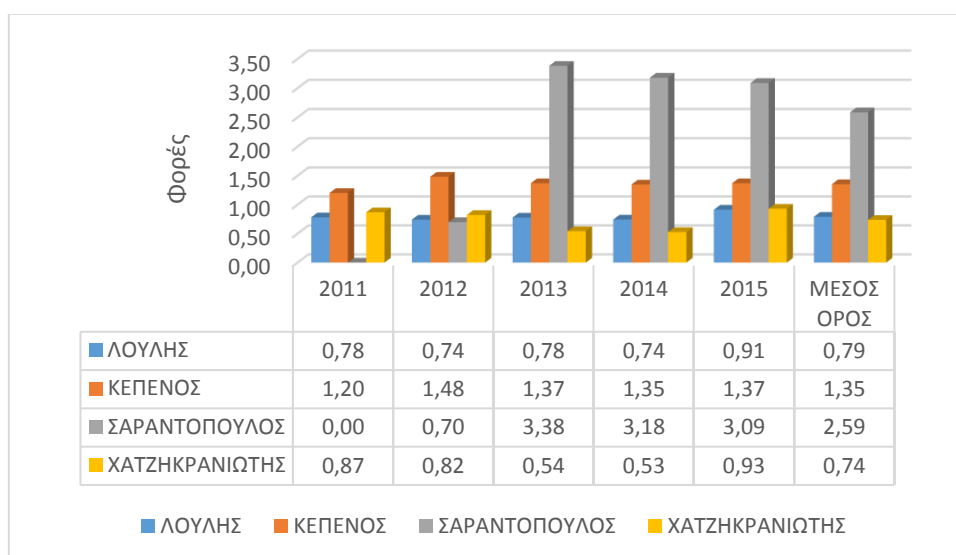


Διάγραμμα 6.1.4: Αριθμοδείκτες Μικτού περιθωρίου κέρδους

## A.6.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε. μειώνεται και αυξάνεται κατά τα ίδια απόλυτα μεγέθη έως το 2014 οπότε και σημειώνει σημαντική άνοδο της τάξης του 23%, παρέχοντας ενδείξεις για προσπάθεια της εταιρίας να εκμεταλλευθεί εντατικότερα τα στοιχεία του ενεργητικού της.

Η ανωτέρω βελτίωση οφείλεται στην εντατικότερη χρήση των παγίων στοιχείων και όχι σε αυτή των κυκλοφοριακών τα οποία παρουσιάζουν αυξομειώσεις σε όλη την υπό εξέταση περίοδο για να διαμορφώσουν τιμή αρκετά χαμηλότερη στο τέλος της πενταετίας σε σχέση με την τιμή εκκίνησης..



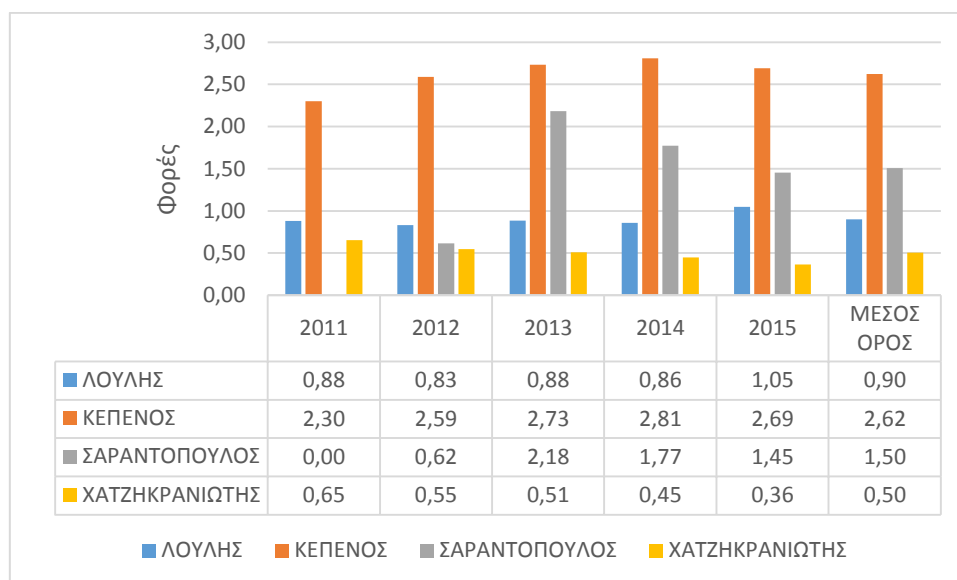
Διάγραμμα 6.2.1: Αριθμοδείκτες Συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας

Η πορεία αυτή των κυκλοφοριακών στοιχείων οφείλεται κατά κύριο λόγο στην επιμήκυνση του χρονικού διαστήματος παραμονής των αποθεμάτων στις αποθήκες της εταιρίας, γεγονός που αποτυπώνεται στην πορεία του σχετικού δείκτη, ο οποίος σημειώνει καθίζηση έως το 2014 της τάξης του 51% πριν ανακάμψει σε μικρό βαθμό το 2015. Ο δείκτης ταχύτητας απαιτήσεων σημειώνει αυξομειώσεις κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Αξίζει να σημειωθεί η προσπάθεια που καταβάλλει η εταιρία το 2013 σχετικά με τη μείωση της παρεχόμενης πίστωσης, η οποία όμως έμεινε ημιτελής, καθώς ο δείκτης τελικά διαμορφώνεται το 2015 σε επίπεδα όμοιο με αυτό του έτους βάσης.

Η συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. μετά την θεαματική άνοδο του 2012 γνώρισε κάμψη οπότε και στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου δείχνει να σταθεροποιείται σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με το έτος βάσης

παρέχοντας ενδείξεις για προσπάθεια εντατικότερης εκμετάλλευσης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας.

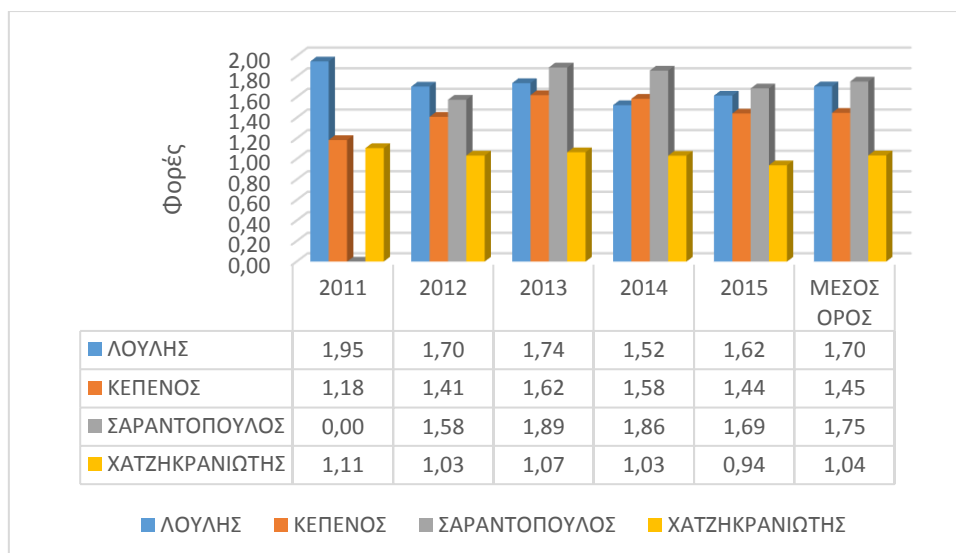
Η ένταση στη χρήση του πάγιου ενεργητικού βαίνει σταθερά αυξανόμενη έως το 2014 οπότε και σημειώνει μικρή κάμψη για να διαμορφωθεί το 2015 σε αρκετά υψηλότερο επίπεδο από αυτό του 2011.



Διάγραμμα 6.2.2: Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού

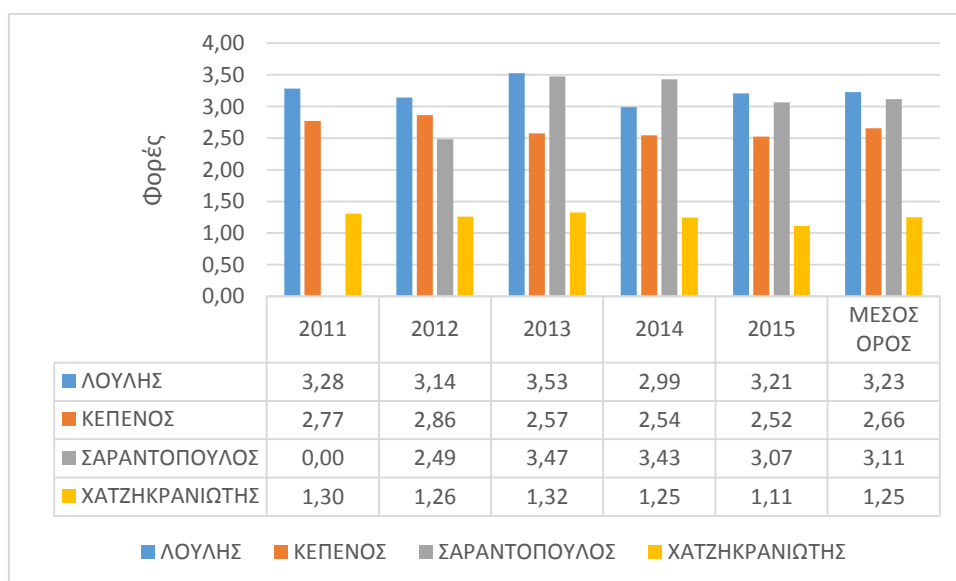
Σαφής είναι η προσπάθεια για την όλο και εντατικότερη χρήση και των κυκλοφοριακών στοιχείων σε όλη την υπό εξέταση περίοδο παρά το γεγονός ότι η εντατικοποίηση αυτή κορυφώνεται το 2013 για να γνωρίσει μικρή κάμψη έως το 2015. Η βελτίωση στην ταχύτητα των κυκλοφοριακών στοιχείων αποδίδεται στην εντυπωσιακή άνοδο του δείκτη των διαθεσίμων. Συγκεκριμένα, μέχρι το 2013 η εταιρία ήταν σε θέση να επιδείξει οκταπλάσια περίπου επίπεδα για το σχετικό δείκτη ως προς αυτά του 2011 ενώ ακόμα και μετά τη σημαντική κάμψη που ακολούθησε το 2015 ο δείκτης εμφανίζει τιμή 3 φορές υψηλότερη του έτους βάσης. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στο γεγονός ότι η εταιρία επιλέγει να εξυπηρετήσει τις ανάγκες της σε κεφάλαιο κίνηση διακρατώντας όλο και λιγότερα ρευστά διαθέσιμα. Εξαίρεση αναφορικά με τη διακρατούμενη ποσότητα μετρητών αποτελεί το 2015 γεγονός που ερμηνεύει την ραγδαία μείωση της τιμής του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων.





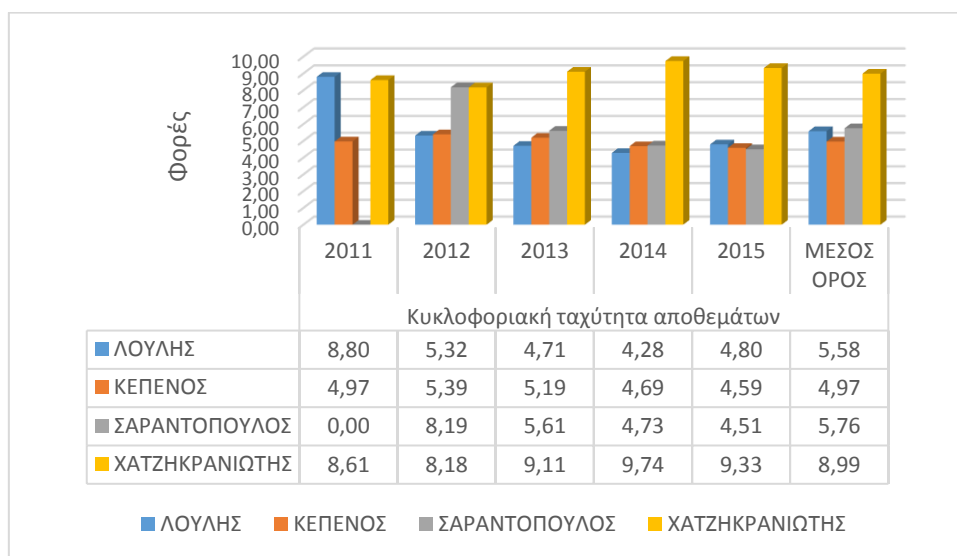
Διάγραμμα 6.2.3: Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού

Αναφορικά με τον δείκτη ταχύτητας των απαιτήσεων, η πτώση του οφείλεται στην αλλαγή πιστοδοτικής πολιτικής της επιχείρησης αφού η ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. επιλέγει να παρέχει μεγαλύτερες πιστώσεις στους πελάτες της, οι οποίες και αυξάνονται με ρυθμό ανώτερο των πωλήσεων, προκειμένου να υποστηρίξει τη ραγδαία αύξηση των τελευταίων.



Διάγραμμα 6.2.4: Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων

Η ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. είναι η εταιρία που εμφανίζει την μεγαλύτερη βελτίωση στις τιμές του δείκτη συνολικής κυκλοφορικής ταχύτητας από το 2013 και μετά καταφέροντας μάλιστα να σημειώσει και τις μεγαλύτερες τιμές από τις υπό εξέταση εταιρίες, ευρισκόμενη σταθερά από 2,1 έως και 3,5 φορές υψηλότερα του έτους βάσης που για την εταιρία αυτή υπενθυμίζουμε ότι είναι το 2012.

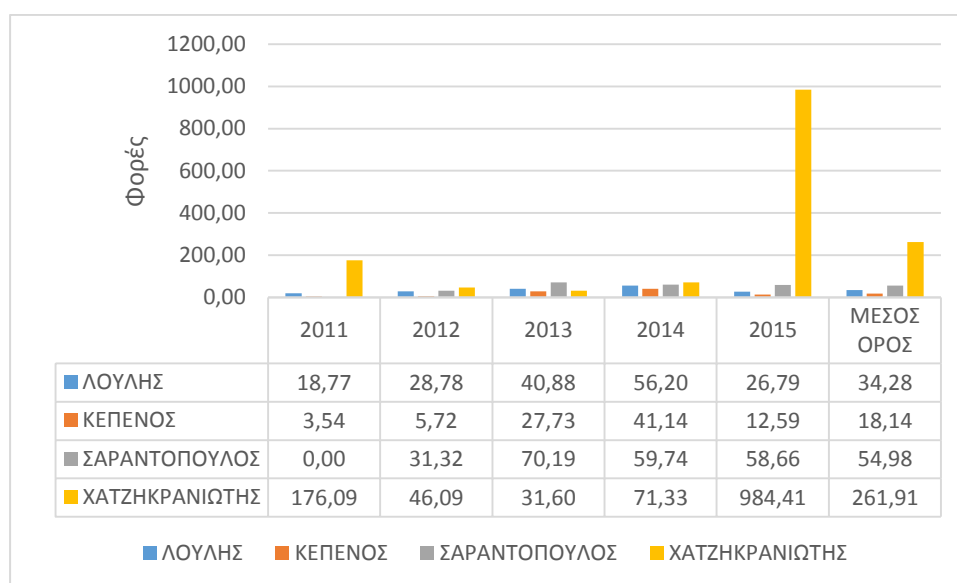


Διάγραμμα 6.2.5: Αριθμοδείκτες Κυκλοφορικής ταχύτητας αποθεμάτων

Ο δείκτης κυκλοφορικής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού έχει παρόμοια συμπεριφορά με αυτή του δείκτη συνολικής κυκλοφορικής ταχύτητας ενώ η ένταση στη χρήση του κυκλοφοριακού ενεργητικού μετά την εντυπωσιακή άνοδο που σημειώνεται στη χρήση του 2013 εμφανίζει σημάδια κόπωσης οπότε και διαμορφώνεται σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα αυτών του έτους εκκίνησης. Όμοια εικόνα παρουσιάζει ο δείκτης ταχύτητας απαιτήσεων αφού η επιχείρηση προσπαθεί να εφαρμόσει πιο ενεργητική πολιτική αναφορικά με την παρεχόμενη πίστωση μειώνοντας τις διευκολύνσεις που παρέχει στους πελάτες της. Αντίθετα, σημαντικότερη μείωση καταγράφεται στην ταχύτητα των αποθεμάτων παρέχοντας μαρτυρώντας κακό προγραμματισμό στη διαχείριση των αποθεμάτων της εταιρίας

Η ανωτέρω φαινομενικά εξαιρετική εικόνα της κυκλοφορικής ταχύτητας της εταιρίας θα πρέπει να γίνει δεκτή με ιδιαίτερη επιφύλαξη αφού η ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. σε όλη τη διάρκεια της υπό εξέτασης περιόδου εργάζεται σταθερά με αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης μετακυλίοντας το κόστος των δραστηριοτήτων της στους πιστωτές της. Κάτι τέτοιο, φυσιολογικά αυξάνει το ρυθμό της κυκλοφορικής ταχύτητας. Από

την άλλη πλευρά όμως, είναι εξαιρετικά πιθανό - στο βαθμό που τα χαρακτηριστικά της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρία δεν είναι τέτοια που να επιτρέπουν την επίτευξη χρονικών διαφορών ανάμεσα στις πληρωμές και τις εισπράξεις επ' ωφελεία της εταιρίας - να βρεθεί αντιμέτωπη με το ενδεχόμενο πτώχευσης. Αν και όπως θα δούμε στη συνέχεια η ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. έχει βελτιώσει σημαντικά τη σχέση μεταξύ είσπραξης απαιτήσεων και καταβολής υποχρεώσεων, θεωρούμε πως η επιλογή της να λειτουργεί με αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης την καθιστά εξαιρετικά επισφαλής σε μια ενδεχόμενη αλλαγή της πολιτικής των πιστωτών της.



Διάγραμμα 6.2.6: Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων

Η ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε. μετά από συνεχή και μεγάλη μείωση στην έντασης χρήσης των στοιχείων του ενεργητικού της σημειώνει το 2015 σημαντικότερη ανάκαμψη του δείκτη συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας της τάξης του 75%.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων καταρρέει σημειώνοντας πτώση της τάξης του 45% ενώ καλύτερη εικόνα εμφανίζουν τα κυκλοφοριακά στοιχεία με την πτώση εδώ να περιορίζεται στο 15% σε σχέση με το έτος βάσης.

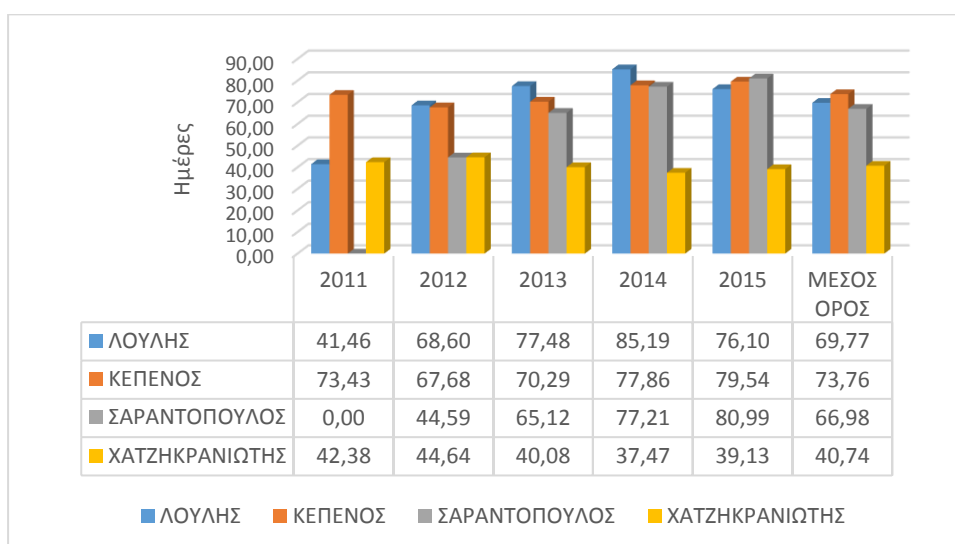
Από τους επιμέρους δείκτες του κυκλοφοριακού ενεργητικού σημειώνεται η μικρή βελτίωση που επιτεύχθηκε αναφορικά με την παραμονή των αποθεμάτων στις αποθήκες της εταιρίας καθώς και η μείωση της ταχύτητας των απαιτήσεων, παρά την αρχική βελτίωση που αρχικά επιτεύχθηκε, που οφείλεται στην επιλογή της εταιρίας

να παρέχει μεγαλύτερες διευκολύνσεις στους πελάτες της. Τέλος, εντύπωση προκαλούν οι τιμές του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των διαθεσίμων που οφείλονται στο γεγονός ότι η επιχείρηση λειτουργεί ουσιαστικά χωρίς ρευστά.

Όπως και στην περίπτωση της ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. έτσι και εδώ ιδιαίτερη μνεία θα πρέπει να γίνει στο γεγονός ότι η επιχείρηση λειτουργεί με αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης σε τέσσερις από τις πέντε χρήσεις, με τη διαφορά μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων να έχει αυξητικές τάσεις.

### A.6.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Όπως ήταν αναμενόμενο από την ανάλυση της προηγούμενης ενότητας, η μέση διάρκεια της παραμονής των εμπορευμάτων της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε εμφανίζει αρνητική εικόνα παρά τη σχετική ανάκαμψη που παρατηρείται μετά το 2014. Τα αποθέματα παραμένουν στις εγκαταστάσεις της εταιρίας για εξαιρετικά μεγάλο χρονικό διάστημα, σημαντικά μεγαλύτερο των πλέον αδύναμων ανταγωνιστών όπως η ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ και η ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ. Από την άποψη αυτή, τόσο η εν λόγω εταιρία όσο, όπως θα δούμε στη συνέχεια και η ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε, έχουν σημαντικά περιθώρια να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους προκειμένου να καταφέρουν να επιτύχουν καλύτερους δείκτες αποδοτικότητας που θα οδηγήσουν με τη σειρά τους σε αυξημένες αποδόσεις για τους μετόχους.



Διάγραμμα 6.3.1: Αριθμοδείκτες Μέσης διάρκειας επένδυσης σε αποθέματα

Από την άλλη πλευρά, η πιστοδοτική πολιτική της εταιρίας εμφανίζει σχετική αστάθεια ενώ η πίστωση που απολαμβάνει από τους προμηθευτές της βελτιώνεται σημαντικά το 2012, χειροτερεύει ελαφρά το 2013 για να χειροτερεύσει ραγδαία στις δύο τελευταίες χρήσεις της υπό ανάλυση περιόδου.

Συνολικά, φαίνεται ότι η ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε δεν είναι σε θέση να εκμεταλλευθεί τις σημαντικές διευκολύνσεις που της παρέχουν οι πιστωτές της για την διετία 2012-2013 αφού ακόμα και σε αυτή την περίοδο ο ταμιακός κύκλος της επιχείρησης

διευρύνεται. Τελικά, ο ταμιακός της κύκλος θα γνωρίσει αύξηση της τάξης του 62,5% αυξάνοντας σημαντικά τον αριθμό των ημερών κατά τις οποίες η εταιρία θα πρέπει να χρηματοδοτήσει με ίδια ή ξένα κεφάλαια τις ανάγκες της σε κεφάλαιο κίνησης.

Πίνακας Α.6.3.1: Χρονική διαφορά μεταξύ εισπράξεων απαιτήσεων και καταβολής υποχρεώσεων (ημέρες)

	2011	2012	2013	2014	2015
ΛΟΥΛΗΣ	44,69	26,32	30,10	68,18	63,67
ΚΕΠΕΝΟΣ	110,55	106,76	117,36	118,51	118,02
ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	-	50,14	24,00	17,27	6,90
ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ	210,61	207,22	201,55	219,71	227,35

Όπως η ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε., έτσι και η ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε χαρακτηρίζεται από χαμηλό βαθμό αποτελεσματικότητας αναφορικά με τη διαχείριση των αποθεμάτων της. Συγκεκριμένα, παρουσιάζει τη χειρότερη επίδοση εκ των τεσσάρων εταιριών και - εξαιρουμένης της χρήσης του 2012 οπότε και σημειώνεται ελαφρά βελτίωση - η διαχειριστική ικανότητα της εταιρίας αναφορικά με τα αποθέματά της βαίνει συνεχώς επί τα χείρω. Σε ό,τι έχει να κάνει με την πιστοδοτική και πιστοληπτική της ικανότητα - με εξαίρεση τη χρήση του 2012 - επιβεβαιώνεται η τάση για παροχή μεγαλύτερης πίστωσης, ενώ η επιχείρηση καταφέρνει να επιτύχει μέτρια βελτίωση στους χρόνους καταβολής των υποχρεώσεων της σε επίπεδο πενταετίας.

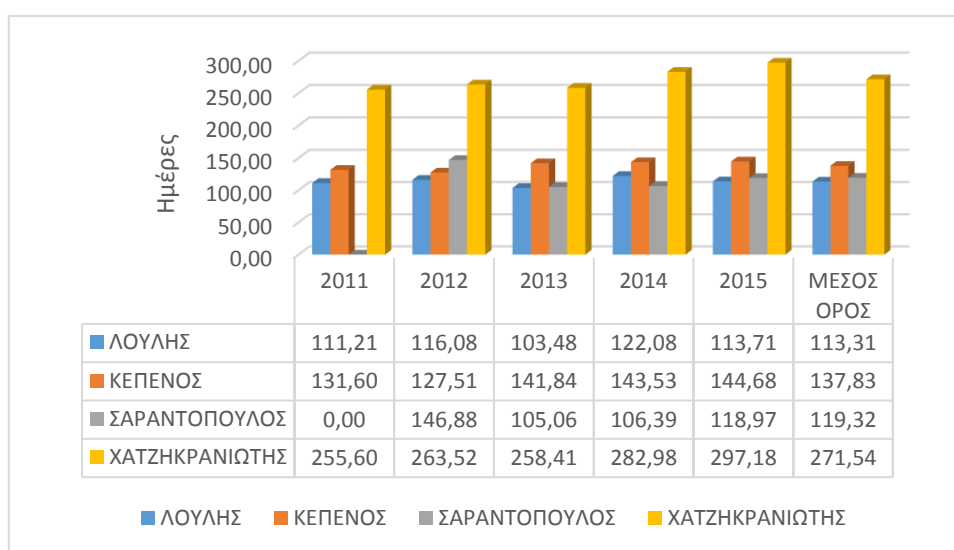
Συνολικά, και αυτή με τη σειρά της διευρύνει το ταμιακό της κενό κυρίως λόγω των αδυναμιών διαχείρισης των αποθεμάτων στις οποίες ήδη αναφερθήκαμε.

Σε κάθε περίπτωση άξιο σχολιασμού είναι το γεγονός ότι η ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. ενώ είναι μια κερδοφόρα εταιρία με υγιή θεμελιώδη εντούτοις αδυνατεί να εξασφαλίσει καλύτερους όρους πληρωμής ακόμη και από εταιρίες που όπως θα δούμε η λειτουργική τους κερδοφορία αδυνατεί να καλύψει ακόμα και τους χρεωστικούς τόκους. Θα μπορούσε λοιπόν να υποστηριχθεί ότι η ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε έχει σημαντικά περιθώρια βελτίωσης αναφορικά με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησής της. Από την άλλη πλευρά όμως, ίσως βρισκόμαστε ενώπιον μιας στρατηγικής επιλογής της εταιρίας προκειμένου να εξασφαλίζει καλύτερες τιμές για τις πρώτες ύλες της, γεγονός που είναι πολύ πιθανόν να ερμηνεύει και τα σημαντικά ανώτερα περιθώρια μικτού κέρδους που επιτυγχάνει έναντι του ανταγωνισμού.

#### A.6.3.2: Ταμιακός κύκλος επιχειρήσεων (ημέρες)

	2011	2012	2013	2014	2015
ΛΟΥΛΗΣ	86,14	94,93	107,58	153,38	139,77
ΚΕΠΕΝΟΣ	183,98	174,44	187,66	196,37	197,56
ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	-	94,72	89,11	94,49	87,90
ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ	252,99	251,86	241,63	257,18	266,48

Η ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου εμφανίζει εξαιρετική εικόνα σχετικά με τη διαχείριση αποθεμάτων η οποία όμως σημειώνει συνεχή χειροτέρευση αφού οι ημέρες παραμονής των αποθεμάτων αυξάνονται κατά 1,8 φορές ως προς το έτος βάσης.

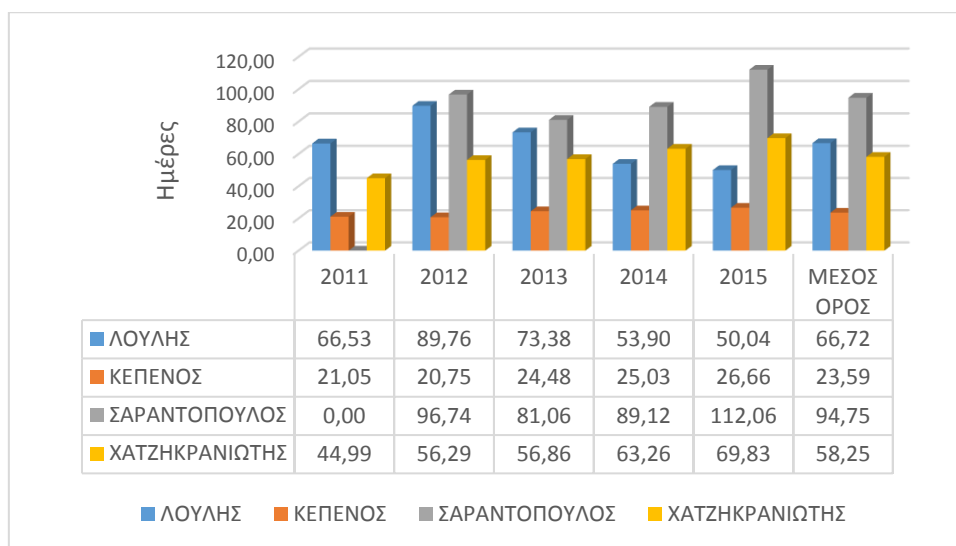


Διάγραμμα 6.3.2: Αριθμοδείκτες Μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων

Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η επιχείρηση κατέβαλε σημαντικές προσπάθειες για τη βελτίωση των χρόνων είσπραξης απαιτήσεων. Μετά την εντυπωσιακή μείωση των ετών 2013 και 2014 οι χρόνοι είσπραξης θα γνωρίσουν μικρή κάμψη για να επιτευχθεί τελικά βελτίωση της τάξης του 19% σε επίπεδο πενταετίας.

Αναφορικά με τις υποχρεώσεις, οι χρόνοι τους θα χειροτερεύσουν κατά τα έτη 2013 και 2014 για να γνωρίσουν εντυπωσιακή βελτίωση το 2015 της τάξης του 16% ως προς το έτος βάσης. Από το συνδυασμό των εξελίξεων στην πιστοδοτική και πιστοληπτική ικανότητα της εταιρίας σημειώνεται η συρρίκνωση που επιτεύχθηκε στη διαφορά μεταξύ είσπραξης απαιτήσεων και καταβολής υποχρεώσεων η οποία ξεκινώντας από τις πενήντα έφτασε στο επίπεδο των μόλις επτά ημερών. Όσον αφορά στον ταμιακό κύκλο της επιχείρησης, και εδώ σημειώνεται βελτίωση – αν και

λιγότερο εντυπωσιακή – από τις 95 ημέρες το 2011 στις 88 το 2015. Συνολικά λοιπόν η εν λόγω εταιρία εμφανίζεται ως η πιο αποτελεσματική από τις τέσσερις υπό εξέταση εταιρίες όπως προκύπτει από την ανάλυση του ταμιακού τους κύκλου.



Διάγραμμα 6.3.3: Αριθμοδείκτες Μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων

Η ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε. εμφανίζεται ως η πιο αποδοτική εταιρία στο πεδίο της διαχείρισης των αποθεμάτων. Μετά από μια πρόσκαιρη και μικρή άνοδο των ημερών παραμονής των εμπορευμάτων στις εγκαταστάσεις από τις 42 ημέρες το 2011 στις 44 το 2012 της καταφέρνει να μειώνει συνεχώς το σχετικό μέτρο ως τις 39 το 2015.

Σημαντική μεταβολή καταγράφεται στο πεδίο των πωλήσεων με πίστωση όπου από τις 255 ημέρες που χρειάζεται για να εισπράξει τις απαιτήσεις της το 2011 φτάνει στις 297 το 2015 οπότε και μπορεί να γίνει λόγος για σημαντική μεταβολή της πιστοδοτικής πολιτικής. Από την άλλη πλευρά, εντυπωσιακότατη και συνεχής βελτίωση καταγράφεται αναφορικά με τη μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων όπου η εταιρία βελτιώνει το 2015 τους χρόνους της κατά 55% σε σχέση με το έτος βάσης.

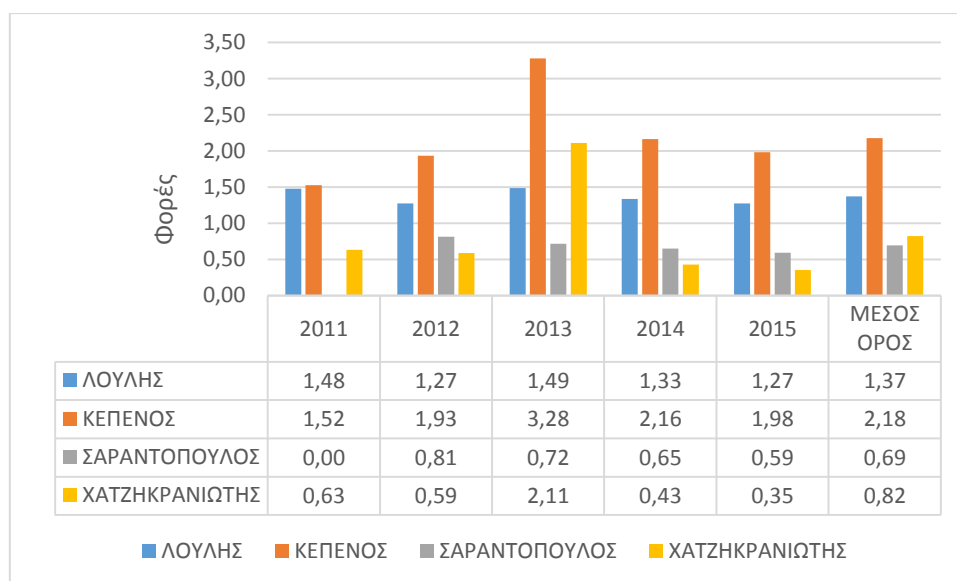
Από το συνδυασμό των ανωτέρω εξελίξεων προκύπτει – παρά την αρχική βελτίωση στους χρόνους είσπραξης απαιτήσεων και πληρωμής υποχρεώσεων - αύξηση της εν λόγω διαφοράς η οποία καταλήγει να τροφοδοτήσει με τη σειρά της την σε αύξηση του ταμιακού κύκλου κατά 14 ημέρες το 2015 ως προς το έτος εκκίνησης.



#### A.6.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η ρευστότητα της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε απέχει αρκετά από το χαρακτηριστεί ικανοποιητική αφού ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας της εταιρίας λαμβάνει τιμές σταθερά κάτω του 1,5. Γνωρίζει μια κάμψη το 2012 για να ανέλθει ξανά το 2013 στην προαναφερθείσα τιμή οπότε και αποκτά σταθερά καθοδική τροχιά για να λάβει το 2015 τη χαμηλότερη τιμή του, ήτοι 1,27. Η ανωτέρω εικόνα παραπέμπει σε εταιρία της οποίας το κυκλοφοριακό ενεργητικό οριακά δύναται να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της οπότε και παραπέμπει σε κατάσταση αρκετά υψηλού βαθμού εξάρτησης από τους πιστωτές της. Η ανωτέρω εξέλιξη οφείλεται στο γεγονός ότι μεσοσταθμικά οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται ταχύτερα από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Αν και η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει προβλήματα στην αποπληρωμή των βραχυχρόνιων υποχρεώσεών της καλό θα είναι να προβεί σε διορθωτικές κινήσεις προκειμένου να αυξήσει την αποδοτικότητα στην εκμετάλλευση των περιουσιακών της στοιχείων ούτως ώστε να μην αντιμετωπίσει προβλήματα σε περίπτωση διαταραχής της ροής των απαιτήσεων από την πλευρά των πιστωτών της.

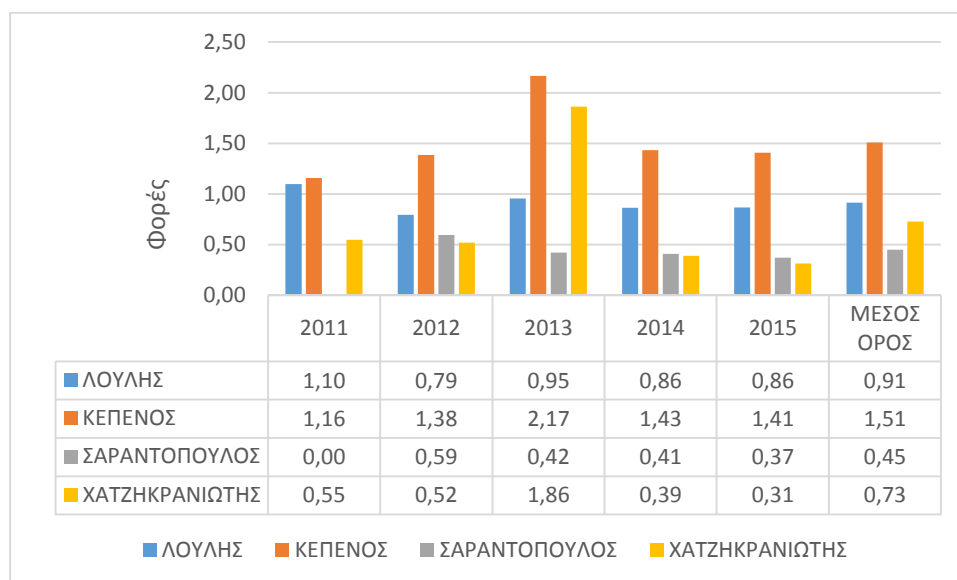
Η εικόνα όσον αφορά στον πιο αυστηρό δείκτη της άμεσης ρευστότητας, επίσης δεν είναι ικανοποιητική, αφού με εξαίρεση το 2011 λαμβάνει σταθερά τιμές κάτω της μονάδας.



Διάγραμμα 6.4.1: Αριθμοδείκτες Τρέχουσας ρευστότητας

Πολύ καλή εικόνα στο επίπεδο της ρευστότητα εμφανίζει η ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας, εκκινώντας από το μέτριο επίπεδο του 1,5 το 2011 σημειώνει ραγδαία αύξηση για να πάρει τιμή ίση με 3,28 το 2013 και να γνωρίσει τελικά κάμψη για να διαμορφωθεί το 2015 οριακά κάτω του 2. Η μέση τιμή του δείκτη σε επίπεδο πενταετίας διαμορφώνεται άνω του 2 παρέχοντας ενδείξεις σχετικά με την άνεση της επιχείρησης να αποπληρώνει εμπρόθεσμα τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Αιτία για την εξέλιξη του δείκτη είναι το γεγονός ότι τα κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας μειώνονται με ρυθμό βραδύτερο αυτού των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Εξαιρετικά σημαντικό είναι το γεγονός ότι και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας βρίσκεται σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο σταθερά πάνω από τη μονάδα γεγονός που ενισχύει έτι περαιτέρω την εικόνα που περιεγράφηκε παραπάνω σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.



Διάγραμμα 6.4.2: Αριθμοδείκτες Άμεσης ρευστότητας

Σχετικά με τα επίπεδα ρευστότητας της ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., όπως είναι αναμενόμενο για μια εταιρία που λειτουργεί με αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης, ο δείκτης τρέχουσας καθώς και αυτός της άμεσης ρευστότητας βρίσκονται σταθερά κάτω της μονάδας δημιουργώντας βάσιμες αμφιβολίες σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της σε περίπτωση τυχόν διαταραχής στη ροή των απαιτήσεων. Εξαιρετικά ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι ο δείκτης βαίνει συνεχώς μειούμενος, ως αποτέλεσμα της καθαρής μείωσης του κυκλοφορούντος ενεργητικού και της καθαρής αύξησης των υποχρεώσεων της επιχείρησης, γεγονός που υποδηλώνει αύξηση της εξάρτησής της από τους πιστωτές της.

Ακόμη χειρότερη εικόνα εμφανίζει η ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε και στους δύο δείκτες οι οποίοι με εξαίρεση το 2013, οπότε και σημειώνεται εντυπωσιακή ανάκαμψη, βρίσκονται σταθερά κάτω της μονάδας και βαίνουν συνεχώς μειούμενοι. Η ανάκαμψη του 2013 δεν πρέπει να ξεγελά τον αναλυτή καθώς οφείλεται σε ραγδαία μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού λόγω αποπληρωμής βραχυπρόθεσμου δανείου μέσω σύναψης μακροπρόθεσμου. Η τάση ανακόπτεται το επόμενο έτος οπότε και ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός της επιχείρησης επανέρχεται στα συνήθη επίπεδά του.

## A.6.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

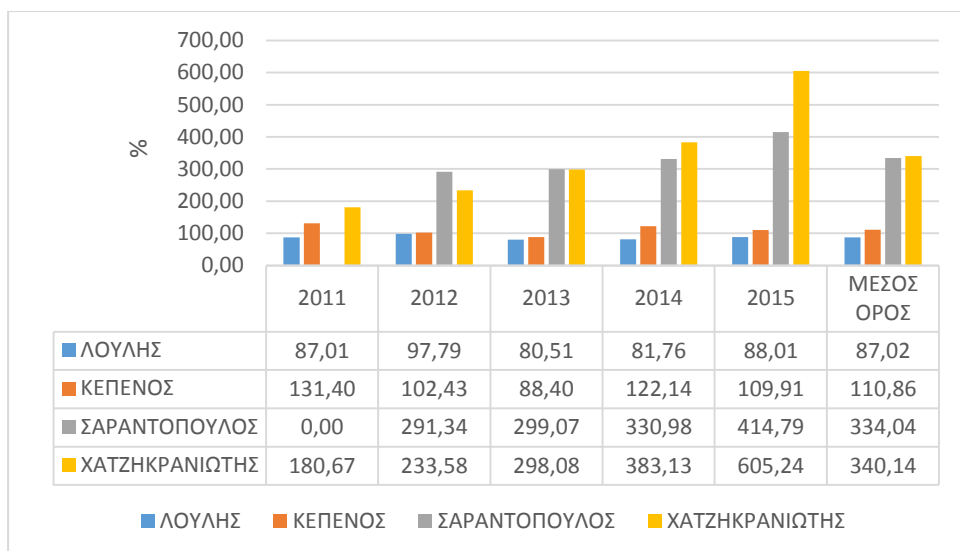
Η μελέτη των αριθμοδεικτών δανειακής επιβάρυνσης επιβεβαιώνει την εικόνα υψηλού βαθμού εξάρτησης των εταιριών του κλάδου από τους πιστωτές τους αφού - με εξαίρεση τη ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε. - το σύνολο των ξένων κεφαλαίων των εταιριών υπερκαλύπτουν τα ίδια κεφάλαιά τους.

Αλλά και η ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε εμφανίζει υψηλή εξάρτηση αφού κατά μέσο όρο τα ξένα κεφάλαια βρίσκονται στο 87% των ιδίων. Στη διάρκεια της πενταετίας, σημειώνεται αντιστροφή στη σχετική βαρύτητα μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων. Έτσι ενώ το 2011 τα δεύτερα συμμετέχουν στο 25% και τα πρώτα στο 21% του γενικού ενεργητικού, το 2015 η σχέση διαμορφώνεται στο 32% για τα βραχυπρόθεσμα και στο 15% για τα μακροπρόθεσμα. Η ανωτέρω τάση είναι ενδεικτική της ανασφάλειας την οποία νοιώθουν οι πιστωτές της επιχείρησης γεγονός αναμενόμενο δοθείσης της αρνητικής οικονομικής συγκυρίας.

Οι ίδιες τάσεις ανιχνεύονται και στη συμμετοχή των μακροπρόθεσμων στο σύνολο των απασχοληθέντων κεφαλαίων με την τιμή του σχετικού δείκτη να βαίνει μειούμενη καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Ο βαθμός κάλυψης τόκων μετά τη σημαντική μείωση που υπέστη μέχρι το 2013 ανέκτησε έδαφος και διαμορφώθηκε ξανά το 2015 σε ικανοποιητικά μεν επίπεδα χαμηλότερα όμως από τα υψηλά της αρχής της περιόδου. Το γεγονός ότι η τιμή του δείκτη δε βελτιώνεται παρά τη συνεχή μείωση των χρεωστικών τόκων εξηγείται από την ταχύτερη μείωση της λειτουργικής της κερδοφορίας.

Όσον αφορά στη δανειακή επιβάρυνση της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε., τεκμαίρεται ότι η επιχείρηση έχει έντονη εξάρτηση από τους πιστωτές της αφού, μετά την αποκλιμάκωση που κορυφώνεται το 2013, οπότε και η εταιρία επιτυγχάνει τα ίδια κεφάλαιά της να υπερκαλύψουν τα ξένα, η τάση αντιστρέφεται και επιστρέφει ξανά στην προηγούμενη κατάσταση αν και σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτά του έτους εκκίνησης.

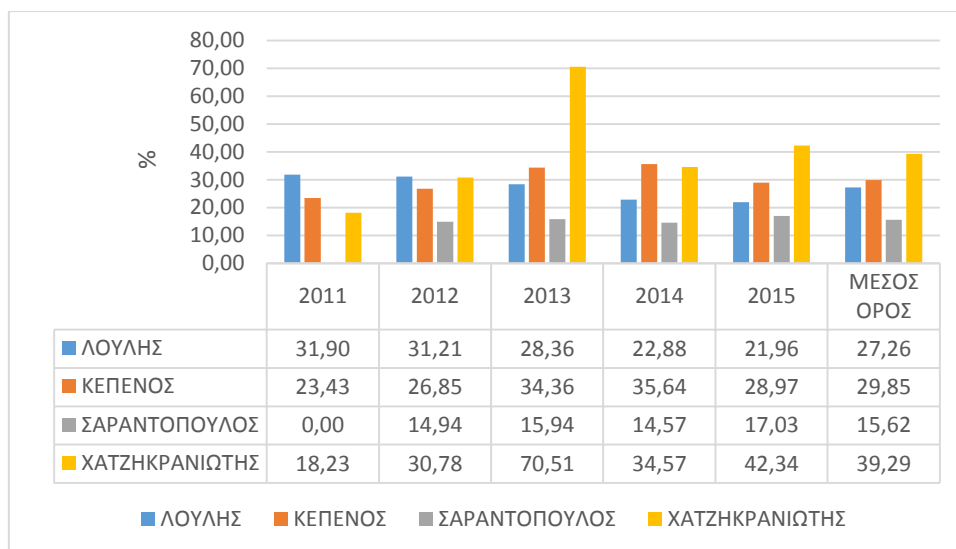


Διάγραμμα 6.5.1: Αριθμοδείκτες Ξένων κεφαλαίων/ Ίδιων κεφαλαίων

Αναφορικά με τη σχετική βαρύτητα βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων, σε αντίθεση με τη ΛΟΥΛΗΣ, παρατηρείται συρρίκνωση της σημασίας των πρώτων ως προς τα τελευταία. Παρ' όλα αυτά, εξαιρουμένου του 2013, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σταθερά υπερκαλύπτουν τις μακροπρόθεσμες. Και εδώ τη μερίδα του λέοντος στις ξένες υποχρεώσεις καταλαμβάνουν τα τραπεζικά δάνεια.

Η αύξουσα σημασία των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων προκύπτει και από την εξέλιξη της σχέσης τους με αυτή των απασχοληθέντων, η τιμή της οποίας αυξάνεται αρκετά έως τη χρήση του 2014 οπότε και σημειώνει σημαντική κάμψη.

Στο πεδίο της εξυπηρέτησης των δανειακών υποχρεώσεων παρατηρείται συνεχής βελτίωση στη δυνατότητα κάλυψης των τόκων έως και το 2014 οπότε και σημειώνεται σημαντική κάμψη. Ακόμα όμως και μετά την κάμψη αυτή, η επιχείρηση εμφανίζει τον υψηλότερο δείκτη στον κλάδο. Η εξέλιξη αυτή θα πρέπει να αποδοθεί στην εκρηκτική αύξηση της λειτουργικής κερδοφορίας ο ρυθμός της οποίας υπερκάλυψε αυτόν των χρεωστικών τόκων.



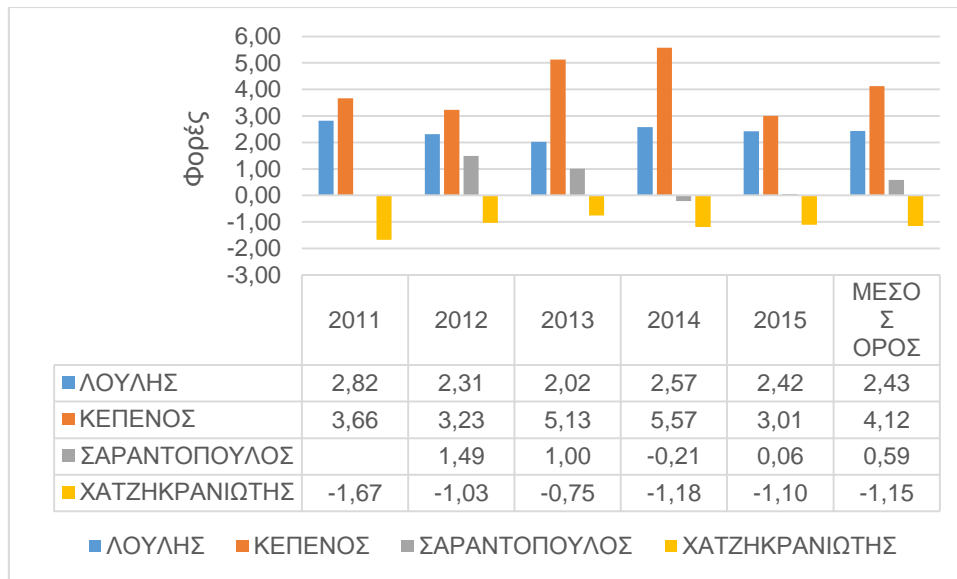
Διάγραμμα 6.5.2: Αριθμοδείκτες Ξένων μακροπρόθεσμων/ Απασχοληθέντα κεφάλαια

Η εξέλιξη της σχέσης ξένων και ιδίων κεφαλαίων της ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. είναι εξαιρετικά ανησυχητική. Εκκινώντας από το ήδη απαγορευτικό ποσοστό του 291% η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης χειροτερεύει σταθερά για να καταλήξει το 2015 στο απογοητευτικό επίπεδο της υπερκάλυψης των ιδίων από τα ξένα κατά 415%.

Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι αμελητέες αφού δεν υφίσταται τραπεζικός δανεισμός και το 4% της συμμετοχής τους επί του γενικού συνόλου του ενεργητικού αφορά σε επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων. Αντίστοιχα, η συμμετοχή των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων στο γενικό ενεργητικό αυξάνεται από το 70% στο 76% με τα τραπεζικά δάνεια να είναι αυτά που καθοδηγούν την τάση. Η παντελής απουσία μακροπρόθεσμων δανείων είναι ενδεικτική της χαμηλής εμπιστοσύνης που απολαμβάνει η επιχείρηση από τους πιστωτές της.

Η ελαφρά άνοδος που παρατηρείται στο δείκτη συμμετοχής των μακροπρόθεσμων ξένων ως προς τα απασχοληθέντα κεφάλαια θα πρέπει να αποδοθεί στο γεγονός ότι τα ίδια κεφάλαια μειώνονται με ρυθμό ανώτερο των πρώτων.

Στο σκέλος της εξυπηρέτησης των χρεωστικών τόκων, η κατάσταση είναι δραματική αφού η έτσι κι αλλιώς χαμηλή υπερκάλυψη που επιτυγχάνεται το 2012 συρρικνώνεται συνεχώς όποτε και το 2014 λαμβάνει αρνητική ενώ το 2015 μηδενική τιμή. Την πορεία του δείκτη καθορίζει η κατάρρευση της λειτουργικής κερδοφορίας.



Διάγραμμα 6.5.3: Αριθμοδείκτες Βαθμού Κάλυψης τόκων

Η ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε. είναι η εταιρία με τη χειρότερη δανειακή εξάρτηση στον κλάδο. Από το 2011 οπότε και τα ξένα υπερκαλύπτουν τα ίδια κεφάλαια κατά 180% η εξάρτηση της εταιρίας από τους πιστωτές της γνώρισε δραματική και συνεχή επιδείνωση φτάνοντας στο 605%.

Αναφορικά με την εσωτερική σύνθεση των ξένων κεφαλαίων παρατηρούμε ότι και εδώ υπερέχουν συντριπτικά τα βραχυπρόθεσμα δάνεια εκφράζοντας τους φόβους των πιστωτών για την εξαιρετικά μεγάλη πιθανότητα πτώχευσης της εταιρίας. Είναι χαρακτηριστικό μάλιστα ότι από το 2014 και μετά στις καταστάσεις της εταιρίας δεν εμφανίζονται μακροπρόθεσμα δάνεια και οι όποιες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αφορούν σε κρατικές επιχορηγήσεις για σχηματισμό παγίου κεφαλαίου.

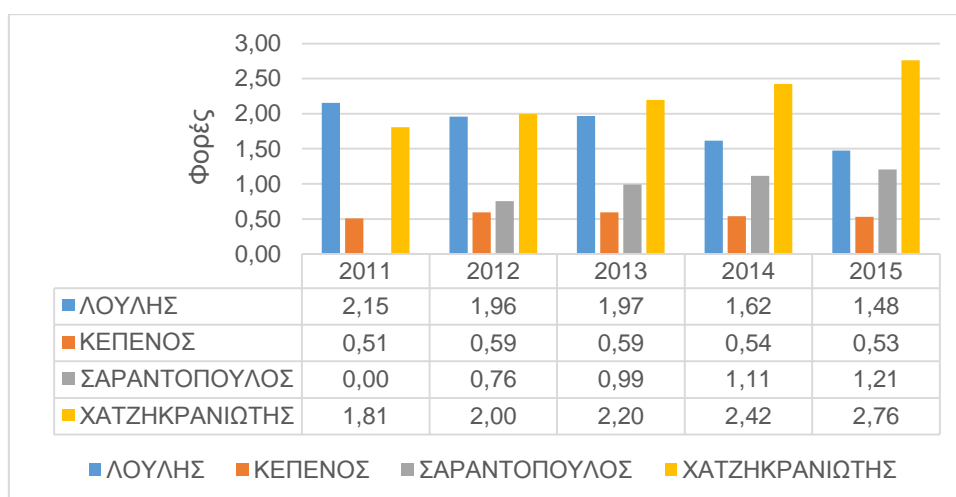
Έτσι, το γεγονός ότι σημειώνεται αύξηση της συμμετοχής ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων ως προς τα απασχοληθέντα, σύμφωνα με το σχετικό δείκτη, αποδίδεται στην κατάρρευση των ιδίων κεφαλαίων τα οποία σε απόλυτες τιμές χάνουν στην πενταετία το 70% αξίας τους.

Σε κατάσταση χρεοκοπίας παραπέμπει και ο δείκτης κάλυψης τόκων ο οποίος βρίσκεται μόνιμα σε αρνητικό έδαφος ως αποτέλεσμα της συνεχούς αρνητικής λειτουργικής κερδοφορίας.

## A.6.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

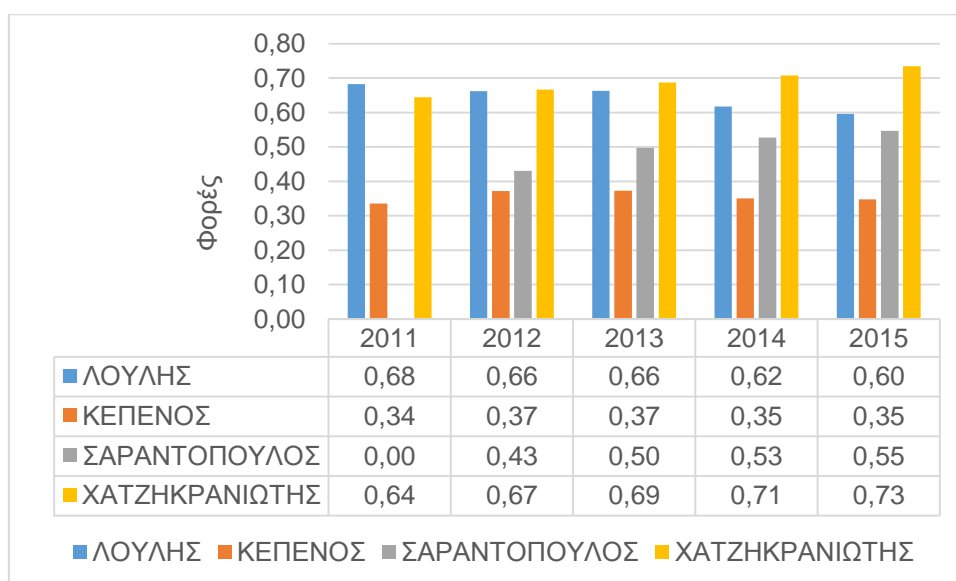
Οι τιμές που λαμβάνουν οι δείκτες παγιοποίησης της περιουσίας των ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε και ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε. βρίσκονται σε όλη την περίοδο σε επίπεδα που δικαιολογούν το χαρακτηρισμό τους ως εντάσεως πάγιας περιουσίας (capital intensive).

Ομοίως την ίδια συνοχή παρουσιάζουν οι δείκτες της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. αναφορικά όμως με το χαρακτηρισμό της ως κυκλοφοριακής εντάσεως.



Διάγραμμα 6.6.1: Αριθμοδείκτες Πάγιου ενεργητικού / Κυκλοφορούντος ενεργητικού

Αντιθέτως, η ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. παρουσιάζει μεικτή εικόνα: κατά τα έτη 2012 και 2013 λειτουργεί ως εταιρία κυκλοφοριακής εντάσεως ενώ στα δύο τελευταία αποκτά χαρακτηριστικά που αρμόζουν σε επιχείρηση εντάσεως πάγιας περιουσίας.

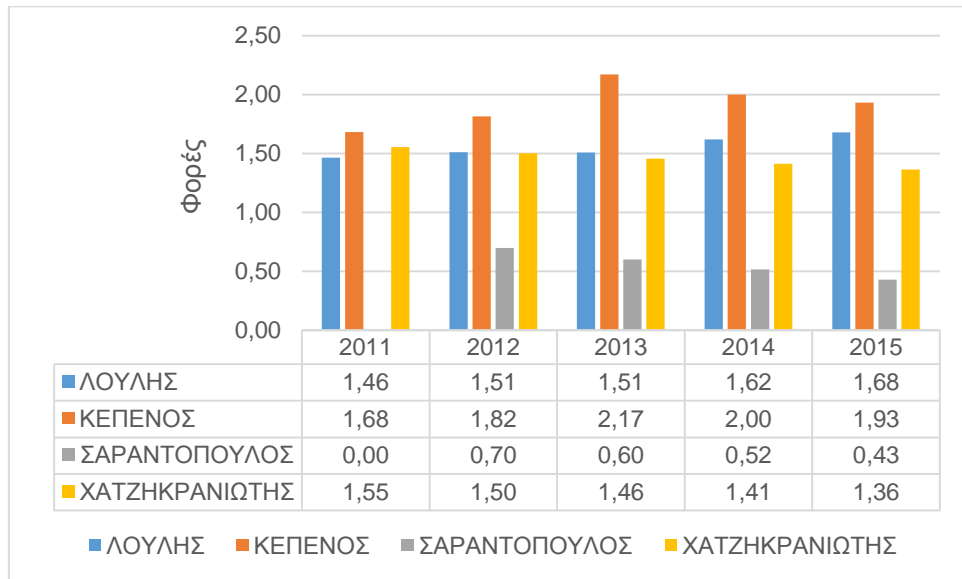


Διάγραμμα 6.6.2: Αριθμοδείκτες Πάγιου ενεργητικού / Σύνολο ενεργητικού

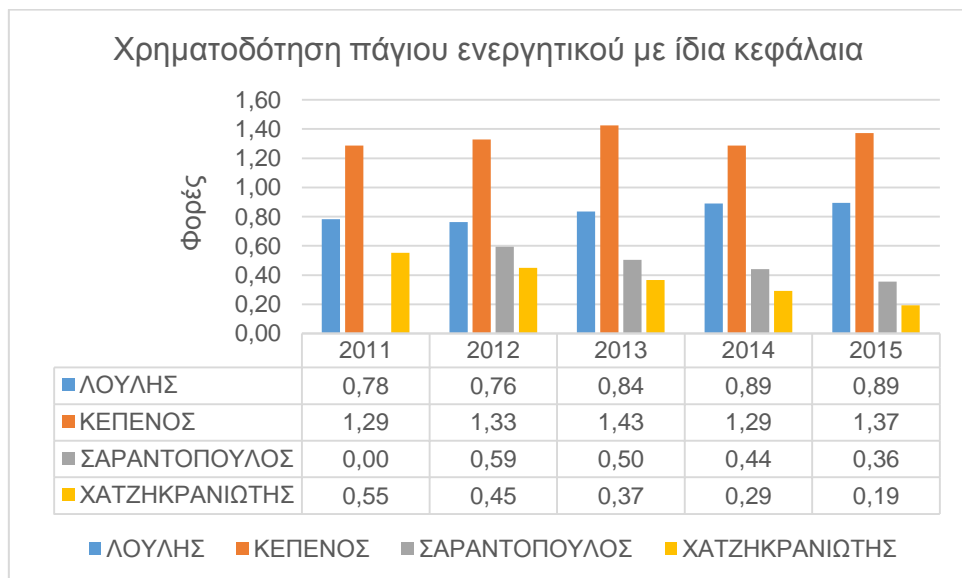


### A.6.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Οι ΛΟΥΛΗΣ και ΚΕΠΕΝΟΣ εφαρμόζουν τις αρχές της ορθής χρηματοδότησης αφού ο δείκτης χρηματοδότησης πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας βρίσκεται άνω της μονάδας ενώ και εκείνος της χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας βρίσκεται σε θετικό έδαφος καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Και στις δύο εταιρίες στη χρηματοδότηση συμμετέχουν κατά κύριο λόγο τα ίδια κεφάλαια.

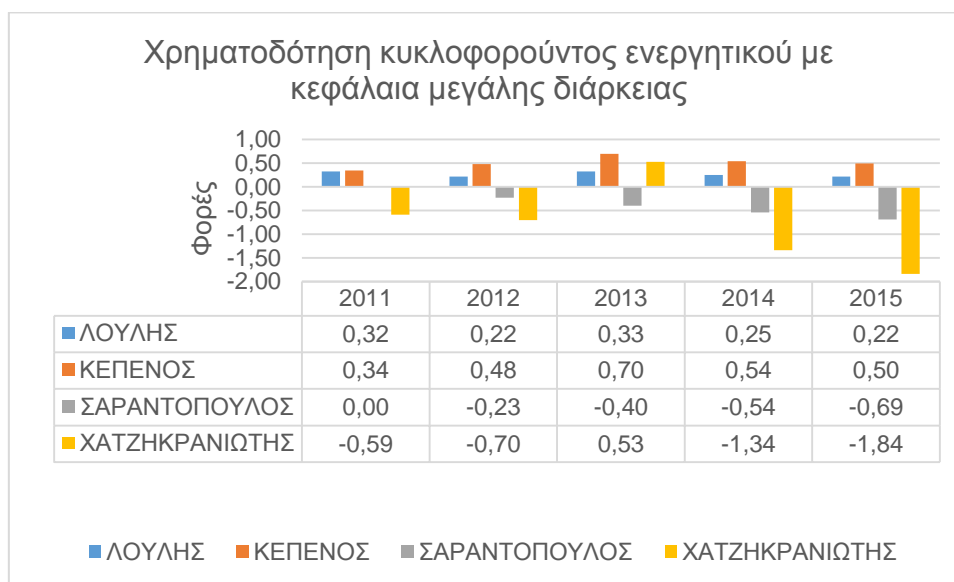


Διάγραμμα 6.7.1: Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας



Διάγραμμα 6.7.2: Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης πάγιου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια

Η ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε. εφαρμόζει μερικώς τις εν λόγω αρχές αφού ο δείκτης χρηματοδότησης πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας βρίσκεται άνω της μονάδας ενώ αυτός της χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας όπως ήταν αναμενόμενο λαμβάνει αρνητικές τιμές.



Διάγραμμα 6.7.2: Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας

Τέλος, η ΣΑΣΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε δεν εφαρμόζει καμία από τις αρχές της ορθής χρηματοδότησης.

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.6**

- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε 2010-2015

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.7 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Στο παρόν κεφάλαιο θα προχωρήσουμε στην παρουσίαση των πινάκων κινήσεων κεφαλαίων των υπό ανάλυση εταιριών. Η συγκεκριμένη εργασία θεωρείται σημαντικότερο και αναπόσπαστο κομμάτι της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων καθώς παρέχει στοιχεία σχετικά με τις αποφάσεις της διοίκησης ως προς την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας.

### **A.7.1 ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε**

Εξαιρουμένης της περιόδου 2014-2015, η επιχείρηση παρουσιάζει αδιάκοπη ανάπτυξη των χρήσεων της. Η ανάπτυξη αυτή είναι εστιασμένη στην επένδυση σε στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, στη μείωση των δανειακών επιβαρύνσεων εστιάζοντας κυρίως στον μακροπρόθεσμο αλλά μη αγνοώντας και τον βραχυπρόθεσμο καθώς και στην κάλυψη των όποιων μειώσεων των επιμέρους λογαριασμών των ιδίων κεφαλαίων.

Η χρηματοδότηση των ανωτέρω χρήσεων εξασφαλίζεται κατά κύριο λόγο από την προσφυγή σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό ο οποίος, με εξαίρεση τη χρήση του 2012 οπότε και δεν έχει καμία συμμετοχή, εξασφαλίζει τα απαιτούμενα κεφάλαια σε ποσοστά που κυμαίνονται από 44% έως 65% ενώ κατά τις χρήσεις 2012-2013 και 2013-2014 σημαντική είναι και η συνεισφορά των ιδίων κεφαλαίων.

### **A.7.2 ΚΕΠΕΝΟΣ ΑΒ.Ε.Ε**

Με εξαίρεση την περίοδο 2014-2015 οπότε και αυξάνουν οριακά οι χρήσεις της επιχείρησης, το επίπεδο τους μειώνεται κατακόρυφα κατά την υπόλοιπη περίοδο.

Σε γενικές γραμμές, τα αντληθέντα κεφάλαια κατευθύνονται στη χρηματοδότηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού, στη μείωση του τραπεζικού δανεισμού καθώς και στην κάλυψη των μειώσεων των λογαριασμών των ιδίων κεφαλαίων κατά τη χρήση 2013-2014 .

Όσον αφορά το κυκλοφορούν ενεργητικό, κατά κύριο λόγο χρηματοδοτούνται οι πωλήσεις με πίστωση προκειμένου να υποστηριχθεί η εμπορική επέκταση της εταιρίας ενώ την περίοδο 2014-2015 αυξάνουν θεαματικά τα ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα τα οποία είναι απορροφούν ολόκληρη την αύξηση του εν λόγω λογαριασμού.

Τέλος, όσον αφορά στα ίδια κεφάλαια η χρηματοδότησή τους κατευθύνεται στην κάλυψη του κενού που παρατηρείται στο λογαριασμό του αποθεματικού υπέρ το άρτιο κατά τη χρήση 2013-2014.

Αναφορικά με τη χρηματοδότηση των ανωτέρω δράσεων παρατηρείται ότι η εταιρία δεν υιοθετεί ενιαία στρατηγική και αντιθέτως κάθε έτος επιλέγονται διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης. Έτσι, κατά την πρώτη περίοδο το βάρος πέφτει κατά κύριο λόγο στο κυκλοφορούν ενεργητικό μέσω της μείωσης των ταμιακών διαθεσίμων, στην περίοδο 2012-2013 το μεγαλύτερο βάρος αναλαμβάνουν οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μέσω της αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προκειμένου να μειωθεί ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, κατά την περίοδο 2013-2014 το σύνολο σχεδόν της χρηματοδότησης προκύπτει μέσω της επέκτασης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ενώ κατά την τελευταία χρήση το βάρος της χρηματοδότησης αναλαμβάνουν οι λογαριασμοί του κυκλοφορούντος ενεργητικού προκειμένου να υποστηριχθεί η αύξηση των διαθεσίμων που περιγράφηκε ανωτέρω

### **A.7.3 ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε**

Η ανάλυση για την εν λόγω επιχείρηση θα εστιάσει ξανά στην περίοδο 2012-2015 για τους λόγους που εκτέθηκαν ανωτέρω.

Ο λογαριασμός που συμμετέχει σταθερά στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης καθ' όλη την περίοδο είναι αυτός του κυκλοφορούντος ενεργητικού κυρίως μέσω της μείωσης των πωλήσεων με πίστωση. Ειδικά την περίοδο 2012-2013 ο εν λόγω λογαριασμός επωμίζεται το σύνολο σχεδόν της χρηματοδότησης.

Εκτός του συγκεκριμένου λογαριασμού, οι δραστηριότητες της εταιρίας χρηματοδοτούνται την περίοδο 2013-2014 μέσω των ιδίων κεφαλαίων και ειδικότερα μέσω των αποθεματικών ενώ κατά την περίοδο 2014-2015 κεφάλαια αντλούνται μέσω της επέκτασης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού καθώς των αγορών με πίστωση.

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, τα ανωτέρω κεφάλαια κατευθύνονται στη χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας και κατά δεύτερο λόγο σε αυτή του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι η ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε είναι η μοναδική από τις υπό ανάλυση εταιρίες η οποία αυξάνει την αξία των ιδιοχρησιμοποιούμενων ενσώματων πάγιων κατά την εξεταζόμενη περίοδο, τα οποία και απορροφούν το σύνολο σχεδόν της χρηματοδότησης του λογαριασμού του παγίου ενεργητικού.

#### **A.7.4 ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.**

Σχετικά με το ύψος των πηγών και χρήσεων κεφαλαίων της επιχείρησης παρατηρείται ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο σημειώνεται μεγάλη διακύμανση με μεγάλη αύξησή τους κατά την περίοδο 2012-2013 και ραγδαία μείωση κατά την περίοδο 2014-2015 μετά τη σταθεροποίηση που πραγματοποιήθηκε στη χρήση 2013-2014.

Τα αντληθέντα κεφάλαια διοχετεύονται κατά κύριο λόγο στη στήριξη των ιδίων κεφαλαίων καθώς και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προκειμένου να εξυπηρετηθούν βραχυπρόθεσμες δανειακές ανάγκες. Εξαίρεση αποτελεί η περίοδος 2013-2014 οπότε και η μερίδα του λέοντος της χρηματοδότησης (89,7%) κατευθύνεται στην αποπληρωμή μακροπρόθεσμων δανείων.

Τα ανωτέρω κεφάλαια προέκυψαν ως εξής:

Στην πρώτη περίοδο το βάρος μοιράζεται αφενός μεταξύ κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας όπως αυτά των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και των ενσώματων ακινητοποιήσεων και αφετέρου μεταξύ κεφαλαίων μικρής διάρκειας όπως αυτά του κυκλοφοριακού ενεργητικού.

Κατά την περίοδο 2012-2013 το σύνολο σχεδόν της χρηματοδότησης επιβαρύνει τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις κυρίως μέσω της τραπεζικής επέκτασης και προκειμένου να καλυφθούν βραχυπρόθεσμες δανειακές ανάγκες.

Κατά τις δύο τελευταίες περιόδους, η χρηματοδότηση των εταιρικών δραστηριοτήτων προκύπτει κατά κύριο λόγο μέσω κεφαλαίων μικρής διάρκειας όπως αυτά των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών χορηγήσεων που την περίοδο 2013-2014 καλύπτουν το σύνολο σχεδόν των αναγκών και των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων οι οποίες είναι πληρωτέες στην επόμενη χρήση ενώ κατά την τελευταία περίοδο καλύπτουν το 52% των αναγκών με τα κυκλοφοριακά κεφάλαια να συμμετέχουν με 31,5%.

#### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.7**

- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε 2010-2015

- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2010-2015
- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε 2010-2015

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Όπως προκύπτει από τα δεδομένα που παρουσιάστηκαν στην παρούσα εργασία οι υπό ανάλυση εταιρίες κατά την υπό εξέταση περίοδο ήταν υποχρεωμένες να λειτουργήσουν εντός ενός διεθνούς και εθνικού περιβάλλοντος που χαρακτηρίζονταν κυρίως από τα κάτωθι στοιχεία:

Η παγκόσμια οικονομία σημείωσε μέτριους ρυθμούς μεγέθυνσης, ενώ η εγχώρια, μετά από μια τετραετία πρωτοφανούς ύφεσης, το 2015 - και αφού κινδύνευσε με αποβολή από τη ζώνη του ευρώ - έδειξε να σταθεροποιείται και τελικά να ξεκινά μια πορεία ανάκαμψης που σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών – και υπό την προϋπόθεση ότι θα εφαρμόσει πιστά τα μεταρρυθμίσεις που προβλέπονται στις συμφωνίες με τους δανειστές της – θα οδηγήσει σε σταθερούς ρυθμούς μεγέθυνσης.

Όσον αφορά στις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά αλεύρων στη Χώρα μας, υπενθυμίζεται ότι πρόκειται για αγορά που χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, υπερπροσφορά και ανελαστική ζήτηση, με τις εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε αυτή να δέχονται έντονες πιέσεις τόσο από την πλευρά των προμηθευτών τους όσο και από αυτή των πελατών.

Οι υπό ανάλυση εταιρίες, έχοντας να λειτουργήσουν εντός των ανωτέρω συνθηκών που δημιούργησαν ένα κοινό περιβάλλον ανταγωνισμού για όλες, προσαρμόστηκαν σε αυτό με τον ίδιο εν πολλοίς τρόπο αλλά πέτυχαν και πολύ διαφορετικά αποτελέσματα.

Αναφορικά με την κοινή προσαρμογή τους, παρατηρείται ότι οι υπό ανάλυση εταιρίες, με εξαίρεση την ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., μειώνουν την αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων τους λόγω του ότι οι διενεργούμενες αποσβέσεις υπερκαλύπτουν σταθερά την αξία των κεφαλαιουχικών επενδύσεων. Προφανώς, η εξέλιξη αυτή δεν είναι άσχετη με το ασταθές και αβέβαιο περιβάλλον εντός του οποίου έχουν να λειτουργήσουν, το οποίο και δεν ευνοεί τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις παρά την ανάπτυξη βραχυχρόνιων στρατηγικών επένδυσης σε κυκλοφοριακά κεφάλαια, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία που προκύπτουν από την ανάλυση των πινάκων κινήσεως κεφαλαίων, όπου διαφαίνεται μια σαφής τάση προς χρηματοδότηση βραχυχρόνιων δραστηριοτήτων καθώς και εξυπηρέτησης δανειακών βαρών, χρησιμοποιώντας σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό κεφάλαια βραχυχρόνιας διάρκειας.

Από την άλλη πλευρά, στο μέτρο που εντός του κοινού πλαισίου που μόλις περιεγράφηκε οι υπό ανάλυση εταιρίες πέτυχαν πολύ διαφορετικά αποτελέσματα, για την κάθε μία τους ξεχωριστά αξίζει να σημειωθούν τα παρακάτω:

Αναφορικά με την τρέχουσα οικονομική κατάσταση της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε έχουμε να παρατηρήσουμε ότι στην καλύτερη των περιπτώσεων δύναται να χαρακτηριστεί ως μέτρια. Αν και είναι αλήθεια ότι η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει προβλήματα στην εξυπηρέτηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, το γεγονός ότι ο λογαριασμός των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αυξάνεται ταχύτερα από αυτόν του κυκλοφορούντος ενεργητικού θα πρέπει να αποτελέσει πηγή ανησυχίας για τη διοίκηση. Η ανωτέρω ανησυχητική κατάσταση επιβεβαιώνεται από τις τιμές του αριθμοδείκτη τρέχουσας ρευστότητας οι οποίες είναι στην καλύτερη περίπτωση ελαφρώς κάτω του 1,5.

Νομίζουμε ότι για τη βελτίωση της ανωτέρω κατάστασης η διοίκηση θα πρέπει να εστιάσει στην πιο εντατική χρήση των κυκλοφοριακών στοιχείων με έμφαση στον τομέα της διαχείρισης αποθεμάτων. Θεωρούμε ότι θα πρέπει να δοθεί έμφαση σε αυτό το πεδίο όχι μόνο λόγω του γεγονότος ότι σημειώνεται ραγδαία κάμψη σε σχέση με το βαθμό έντασης που επιτυγχάνονταν κατά την έναρξη της υπό εξέταση περιόδου αλλά και λόγω της δομής της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Συγκεκριμένα, λόγω της ασύμμετρης δύναμης που απολαμβάνουν προμηθευτές και πελάτες των αλευροβιομηχανιών σε σχέση με τις τελευταίες, μοιραία το μεγαλύτερο βάρος σχετικά με τη βελτίωση της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας αναμένεται να πέσει στον εν λόγω τομέα.

Η εικόνα είναι αρκετά καλύτερη αναφορικά με τη μακροχρόνια οικονομική κατάσταση της επιχείρησης αφού είναι η μοναδική εταιρία της οποίας τα ίδια κεφάλαια υπερκαλύπτουν τα ξένα. Από την άλλη πλευρά όμως θα πρέπει να γίνει ιδιαίτερη μνεία στο γεγονός ότι οι συνολικές υποχρεώσεις της επιχείρησης βαίνουν ελαφρώς αυξημένες σε βάθος πενταετίας, υποχρεώνοντας το δείκτη ξένων προς ιδίων κεφαλαίων να διαγράψει αρχικά ανοδική τροχιά και εν συνεχεία πτωτική για να επιστρέψει τελικά στα επίπεδα του 2011. Επίσης, άξιο σχολιασμού είναι το γεγονός ότι σημειώνεται τάση για ολοένα και μικρότερη συμμετοχή ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων στα απασχοληθέντα κεφάλαια. Η ανωτέρω εξέλιξη αν συσχετισθεί με την τάση για όλο και μεγαλύτερη σχετική συμμετοχή ξένων βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός εμπιστοσύνης των πιστωτών προς την εταιρία βαίνει μειούμενος. Καλή εικόνα τέλος εμφανίζει η εταιρία αναφορικά με την ικανότητά



της να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της σε τόκους αφού τα λειτουργικά της κέρδη υπερκαλύπτουν το σχετικό λογαριασμό σταθερά άνω των δύο φορών.

Μέτρια εικόνα τέλος, δίνει η επιχείρηση αν εξεταστούν οι επιδόσεις της από την πλευρά των μετόχων. Αν και είναι αλήθεια ότι καταφέρνει – με εξαίρεση το 2013 – να παρουσιάζει επαναλαμβανόμενες κερδοφόρες χρήσεις εντούτοις δε μπορούν να μη σημειωθούν οι αδύναμες επιδόσεις της στους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας. Στο βαθμό που - όπως ήδη αναδείχθηκε - τα αποτελέσματα αυτά εν πολλοίς οφείλονται στην αδυναμία συγκράτησης του κόστους πωληθέντων νομίζουμε ότι το παρόν πεδίο θα πρέπει να αποτελέσει το δεύτερο σημαντικό μέτωπο για τη διοίκηση της εταιρίας.

Η περίπτωση της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. είναι πολύ διαφορετική από αυτή της προηγούμενης επιχείρησης.

Κατ' αρχάς, από την πλευρά των βραχυπρόθεσμων δανειστών η εταιρία έχει να παρουσιάσει εξαιρετικά θετική σχέση μεταξύ κυκλοφοριακού ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, με το πρώτο να μειώνεται με ρυθμούς αρκετά βραδύτερους των δεύτερων, δημιουργώντας με τον τρόπο αυτό αισθήματα ασφάλειας στους πιστωτές της. Αυτό δε σημαίνει βέβαια ότι δεν υπάρχουν σημαντικά περιθώρια για τη βελτίωση της θετικής αυτής επίδοσης αφού στον τομέα των αποθεμάτων η επιχείρηση εμφανίζει διαχρονικές αδυναμίες.

Εκ πρώτης όψεως, σημαντικό μειονέκτημα αποτελεί για την επιχείρηση και η υψηλή δανειακή εξάρτηση που διαχρονικά εμφανίζει αφού με εξαίρεση μία και μόνο χρήση η σχέση ξένων προς ιδίων κεφαλαίων βρίσκεται σταθερά άνω του 100%. Από την άλλη πλευρά όμως, το γεγονός ότι τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια αυξάνουν αρκετά τη συμμετοχή τους στο σύνολο των απασχοληθέντων κεφαλαίων παρέχει ενδείξεις σχετικά με την εμπιστοσύνη που απολαμβάνει η επιχείρηση από τους μακροπρόθεσμους πιστωτές της, γεγονός ιδιαίτερης βαρύτητας δεδομένων των γενικότερων οικονομικών συνθηκών εντός των οποίων λαμβάνει χώρα.

Η εμπιστοσύνη αυτή προφανώς εδράζεται στα πολύ καλά αποτελέσματα που παρουσιάζονται στο σύνολο των γραμμών της Κ.Α.Χ. γεγονός που οφείλεται σε στην εξαιρετική διαχείριση που κάνει η διοίκηση αναφορικά με το κόστος πωλήσεων.

Η επιχείρηση τέλος, παρουσιάζει καλές επιδόσεις και από την πλευρά των μετόχων αφού καταφέρνει να είναι κερδοφόρα στο σύνολο των χρήσεων παρουσιάζοντας μάλιστα εκρηκτική ανάπτυξη – με εξαίρεση μόνο την τελευταία χρήση κατά την οποία οι επιδόσεις της μειώνονται σημαντικά.

Τέλος, η κατάσταση των δύο τελευταίων εταιριών κρίνεται ως ιδιαίτερα ανησυχητική από κάθε πλευρά.

Επανελημμένα στα πλαίσια αυτής της εργασίας επισημάνθηκε ως αρνητικό το γεγονός της συνεχούς λειτουργίας των εν λόγω επιχειρήσεων με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης. Δεδομένων των αρνητικών συσχετισμών ανάμεσα στους χρόνους είσπραξης απαιτήσεων και πληρωμής υποχρεώσεων που επικρατούν στον κλάδο αλλά και των επαναλαμβανόμενων ζημιογόνων χρήσεων - με μικτά κέρδη που δεν αφήνουν περιθώρια για αισιοδοξία - οι ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. και ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε. καταφέρνουν να λειτουργούν μόνο χάρη της ανοχής που δείχνουν οι πιστωτές τους, γεγονός που δεν είναι απαραίτητο ότι θα συνεχιστεί επί μακρόν.

Αν συνυπολογίσει κανείς και τη μετεωρική αύξηση του δανεισμού που έχει αναληφθεί ο οποίος κάθε άλλο παρά εξυπηρετήσιμος κρίνεται, θεωρούμε ότι οι διοικήσεις είναι πολύ πιθανό να είναι υποχρεωμένες να λάβουν οριακές αποφάσεις σχετικά με τη συνέχιση ή μη της λειτουργίας των επιχειρήσεων, όπως είναι αυτές της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και της μερικής ή ολικής ρευστοποίησης της περιουσίας τους.

## **ΜΕΡΟΣ Β΄: ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ**

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Αντικειμενικός στόχος αυτού του μέρους της εργασίας είναι ο υπολογισμός του εύλογου τιμήματος των υπό ανάλυση εταιριών κάνοντας χρήση του κατάλληλου υποδείγματος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμιακών ροών κατόπιν μελέτης του αλγόριθμου του Damodaran. Πριν προχωρήσουμε στην καθαυτού ανάλυση θα παρουσιάσουμε σε ιδιαίτερα κεφάλαια, τα κυριότερα υποδείγματα υπολογισμού και διαχείρισης αξίας καθώς και τα κυριότερα μοντέλα αποτίμησης του επενδυτικού κινδύνου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.1: ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ - ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Σύμφωνα με την λεπτομερή κατηγοριοποίηση που προτείνει ο Fernandez (Fernandez, 2007) οι μέθοδοι αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων μπορούν να καταταραχθούν σε έξι κατηγορίες, οι οποίες παρουσιάζονται συνοπτικά στον κατωτέρω πίνακα Β.1.1.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1.1: Μέθοδοι Αποτίμησης Αξίας Επιχειρήσεων

Πηγή: Fernandez, 2004

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	Κ.Α.Χ/ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΕΣ	ΜΕΙΚΤΕΣ GOODWILL	ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΑΞΙΑΣ	ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ
1.ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ	1. PRICE/EARNINGS RATIO	1. ΚΛΑΣΙΚΗ	1. EQUITY CASH FLOW	1. EVA	1. BLACK AND SCHOLES
2.ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ	2. PRICE/SALES RATIO	2. ABBREVIATED GOODWILL INCOME METHOD	2. FREE CASH FLOW	2. ECONOMIC PROFIT	2. EXPAND THE PROJECT
3.ΑΞΙΑΣ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ	3. PRICE/EBITDA	3. UNION OF EUROPEAN ACCOYNTING EXPERTS METHOD	3. CAPITAL CASH FLOW	3. CASH VALUE ADDED	3. DELAY THE INVESTMEN T
			4. APV		

Κατά την πιο σύντομη και περιεκτική κατάταξη του Damodaran (Damodaran, 2012), την οποία και θα επακολουθήσουμε, τα υποδείγματα διαχείρισης και υπολογισμού αξίας κατατάσσονται σε τρεις ομάδες: Στα υποδείγματα προεξόφλησης ταμιακών ροών (discounted cash flow), στα υποδείγματα σχετικής αποτίμησης (relative valuation) και σε αυτά των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων.

### B.1.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Παρά την μεγάλη ποικιλία των υποδειγμάτων προεξόφλησης ταμιακών ροών κοινός στόχος όλων είναι η αποτύπωση σε όρους παρούσας αξίας (present value) των μελλοντικών εσόδων που εκτιμάται ότι είναι σε θέση να εγγυηθεί μια συγκεκριμένη επένδυση. Έτσι, η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου ορίζεται με αναφορά στο ύψος των ταμιακών ροών που αυτό δύναται να εγγυηθεί εντός συγκεκριμένου χρονικού πλαισίου, προεξοφλημένου σε επίπεδο επιτοκίου το οποίο να αντανακλά το μέτρο του κινδύνου της συγκεκριμένης επένδυσης. Ανεξαρτήτως υποδείγματος λοιπόν, ο γενικός τύπος που χρησιμοποιείται στα πλαίσια της μεθόδου της προεξόφλησης ταμιακών ροών είναι ο κάτωθι:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου,

$V_0$  = η αξία της μετοχής

$CF$  = η ταμιακή ροή κατά την περίοδο  $t$

$r$  = το προεξοφλητικό επιτόκιο που αντανακλά τον κίνδυνο της επένδυσης

$n$  = Τα έτη ζωής του περιουσιακού στοιχείου

Τα υποδείγματα προεξόφλησης ταμιακών ροών κατατάσσονται σε δύο υποκατηγορίες: σε αυτά που εκτιμούν την αξία της επένδυσης στη βάση του υπολογισμού της αξίας των ιδίων κεφαλαίων (equity) και σε αυτά που αξιολογούν τη συνολική αξία της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη τα δικαιώματα του συνόλου όσων έχουν αξιώσεις επί της επιχείρησης (τράπεζες, ομολογιούχοι, κοινοί μέτοχοι και κάτοχοι προνομιούχων τίτλων).

Στα πρώτα, ενδιαφέρει και υπολογίζεται η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της προεξόφλησης της υπολειμματικής ταμιακής ροής μετά την εξυπηρέτηση των λειτουργικών εξόδων, των εξόδων επανεπένδυσης, των φορολογικών υποχρεώσεων καθώς και των υποχρεώσεων προς τους δανειστές της επιχείρησης (free cash flow to equity, FCFE). Στην περίπτωση αυτή, ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιείται το κόστος ιδίων κεφαλαίων (cost of equity,  $K_e$ ).

Στα δεύτερα, ενδιαφέρει και υπολογίζεται η συνολική αξία της επιχείρησης μέσω της προεξόφλησης της υπολειμματικής ταμιακής ροής μετά την εξυπηρέτηση των λειτουργικών εξόδων, των εξόδων επανεπένδυσης, των φορολογικών υποχρεώσεων και πριν την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων προς τους δανειστές της επιχείρησης

(free cash flow to firm, FCFF). Σε αυτή την περίπτωση, ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιείται το κόστος κεφαλαίου, ή Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, το οποίο προκύπτει ως σταθμισμένος μέσος του συνολικού κόστους χρηματοδότησης της εταιρίας, ανεξαρτήτως εάν πρόκειται για ίδια ή ξένα κεφάλαια (weighted average cost of capital, WACC) .

### **B.1.1.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΑΞΙΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Θα ξεκινήσουμε την παρουσίαση των υποδειγμάτων προεξόφλησης ταμιακών ροών με αυτά που αποτιμούν την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

#### **B.1.1.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**

Το κυριότερο υπόδειγμα υπολογισμού αξίας ιδίων κεφαλαίων είναι αυτό της προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model, DDM). Στο πλαίσιο αυτού, η αξία της επιχείρησης ταυτίζεται με την αξία των μερισμάτων που αποδίδονται στους μετόχους αφού τα μερίσματα είναι η μοναδική απτή αξία που επιστρέφεται σε αυτούς. Πρόκειται για ένα γενικό υπόδειγμα το οποίο με την εισαγωγή των κατάλληλων παραδοχών δύναται να λάβει πολλές διαφορετικές μορφές. Δοθέντος ότι η αξία της επιχείρησης καθορίζεται από την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων η καταβολή των οποίων εκτείνεται στο διηνεκές, η γενική μορφή του μοντέλου προκύπτει από την κάτωθι σχέση:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+K_e)^t}$$

Η πιο απλή εκδοχή του ανωτέρω υποδείγματος είναι αυτή της ανάπτυξης μερισμάτων γνωστής και ως υπόδειγμα Gordon (Gordon Growth Model). Αποδεικνύεται ιδιαίτερα χρήσιμο στην ανάλυση μετοχών ώριμων εταιριών, με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και καθιερωμένες πολιτικές διανομής μερίσματος οι οποίες εκτιμάται ότι θα συνεχισθούν.

Η αξία της μετοχής υπολογίζεται βάσει της κάτωθι σχέσης:

$$V_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g}$$

Όπου,  $V_0$  = η αξία της μετοχής

$DPS_1$  = Το προβλεπόμενο μέρισμα ανά μετοχή την επόμενη περίοδο

$K_e$  = το κόστος μετοχικού κεφαλαίου

$g$  = ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης

Το μοντέλο λειτουργεί υπό τους κάτωθι περιορισμούς:

- I. Επειδή γίνεται η υπόθεση ότι τα μερίσματα θα αυξάνουν στο διηνεκές αυτό συνεπάγεται ότι και τα κέρδη θα αυξάνουν στο διηνεκές. Ο αναλυτής οφείλει λοιπόν να εξετάσει τη σχέση κερδών και μερισμάτων προκειμένου να τεκμηριώσει ότι ο μακροπρόθεσος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων δεν θα υπερβεί αυτόν των κερδών.
- II. Επειδή ο ρυθμός ανάπτυξης δεν είναι δυνατόν να υπερβαίνει αυτόν της οικονομίας εντός της οποίας λειτουργεί η εταιρία, η εκτιμώμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων δεν θα πρέπει να είναι αυτή του προηγούμενου έτους αλλά αυτή η οποία είναι εφικτή μακροπρόθεσμα ούτως ώστε να πληρείται η ανωτέρω προϋπόθεση.
- III. Ο συντελεστής βήτα θα πρέπει να βρίσκεται κοντά στη μονάδα επειδή το μοντέλο συνιστάται για την ανάλυση ώριμων εταιριών με σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης .

Προκειμένου ο αναλυτής να είναι σίγουρος ότι τηρούνται οι ανωτέρω περιορισμοί πρέπει να εργάζεται υπό τις κάτωθι παραδοχές :

- I. Ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας πρέπει να είναι μικρότερος του ποσοστού της ακίνδυνης επένδυσης
- II. Οποτεδήποτε κρίνει ότι θα πρέπει να εργαστεί στη βάση ανώτερου ρυθμού ανάπτυξης της εταιρίας θα πρέπει να προχωρήσει σε μείωση του ποσοστού διανομής κερδών αφού η εταιρία θα είναι υποχρεωμένη να χρηματοδοτήσει την περαιτέρω ανάπτυξή της μειώνοντας το επίπεδο του διανεμόμενου μερίσματος.

Επειδή πολύ συχνά αποδεικνύεται μη ρεαλιστική η υπόθεση ότι η διανομή μερισμάτων θα παραμείνει σταθερή εις το διηνεκές, έχουν αναπτυχθεί παραλλαγές του μοντέλου στα πλαίσια των οποίων γίνονται προβλέψεις για περιόδους υπέρμετρης και μέτριας ανάπτυξης στη διανομή μερισμάτων πριν η εταιρία εισέλθει σε φάση ωριμότητας οπότε και διανέμει το ίδιο μέρισμα εις το διηνεκές.

Έτσι έχουν αναπτυχθεί:

- I. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δύο περιόδων όπου η αξία της εταιρίας υπολογίζεται ως:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+K_{e,hg})^t} + \frac{V_n}{(1+k_{e,hg})^t}$$

Όπου,

- $V_0$  = η αξία της μετοχής
- $DPS_t$  = Το αναμενόμενο μέρισμα/μετοχή την περίοδο t
- $K_e$  = το κόστος μετοχικού κεφαλαίου (hg η περίοδος υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, st η περίοδος σταθερού ρυθμού ανάπτυξης
- $g$  = ο υπέρμετρος ρυθμός ανάπτυξης τα πρώτα n έτη
- $g_n$  = ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης μετά το έτος n

Ο όρος  $V_n$  αναφέρεται στην τερματική αξία της μετοχής, για την οποία ισχύουν ακριβώς οι ίδιοι περιορισμοί που ισχύουν για το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων, και υπολογίζεται ως:

$$V_n = \frac{DPS_{n+1}}{K_{e,st} - g_n}$$

- II. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων όπου η αξία της εταιρίας υπολογίζεται ως:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1+g_a)^t \times POR_a}{(1+K_{e,hg})} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1+K_{e,t})^t} + \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_{n2} \times (1+g_n)^t \times POR_n}{(K_{e,st} - g_n) \times (1+r)^n}$$

Περίοδος υψηλής  
ανάπτυξης

Μεταβατική  
περίοδος

Περίοδος σταθερής  
ανάπτυξης

Όπου,

- $V_0$  = η αξία της μετοχής
- $EPS_t$  = κέρδη/μετοχή στο χρόνο t
- $DPS_t$  = μέρισμα/μετοχή στο χρόνο t
- $g_a$  = ρυθμός ανάπτυξης στην περίοδο υψηλής ανάπτυξης (διάρκειας n1 περιόδων)
- $g_n$  = ο ρυθμός ανάπτυξης στην περίοδο σταθερής ανάπτυξης
- $POR_a$  = δείκτης διανομής κερδών στην περίοδο υψηλής ανάπτυξης
- $POR_n$  = δείκτης διανομής κερδών στην περίοδο σταθερής ανάπτυξης
- $K_e$  = το κόστος μετοχικού κεφαλαίου (hg για την περίοδο υψηλής ανάπτυξης, t για την περίοδο μετάβασης και st για την περίοδο σταθερής ανάπτυξης)



Τα τροποποιημένα μοντέλα λειτουργούν ικανοποιητικά για εταιρίες οι οποίες θα εμφανίσουν υπέρμετρα κέρδη τα οποία εκτιμάται ότι δεν θα διαρκέσουν εις το διηνεκές (μοντέλο δύο σταδίων) καθώς και για εταιρίες που βρίσκονται σε φάση υπέρμετρης ανάπτυξης την οποία και αναμένεται να διατηρήσουν αρκετά προτού το συγκριτικό τους πλεονέκτημα αρχίσει να φθίνει οπότε και αναπόδραστα θα εισέλθουν στην φάση της διηλεκώς σταθερής ανάπτυξης (μοντέλο τριών σταδίων). Οι βασικές τους αδυναμίες εντοπίζονται στη δυσκολία καθορισμού της χρονικής διάρκειας υψηλού ρυθμού ανάπτυξης καθώς και στο μεγάλο αριθμό των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών, οι τιμές των οποίων πρέπει να μεταβάλλονται, ακόμα και ενιαυσίως.

Συνοψίζοντας, αν και ως βασική αδυναμία του μοντέλου αναδεικνύεται συχνά - και μάλλον άδικα - η αποτυχία του στην ανάλυση μετοχών εταιριών που καταβάλουν μικρό μέρος ή δεν καταβάλλουν καθόλου μέρος, νομίζουμε ότι τελικά η αδυναμία του εντοπίζεται αλλού: εστιάζοντας αποκλειστικά στο ύψος του καταβληθέντος μερίσματος το εν λόγω μοντέλο αδυνατεί να υπολογίσει ως αξία προς τους μετόχους το ύψος της υπολειμματικής ροής η οποία αν και θα μπορούσε να τους έχει καταβληθεί, τελικά δεν καταβάλλεται κατόπιν απόφασης της διοίκησης.

Η ανωτέρω αδυναμία αίρεται στο πλαίσιο των παραδοχών των μοντέλων υπολειμματικών ροών τόσο προς τους μετόχους όσο και προς την εταιρία.

#### **B.1.1.2.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Όπως είδαμε, κεντρική παραδοχή του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων αποτελεί η θέση ότι το μέρος είναι η μοναδική ταμιακή ροή που εισπράττουν οι μέτοχοι από την εταιρία. Επειδή κάτι τέτοιο αποτελεί υπεραπλούστευση, καθώς οι εταιρίες τακτικότητα επιστρέφουν στους μετόχους τους περισσότερα ή και λιγότερα από όσα δυνητικά θα μπορούσαν να επιστρέψουν, τα υποδείγματα που θα παρουσιαστούν στην παρούσα ενότητα, ορίζουν την ταμιακή ροή της επιχείρησης με πιο αποτελεσματικό τρόπο ως υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους (στο εξής Υ.Τ.ΡΟ.Μ).

Προκειμένου να υπολογίσουμε το ποσό το οποίο η εταιρία δύναται να επιστρέψει στους μετόχους μετατρέπουμε τα ετήσια καθαρά κέρδη σε ταμιακή ροή αφαιρώντας

από αυτά το ποσό που είναι απαραίτητο για να εξυπηρετηθούν οι ανάγκες επανεπένδυσης (reinvestment needs) της εταιρίας.

Οι ανάγκες επανεπένδυσης συνίστανται στις

- καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες (οι οποίες προκύπτουν μετά από την αφαίρεση των αποσβέσεων από τις κεφαλαιουχικές δαπάνες ) και
- στις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης, με τις αυξήσεις του λογαριασμού να συνιστούν ταμιακές εκροές ενώ τις μειώσεις ταμιακές εισροές

Τέλος, για τον υπολογισμό της Υ.Τ.ΡΟ.Μ απαραίτητος είναι ο υπολογισμός του αποτελέσματος που έχει επ' αυτής η μεταβολή στο επίπεδο του καθαρού δανεισμού της εταιρίας, αφού η αποπληρωμή δανείων συνιστά μεν ταμιακή εκροή η οποία όμως δύναται πάντα να χρηματοδοτηθεί με έκδοση νέου δανείου.

Επομένως, η Υ.Τ.ΡΟ.Μ υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

Υ.Τ.ΡΟ.Μ= Καθαρά κέρδη – (κεφαλαιουχικές δαπάνες – αποσβέσεις) – (Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης) + (Νέα Δάνεια – Αποπληρωμές Δανείων)

Μια πιο απλή μορφή της ανωτέρω σχέσης προκύπτει εάν θεωρηθεί ότι οι καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες καθώς και οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης χρηματοδοτούνται από μία σταθερή σχέση ξένων και ίδιων κεφαλαίων (σε λογιστικούς όρους). Αν δεχθούμε ότι η αναλογία καθαρών κεφαλαιακών αναγκών και μεταβολών κεφαλαίου κίνησης που χρηματοδοτείται μέσω δανεισμού ισούται με  $\delta$  τότε προκύπτει η σχέση:

Υ.Τ.ΡΟ.Μ= Καθαρά κέρδη – (κεφαλαιουχικές δαπάνες – αποσβέσεις) $\times(1-\delta)$  – (Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης)  $\times(1-\delta)$

Εκ των ανωτέρω, καθίσταται σαφές ότι τα μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών προς τους μετόχους αποτελούν ουσιαστικά παραλλαγή των μοντέλων προεξόφλησης μερισμάτων, με μόνη διαφορά ότι αντί της προεξόφλησης του μερίσματος προεξοφλείται το δυνητικό μέρισμα. Παρ' όλα αυτά, αντικαθιστώντας το μέρισμα με την υπολειμματική ταμιακή ροή υποθέτουμε άρρητα ότι το σύνολο αυτής θα καταβληθεί στους μετόχους με συνέπεια i) να μην δικαιολογείται εφεξής καμία αύξηση στα ταμιακά διαθέσιμα της εταιρίας και ii) η όποια αναμενόμενη μεγέθυνση της Υ.Τ.ΡΟ.Μ να θεωρείται ως εισόδημα που προέκυψε από την απόδοση των

στοιχείων του ενεργητικού (operating assets) και όχι από την απόδοση διαπραγματεύσιμων αξιών (marketable securities) της εταιρίας.

Όπως στην περίπτωση των μοντέλων προεξόφλησης μερισμάτων και εδώ έχουμε τρεις κύριες μορφές υποδειγμάτων τα οποία διαφοροποιούνται μεταξύ τους αναφορικά με τους ρυθμούς ανάπτυξης της εταιρίας και σε γενικές γραμμές λειτουργούν υπό τους ίδιους περιορισμούς που ισχύουν για τα αντίστοιχα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων.

Αυτά είναι:

- I. Το υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης Υ.Τ.ΡΟ.Μ, όπου η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας είναι συνάρτηση της Υ.Τ.ΡΟ.Μ του επόμενου έτους, του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης και του κόστους μετοχικού κεφαλαίου, οπότε και προκύπτει από τη σχέση

$$V_0 = \frac{Y.T.P.O.M_1}{K_e - g}$$

Όπου,

$V_0$  = η αξία της μετοχής

$Y.T.P.O.M_1$  = Η προβλεπόμενη Υ.Τ.ΡΟ.Μ την επόμενη περίοδο

$K_e$  = το κόστος μετοχικού κεφαλαίου

$g$  = ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης

- II. Το υπόδειγμα δύο περιόδων Υ.Τ.ΡΟ.Μ όπου η αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από το άθροισμα της καθαρής παρούσας αξίας των Υ.Τ.ΡΟ.Μ της περιόδου υψηλής ανάπτυξης και αυτής της τερματικής αξίας στο τέλος της περιόδου, δηλαδή

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Y.T.P.O.M_t}{(1+K_{e,hg})^t} + \frac{V_n}{(1+k_{e,hg})^t}$$

Όπου,

$V_0$  = η αξία της μετοχής

$Y.T.P.O.M_t$  = Η Υ.Τ.ΡΟ.Μ την περίοδο  $t$

$K_{e,hg}$  = το κόστος μετοχικού κεφαλαίου ( $hg$  η περίοδος υψηλού ρυθμού ανάπτυξης,  $st$  η περίοδος σταθερού ρυθμού ανάπτυξης)

$g$  = ο υπέρμετρος ρυθμός ανάπτυξης τα πρώτα  $n$  έτη

$gn$  = ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης μετά το έτος  $n$

Η τερματική αξία εκφράζεται από τον όρο  $V_n$  και προκύπτει από τη σχέση:

$$V_n = \frac{Y.T.PO.M_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

- III. Το υπόδειγμα τριών περιόδων Y.T.PO.M όπου η αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από την καθαρή παρούσα αξία της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς τους μετόχους υπολογισμένη σε τρεις περιόδους ανάπτυξης, οπότε και αξία της μετοχής δίδεται από τη σχέση

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{Y.T.PO.M_t}{(1+K_{e,hg})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{Y.T.PO.M_t}{(1+K_{e,t})^t} + \frac{V_{n2}}{(1+k_{e,st})^t}$$

Όπου,

$V_0$  = η αξία της μετοχής

$Y.T.PO.M_t$  = Η Y.T.PO.M την περίοδο t

$K_e$  = το κόστος μετοχικού κεφαλαίου (hg η περίοδος υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, t η μεταβατική περίοδος, st η περίοδος σταθερού ρυθμού ανάπτυξης)

$n1$  = Τέλος περιόδου υψηλής ανάπτυξης

$n2$  = Τέλος μεταβατικής περιόδου

Για τα ανωτέρω μοντέλα ισχύουν σε γενικές γραμμές οι περιορισμοί που τίθενται και για τις αντίστοιχες εκδοχές των μοντέλων προεξόφλησης μερισμάτων. Η ουσιαστική χρησιμότητα των Y.T.PO.M υποδειγμάτων έγκειται στο γεγονός ότι δύνανται να εξομαλύνουν την αποτίμηση αξίας της εταιρίας που είτε καταβάλλει μη διατηρήσιμα μερίσματα (επειδή το ύψος του μερίσματος ξεπερνά αυτό της Y.T.PO.M) είτε καταβάλλει σημαντικά μικρότερα ποσά από αυτά που θα μπορούσε να καταβάλλει (επειδή το ύψος του μερίσματος υπολείπεται σημαντικά αυτού της Y.T.PO.M). Επειδή λοιπόν με χρήση του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων στην μεν πρώτη περίπτωση θα προκύψει υπερεκτίμηση στη δε δεύτερη υποεκτίμηση της αξίας της εταιρίας, όταν υπάρχει σημαντική απόκλιση μεταξύ μερίσματος και Y.T.PO.M τα μοντέλα υπολειμματικής ροής προς τους μετόχους δίνουν πολύ καλύτερη εκτίμηση για την πραγματική αξία της εταιρίας. Υπό την προϋπόθεση ότι η εταιρία βρίσκεται σε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και διανέμει το σύνολο της Y.T.PO.M ως μερίσμα, θα προκύψει ταυτόσημη αξία και από τα δύο μοντέλα.

Η ανωτέρω περιγραφείσα απόκλιση μεταξύ της Υ.Τ.ΡΟ.Μ και του μερίσματος είναι ενδεικτική της αξίας ελέγχου της εταιρίας. Έτσι, η αξία των μοντέλων Υ.Τ.ΡΟ.Μ αναδεικνύεται στο πλαίσιο ενός περιβάλλοντος επιθετικής εξαγοράς ή επικείμενων αλλαγών στον εταιρικό έλεγχο. Συγκεκριμένα, αν υπάρχει εκτίμηση είτε ότι η εταιρία «θα αλλάξει χέρια» είτε ότι ακτιβιστές μέτοχοι θα ασκήσουν πιέσεις ώστε να καταβληθούν υψηλότερα μερίσματα, η αγορά θα τιμολογήσει αυτές τις πιθανότητες οπότε το μοντέλο υπολειμματικής ροής προς τους μετόχους θα αποτυπώσει πολύ καλύτερα την εύλογη αξία της επιχείρησης.

### **Β.1.1.2.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

Στα πλαίσια των υποδειγμάτων αυτής της ενότητας αποτιμάται η συνολική αξία της εταιρίας, και συγκεκριμένα η αξία των στοιχείων του ενεργητικού της (operating assets) και όχι απλώς η αξία του μετοχικού της κεφαλαίου, όπως στην περίπτωση των υποδειγμάτων της προηγούμενης ενότητας. Η αποτίμηση αυτή γίνεται με την μέθοδο του κόστους κεφαλαίου, δηλαδή μέσω της προεξόφλησης της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς το σύνολο όσων έχουν απαιτήσεις επί της εταιρίας (απλοί και προνομιούχοι μέτοχοι καθώς και δανειστές), όπου για την ανωτέρω προεξόφληση ως συντελεστής χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης.

Η υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση (στο εξής Υ.Τ.Ρ.ΕΠ.) μπορεί να υπολογιστεί με δύο τρόπους:

- Ο πρώτος προκύπτει από το άθροισμα όλων των ταμιακών ροών προς τους έχοντες συμφέροντα στην επιχείρηση, δηλαδή:

$$\text{Υ.Τ.Ρ.ΕΠ.} = \text{Υ.Τ.ΡΟ.Μ.} + \text{Τόκοι (1-Συντελεστής Φορολογίας)} + \text{Χρεολύσια} - \text{Νέες Εκδόσεις Δανείων} + \text{Προνομιούχα Μερίσματα}$$

- Ο δεύτερος – και απλούστερος – είναι ο υπολογισμός της ταμιακής ροής πριν την καταβολή οιασδήποτε υποχρέωσης, δηλαδή:

$$\text{Υ.Τ.Ρ.ΕΠ.} = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων (1-Συντελεστής Φορολογίας)} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κεφαλαιουχικές Δαπάνες} - \text{Διαφορά Κεφαλαίου Κίνησης}$$

Η ανωτέρω ταμιακή ροή αποκαλείται ταμιακή ροή χωρίς δάνεια (unlevered) αφού υπολογίζεται προ της καταβολής τόκων. Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι στον υπολογισμό της δεν συμπεριλαμβάνεται το όποιο φορολογικό όφελος από την καταβολή τόκων, λόγω του ότι το εν λόγω όφελος ενσωματώνεται στο κόστος κεφαλαίου οπότε και υπολογίζεται το κόστος δανείων μετά φόρων. Τυχόν υπολογισμός του οφέλους από την καταβολή τόκων θα οδηγούσε σε διπλό υπολογισμό.

Στο βαθμό που οι τρεις εκδοχές των μοντέλων Υ.Τ.Ρ.ΕΠ. προσομοιάζουν απόλυτα σε αυτά των Υ.Τ.Ρ.Ο.Μ. και προεξόφλησης μερισμάτων, με τους ίδιους περιορισμούς να ισχύουν και γι αυτά και με μόνες διαφορές ότι προεξοφλείται η ταμιακή ροή προς την επιχείρηση στο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, επιλέγουμε να μην προχωρήσουμε στην παρουσίαση των τύπων των μοντέλων αλλά να κλείσουμε την ενότητα παρουσιάζοντας μόνο τη γενική εκδοχή του μοντέλου, τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες είναι προτιμότερη η χρήση του καθώς και τα όποια προβλήματα είναι δυνατόν να παρουσιαστούν.

Ο γενικός τύπος του μοντέλου είναι:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Υ.Τ.Ρ.ΕΠ._t}{(1+ΜΣΚΚ_t)^t}$$

Όπου,

$V_0$  = η αξία της μετοχής

$Υ.Τ.Ρ.ΕΠ._t$  = Η υπολειμματική ροή στην επιχείρηση στο χρόνο t

$ΜΣΚΚ_t$  = Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Το εν λόγω μοντέλο ενδείκνυται για την αξιολόγηση εταιριών που παρουσιάζουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση ή βρίσκονται σε διαδικασία μεταβολής της σχέσης ξένων προς ιδίων κεφαλαίων. Παρά το γεγονός ότι από θεωρητική άποψη τα υποδείγματα Υ.Τ.Ρ.Ο.Μ. και Υ.Τ.Ρ.ΕΠ. θα πρέπει να δώσουν τα ίδια αποτελέσματα, εντούτοις για εταιρίες με τα ανωτέρω χαρακτηριστικά είναι προτιμότερη η χρήση υποδείγματος Υ.Τ.Ρ.ΕΠ λόγω του ότι στα πλαίσιά του δεν υπολογίζονται ρητώς ροές που αναφέρονται στην εξυπηρέτηση χρέους. Το γεγονός αυτό συνιστά σημαντική διευκόλυνση στη εργασία του αναλυτή αφού όταν αναμένεται ότι η μόχλευση της

εταιρίας θα αλλάξει, ο υπολογισμός νέων εκδόσεων χρέους καθώς και αποπληρωμών του αποδεικνύεται ιδιαίτερα δύσκολος.

Σε γενικές γραμμές η χρήση των υποδειγμάτων Υ.Τ.Ρ.ΕΠ συνεπάγεται τριών ειδών προβλήματα:

- I. Το πρώτο έχει να κάνει με το γεγονός ότι ενώ η υπολειμματική ροή προς τους μετόχους συνιστά μια πραγματική ταμιακή ροή η υπολειμματική ροή προς την εταιρία αποτελεί απάντηση σε ένα μάλλον υποθετικό ερώτημα, αυτό του ποια θα ήταν η αξία της εταιρίας χωρίς τη διακράτηση χρέους.
- II. Το δεύτερο έχει να κάνει με το γεγονός ότι η ανάλυση στη βάση του υποδείγματος Υ.Τ.Ρ.ΕΠ είναι δυνατόν να συσκοτίζει πολύ ουσιαστικά προβλήματα της εταιρίας. Για παράδειγμα είναι πολύ πιθανόν συγκεκριμένη εταιρία που λόγω υψηλής μόχλευσης εμφανίζει θετική Υ.Τ.Ρ.ΕΠ να έχει αρνητική Υ.Τ.Ρ.Ο.Μ. και να χρήζει αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.
- III. Το τρίτο, αναφέρεται στο γεγονός ότι για να υπολογίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είμαστε υποχρεωμένοι να κάνουμε υποθέσεις αναφορικά με τον δείκτη δανείων σε όρους αγοράς οι οποίες μπορεί να αποδειχθούν ασυνεπείς. Για παράδειγμα, η θέση του ανωτέρω δείκτη στο 30% για μια νέα και ταχύτατα αναπτυσσόμενη εταιρία ίσως να σημαίνει ότι θα πρέπει να προχωρήσει σε δανεισμό πολύ μεγάλων ποσών τα οποία και θα επιδεινώσουν σημαντικά το δείκτη δανείων σε λογιστικούς όρους καθιστώντας το χρέος της μη εξυπηρετήσιμο.

### **B.1.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

Σε αντίθεση με τα υποδείγματα προεξόφλησης ταμιακών ροών όπου η αξία της εταιρίας είναι συνάρτηση της παρούσας αξίας των καθαρών εσόδων, του κινδύνου εταιρίας ή ιδίων κεφαλαίων και του ρυθμού ανάπτυξης, στα πλαίσια των υποδειγμάτων συγκριτικής αποτίμησης η αξιολόγηση της εταιρίας προκύπτει μέσω της σύγκρισής της με εταιρίες του κλάδου στον οποίο ανήκει. Η σύγκριση αυτή διενεργείται μέσω της έκφρασης των τιμών των μετοχών με πολλαπλασιαστές (δείκτες) οι οποίοι αναπτύσσονται ως προς τα κέρδη, τις λογιστικές αξίες και τα έσοδα των υπό διερεύνηση εταιριών. Μετά την ανάπτυξη των δεικτών της υπό εξέταση εταιρίας γίνεται σύγκρισή τους με τις μέσες τιμές των δεικτών του κλάδου όπου ανήκει προκειμένου να φανεί αν η αξία της είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

Το γεγονός ότι πρόκειται για μια εξαιρετικά εύκολη, σύντομη και κατανοητή μέθοδο ακόμα και για όσους δεν έχουν οικονομικές γνώσεις έχει καταστήσει τη μέθοδο αυτή ιδιαίτερα δημοφιλή και διαδεδομένη. Παρ' όλα αυτά, η χρήση της εγκυμονεί πολύ μεγάλους κινδύνους αφού: i) δεν λαμβάνονται υπόψη κρίσιμοι παράγοντες που έχουν να κάνουν με τα θεμελιώδη της εταιρίας (ρυθμός ανάπτυξης, επίπεδο κινδύνου) και ii) η προκύπτουσα αξία αντανακλά όχι την εσωτερική αξία της εταιρίας αλλά τη σχετική αξία της ως προς τους ανταγωνιστές με αποτέλεσμα στην περίπτωση που η αγορά έχει εκτιμήσει λάθος τις αποτιμήσεις του κλάδου τότε ο υποψήφιος επενδυτής να έχει λάβει εξίσου λανθασμένη πληροφόρηση για την υποψήφια προς επένδυση μετοχή.

Ο υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει να προσέξει τέσσερα πράγματα αν αποφασίσει να κάνει χρήση της εν λόγω μεθόδου:

- I. Συνέπεια αναφορικά με τον ορισμό του δείκτη. Για παράδειγμα, εάν στον αριθμητή εμφανίζονται αξίες ιδίων κεφαλαίων όμοιες αξίες θα πρέπει να εμφανίζονται και στον παρονομαστή. Ομοίως, εάν στον αριθμητή αποτιμάται αξία εταιρίας ίδια αξία πρέπει να εμφανίζεται και στον παρονομαστή.
- II. Θα πρέπει να υπάρχει γνώση της κατανομής του δείκτη τόσο μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου όσο και σε σχέση με το σύνολο της αγοράς.
- III. Θα πρέπει να υπάρχει γνώση και κατανόηση των θεμελιωδών που επηρεάζουν την τιμή του δείκτη. Το γεγονός ότι ο ρόλος των θεμελιωδών δεν είναι άμεσα ορατός όπως στην περίπτωση της μεθόδου προεξόφλησης



ταμιακών ροών δε σημαίνει ότι, σε τελική ανάλυση, το ύψος του κάθε δείκτη δεν καθορίζεται από τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας.

- IV. Τέλος, ο αναλυτής θα πρέπει να συγκρίνει την εταιρία με τις κατάλληλες εταιρίες κάτι που πολλές φορές δεν είναι όσο απλό φαίνεται εκ πρώτης όψης αφού οι εταιρίες είναι συγκρίσιμες όχι μόνο σε επίπεδο κλάδου αλλά και σε επίπεδο ταμιακών ροών, κινδύνου και ανάπτυξης.

Μερικοί από τους πιο συχνά χρησιμοποιούμενους δείκτες συγκριτικής αποτίμησης ως προς τις τρεις κατηγορίες που ήδη περιγράφηκαν είναι οι κάτωθι:

Πολλαπλασιαστές κερδών: στην κατηγορία αυτή συναντάμε δείκτες όπως αυτός της τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), αυτός της αξίας της εταιρίας προς τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων ( EV/EBITDA) και τιμής προς ελεύθερες ταμιακές ροές (P/FCFE).

Πολλαπλασιαστές λογιστικής αξίας: σημαντικοί δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι αυτά της τιμής της μετοχής προς τη λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (P/BV equity) και αυτός της αξίας της εταιρίας προς την αξία του ενεργητικού της επιχείρησης ( P/BV assets).

Πολλαπλασιαστές εσόδων: εδώ συναντάμε δείκτες όπως αυτός της αξίας μετοχής προς τις πωλήσεις (P/S) και αξίας εταιρίας προς πωλήσεις (EV/S).

### **Β.1.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ**

Οι μέθοδοι αυτής της κατηγορίας βασίζονται στην παραδοχή ότι η αξία μιας συγκεκριμένης επένδυσης δύναται να διαφέρει σημαντικά από την καθαρή παρούσα αξία των μελλοντικών ταμιακών ροών της αν η επίτευξη ή μη συγκεκριμένων ροών συναρτάται άμεσα με το εάν και κατά πόσο κάποιο συγκεκριμένο γεγονός θα προκύψει ή όχι. Η χρήση τους αναφέρεται κυρίως στην αποτίμηση της αξίας στοιχείων του ενεργητικού όπως αποκλειστικά δικαιώματα σε επενδυτικά σχέδια τα οποία παραμένουν ανενεργά ή δικαιώματα ευρεσιτεχνίας, τα οποία – προκειμένου να αντανακλούν την πραγματική αξία της εταιρίας – θα έπρεπε να αξιολογούνται ως δικαιώματα (options).

Αναφερόμενη σε εταιρίες, η έννοια του δικαιώματος περιγράφει κυρίως τη διακριτική τους ευχέρεια αναφορικά με την επιλογή εκκίνησης ή αναβολής ενός επενδυτικού σχεδίου. Για παράδειγμα, μια ανεκμετάλλευτη πετρελαιοπηγή που ανήκει σε μια συγκεκριμένη εταιρία θα μπορούσε να αξιολογηθεί στη βάση προσδοκιών περί ανόδου της τιμής του πετρελαίου. Παρ' όλα αυτά, μια τέτοιου τύπου προσέγγιση δεν αποτιμά το γεγονός ότι η εν λόγω εταιρία θα προβεί σε εκμετάλλευση της πετρελαιοπηγής – θα ασκήσει δηλαδή το δικαίωμα χρήσης της - μόνο στην περίπτωση που οι τιμές του πετρελαίου ξεπεράσουν ένα συγκεκριμένο επίπεδο ενώ στην αντίθετη περίπτωση θα συνεχίσει να μην την χρησιμοποιεί. Σε αντίθεση με τα μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών, ένα μοντέλο αποτίμησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, στα πλαίσια του οποίου η αξία ενός συγκεκριμένου επενδυτικού σχεδίου συνιστά συνάρτηση μιας υποκείμενης αξίας, θα απέδιδε με καλύτερο τρόπο την αξία του συγκεκριμένου δικαιώματος.

#### B.1.4 Η ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ Ο ΤΡΟΠΟΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Κάθε επενδυτής, προκειμένου να είναι σε θέση να εκτιμήσει εάν θα προχωρήσει στην αγορά ή όχι ενός δεδομένου τίτλου, θα πρέπει να υπολογίσει τον κίνδυνο (ρίσκο) της επένδυσης ιδίων κεφαλαίων (equity) καθώς και του χρέους που θα αναλάβει εφόσον θα επιλέξει να προχωρήσει στη συγκεκριμένη επένδυση. Στην περίπτωση του χρέους θα πρέπει να υπολογιστεί ένα επιτόκιο στο οποίο να ενσωματώνεται ο κίνδυνος αθέτησης πληρωμών τόκων και κεφαλαίου (default spread) ενώ για στο κόστος ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει ενσωματώνεται η πρόσθετη αμοιβή κινδύνου (equity risk premium) που απαιτείται για την επιλογή της συγκεκριμένης επένδυσης έναντι άλλης που εγγυάται χαμηλότερη αλλά ακίνδυνη απόδοση. Τελικά, από τον υπολογισμό του κινδύνου αθέτησης πληρωμών και τόκων καθώς και της αμοιβής κινδύνου θα προκύψει το επιτόκιο στη βάση του οποίου θα προεξοφληθούν οι μελλοντικές ταμιακές ροές της επιχείρησης. Συνεπώς, από το εν λόγω επιτόκιο προκύπτει το ελάχιστο αποδεκτό επίπεδο απόδοσης προκειμένου ο επενδυτής να προχωρήσει στην επένδυση.

Στη χρηματοοικονομική, ως κίνδυνος επένδυσης ορίζεται η πιθανότητα να λάβουμε απόδοση διαφορετική της αναμενόμενης. Το στατιστικό μέτρο που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση του κινδύνου είναι αυτό της διακύμανσης (variance,  $\sigma^2$ ) ή της τυπικής απόκλισης (standard deviation,  $\sigma = \sqrt{\sigma^2}$ ) γύρω από τον μέσο αριθμητικό ενός πλήθους πιθανών αποδόσεων. Συνεπώς η ανάλυση του ρίσκου μας δίνει πληροφορίες τόσο για την πιθανότητα επίτευξης θετικών όσο και οι αρνητικών αποδόσεων.

Συγκεκριμένο μέρος αυτού του κινδύνου υπόκειται σε διασπορά (diversifiable risk) και ονομάζεται μη συστηματικός, κάτι που δεν είναι δυνατόν να γίνει για το υπόλοιπο κομμάτι του το οποίο και ονομάζεται συστηματικός κίνδυνος (nondiversifiable risk). Ο κίνδυνος που υπόκειται σε διασπορά απορρέει από τη συγκεκριμένη εταιρία (firm-specific risk) και επηρεάζεται από παράγοντες όπως ο κίνδυνος έργων και προγραμμάτων (project risk), η ένταση του ενδοκλαδικού ανταγωνισμού καθώς και από ευρύτερους παράγοντες που επιδρούν επί του συνόλου του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία. Το μέρος του κινδύνου που δεν υπόκειται σε διασπορά σχετίζεται με μακροοικονομικά φαινόμενα που επιδρούν επί του συνόλου της αγοράς (market risk), όπως το ύψος των επιτοκίων, ο πληθωρισμός, η τάση του Α.Ε.Π κ.λ.π.

Στο πλαίσιο συγκρότησης ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου, το ρίσκο εταιρίας είναι διαχειρίσιμο: μέσω της διασποράς, είναι δυνατόν να μειωθεί έως και οριακά να μηδενιστεί. Αντίθετα, η τεχνική της διασποράς έχει ουδέτερο αποτέλεσμα επί του ρίσκου αγοράς.

Η απόδειξη ότι η διασπορά δύναται να μειώσει το ρίσκο εταιρίας μπορεί να δοθεί με τον ακόλουθο τρόπο: έστω ότι έχουμε συγκροτήσει ένα χαρτοφυλάκιο με δύο τίτλους, τον 1 και τον 2. Προκειμένου να υπολογισθεί ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου δεν αρκεί να αθροίσουμε τις τιμές διακύμανσης των δύο τίτλων αλλά θα πρέπει να υπολογίσουμε και την τιμή της συνδιακύμανσης τους. Αν λοιπόν η συνδιακύμανση των τίτλων δίνεται από τον όρο  $\rho_{12}$  οπότε και ισχύει ότι

$$\text{Συνδιακύμανση τίτλων 1 και 2} = \sigma_{12} = \rho_{12}\sigma_1\sigma_2$$

Τότε, η διακύμανση του χαρτοφυλακίου υπολογίζεται από την κάτωθι σχέση:

$$\text{Διακύμανση χαρτοφυλακίου} = \chi_1^2\sigma_1^2 + \chi_2^2\sigma_2^2 + 2(\chi_1\chi_2\rho_{12}\sigma_1\sigma_2)$$

Όπου  $\chi$ , η αναλογική συμμετοχή του κάθε τίτλου στο χαρτοφυλάκιο.

Από την ανωτέρω σχέση προκύπτει ότι όσο χαμηλότερη τιμή παίρνει η συσχέτιση μεταξύ των δύο τίτλων του χαρτοφυλακίου τόσο μεγαλύτερα είναι τα οφέλη από τη διασπορά των επενδύσεων, με τα οφέλη να εξαφανίζονται μόνο στην περίπτωση που οι μετοχές εμφανίζουν τέλεια συσχέτιση οπότε και  $\rho_{12} = 1$ .

Τελικά, το ρίσκο υπολογίζεται από τη σκοπιά του οριακού επενδυτή (marginal investor), ο οποίος ορίζεται ως ο κάτοχος ενός μεγάλου χαρτοφυλακίου επαρκώς διαφοροποιημένου που είναι πιθανό να προβεί σε αγορά ή πώληση ενός συγκεκριμένου αξιογράφου σε κάθε δεδομένη στιγμή και συνεπώς συνιστά όχι ένα οιονδήποτε επενδυτή αλλά αυτόν που καθορίζει την τιμή της μετοχής.

Αν όμως σημειώνεται γενική ομοφωνία αναφορικά με τον τρόπο εκτίμησης του μη συστηματικού κινδύνου, δε σημαίνει το ίδιο με τον συστηματικό. Για τον εκτίμηση αυτού του επιπέδου κινδύνου που αναλαμβάνει ο επενδυτής έχει προταθεί πληθώρα μοντέλων. Επειδή εκφεύγει του σκοπού της παρούσας εργασίας η αναλυτική περιγραφή του συνόλου αυτών, αναγκαστικά θα περιοριστούμε στην παρουσίαση αυτών των οποίων γίνεται η μεγαλύτερη χρήση από του αναλυτές, τους επαγγελματίες και τους ακαδημαϊκούς.

#### **B.1.4.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

Όπως κάθε μοντέλο υπολογισμού κινδύνου της επένδυσης έτσι και το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (στο εξής Υ.Α.Π.Σ, Capital Asset Pricing Model, CAPM) επιχειρεί να αποτιμήσει το μέρος του ρίσκου που δεν υπόκειται σε διασπορά. Αν και όπως θα φανεί στη συνέχεια εδράζεται σε υποθέσεις που κάθε άλλο παρά ρεαλιστικές μπορούν να θεωρηθούν, εντούτοις είναι το πιο συχνά χρησιμοποιούμενο μοντέλο και οι κυριότερες παραδοχές του συνοψίζονται στις κάτωθι:

Όλοι οι επενδυτές: διατηρούν επαρκώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και υπό την έννοια αυτή ενδιαφέρονται για την ανταμοιβή του συστηματικού κινδύνου, δύνανται να δανειστούν και να δανείσουν στο ύψος του επιτοκίου στο οποίο διαμορφώνεται η απόδοση χωρίς κίνδυνο, έχουν όμοιες προσδοκίες και κοινό επενδυτικό χρονικό ορίζοντα. Επίσης, όλες οι μορφές επένδυσης είναι απόλυτα διαιρετές, οι αγορές είναι ανταγωνιστικές και δεν υπάρχει επίδραση φορολογίας καθώς και κόστος συναλλαγών ή πληροφόρησης.

Κεντρική θέση στη θεωρία αυτή έχει η έννοια του χαρτοφυλακίου αγοράς (market portfolio). Η έννοια αυτή περιγράφει ένα χαρτοφυλάκιο στο οποίο αντιπροσωπεύεται αναλογικά προς την αξία της κάθε επικίνδυνη επένδυση επομένως το εν λόγω χαρτοφυλάκιο υπόκειται μόνο σε συστηματικό κίνδυνο.

Η δεύτερη σημαντική έννοια της θεωρίας αναφέρεται στην απόδοση χωρίς κίνδυνο (riskless rate) η οποία συνιστά μια μορφή επένδυσης η απόδοση της οποίας θεωρείται εξασφαλισμένη (δηλαδή η προσδοκώμενη απόδοση ισούται με την πραγματική).

Στα πλαίσια του Υ.Α.Π.Σ, ο επενδυτής αναλόγως του ρίσκου που επιθυμεί να αναλάβει σταθμίζει τις τοποθετήσεις του μεταξύ της απόδοσης χωρίς κίνδυνο και του χαρτοφυλακίου αγοράς. Οι ακραίες επιλογές προφανώς αναφέρονται στην τοποθέτηση του συνόλου των κεφαλαίων στην απόδοση χωρίς κίνδυνο ή αντιθέτως στην τοποθέτησή τους στο χαρτοφυλάκιο αγοράς, με τους επενδυτές που θέλουν να αναλάβουν μικρότερο κίνδυνο από αυτόν του χαρτοφυλακίου αγοράς να επιλέγουν την επιθυμητή στάθμιση ανάμεσα στις δύο επενδύσεις. Δεδομένου όμως ότι ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να δανεισθεί στο ύψος της απόδοσης χωρίς κίνδυνο, έχει τη δυνατότητα να τοποθετήσει τα κεφάλαια αυτά στο χαρτοφυλάκιο αγοράς προκειμένου να επιτύχει τελικά υψηλότερη απόδοση από αυτή του εν λόγω χαρτοφυλακίου.

Δεδομένου ότι ο κίνδυνος από την ανάληψη μιας μορφής επένδυσης μετριέται από τον επιπρόσθετο κίνδυνο που η συγκεκριμένη επένδυση συνεπάγεται για το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, στα πλαίσια του Υ.Α.Π.Σ ο κίνδυνος προφανώς υπολογίζεται σε σχέση με τον κίνδυνο που προσθέτει η εν λόγω επένδυση χαρτοφυλάκιο αγοράς.

Επομένως η διακύμανση του χαρτοφυλακίου αγοράς πριν και μετά την εισαγωγή μιας συγκεκριμένης μετοχής  $i$  δίνεται από τη σχέση:

$$\sigma_m^2 = w_i^2 \sigma_i^2 + (1 - w_i)^2 \sigma_m^2 + 2 w_i (1 - w_i) \text{Cov}_{im}$$

Όπου,

$\sigma_m^2 =$  Διακύμανση χαρτοφυλακίου αγοράς

$w_i =$  Αγοραία στάθμιση μετοχής

$\sigma_i^2 =$  Διακύμανση μετοχής

$\text{Cov}_{im} =$  Συνδιακύμανση μετοχής και χαρτοφυλακίου αγοράς

Επειδή ο όρος  $w_i^2 \sigma_i^2$  θα τείνει στο μηδέν λόγω της χαμηλής στάθμισης κάθε ξεχωριστής αξίας του χαρτοφυλακίου αγοράς και ο όρος  $(1 - w_i)^2 \sigma_m^2$  θα τείνει να εξισωθεί με τη διακύμανση του χαρτοφυλακίου αγοράς, συνάγεται ότι είναι ο όρος  $\text{Cov}_{im}$  - η συνδιακύμανση δηλαδή μετοχής και χαρτοφυλακίου αγοράς - είναι αυτός που τελικά θα καθορίσει το επιπλέον ρίσκο από την προσθήκη στο χαρτοφυλάκιο αγοράς η μετοχή  $i$ .

Προκειμένου να είμαστε σε θέση να γνωρίζουμε εάν η συγκεκριμένη μετοχή είναι περισσότερο ή λιγότερο επικίνδυνη από τη μέση μετοχή του χαρτοφυλακίου αγοράς προχωρούμε στον υπολογισμό του συντελεστή  $\beta$ , ο οποίος προκύπτει από τη διαίρεση της τιμής της συνδιακύμανσης της μετοχής  $i$  και του χαρτοφυλακίου αγοράς προς την τιμή της διακύμανσης του χαρτοφυλακίου αγοράς, δηλαδή:

$$\text{Συντελεστής } \beta \text{ μετοχής } i = \text{Cov}_{im} / \sigma_m^2$$

Από την ανωτέρω σχέση προκύπτει ότι αξίες με τιμή  $\beta$  μεγαλύτερη της μονάδας συνιστούν πιο επικίνδυνη επένδυση από τη μέση διακρατούμενη αξία στο χαρτοφυλάκιο αγοράς. Το αντίθετο θα ισχύει για  $\beta$  μικρότερο της μονάδας.

Τελικά, η διασπορά ενός επενδυτή ανάμεσα στο επιτόκιο της απόδοσης χωρίς κίνδυνο και στο χαρτοφυλάκιο αγοράς συνεπάγεται ότι η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης προκύπτει από την παρακάτω σχέση:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Όπου,

$E(R_i)$  = η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης στη μετοχή  $i$

$R_f$  = η απόδοση της ακίνδυνης επένδυσης

$\beta_i$  = ο συντελεστής  $\beta$  της μετοχής και

$E(R_m)$  = η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς

Στη συνέχεια, θα προχωρήσουμε στην παρουσίαση του τρόπου υπολογισμού των ανωτέρω τριών μεταβλητών: της απόδοσης χωρίς κίνδυνο, του συντελεστή βήτα και της αμοιβής κινδύνου (equity risk premium, ERP) ήτοι την επιπλέον απόδοση που απαιτεί ο επενδυτής προκειμένου να επιλέξει μια επένδυση με κίνδυνο μεγαλύτερο αυτού της ακίνδυνης επένδυσης. Δηλαδή,

$$ERP = E(R_m) - R_f$$

#### **B.1.4.1.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ**

Προκειμένου να χαρακτηριστεί μια επένδυση ως ακίνδυνη θα πρέπει να πληροί δύο προϋποθέσεις: i) η απόδοσή της να είναι εξασφαλισμένη, ή άλλως να μην υπάρχει κίνδυνος αθέτησης πληρωμών τόκων και κεφαλαίου (default risk) και ii) να υπάρχει απουσία κινδύνου επανεπένδυσης των αποδόσεων, κάτι το οποίο πρακτικά σημαίνει τη βεβαιότητα ότι ο επενδυτής απολαμβάνει τη σιγουριά επανεπένδυσης των αποδόσεών του στο ίδιο ύψος επιτοκίου.

Αν και η πρώτη προϋπόθεση χαρακτηρίζει τα κρατικά ομόλογα αφού η δυνατότητα φορολόγησης νομικών και φυσικών προσώπων αλλά και το εκδοτικό προνόμιο του κράτους εγγυώνται την – σε τελική έστω ανάλυση και όσον αφορά σε τίτλους που έχουν συναφθεί με ρήτρα εγχώριου νομίσματος – αποπληρωμή των ομολογιούχων, ουδείς μπορεί να ισχυριστεί ότι οι εν λόγω τίτλοι χαρακτηρίζονται και από απουσία κινδύνου επανεπένδυσης.

Πρακτικά – και επειδή στον πραγματικό κόσμο είναι αδύνατο να εντοπιστεί μορφή επένδυσης που να στερείται κινδύνου – έχει επικρατήσει η τάση να ορίζονται ως επενδύσεις χωρίς κίνδυνο οι επενδύσεις σε μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα. Όπως σημειώνει ο Καθηγητής Γεώργιος Αρτίκης, «η επιλογή αυτή είναι λογική αν

υπολογίσει κανείς ότι οι κοινές μετοχές είναι ουσιαστικά μακροπρόθεσμα χρεόγραφα, οι αποδόσεις των οποίων ενσωματώνουν μακροπρόθεσμες προσδοκίες σχετικά με τον πληθωρισμό παρόμοιες με αυτές που ενσωματώνουν οι ομολογίες» (Αρτίκης 1996).

#### **B.1.4.1.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΥΨΟΥΣ ΤΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

Παρά το γεγονός ότι υπάρχουν πολλά και διαφορετικά μοντέλα εκτίμησης του κόστους ιδίων κεφαλαίων εντούτοις στο σύνολό τους – με μόνη εξαίρεση τα *proxie models* όπως αυτό των Fama και French που θα παρουσιαστεί στη συνέχεια – κάνουν δεκτό ότι η προσδοκώμενη απόδοση μιας επένδυσης δύναται να γραφεί ως το άθροισμα του επιτοκίου της απόδοσης χωρίς κίνδυνο και του επιτοκίου της αμοιβής κινδύνου. Οι όποιες διαφορές τους εντοπίζονται στον τρόπο υπολογισμού της αμοιβής κινδύνου.

Στο πλαίσιο του Υ.Α.Π.Σ. η αμοιβή κινδύνου μπορεί να εκτιμηθεί με τους κάτωθι τρόπους:

- I. **Ιστορική Μέθοδος:** Πρόκειται για την πιο διαδεδομένη μέθοδο, στο πλαίσιο της οποίας η αμοιβή κινδύνου υπολογίζεται στη βάση της διαφοράς του μέσου όρου των πραγματικών αποδόσεων του χαρτοφυλακίου αγοράς από αυτές των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων για μια μεγάλη χρονική περίοδο.

Παρά το γεγονός ότι πρόκειται για ιδιαίτερα απλή και εύχρηστη μέθοδο εντούτοις οι διαφορετικές παραδοχές των αναλυτών μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικές αποκλίσεις στο επίπεδο του υπολογισθέντος επιτοκίου από 3% έως και 12%. Οι παραδοχές αυτές αναφέρονται: στην χρονική περίοδο που χρησιμοποιείται, στην επιλογή της απόδοσης χωρίς κίνδυνο καθώς και στη χρήση γεωμετρικών ή αριθμητικών μέσων όρων.

Ενδεικτικός των ανωτέρω παρατηρήσεων είναι ο Πίνακας B.1.2 στον οποίο παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις της αμοιβής κινδύνου για την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών υπολογισμένες τόσο με αριθμητικό όσο και με γεωμετρικό μέσο όρο.



ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1.2: Ιστορικές τιμές αμοιβής κινδύνου για την αγορά των Η.Π.Α

Πηγή: Aswath Damodaran (Damodaran 2012)

Χρονική Περίοδος	Αριθμητικός μέσος	Γεωμετρικός μέσος
1928 – 2000	6,03%	4,31%
1960 – 2010	4,13%	3,09%
2000 - 2010	-2,26%	-4,11%

Σε γενικές γραμμές τονίζεται ότι η χρήση της ιστορικής μεθόδου καταρχάς θα πρέπει να λαμβάνει χώρα στα πλαίσια μιας μεγάλης και διαφοροποιημένης (ώριμης) αγοράς μετοχών και ομολόγων με ύπαρξη μακρών χρονοσειρών δεδομένων (π.χ η αγορά των Η.Π.Α) και όχι στα πλαίσια μικρών εθνικών οικονομιών όπου οι χρηματιστηριακές αγορές συνιστούν ένα πολύ μικρό τμήμα της ευρύτερης οικονομίας. Επιπλέον, δεν θα πρέπει να επιλέγονται μικρές χρονικές περιόδους ανάλυσης αφού η μεταβλητότητα των αποδόσεων αυξάνει όσο κατατμείται η περίοδος ανάλυσης. Επίσης, ο υπολογισμός της αμοιβής κινδύνου θα πρέπει να γίνεται με χρήση γεωμετρικού μέσου καθώς ο απλός αριθμητικός μέσος τείνει να διογκώνει το ύψος της απαιτούμενης διαφοράς. Τέλος, θα πρέπει να υφίσταται συνέπεια ανάμεσα στη χρήση της απόδοσης χωρίς κίνδυνο και στον υπολογισμό της προσδοκώμενης απόδοσης. Για παράδειγμα, εάν ως απόδοση χωρίς κίνδυνο χρησιμοποιείται ένα δεκαετές κρατικό ομόλογο η προσδοκώμενη απόδοση θα πρέπει να υπολογιστεί στη βάση αυτού ακριβώς του ομολόγου.

Όσον αφορά στον υπολογισμό της αμοιβής κινδύνου σε αναπτυσσόμενες χώρες, αυτός μπορεί να γίνει με έμμεση χρήση της ιστορικής διαφοράς της ώριμης αγοράς μέσω της κάτωθι σχέσης:

$$\text{Αμοιβή κινδύνου} = \text{Αμοιβή κινδύνου ώριμης αγοράς} + \text{αμοιβή κινδύνου χώρας}$$

Η αμοιβή κινδύνου χώρας (country risk premium, CRP) υπολογίζεται με τους κάτωθι εναλλακτικούς τρόπους:

α) Με χρήση του κινδύνου αθέτησης πληρωμών τόκων και κεφαλαίου . Σε αυτή την περίπτωση ο αναλυτής κάνει χρήση των πινάκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής

ικανότητας των διαφόρων χωρών όπως διαμορφώνονται από τους διεθνώς αναγνωρισμένους οίκους αξιολόγησης (S&P, Fitch, Moody's). Οι αξιολογήσεις αυτές μετρούν τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων των διαφόρων χωρών (default risk) μέσω του καθορισμού μιας συγκεκριμένης διαφοράς απόδοσης σε ομόλογα των αναπτυσσόμενων οικονομιών τα οποία έχουν εκδοθεί σε ρήτρα δολαρίου ή ευρώ σε σχέση με τα ομόλογα που έχουν εκδώσει κυβερνήσεις ώριμων αγορών όπως οι Η.Π.Α ή η Γερμανία. Ο Πίνακας 3 παραθέτει τις διαφορές αποδόσεων των ομολόγων ορισμένων χωρών όπως διαμορφώθηκαν από τον οίκο Moody's για το έτος 2011.

Πίνακας Β.1.3: Default Spread διαφόρων χωρών

Πηγή: Aswath Damodaran (Damodaran 2012)

Χώρα	Διαβάθμιση Κρατικού Ομολόγου	Default Spread
Αργεντινή	B3	6.00%
Βραζιλία	Baa3	2.00%
Χιλή	Aa3	0.70%
Κίνα	Aa3	0.70%

Κάνοντας χρήση του επιτοκίου που δίνει το μέτρο του κινδύνου αθέτησης πληρωμών τόκων και κεφαλαίου (default spread) ο αναλυτής είναι πλέον σε θέση να υπολογίσει το κόστος ιδίων κεφαλαίων της επένδυσης στην αναπτυσσόμενη αγορά ως εξής:

$$\text{Κόστος ιδίων κεφαλαίων} = \text{Απόδοση χωρίς κίνδυνο} + \text{συντελεστής } \beta \times \text{αμοιβή κινδύνου ώριμης αγοράς} + \text{Διαφορά απόδοσης ομολόγου αναπτυσσόμενης χώρας}$$

Αν και από τυπική άποψη η αξιολόγηση χρέους περιγράφει κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων και όχι κίνδυνο ιδίων κεφαλαίων εντούτοις μπορεί να αποδειχθεί αρκετά αποτελεσματική αφού, σε τελική ανάλυση, εκτιμά το επιτόκιο που πρέπει να προστεθεί σε αυτό της απόδοσης χωρίς κίνδυνο προκειμένου να προκύψει το επίπεδο αμοιβής κινδύνου του επενδυτή.

β) Με χρήση της σχετικής τυπικής απόκλισης: Στην περίπτωση αυτή η εκτίμηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων αναπτυσσόμενης χώρας γίνεται σε δύο στάδια. Στο πρώτο γίνεται εκτίμηση της σχετικής τυπικής απόκλισης ως εξής:

Σχετική τυπική απόκλιση χώρας  $\chi$  = τυπική απόκλιση αγοράς μετοχών χώρας  $\chi$  /  
τυπική απόκλιση μετοχών ώριμης αγοράς

Στο δεύτερο στάδιο εκτιμάται το κόστος ιδίων κεφαλαίων ως εξής:

Κόστος ιδίων κεφαλαίων χώρας  $\chi$  = Αμοιβή κινδύνου ώριμης αγοράς  $\times$  Σχετική  
τυπική απόκλιση χώρας  $\chi$

Το σημαντικότερο πρόβλημα αυτής της μεθόδου εντοπίζεται στην περίπτωση που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό ρίσκου σε αναδυόμενη (και άρα αυξημένου ρίσκου) αγορά. Λόγω του ότι οι συγκεκριμένες αγορές στερούνται ελλοχεύει ο κίνδυνος εμφάνισης χαμηλών τιμών τυπικής απόκλισης, και συνεπώς υποεκτίμησης του κινδύνου.

γ) Με πρόσθεση της σχετικής τυπικής απόκλισης στη διαφορά απόδοσης ομολόγου (default spread). Στην περίπτωση αυτή το ρίσκο χώρας υπολογίζεται από την κάτωθι σχέση:

Αμοιβή κινδύνου Χώρας = Διαφορά απόδοσης ομολόγου  $\times$   $\left( \frac{\sigma_{\text{δείκτη μετοχών}}}{\sigma_{\text{κρατικών ομολόγων}}} \right)$

Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι βελτιώνει την εκτίμηση που προκύπτει από την απλή χρήση του default spread (όπως στην περίπτωση α) αφού μέσω του συνυπολογισμού της μεταβλητότητας της μετοχικής αγοράς ως προς αυτής των κρατικών ομολόγων δίνει ουσιαστικά το μέτρο στο οποίο ο κίνδυνος ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερος του κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων της χώρας.

**II. Η μέθοδος της συνεπαγόμενης αμοιβής κινδύνου.** Εναλλακτικά και κάνοντας την παραδοχή ότι η αγορά είναι ορθά αποτιμημένη, ο υπολογισμός της αμοιβής κινδύνου μπορεί να γίνει με χρήση του υποδείγματος αποτίμησης μετοχών του Gordon μέσω της σχέσης:

$$\text{Αξία} = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Όπου,

$D_1$  = Μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 1

$K_e$  = Απόδοση ιδίων κεφαλαίων

$g$  = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Η ανωτέρω μέθοδος υποθέτει σταθερό ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων. Δύναται να τροποποιηθεί προκειμένου να γίνει υπολογισμός της αμοιβής κινδύνου στο πλαίσιο μιας περιόδου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης μερισμάτων την οποία διαδέχεται η περίοδος σταθερής ανάπτυξης.

Πλεονέκτημα της εν λόγω μεθόδου είναι το γεγονός ότι δίνει τη δυνατότητα στον αναλυτή να προχωρήσει απευθείας στην εκτίμηση της αμοιβής κινδύνου κάθε αγοράς χωρίς τη χρήση ιστορικών στοιχείων ή την ανάγκη προσαρμογών για την εκτίμηση του country risk premium.

#### B.1.4.1.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΥΨΟΥΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ Β

Όπως ήδη έχουμε πει στα πλαίσια του Υ.Α.Π.Σ ο συντελεστής β χρησιμοποιείται προκειμένου να γίνει εκτίμηση του πρόσθετου κινδύνου που συνεπάγεται μια συγκεκριμένη μετοχή στο χαρτοφυλάκιο αγοράς.

Υπάρχουν τρεις τρόποι υπολογισμού του συγκεκριμένου συντελεστή:

**α) Μέθοδος Παλινδρόμησης:** Πρόκειται για την πλέον διαδεδομένη μέθοδο υπολογισμού του συντελεστή β. Στο πλαίσιο αυτής, οι μηνιαίες αποδόσεις της μετοχής για μια συγκεκριμένη περίοδο<sup>2</sup> παλινδρομούνται ως προς τις αντίστοιχες αποδόσεις ενός δείκτη αναφοράς (στην πράξη χρησιμοποιείται κάποιος μεγάλος χρηματιστηριακός δείκτης όπως ο S&P 500 αν πρόκειται για την αμερικανική αγορά, ο FTSE αν πρόκειται για την αγγλικό κ.ο.κ). Η ανωτέρω διαδικασία περιγράφεται από την σχέση:

$$R_j = a + b R_m$$

όπου

$R_j$  = η απόδοση της μετοχής

$R_m$  = η απόδοση του δείκτη

$b$  = η κλίση της καμπύλης από την οποία προκύπτει η τιμή του συντελεστή β

$a$  = το σημείο τομής του άξονα Υ από τη γραμμή παλινδρόμησης

Τα κυριότερα προβλήματα της εν λόγω μεθόδου εντοπίζονται στο γεγονός ότι δύναται να προκύψουν σημαντικές διαφορές στο ύψος του συντελεστή β καθώς και

---

<sup>2</sup> Συνήθως επιλέγεται κάποια μακρά περίοδος, π.χ 2ετής έως 5ετής, προκειμένου να εξαλειφεται η επιρροή του nontrading effect που αφορά κυρίως μικρές εταιρίες των οποίων τείνει να υποεκτιμά το συντελεστή β.

του τυπικού σφάλματος σε σχέση με: την επιλογή δείκτη αναφοράς, το βάθος της υπό εξέταση αγοράς, καθώς και το γεγονός ότι πολλές φορές ορισμένες μεγάλες εταιρίες συμμετέχουν στο δείκτη αναφοράς με τόσο μεγάλη στάθμιση που η παλινδρόμηση ως προς το δείκτη δίνει συντελεστές  $\beta$  οι οποίοι δεν ανταποκρίνονται στο πραγματικό επίπεδο του κινδύνου που συνεπάγεται η κτήση της μετοχής για τον οριακό επενδυτή.

**β) Μέθοδος θεμελιώδους συντελεστή  $\beta$**  : Σε αντίθεση με την προηγούμενη μέθοδο, σε αυτή την περίπτωση επιχειρείται η εκτίμηση του συντελεστή  $\beta$  με αναφορά στον τύπο της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρία καθώς και το βαθμό του λειτουργικού και χρηματοοικονομικού της κινδύνου.

Συγκεκριμένα, αν δεχτούμε ότι:

- α) Εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε κυκλικές αγορές
- β) Εταιρίες που έχουν υψηλότερη σχέση σταθερού κόστους ως προς το συνολικό και
- γ) Εταιρίες που εμφανίζουν υψηλότερο βαθμό δανειακής μόχλευσης

Συνεπάγονται μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές από ότι εταιρίες που εμφανίζουν τα αντίθετα χαρακτηριστικά μπορούμε να προβούμε στον υπολογισμό του συντελεστή  $\beta$  χωρίς χρήση ιστορικών τιμών της μετοχής και του δείκτη αναφοράς<sup>3</sup> κάνοντας χρήση της μεθόδου που είναι γνωστή ως bottom – up betas αναπτύσσεται σε 5 στάδια:

---

<sup>3</sup> Δεδομένου ότι στα οικονομικά αποτελέσματα των εταιριών δεν γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στο ύψος σταθερού και μεταβλητού κόστους ένας έμμεσος τρόπος υπολογισμού του λειτουργικού κινδύνου προκύπτει από τη σχέση της ποσοστιαίας μεταβολής των λειτουργικών κερδών προς αυτή των πωλήσεων.

Όσον αφορά στην επίδραση του ύψους των ξένων κεφαλαίων στον εταιρικό κίνδυνο αυτή δίνεται από τη σχέση  $\beta_L = \beta_u [1 + (1-t)(D/E)]$ ,

Όπου  $\beta_L$  = Ο συντελεστής  $\beta$  σε δεδομένο επίπεδο μόχλευσης της εταιρίας  
 $\beta_u$  = Ο συντελεστής  $\beta$  χωρίς δανειακή μόχλευση της εταιρίας  
 $t$  = Ο οριακός συντελεστής φορολόγησης  
 $D/E$  = Η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια σε όρους αγοράς

Από την ανωτέρω σχέση, καθίσταται προφανές ότι προϋπόθεση της αύξησης των δανείων κεφαλαίων της εταιρίας αυξάνει και το ρίσκο των μετόχων με αποτέλεσμα ο συντελεστής  $\beta$  να λαμβάνει υψηλότερες τιμές. Επίσης, από την ανωτέρω ανάλυση προκύπτει ότι ο συντελεστής  $\beta$  χωρίς δανειακή μόχλευση εκτιμά το ρίσκο του κλάδου καθώς και τον λειτουργικό κίνδυνο της εταιρίας ενώ ο μόχλευμένος το συνολικό ρίσκο εταιρίας μετά την πρόσθεση της επίδρασης της μόχλευσης με ξένα κεφάλαια.

- I. Κατ' αρχάς ορίζουμε τον/τους κλάδο/ους όπου δραστηριοποιείται η εταιρία.
- II. Υπολογίζουμε το μέσο συντελεστή  $\beta$  των εταιριών του κλάδου με διαδικασία παλινδρόμησης.
- III. Υπολογίζουμε το συντελεστή  $\beta$  χωρίς μόχλευση (unlevered beta) κάθε εταιρίας και εν συνεχεία το μέσο συντελεστή  $\beta$  χωρίς μόχλευση του κλάδου χρησιμοποιώντας τη μέση σχέση ξένων προς ιδίων κεφαλαίων σε όρους αγοράς.
- IV. Εκτιμούμε το συντελεστή  $\beta$  χωρίς μόχλευση της εταιρίας, υπολογίζοντας ένα μέσο σταθμικό unlevered beta των κλάδων στους οποίους επιχειρεί. Το μέσο σταθμικό unlevered beta προκύπτει από την αναλογική κάθε τμήματος της εταιρίας ως προς τη συνολική αξία της, δηλαδή:

$$\beta_{\text{εταιρίας}} = \sum_{j=1}^{j=k} (\text{συντελεστή } \beta \text{ χωρίς μόχλευση } j \times \text{Σταθμισμένη Αξία } j)$$

- V. Στο τελευταίο βήμα, μετά την εκτίμηση της αξίας αγοράς χρέους και ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, υπολογίζεται η σχέση ξένων προς ιδίων κεφαλαίων και το μοχλευμένο συντελεστή  $\beta$  της εταιρίας.

Σύμφωνα με τον Damodaran η ανωτέρω μέθοδος συνιστά σημαντική βελτίωση στον υπολογισμό του συντελεστή  $\beta$  τόσο επειδή ο υπολογισμός του μέσου συντελεστή  $\beta$  σε επίπεδο κλάδου μειώνει σημαντικά το ύψος του τυπικού σφάλματος οδηγώντας με τον τρόπο αυτό σε πολύ ακριβέστερους συντελεστές  $\beta$  από αυτούς που προκύπτουν από απλή διαδικασία παλινδρόμησης όσο και λόγω του ότι η εξαντλητική ανάλυση στο επίπεδο των διαφορετικών κλάδων στους οποίους επιχειρεί η εταιρία αποδίδει συντελεστές  $\beta$  που αντανακλούν τις αλλαγές στο επιχειρηματικό μείγμα ακόμα και σε πραγματικό χρόνο (Damodaran, 2012).

#### **B.1.4.1.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας μέσω ιδίων κεφαλαίων συνιστά μία μόνο πηγή άντλησης κεφαλαίων. Στην πράξη, οι περισσότερες εταιρίες χρησιμοποιούν μικτά σχήματα άντλησης κεφαλαίων όπου, εκτός των ιδίων κεφαλαίων, τα επενδυτικά σχέδια χρηματοδοτούνται και μέσω του δανεισμού της εταιρίας. Προκειμένου λοιπόν να έχει ο αναλυτής μια συνολική εικόνα αναφορικά με το κόστος χρηματοδότησης της εταιρίας, κρίνεται απαραίτητος ο υπολογισμός του κόστους ξένων κεφαλαίων προκειμένου να υπολογιστεί τελικά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, δηλαδή το μέσο κόστος που προκύπτει από τη

στάθμιση του κόστους ιδίων και ξένων κεφαλαίων αναλογικά προς το βαθμό με τον οποίο συμμετέχουν στη χρηματοδότηση της εταιρίας.

Στην εκτίμηση του κόστους ξένων κεφαλαίων λαμβάνονται υπόψη δύο μεταβλητές: το επιτόκιο της απόδοσης χωρίς κίνδυνο και το κόστος αθέτησης υποχρεώσεων το οποίο προκύπτει από τη διαφορά απόδοσης (default spread) που αποδίδεται στο εταιρικό χρέος. Σε κάθε περίπτωση, το κόστος ξένων κεφαλαίων υπολογίζεται μετά φόρων καθώς οι χρεωστικοί τόκοι συνιστούν δαπάνες οι οποίες εκπίπτουν της φορολόγησης. Στο βαθμό δε που η φορολογική εξοικονόμηση επιτυγχάνεται στο συνολικό εισόδημα, προτιμότερο είναι να χρησιμοποιείται ο οριακός συντελεστής αντί του πραγματικού (effective tax rate). Δηλαδή το κόστος ιδίων κεφαλαίων δίδεται από τη σχέση:

$$\text{Κόστος ξένων κεφαλαίων μετά φόρων} = \text{Κόστος ξένων κεφαλαίων προ φόρων} \times (1 - \text{Φορολογικός Συντελεστής})$$

Για την εκτίμηση του κόστους ξένων κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι κάτωθι τρόποι:

α) Στην περίπτωση που ομόλογα μιας συγκεκριμένης εταιρίας τυγχάνουν ευρείας ανταλλαγής στις χρηματαγορές, το κόστος ξένων κεφαλαίων προκύπτει εύκολα από την τιμή που προκύπτει από τις εν λόγω συναλλαγές σε συνδυασμό με το ύψος του κουπονιού καθώς και το χρόνο ωρίμανσης των ομολόγων.

β) Στην περίπτωση που για τα εταιρικά ομόλογα δεν υπάρχουν καθημερινές και ευρείες αγοραπωλησίες, η λύση δύναται να βρεθεί μέσω των πινάκων αξιολόγησης εταιρικού χρέους των οίκων αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, έχοντας στη διάθεσή μας τη βαθμίδα στην οποία κατατάσσεται μια εταιρία και γνωρίζοντας με τον τρόπο αυτό τη διαφορά απόδοσης που αντιστοιχεί στην πιστοληπτική της ικανότητα, προσθέτοντας αυτή τη διαφορά στην απόδοση χωρίς κίνδυνο, μπορούμε εύκολα να υπολογίσουμε το κόστος δανεισμού της.

γ) Στην περίπτωση που δεν υφίσταται αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρίας ο αναλυτής δύναται να προχωρήσει στη λεγόμενη συνθετική αξιολόγηση (synthetic rating). Στα πλαίσια της μεθόδου αυτής, εντοπίζοντας το επίπεδο συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών που χαρακτηρίζουν εταιρίες που κατατάσσονται στην ίδια βαθμίδα αξιολόγησης, μπορεί να προχωρήσει ο ίδιος σε έμμεσο υπολογισμό του κόστους δανεισμού της εταιρίας. Οι δείκτες αυτοί αναφέρονται στην ικανότητα της εταιρίας να εξυπηρετήσει τις δανειακές της

υποχρεώσεις<sup>4</sup>. Επομένως, όσο υψηλότερο δείκτη εμφανίζει μια εταιρία τόσο χαμηλότερη διαφορά απόδοσης αποδίδεται στο χρέος της. Ο Πίνακας Β.1.4 συνοψίζει ενδεικτικά την ανωτέρω ανάλυση συσχετίζοντας το δείκτη κάλυψης τόκων με τη βαθμίδα αξιολόγησης της εταιρίας και τελικά με τη διαφορά απόδοσης που αφορά τα ξένα κεφάλαιά της.

Πίνακας Β.1.4: Δείκτες κάλυψης τόκων και διαβάθμισης χρέους

Πηγή: Aswath Damodaran (Damodaran 2012)

Βαθμός κάλυψης τόκων	Αξιολόγηση	Spread
Μεγαλύτερος του 8,5	AAA	0,50%
Από 6,5 έως 8,5	AA	0,65%
Από 5,5 έως 6,5	A+	0,85

Αν η εταιρία έχει εκδώσει και προνομιούχες μετοχές το κόστος προνομιούχου κεφαλαίου δίδεται από τη σχέση:

$K_{ps} = \text{Προνομιούχο μέρισμα ανά μετοχή/Τιμή αγοράς προνομιούχου μετοχής}$

Με την ολοκλήρωση της διαδικασίας υπολογισμού του κόστους ιδίων, ξένων καθώς και προνομιούχων κεφαλαίων, ο αναλυτής περνά στην εκτίμηση της αναλογικής συμμετοχής κάθε μορφής χρηματοδότησης ως προς τα συνολικά κεφάλαια της εταιρίας προκειμένου να υπολογίσει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Κατ' αρχάς υπολογίζουμε την αξία σε όρους αγοράς των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των μετοχών με την τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Εν συνεχεία, υπολογίζουμε την αξία σε όρους αγοράς του χρέους της εταιρίας αντιμετωπίζοντας το χρέος της εταιρίας ως ομόλογο ενός κουπονιού (one coupon bond) όπου το ύψος του κουπονιού ισούται με το ύψος των χρεωστικών τόκων, η ωρίμανση του ομολόγου ταυτίζεται με τη μέση ωρίμανση του χρέους της εταιρίας και το επιτόκιο του ισούται με το προϋπολογισθέν κόστος κεφαλαίου.

Άμα τη εκτιμήσει του κόστους όλων των πηγών χρηματοδότησης της εταιρίας, ο αναλυτής είναι πλέον σε θέση να υπολογίσει το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου δυνάμει της σχέσης

<sup>4</sup> Ο δείκτης που χρησιμοποιείται πιο συχνά είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων.



$$M.S.K.K = K_e [E/(D+E+PS)] + K_d [D/(D+E+PS)] + K_{PS} [PS/(D+E+PS)]$$

Όπου,

M.S.K.K =	Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου
$K_e$ =	Το κόστος ιδίων κεφαλαίων
$K_d$ =	Το κόστος ξένων κεφαλαίων
$K_{PS}$ =	Το κόστος προνομιούχων κεφαλαίων
$E$ =	Η αξία των ιδίων κεφαλαίων σε όρους αγοράς
$D$ =	Η αξία των ξένων κεφαλαίων σε όρους αγοράς
$PS$ =	Η αξία των προνομιούχων κεφαλαίων σε όρους αγοράς

#### **B.1.4.1.6 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

Όπως προκύπτει από την ανωτέρω παρουσίαση, το Υ.Α.Π.Σ συνιστά ουσιαστικά ένα μοντέλο μιας μεταβλητής αφού η προσδοκώμενη απόδοση του τίτλου εξαρτάται από το ύψος και μόνο του συντελεστή  $\beta$ .

Μελέτες που επιχείρησαν να εξετάσουν την αξιοπιστία του Υ.Α.Π.Σ εστιάζοντας στην απόδοση των αμερικανικών μετοχών για την περίοδο 1931-2008 μέσω της δόμησης χαρτοφυλακίων με διαφορετικά επίπεδα κινδύνου, διαπίστωσαν ότι αν και οι αποδόσεις των εν λόγω χαρτοφυλακίων δεν εφάπτονταν στη «γραμμή αγοράς» εντούτοις ήταν σύμφωνες με τις προβλέψεις του μοντέλου αφού οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ήταν ευθέως ανάλογες με το συντελεστή  $\beta$  του χαρτοφυλακίου.

Άλλες μελέτες, εστιάζοντας όμως στην περίοδο 1966-2008 εντόπισαν μια σημαντική «ανωμαλία»: οι μετοχές με το υψηλότερο συντελεστή  $\beta$  είχαν χαμηλότερες αποδόσεις από αυτές με τον χαμηλότερο συντελεστή  $\beta$ .

Αν και οι υποστηρικτές του μοντέλου υπογράμμισαν ότι το Υ.Α.Π.Σ δίνει το ύψος της προσδοκώμενης απόδοσης και όχι της πραγματικής, η αξιοπιστία του μοντέλου είχε αναμφισβήτητα δεχθεί ισχυρότατο πλήγμα. Εμπειρικές παρατηρήσεις όπως η ανωτέρω σε συνδυασμό με άλλες που καταδείκνυαν πως το επιπλέον ρίσκο που δεν είχε καταγραφεί στα πλαίσια του Υ.Α.Π.Σ ήταν δυνατόν να συσχετισθεί με παράγοντες όπως το μέγεθος της εταιρίας ή ο χαρακτηρισμός της ως εταιρίας αξίας (value) ή εταιρίας ανάπτυξης (growth) με αναφορά στο δείκτη BV/MV (αξία ιδίων κεφαλαίων προς αξία αγοράς ιδίων κεφαλαίων). Οι ανωτέρω μελέτες κατέστησαν σαφές πως υπήρχε μια διάσταση του κινδύνου που δεν ήταν δυνατόν να καταγραφεί στα πλαίσια του CAPM και συνεπώς ήταν απαραίτητη η ανάπτυξη άλλων, πιο ολοκληρωμένων, μοντέλων εκτίμησης ρίσκου όπως το μοντέλο τριών παραγόντων (three factor model) των Eugene Fama και Kenneth French το οποίο θα παρουσιαστεί στη συνέχεια.

#### **B.1.4.2 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΡΙΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΤΩΝ FRENCH ΚΑΙ FAMA**

Οι εμπειρικές παρατηρήσεις των French και Fama καθώς και άλλων αναλυτών κατέδειξαν την ύπαρξη: i) αρνητικής συσχέτισης του μεγέθους της εταιρίας (μικρής κεφαλαιοποίησης) με την απόδοση της μετοχής της και ii) θετικής συσχέτισης της τιμής του δείκτη BV/MV με την απόδοση της μετοχής.

Συγκεκριμένα, για μια επαρκώς μακρά περίοδο, από το 1963 έως το 2004, οι μετοχές των εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης έδωσαν κατά 3,6% υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης ενώ οι τίτλοι των μετοχών ανάπτυξης (δηλαδή εταιριών των οποίων ο δείκτης λογιστικής προς αγοραία αξία, BV/MV, εμφάνιζε χαμηλή τιμή) για την ίδια περίοδο εμφάνιζαν μέση ετήσια διαφορά της τάξης του 5,2% από αυτές των μετοχών αξίας. Οι ανωτέρω παρατηρήσεις σύμφωνα με τους French και Fama οδηγούν στα κάτωθι συμπεράσματα: i) οι αναμενόμενες αποδόσεις της αγοράς σε διατομεακό επίπεδο (cross – section) δεν είναι δυνατό να αποτυπωθούν ορθά από το Υ.Α.Π.Σ. και ii) ο συνδυασμός παραγόντων όπως το εταιρικό μέγεθος και η τιμή του δείκτη BV/MV είναι δυνατόν να αποτυπώσουν όψεις κινδύνου όπως αυτός της μόχλευσης που δεν αποτυπώνονται επαρκώς στα πλαίσια του Υ.Α.Π.Σ. Έτσι, το γεγονός ότι πολλές φορές μετοχών ανάπτυξης εμφανίζουν υψηλή τιμή του δείκτη BV/MV εξηγείται από το γεγονός ότι σε περιόδους οικονομικής δυσπραγίας οι εν λόγω εταιρίες αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα με αποτέλεσμα η αγορά να τις οδηγήσει σε αποτιμήσεις μικρότερες της λογιστικής τους αξίας. Υπ' αυτή την έννοια είναι πολύ πιθανόν ότι ο δείκτης BV/MV είναι αποκαλυπτικός αναφορικά με τη σχετική σημασία που έχει το επίπεδο μόχλευσης της εταιρίας στο συνολικό επίπεδο ρίσκου της εταιρίας. Με άλλα λόγια, η αγορά «τιμωρεί» με υψηλότερο κόστος κεφαλαίου όσες εταιρίες εκτιμά ότι έχουν φτωχές προοπτικές ανάπτυξης.

Στα πλαίσια λοιπόν του μοντέλου τριών παραγόντων των Fama-French, η υπερβάλλουσα απόδοση (excess return) του υπό αξιολόγηση τίτλου υπολογίζεται ως το άθροισμα των τιμών των παλινδρομήσεων των αποδόσεων του τίτλου έναντι αυτών του χαρτοφυλακίου αγοράς, των αποδόσεων των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης μείον τις αποδόσεις των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης (SMB portfolio) και των αποδόσεων των μετοχών με υψηλό δείκτη BV/MV μείον τις αποδόσεις των μετοχών με χαμηλό δείκτη BV/MV (HML portfolio). Στην πράξη, προκειμένου να εκτελέσουμε διαδικασία παλινδρόμησης στα πλαίσια του μοντέλου

Fama-French χρησιμοποιούμε τις μέσες μηνιαίες αποδόσεις της μετοχής καθώς και τις αντίστοιχες μέσες μηνιαίες των λοιπών χαρτοφυλακίων, οπότε και προκύπτει η κάτωθι σχέση:

$$E(R) = r_f + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(R_s - R_b) + \beta_3(R_h - R_l)$$

Παρά το γεγονός ότι η προσέγγιση των Fama και French συνέβαλλε τα μέγιστα στην αποκάλυψη παραγόντων που ενώ συμβάλλουν αποφασιστικά στη διαμόρφωση του προφίλ κινδύνου της εταιρίας δεν είναι δυνατόν να ανιχνευθούν από το Υ.Α.Π.Σ, η ακαδημαϊκή έρευνα έδειξε ότι και αυτό το μοντέλο δεν στερείται μειονεκτημάτων. Έτσι, σε σχετική έρευνα (Kothari et al) εντοπίζονται μεθοδολογικά σφάλματα στο επίπεδο της στατιστικής ανάλυσης ενώ υπογραμμίζεται ότι το Υ.Α.Π.Σ λειτουργεί καλύτερα από το μοντέλο των Fama και French όταν στην ανάλυση χρησιμοποιούνται ετήσιες αποδόσεις αντί των μηνιαίων<sup>5</sup>.

Τελικά στην πράξη, η πλειοψηφία των αναλυτών καθώς και των στελεχών των εταιριών εξακολουθεί να χρησιμοποιεί το Υ.Α.Π.Σ προκειμένου να υπολογίσει τον κίνδυνο επενδύσεων.

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Β.1**

- Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, Σταμούλης 1996.
- Παναγιώτης Γ. Αρτίκης, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Interbooks 2010.
- Aswath Damodaran, Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset, 3<sup>rd</sup> Edition, Wiley 2012
- Pablo Fernandez, Company Valuation Methods. The most common errors in valuations, στο [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=274973](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973)
- R. Brealey, S. Myers, Principles of Corporate Finance, 10<sup>th</sup> Edition McGraw-Hill 2011.
- T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, Wiley 2010

---

<sup>5</sup> Αναφέρεται στο Koller et. Al (koller et. al 2010), σελ. 260-261.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.2: ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

Θα προχωρήσουμε σε επιλογή του κατάλληλου μοντέλου προεξόφλησης υπολειμματικών ταμιακών ροών σύμφωνα με τη διαδικασία που προκύπτει από τον αλγόριθμο που προτείνει ο καθηγητής Damodaran κατόπιν μελέτης των ειδικών χαρακτηριστικών της κάθε εταιρίας όπως προκύπτουν από τις ετήσιες οικονομικές τους εκθέσεις.

Σύμφωνα με τον αλγόριθμο του Damodaran, για την επιλογή του κατάλληλου μοντέλου προεξόφλησης ταμιακών ροών ο αναλυτής θα πρέπει να εργαστεί ως εξής:

A) Εάν δύναται να εκτιμήσει τις μελλοντικές ταμιακές ροές τότε προχωρά στα κάτωθι βήματα.

A.1) Αν η υπό ανάλυση εταιρία δεν αναμένεται να προβεί σε επιλογές που θα επιφέρουν σημαντικές αλλαγές στη σχέση ξένων προς ιδίων κεφαλαίων δεν έχει σημασία ποιο μοντέλο θα επιλεγεί (αξιολόγησης ιδίων κεφαλαίων ή εταιρίας) αφού με συνεπείς παραδοχές θα πρέπει να προκύψει όμοια αξία.

A.2) Αντιθέτως, για εταιρίες οι οποίες αναμένεται να αλλάξουν την ανωτέρω σχέση, ενδείκνυται η χρήση του μοντέλου προεξόφλησης ταμιακών ροών προς την εταιρία καθότι, στα πλαίσιά αυτού, δεν απαιτείται εκτίμηση όσον αφορά στις των μελλοντικές πληρωμές τόκων και χρεωλυσιών υπολογισμός ο οποίος σ]δύναται να δυσκολέψει κατά πολύ το έργο του αναλυτή.

A.3) Αν υπάρχουν θεμελιώδη προβλήματα στην εκτίμηση των ταμιακών ροών, ο αναλυτής είναι προτιμότερο να προχωρήσει στην αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας κάνοντας χρήση του μοντέλου προεξόφλησης ταμιακών ροών.

B) Σε ότι έχει να κάνει με την επιλογή των ροών έτους βάσης, επισημαίνονται τα κάτωθι:

B.1) Αν τα παρόντα κέρδη συνιστούν ό,τι θεωρείται κανονικό και επαναλαμβανόμενο κέρδος χρησιμοποιούμε αυτά ακριβώς τα κέρδη ως ποσό του έτους βάσης για την εκκίνηση της διαδικασίας αποτίμησης.

B.2) Αν η εταιρία εμφανίζει ζημίες ή υπερβολικά μεγάλα (abnormal) κέρδη που έχουν μη μόνιμο χαρακτήρα, τότε καλό θα είναι τα παρόντα κέρδη να εξομαλυνθούν είτε με

χρήση κλαδικού μέσου όρου είτε κάνοντας χρήση των ιστορικών κερδών της εταιρίας. Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται ιδιαίτερα για κυκλικού χαρακτήρα εταιρίες οι οποίες ανάλογα με τη φάση του οικονομικού κύκλου είναι δυνατόν να εμφανίζουν μεγάλες διακυμάνσεις στο επίπεδο των κερδών τους.

B.3) Αν οι ζημιές επαναλαμβάνονται για μακρά περίοδο, ο αναλυτής οφείλει να εξετάσει αν η εταιρία έχει πιθανότητες να ανακάμψει κάποια στιγμή ή εάν είναι καταδικασμένη να χρεωκοπήσει.

B.3.1) Εάν δεν υφίσταται κίνδυνος χρεωκοπίας, ο αναλυτής δύναται να εργαστεί στη βάση υποθέσεων υψηλής ανάπτυξης οργανικών κερδών και βελτίωσης του περιθωρίου λειτουργικών κερδών. Ο τρόπος αυτός ενδείκνυται για εταιρίες που στην αρχική φάση του βίου τους έχουν προχωρήσει σε σημαντικότερες επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο ή σε νεοσύστατες εταιρίες (start-up companies).

B.3.2) Εάν πάλι η εταιρία εμφανίζει μακροπρόθεσμα προβλήματα αναφορικά με τη στρατηγική της, τη λειτουργική κερδοφορία και ιδιαίτερα υψηλό δανεισμό, οπότε και αντιμετωπίζει πιθανότητα άμεσης χρεωκοπίας, τότε ενδείκνυται η χρήση του μοντέλου αποτίμησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (αν διακρατεί υψηλά ποσά χρέους) ή ενός μοντέλου αποτίμησης της αξίας ρευστοποίησης.

Γ) Αναφορικά με την εκτίμηση των ρυθμών αύξησης των κερδών, ο αναλυτής οφείλει να ξεκινήσει από την εκτίμηση των τρεχόντων κερδών της εταιρίας και να εργαστεί ως εξής:

Γ.1) Αν η εταιρία βρίσκεται ήδη σε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης (δηλαδή ίσο ή χαμηλότερο από αυτόν της εθνικής οικονομίας), τότε οφείλει να επιλέξει ένα μοντέλο σταθερής ανάπτυξης.

Γ.2) Αν η εταιρία αναπτύσσει τα κέρδη της με μέτριο ρυθμό (8-10% άνω του ρυθμού αύξησης του Α.Ε.Π) τότε επιλέγεται κάποιο μοντέλο προεξόφλησης ταμιακών ροών δύο σταδίων.

Γ.3) Για εταιρίες με ακόμα μεγαλύτερη ανάπτυξη ενδείκνυται το μοντέλο τριών σταδίων.

Για τον υπολογισμό του ρίσκου επένδυσης στις εν λόγω μετοχές θα χρησιμοποιηθεί το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων.

Στα πλαίσια αυτού, ως απόδοση χωρίς κίνδυνο θα χρησιμοποιηθεί το επιτόκιο του δεκαετούς ομολόγου της γερμανικής κυβέρνησης. Η επιλογή αυτή βασίστηκε στις κάτωθι παραδοχές:

- I. Το εν λόγω ομόλογο εμφανίζει τη χαμηλότερη απόδοση από οιοδήποτε άλλο ομόλογο χώρας μέλους της Ευρωζώνης (και συνεπώς τον μικρότερο κίνδυνο αθέτησης πληρωμών) και
- II. Η συμμετοχή της χώρας μας στην συγκεκριμένη οικονομική και νομισματική ένωση δίνει τη δυνατότητα άμεσης επένδυσης στο εν λόγω χωρίς να υφίσταται συναλλαγματικός κίνδυνος.

Για την εκτίμηση του ύψους της αμοιβής κινδύνου θα χρησιμοποιηθεί η ιστορική μέθοδος οπότε και το ύψος του επιτόκιου θα προκύψει από το γεωμετρικό μέσο όρο της διαφοράς των ετήσιων αποδόσεων του χαρτοφυλακίου αγοράς των Η.Π.Α από τις αντίστοιχες των δεκαετών ομολόγων της κυβέρνησης των Η.Π.Α. Σύμφωνα με τους υπολογισμούς του Damodaran<sup>6</sup>, η αμοιβή κινδύνου της αγοράς των Η.Π.Α για την περίοδο 1928-2015 διαμορφώθηκε στο ύψος του 4,96%. Στο βαθμό που η ελληνική αγορά απέχει πολύ από το να θεωρηθεί ώριμη, στο εν λόγω επιτόκιο, θα προστεθεί ένα επιπλέον επιτόκιο ως κίνδυνος αμοιβής χώρας. Ο υπολογισμός του θα γίνει πολλαπλασιάζοντας τη διαφορά απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου της ελληνικής κυβέρνησης από αυτό της γερμανικής με το λόγο της σχετικής τυπικής απόκλισης των μηνιαίων αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ως προς τις αντίστοιχες του δεκαετούς ομολόγου της ελληνικής κυβέρνησης σε βάθος πενταετίας,

Ο συντελεστής  $\beta$  θα υπολογιστεί με τη μέθοδο της παλινδρόμησης των μηνιαίων αποδόσεων τιμών των μετοχών ως προς τις αντίστοιχες του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε βάθος πενταετίας.

Τέλος, η εκτίμηση του κόστους δανεισμού των εταιριών θα γίνει μέσω της τεχνικής της συνθετικής αξιολόγησης.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Β.2**

- Aswath Damodaran, Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset, 3<sup>rd</sup> Edition, Wiley 2012

---

<sup>6</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.3: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΟ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό θα προχωρήσουμε στην πρακτική εφαρμογή του θεωρητικού πλαισίου που μέχρι στιγμής παρουσιάστηκε προκειμένου να εκτιμηθεί η εύλογη αξία των υπό ανάλυση εταιριών.

### Β.3.1: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε

Όπως είδαμε η εταιρία δραστηριοποιείται σε ώριμη αγορά όπου επικρατούν συνθήκες έντονου ανταγωνισμού, υπερπροσφοράς και η ζήτηση εμφανίζει ανελαστικά χαρακτηριστικά. Ως εκ τούτου, αναμένεται οι μεταβολές στους όγκους των πωλήσεων της και στα έσοδά της να είναι μικρές. Η προηγούμενη εκτίμηση επιβεβαιώνεται από τα δεδομένα του Πίνακα Β.3.1.1 σύμφωνα με τα οποία οι πωλήσεις της εταιρίας εμφανίζουν αφενός υψηλή μεταβλητότητα και αφετέρου Μέσο Ετήσιο Ρυθμό Μεταβολής της τάξης του 2,78%

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.1: Ρυθμός μεταβολής πωλήσεων ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΡΜ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	95.831.927	91.145.029	93.953.493	88.006.162	104.962.287	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ		-4,89%	3,08%	-6,33%	19,27%	2,78%

Περαιτέρω, και σε ότι έχει να κάνει με τα κέρδη προ φόρων και τόκων, σύμφωνα με τα δεδομένα του Πίνακα Β.3.1.2, για την περίοδο 2011-2015 σημειώνεται μεγάλη κάμψη με Μ.Ε.Ρ.Μ. της τάξης του -8,03%, με το περιθώριο λειτουργικού κέρδους να βαίνει μειούμενο και το μέσο όρο του να διαμορφώνεται στο 6,26% (Πίνακας Β.3.1.3).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.2: Ρυθμός μεταβολής κερδών προ φόρων και τόκων της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΡΜ
Κέρδη προ φόρων και τόκων	7.926.661,00	5.864.513,000	4.940.507,000	5.553.610,000	5.311.617,000	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ		-26,02%	-15,76%	10,21%	-0,57%	-8,03%



ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.3: Εξέλιξη περιθωρίου κερδών προ φόρων και τόκων της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ
ΠΕΙΡΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ	8,27%	6,43%	5,26%	6,19%	5,16%	6,26%

Τέλος, όσον αφορά στην εξέλιξη της σχέσης ξένων προς ιδίων κεφαλαίων από τα δεδομένα του Πίνακα Β.3.1.4 προκύπτει ότι ο δανεισμός της εταιρίας βρίσκεται σε λογικά επίπεδα και επομένως δεν αναμένεται να παρουσιαστούν σημαντικές μεταβολές στο επίπεδο μόχλευσής της.

Πίνακας Β.3.1.4: Σχέση Δανείων προς ίδια κεφάλαια της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΞΕΝΑ/ΙΔΙΑ ΚΑΦΑΛΑΙΑ	44,14%	43,71%	34,12%	39,07%	40,16%

Στο βαθμό λοιπόν που

- δεν υπάρχουν προβλήματα στην εκτίμηση των ταμιακών ροών της εταιρίας ενώ τα παρόντα κέρδη της θεωρούνται φυσιολογικά και
- η εταιρία δραστηριοποιείται σε κλάδο με ανελαστική ζήτηση, έντονο ανταγωνισμό και υπερπροσφορά οπότε και δεν αναμένονται μεγάλες μεταβολές στους όγκους των πωλήσεων

εκτιμούμε ότι θα πρέπει να υπολογίσουμε την εύλογη αξία της εταιρίας χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς την εταιρία (Υ.Τ.Ρ.ΕΠ.).

Στη βάση λοιπόν της ανωτέρω ανάλυσης και συνεκτιμώντας παράγοντες όπως:

- i) η σχετικά καλή χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης
- ii) οι ήδη πραγματοποιηθείδεις επενδύσεις εκσυγχρονισμού της παραγωγικής της βάσης
- iii) οι στρατηγικές συνεργασίες με την Al Dhara καθώς και την KENFOOD οι οποίες αφενός αναμένεται να συνεισφέρουν αφενός στη σχετική σταθεροποίηση των τιμών σίτου, ο οποίος αποτελεί το κυριότερο στοιχείο κόστους, και αφετέρου στην είσοδο σε νέες αγορές όπως αυτή της ζαχαροπλαστικής

- iv) η αναμενόμενη σταθεροποίηση και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας σύμφωνα και με τις προβλέψεις Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου η οποία συν τω χρόνω θα επιτρέψει στην εταιρία να διαμορφώσει καλύτερα επίπεδα λειτουργικού περιθωρίου,

θεωρούμε πως η υπόθεση ότι η εταιρία θα αναπτύξει τα λειτουργικά προ τόκων και μετά φόρων κέρδη της με ρυθμό ελαφρώς μικρότερο αυτού της ελληνικής οικονομίας είναι ρεαλιστική. Θα υποθέσουμε λοιπόν ότι η ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε θα αναπτύξει εις το διηνεκές τα λειτουργικά της κέρδη προ τόκων και μετά φόρων με ρυθμό 1,5%.

Θα ξεκινήσουμε τη διαδικασία υπολογισμού της εύλογης αξίας με την εκτίμηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Στις 3/6/2016 η διαφορά απόδοσης μεταξύ του γερμανικού και ελληνικού δεκαετούς ομολόγου ήταν 7,31% - 0,074% = 7.24%.

Δεδομένου λοιπόν ότι ο συντελεστής β της μετοχής υπολογίστηκε στο ύψος του 0,415 και ο κίνδυνος αμοιβής χώρας στο ύψος του 7,05%, το κόστος ιδίων κεφαλαίων για τη ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε υπολογίζεται ως εξής:

$$K_e = 0.074\% + 0.415(4,96\%) + 7,05\% = 9,18\%$$

Όσον αφορά στον υπολογισμό του κόστους δανεισμού της εταιρίας, θα χρησιμοποιηθεί η τεχνική της συνθετικής αξιολόγησης. Ο Πίνακας Β.3.1.5 που δημοσιεύει το Πανεπιστήμιο Stern, δίνει στοιχεία αναφορικά με τη διαφορά απόδοσης του αξιόχρεου της εταιρίας σε σχέση με το επιτόκιο της απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Η διαφορά αυτή προκύπτει από το βαθμό κάλυψης τόκων που επιτυγχάνει η εταιρία.

Πίνακας Β.3.1.5: Δείκτες κάλυψης τόκων και διαβάθμιση χρέους εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης

Βαθμός κάλυψης τόκων			
>	≤	Αξιολόγηση	Διαφορά απόδοσης
12,5	100.000	Aaa/AAA	0.75%
9,5	12,49	Aa2/AA	1.00%
7,5	9,49	A1/A+	1.10%
6	7,49	A2/A	1.25%
4,5	5,99	A3/A-	1.75%
4	4,49	Baa2/BBB	2.25%
3,5	3,99	Ba1/BB+	3.25%
3	3,49	Ba2/BB	4.25%

2,5	2,99	B1/B+	5.50%
2	2,49	B2/B	6.50%
1,5	1,99	B3/B-	7.50%
1,25	1,49	Caa/CCC	9.00%
0,8	1,249	Ca2/CC	12.00%
0,5	0,799	C2/C	16.00%
-100000	0,49	D2/D	20.00%

Πηγή: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)

Ο βαθμός κάλυψης τόκων για τη ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε υπολογίστηκε διαιρώντας τα κέρδη προ φόρων και τόκων με τα χρηματοοικονομικά έξοδα της εταιρίας, ήτοι  $(3.153.123+2.238.943-102.045)/2.238.943 = 2,42$  φορές. Στον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη αντιστοιχεί αξιολόγηση B2/B και διαφορά απόδοσης ως προς το δεκαετές γερμανικό ομόλογο της τάξης του 6,5%. Επομένως το κόστος δανεισμού της εταιρίας ανέρχεται σε  $0,074\% + 6,5\% = 6,57\%$ .

Άρα, το κόστος δανεισμού μετά φόρων ανέρχεται σε

$$K_d = 6,57\% \times (1-0,29) = 4,67\%.$$

Σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση του 2015, η ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε το Μάρτιο του 2015 προχώρησε στη σύναψη διετούς δανείου με την ALPHA BANK ύψους 6.000.000€ ενώ από τον ετήσιο ισολογισμό του 2015 προκύπτουν βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις ύψους 29.631.300€. Επομένως, αφού τα μακροπρόθεσμα δάνεια αναλογούν στο  $6.000.000/35.631.300 = 16,8\%$  του συνολικού δανεισμού της εταιρίας η μέση περίοδος ωρίμανσης των ξένων κεφαλαίων ανέρχεται σε  $(0,168 \times 2) + (0,832 \times 1) = 1,17$  έτη. Συνεκτιμώντας λοιπόν, τους ετήσιους τόκους, τη μέση περίοδο ωρίμανσης του χρέους, την ονομαστική αξία του χρέους και το κόστος δανεισμού της εταιρίας, υπολογίζουμε την αξία αγοράς του χρέους θεωρώντας το ως ομόλογο ενός κουπονιού ως εξής:

$$\text{Αξία χρέους} = 2.238.943 \times \left( \frac{1 - \frac{1}{1,0473^{1,17}}}{0,0473} \right) + \frac{35.631.300}{1,0473^{1,17}} = 36.247.334\text{€}$$

Μετά τον υπολογισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας σε όρους αγοράς σε  $1,62\text{€} \times 17.120.906$  μετοχές = 27.735.867€, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της εταιρίας ανέρχεται σε:

$$\text{ΜΣΚΚ} = 9,18\% \times (27.735.867/63.983.202) + 4,67\% \times (36.247.334/63.983.202) = 6,62\%$$

Το ύψος των δαπανών επανεπένδυσης στο παρόν μοντέλο δύνανται να υπολογισθεί από τη σχέση:

$$\text{Ρυθμός επανεπένδυσης} = \text{Ρυθμός Ανάπτυξης Υ.Τ.Ρ.ΕΤ./Απόδοση Κεφαλαίου}$$

Όπου,

$$\text{Απόδοση κεφαλαίου} = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων και μετά φόρων} \times (1 - \text{Συντελεστής Φορολογίας})_{2015}}{\text{Λογιστική Αξία Χρέους} + \text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} - \text{Ταμιακά Διαθέσιμα}_{2014}}$$

Αντικαθιστώντας στην ανωτέρω σχέση από τα στοιχεία ισολογισμού του 2015 της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε λαμβάνουμε:

$$\text{Απόδοση κεφαλαίου} = \frac{3.843700}{123.341.679} = 3,12\%$$

Επομένως, ο ρυθμός επανεπένδυσης για τη ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε προκειμένου να υποστηρίξει ρυθμό ανάπτυξης λειτουργικών κερδών της τάξης του 2% ανέρχεται σε  $2\% / 3,12\% = 64,1\%$  επί των κερδών προ τόκων και μετά φόρων της επόμενης περιόδου.

Στο βαθμό όμως που αναμένουμε βελτίωση του περιθωρίου κέρδους προ τόκων και μετά τόκων, θεωρούμε πως εάν αποτιμήσουμε την αξία της επιχείρησης με βάση το χαμηλότερο επίπεδο απόδοσης κεφαλαίου της πενταετίας θα υποεκτιμήσουμε την πραγματική της αξία. Για το λόγο αυτό επιλέξαμε να υπολογίσουμε το ύψος του ρυθμού επανεπένδυσης χρησιμοποιώντας ως απόδοση κεφαλαίου τη μέση τιμή της περιόδου η οποία ανέρχεται σε 3,81% ( Πίνακας Β.3.1.6).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.1.6: Εξέλιξη απόδοσης κεφαλαίου της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ
ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	5,45%	3,82%	3,16%	3,49%	3,12%	3,81%

Συνεπώς, ο ρυθμός αναγκών επανεπένδυσης διαμορφώνεται σε  $1,5\% / 3,81\% = 39,39\%$ .

Κατόπιν της ανωτέρω παραδοχής, προκειμένου να υπάρχει συνέπεια στο σύνολο των μεταβλητών του μοντέλου αποτίμησης, θα χρησιμοποιήσουμε ως περιθώριο κέρδους προ φόρων και τόκων, επίσης τη μέση τιμή της πενταετίας, η οποία ανέρχεται σε 6,26% (Πίνακας Β.3.1.3).

Ως βάση υπολογισμού των λειτουργικών κερδών τα οποία θα χρησιμοποιηθούν για την εκτίμηση της εύλογης αξίας της εταιρίας θα χρησιμοποιηθούν οι πωλήσεις του 2015.

Συνεπώς τα λειτουργικά κέρδη επί των οποίων θα υπολογισθεί η εύλογη αξία της εταιρίας ανέρχεται σε  $104.962.287,00 \times 6,26\% = 6.570.639,17 \text{ €}$ .

Τα αναμενόμενα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων της επόμενης περιόδου, βάσει του ρυθμού ανάπτυξης της τάξης του 1,5% και του φορολογικού συντελεστή ύψους 29%, ανέρχεται σε  $6.570.639,17 \text{ €} \times (1,015) \times (1-0,29) = 4.735.131,17 \text{ €}$ , ενώ η αναμενόμενη Υ.Τ.Ρ.ΕΠ. μετά τις δαπάνες επανεπένδυσης ανέρχεται σε  $4.735.131,17 \text{ €} \times (1 - 0,3939) = 2.869.962,97 \text{ €}$ .

Επομένως η αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας ανέρχεται σε  $2.869.962,27 \text{ €} / (0,0662 - 0,015) = 56.053.964,24 \text{ €}$ , στα οποία αν προστεθούν τα ρευστά διαθέσιμα η αξία της εταιρίας διαμορφώνεται σε  $56.053.964,24 \text{ €} + 5.768.701 \text{ €} = 61.822.655,24 \text{ €}$ .

Μετά την αφαίρεση του χρέους της εταιρίας (σε όρους αξίας αγοράς), η αξία των ιδίων κεφαλαίων ανέρχεται σε  $61.822.655,24 \text{ €} - 36.247.334,92 \text{ €} = 25.575.330,31 \text{ €}$ , τα οποία διαιρούμενα προς τον αριθμό των μετοχών δίνουν τιμή μετοχής 1,49€. Η ανωτέρω ανάλυση συνοψίζεται στον Πίνακα Β.3.1.7.

Στις 3/6/2016 η μετοχή της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε διαπραγματεύεται σε τιμή 1,62 € γεγονός που την καθιστούσε υπερτιμημένη.

Πίνακας Β.3.1.7: Αποτίμηση της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε

ΠΩΛΗΣΕΙΣ	104.962.287,00
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ	6.570.639,17
ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ ΕΠΟΜΕΝΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	4.735.131,12
ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ Υ.Τ.Ρ.ΕΠ. ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΦΑΙΡΕΣΗ ΔΑΠΑΝΩΝ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	2.869.962,97
ΑΞΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	61.587.188,17
ΠΛΕΟΝ ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	5.768.701,00
ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	67.355.889,17

ΜΕΙΟΝ ΑΞΙΑ ΧΡΕΟΥΣ	36.247.334,92
ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	31.108.554,25
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	17.120.906,00
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,82

### **Β.3.2: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.**

Όπως και στην περίπτωση της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Β.Ε.Ε., έτσι και σε αυτήν της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. οι πωλήσεις παρουσιάζουν έντονη μεταβλητότητα και χαμηλό Μέσο Ετήσιο Ρυθμό Μεταβολής, ο οποίος είναι σχεδόν όμοιος με αυτόν της ανταγωνίστριας εταιρίας ανερχόμενος σε 2,88%.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.1: Ρυθμός μεταβολής πωλήσεων ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΡΜ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	30.511.733,85	33.379.921,57	34.704.464,74	35.865.361,60	34.008.237,38	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ		9,40%	3,97%	3,35%	-5,18%	2,88%

Αντιθέτως, η ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. εμφανίζει κατά πολύ καλύτερη εικόνα αναφορικά με τη λειτουργική της κερδοφορία. Παρά το γεγονός ότι για την υπό εξέταση περίοδο το επίπεδο των λειτουργικών εξόδων της ως ποσοστό των πωλήσεων βαίνει αυξανόμενο (Πίνακας Β.3.2.2), εντούτοις εκμεταλλευόμενη την σημαντική βελτίωση που επιτεύχθηκε στο επίπεδο της μεικτής κερδοφορίας (Πίνακας Β.3.2.3) κατάφερε να εμφανίσει Μέσο Ετήσιο Ρυθμό Μεταβολής στα κέρδη προ φόρων και τόκων της τάξης του 7,67%, και αυτό παρά το γεγονός ότι εμφανίζει σημαντική κάμψη την τελευταία διετία (Πίνακας Β.3.2.4).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.2: Λειτουργικά έξοδα ως ποσοστό των πωλήσεων της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΕΒΙΤ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	14,91%	15,33%	16,44%	17,73%	18,00%

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.3: Περιθώριο μεικτού κέρδους της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Περιθώριο μεικτού κέρδους	21,08%	21,56%	24,86%	25,95%	23,52%

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.4:Ετήσιος ρυθμός μεταβολής κερδών προ φόρων και τόκων της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΡΜ
Κέρδη προ φόρων και τόκων	1.717.283,97	2.007.162,50	2.967.203,29	2.898.454,47	1.979.397,11	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ		16,88%	47,83%	-2,32%	-31,71%	7,67%

Στον Πίνακα Β.3.2.5 εμφανίζεται η εξέλιξη του περιθωρίου κέρδους προ φόρων και τόκων της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. το οποίο εμφανίζει μέση τιμή πενταετίας της τάξης του 6,82%.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.2.5: Εξέλιξη περιθωρίου κερδών προ φόρων και τόκων της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ
ΠΕΙΡΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ ΕΒΙΤ	5,63%	6,01%	8,55%	8,08%	5,82%	6,82%

Τέλος, όσον αφορά στην εξέλιξη της σχέσης ξένων προς ιδίων κεφαλαίων από τα δεδομένα του Πίνακα Β.3.2.6 προκύπτει ότι ο δανεισμός της εταιρίας βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα παρ' όλα αυτά η συνεπής και συνεχής επίτευξη λειτουργικής κερδοφορίας επιτρέπει στην εταιρία να αποπληρώνει άνετα τις δανειακές της υποχρεώσεις και με τον τρόπο αυτό δεν καθιστά τον υψηλό δανεισμό άμεσο πρόβλημα για τη διοίκηση της εταιρίας,

Πίνακας Β.3.2.6: Σχέση Δανείων προς ίδια κεφάλαια της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΞΕΝΑ/ΙΔΙΑ ΚΑΦΑΛΑΙΑ	98,15%	66,73%	49,78%	81,12%	69,59%

Από την ανωτέρω ανάλυση προκύπτει ότι και στην περίπτωση της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. καταλληλότερο μοντέλο εκτίμησης της εύλογης αξία της εταιρίας είναι αυτό της σταθερής ανάπτυξης της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς την εταιρία (Υ.Τ.Ρ.ΕΠ.).

Στις οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. δεν παρατίθενται στοιχεία αναφορικά με τη στρατηγική της εταιρίας καθώς και τις μελλοντικές της επενδυτικές επιλογές. Παρ' όλα αυτά βάσει των δεδομένων που μόλις



παρουσιάστηκαν, ιδίως σε ότι έχει να κάνει με την επίτευξη υψηλών ρυθμών ετήσιας μεταβολής των κερδών προ φόρων και τόκων, μας επιτρέπει να υποθέσουμε ότι θα επιτύχει ανάπτυξη εις το διηνεκές των λειτουργικών της κερδών όμοιου με αυτού της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε δηλαδή 1,5%.

Η αποτίμηση αξίας της εταιρίας θα διεξαχθεί στη βάση των στοιχείων που ίσχυαν στις 14/6/2016.

Σε αυτή την ημερομηνία, η απόδοση γερμανικού δεκαετούς ομολόγου ήταν -0,001% και του αντίστοιχου ελληνικού ανερχόταν σε 8.16%, οπότε και η διαφορά απόδοσής τους ουσιαστικά ήταν μηδενική.

Δεδομένου ότι ο συντελεστής β της μετοχής υπολογίστηκε σε 0,15 και ο κίνδυνος αμοιβής χώρας στο ύψος του 7,95%, το κόστος ιδίων κεφαλαίων για τη ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Ε ήταν

$$K_e = -0,001\% + 0.15(4,96\%) + 7,95\% = 8,70\%$$

Ο λόγος των τα κερδών προ φόρων και τόκων προς τα χρηματοοικονομικά έξοδα της εταιρίας ανήλθε στο επίπεδο του 3,01 παραπέμποντας, σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα Β.4.1.5 σε αξιολόγηση επιπέδου Βα2/ΒΒ και διαφορά απόδοσης ως προς το δεκαετές γερμανικό ομόλογο της τάξης του 4.25%. Επομένως το κόστος χρέους της εταιρίας ανέρχεται σε  $-0,001\% + 4.25\% = 4,25\%$ .

Άρα, το κόστος δανεισμού μετά φόρων ανέρχεται σε

$$K_d = 4,25\% \times (1-0,29) = 3,02\%.$$

Σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση του 2015, η λογιστική αξία του χρέους της εταιρίας αντανακλά την αξία αγοράς του. Δηλαδή η αξία του χρέους της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Ε ανέρχεται σε 11.845.283€.

Τέλος, η αξία σε όρους αγοράς των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας ανέρχεται σε  $2,21\text{€} \times 6.700.000 \text{μετοχές} = 14.807.000\text{€}$ .

Επομένως, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της εταιρίας ανέρχεται σε:

$$ΜΣΚΚ = 8,70\% \times (14.807.000\text{€}/26.652.283\text{€}) + 3,02\% \times (11.845.283/26.652.283\text{€}) = 6,18\%$$

Ο ρυθμός επανεπένδυσης, όπως και στην περίπτωση της ΜΥΛΟΙΛΟΥΛΗΣ Α.Ε, υπολογίστηκε, κάνοντας χρήση του μέσου όρου πενταετίας για την απόδοση κεφαλαίου, από τη σχέση

Ρυθμός επανεπένδυσης = Ρυθμός Ανάπτυξης Υ.Τ.Ρ.ΕΤ./Απόδοση Κεφαλαίου

όπου,

$$\text{Απόδοση κεφαλαίου} = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων και μετά φόρων} \times (1 - \text{Συντελεστής Φορολογίας})_{2015}}{\text{Λογιστική Αξία Χρέους} + \text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} - \text{Ταμιακά Διαθέσιμα}_{2014}}$$

Κατόπιν της παραδοχής για ανάπτυξη λειτουργικών κερδών της τάξης του 1,5% και μέση απόδοση κεφαλαίου σε βάθος πενταετίας ύψους 6,82% (βλ. ανωτέρω Πίνακας Β.3.2.5), οι ανάγκες επανεπένδυσης υπολογίστηκαν σε 22,40% επί των προ τόκων και μετά φόρων κερδών.

Ο υπολογισμός των λειτουργικών κερδών τα οποία θα χρησιμοποιηθούν ως βάση για την εκτίμηση της εύλογης αξίας της εταιρίας έγινε επί των πωλήσεων του 2015.

Συνεπώς, τα λειτουργικά κέρδη επί των οποίων θα υπολογισθεί η εύλογη αξία της εταιρίας ανέρχεται σε 34.008.237,38€ x 6,82% = 2.319.361,79 €.

Τα αναμενόμενα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων ανέρχονται σε 2.319.361,79 € x (1.015) x (1-0,29) = 1.671.448.07 €, ενώ η αναμενόμενη Υ.Τ.Ρ.ΕΠ. μετά τις δαπάνες επανεπένδυσης ανέρχεται σε 1.671.448.07 €, x (1 - 0,224) = 1.297.120.79€.

Επομένως η αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας ανέρχεται σε 1.297.120.79€/(0,0618-0,015) = 27.736.125,6€, στα οποία αν προστεθούν τα ρευστά διαθέσιμα η αξία της εταιρίας διαμορφώνεται σε 27.736.125,6€ + 4.261.754,60€= 31.997.879,62€.

Μετά την αφαίρεση της αξίας αγοράς του χρέους της εταιρίας, η αξία των ιδίων κεφαλαίων ανέρχεται σε 31.997.879,62€ - 11.845.283,04€= 20.152.596,58€, τα οποία διαιρούμενα προς τον αριθμό των μετοχών (6.700.000) δίνουν τιμή μετοχής 3,01€. Η ανωτέρω ανάλυση συνοψίζεται στον Πίνακα Β.3.2.7.

Στις **14/6/2016** η μετοχή της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Ε διαπραγματευόταν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σε τιμή 2,1 € γεγονός που την καθιστούσε υποτιμημένη.

Πίνακας Β.3.2.7: Αποτίμηση της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.

ΠΩΛΗΣΕΙΣ	34.008.237,38
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ	2.319.361,79
ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ ΕΠΟΜΕΝΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	1.671.448,07
ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ Υ.Τ.Ρ.ΕΠ. ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΦΑΙΡΕΣΗ ΔΑΠΑΝΩΝ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	1.297.120,79
ΑΞΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	27.736.125,02
ΠΛΕΟΝ ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	4.261.754,60
ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	31.997.879,62
ΜΕΙΟΝ ΑΞΙΑ ΧΡΕΟΥΣ	11.845.283,04
ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	20.152.596,58
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	6.700.000,00
ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	3,01

### **Β.3.3: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.**

Η ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. παρουσίασε ραγδαία επιδείνωση των οικονομικών μεγεθών της σε όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου. Η επιδείνωση που αφορά στο σύνολο σχεδόν των χρηματοοικονομικών της δεικτών καθώς και στα έσοδά της, όπως θα δούμε θέτει εν αμφιβόλω τη δυνατότητα χρήσης κάποιου μοντέλου προεξόφλησης ταμιακών ροών προκειμένου να υπολογιστεί η εύλογη αξία της.

Κατ' αρχάς, η εταιρία σημειώνει αρνητική κερδοφορία την τελευταία τριετία και μάλιστα με περιθώριο που επιδεινώνεται συνεχώς σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα Β.3.3.1.

Πίνακας Β.3.3.1: Εξέλιξη κερδοφορίας της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2013	2014	2015
ΕΣΟΔΑ	989.521,26	979.971,42	918.233,28
ΚΕΡΔΗ	-103.363,88	-663.074,22	-719.637,48
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	-10,45%	-67,66%	-78,37%

Επίσης, την τελευταία τετραετία η ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. σημείωσε μεγάλη πτώση στα έσοδά της. Με εξαίρεση το 2013 τα έσοδά της μειώθηκαν σε όλη τη διάρκεια της ανωτέρω περιόδου κατά μέσο όρο της τάξης του 13,4% (Πίνακας Β.3.3.2).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.2: Ρυθμός μεταβολής πωλήσεων ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΡΜ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	30.211.913,08	20.759.902,87	21.995.007,69	19.206.073,36	16.215.809,55	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ		-31,29%	5,95%	-12,68%	-15,57%	-13,40%

Η ίδια επιδείνωση καταγράφηκε στο μικτό κέρδος της εταιρίας με το περιθώριο του 2015 να διαμορφώνεται στο μισό αυτού που επιτεύχθηκε του 2011 (Πίνακας Β.3.3.3) ενώ και το περιθώριο λειτουργικών κερδών προ φόρων και μετά τόκων, από τα συγκρίσιμα με των λοιπών εταιριών επίπεδα του 2011 κατέρρευσε σε μηδενικά, ακόμα και αρνητικά επίπεδα, κατά την τελευταία διετία (Πίνακας Β.3.3.4).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.3: Περιθώριο μεικτού κέρδους της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Περιθώριο μεικτού κέρδους	24,03%	12,84%	11,76%	9,61%	12,29%

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.4: Περιθώριο λειτουργικού κέρδους προ τόκων και μετά φόρων της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΕΒΙΤ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	21,46%	4,81%	3,32%	-0,76%	0,26%

Τα δε λειτουργικά κέρδη προ τόκων και μετά φόρων έως το 2015 μηδένισαν την αξία τους (Πίνακας Β.3.3.5).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.3.5: Εξέλιξη λειτουργικής κερδοφορίας προ τόκων και μετά φόρων της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	5.186.575,69	798.326,31	539.959,66	-108.079,37	30.009,56

Η ραγδαία επιδείνωση στα περιθώρια κερδοφορίας της εταιρίας καθώς και στους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας παραπέμπει σε λειτουργικά προβλήματα που πιθανότατα η ρίζα τους εδράζεται σε αναποτελεσματικούς τρόπους παραγωγής και διανομής του προϊόντος σε σχέση με τον ανταγωνισμό. Το γεγονός ότι από την ανάλυση των εταιριών ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε και ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. προέκυψαν αριθμοδείκτες που παραπέμπουν σε υγιή οργανική λειτουργία συνηγορεί υπέρ της ανωτέρω άποψης.

Εκτός όμως των προβλημάτων που αναδείχθηκαν σε λειτουργικό επίπεδο η ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Β.Ε.Ε. εμφανίζει και οξύτατα προβλήματα λόγω υπερχρέωσης. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα Β.3.3.6 η σχέση ξένων προς ίδιων κεφαλαίων διαμορφώνεται στην πενταετία σε σαφώς μη διατηρήσιμα επίπεδα με το μέσο όρο να ανέρχεται σε 240%.

Πίνακας Β.3.3.6: Σχέση Δανείων και ιδίων κεφαλαίων της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ
ΞΕΝΑ/ΙΔΙΑ ΚΑΦΑΛΑΙΑ	299,68%	193,56%	198,10%	226,51%	278,67%	240%

Ενδεικτικό της δεινής χρηματοοικονομικής θέσης στην οποία βρίσκεται η εταιρία είναι το γεγονός ότι ουσιαστικά από το 2013 και μετά τα λειτουργικά κέρδη της εταιρίας δεν επαρκούν για να εξυπηρετήσουν τους ετήσιους τόκους (Πίνακας Β.3.3.7).

Πίνακας Β.3.3.7: Κάλυψη τόκων από τα λειτουργικά κέρδη της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	6.483.219,61	997.907,89	729.675,22	-146.053,20	42.266,99
ΤΟΚΟΙ	2.145.620,75	669.773,38	726.536,29	693.413,47	710.985,96

Εκτιμούμε ότι τα ανωτέρω λειτουργικά και χρηματοοικονομικά προβλήματα ουσιαστικά θέτουν εν αμφιβόλω την προοπτική της εταιρίας για λειτουργία εις το διηνεκές. Δοθέντων των ανωτέρω, και δεδομένου ότι τα μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών λειτουργούν υπό την παραδοχή της αέναης λειτουργίας της εταιρίας, θα προχωρήσουμε στον υπολογισμό της εύλογης αξίας της εταιρίας στη βάση της αξίας ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων προκειμένου να αποπληρωθούν οι υποχρεώσεις της εταιρίας.

Ο ανωτέρω υπολογισμός θα γίνει μέσω της σχέσης:

$$\text{Αξία ρευστοποίησης} = \text{Λογιστική Αξία Ενεργητικού} - \text{Λογιστική Αξία Χρέους}$$

Σύμφωνα με τον ισολογισμό της 31/12/2015, η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας ανέρχεται σε 20.931.847,14€ ενώ η λογιστική αξία του χρέους της υπολογίζεται σε 11.330.931,88€. Συνεπώς, η αξία ρευστοποίησης της εταιρίας ανέρχεται σε 20.931.847,14€ - 11.330.931,88€ = 9.600.915,26€. Στο μέτρο που από την ανωτέρω σχέση προκύπτει θετικό αποτέλεσμα, είναι προς το συμφέρον των μετόχων να προχωρήσουν σε ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων της εταιρίας προκειμένου να αποπληρώσουν τα χρέη της και να διακανονίσουν λοιπές οφειλές.

### **B.3.4: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.**

Τα προβλήματα που συναντήσαμε στην περίπτωση της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΑΒΕΕ ισχύουν και σε αυτήν της εταιρίας ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε., και μάλιστα σε πολύ μεγαλύτερο μάλιστα βαθμό.

Αναφορικά με τα λειτουργικές επιδόσεις της εταιρίας, εντύπωση προκαλεί η συνεχής και ραγδαία μείωση του εισοδήματος σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η οποία κατά μέσο όρο κυμάνθηκε στο επίπεδο του 16,31% (Πίνακας Β.3.4.1).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.4.1: Ρυθμός μεταβολής πωλήσεων της ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΡΜ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	6.708.032,89	5.419.759,46	4.877.504,40	4.157.436,00	3.272.685,00	
ΡΥΘΜΟΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ		-19,20%	-10,01%	-14,76%	-21,28%	-16,31%

Κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου η εταιρία ήταν σταθερά ζημιογόνα σε όλες τις χρήσεις της διαμορφώνοντας μέσο ετήσιο ποσοστό ζημιών που σχεδόν άγγιξε το -23% (Πίνακας Β.3.4.2).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.4.2: Εξέλιξη ποσοστού κέρδους της ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε.

	2011	2012	2013	2014	2015	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ
ΕΣΟΔΑ	6.708.032,89	5.419.759,46	4.877.504,40	4.157.436,00	3.272.685,00	
ΖΗΜΙΕΣ	-1.550.128,70	-1.258.235,48	-952.271,71	-763.585,75	-957.540,22	
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	-23,11%	-23,22%	-19,52%	-18,37%	-29,26%	-22,69%

Αλλά και στο επίπεδο της λειτουργικής κερδοφορίας τα αποτελέσματα ήταν εξίσου απογοητευτικά με τα κέρδη προ φόρων και τόκων να διαμορφώνονται και αυτά με τη σειρά τους αρνητικά επίπεδα μη προσεγγίζοντας σε καμία χρήση ποσά που θα επέτρεπαν έστω την εξυπηρέτηση του χρέους της εταιρίας (Πίνακας Β.3.4.3).

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3.4.3: Σχέση λειτουργικών αποτελεσμάτων και τόκων χρεωστικών της ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΖΗΜΙΕΣ	-922.728,23	-610.259,96	-444.841,53	-578.754,52	-507.467,58
ΤΟΚΟΙ	552.266,13	594.073,93	589.780,32	488.457,23	459.759,64

Ακόμα χειρότερη κατάσταση όμως εμφανίζει η εταιρία αναφορικά με το ύψος της χρηματοοικονομικής της μόχλευσης, η οποία σύμφωνα με τα στοιχεία του Β.3.4.4 βαίνει συνεχώς επιδεινούμενη αγγίζοντας το 2015 το δυσθεώρητο ύψος του 390%.

Πίνακας Β.3.4.4: Σχέση Δανείων και ιδίων κεφαλαίων της ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΞΕΝΑ/ΙΔΙΑ ΚΑΦΑΛΑΙΑ	142,02%	164,16%	218,26%	267,00%	389,94%

Ως προς το δανεισμό της εταιρίας αξίζει να γίνει αναφορά στην έμφαση που καταχώρησε ο ορκωτός λογιστής στο πλαίσιο της έκθεσης ελέγχου που συνέταξε για τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των ετών 2014 και 2015. Σύμφωνα με τις παρατηρήσεις του ορκωτού λογιστή, μακροπρόθεσμο ομολογιακό δάνειο ύψους 5.352.730€ καταχωρήθηκε στο πεδίο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων λόγω μη επίτευξης συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών για τους οποίους υπήρχε σχετική δέσμευση της διοίκησης της εταιρίας προς τους πιστωτές της. Σε περίπτωση μη τήρησης των ανωτέρω χρηματοοικονομικών δεικτών ο εκδότης έχει δικαίωμα να αιτηθεί την παροχή waiver (έγκριση/παραίτηση δικαιώματος) από τους ομολογιούχους για εφάπαξ απαλλαγή τήρησης των οικονομικών μεγεθών για την κλειόμενη χρήση. Η διοίκηση της εταιρίας έκανε χρήση αυτού του δικαιώματος αιτούμενη παράταση της προθεσμίας συμμόρφωσης με τους οικονομικούς δείκτες στα εντός της χρήσης 2016-2017, εκτιμώντας ότι εντός του Απριλίου 2016 θα παρεχόταν waiver από τους πιστωτές.

Εκτιμώντας τα ανωτέρω στοιχεία τα οποία παραπέμπουν σαφώς σε κατάσταση χρεοκοπίας, η Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου Αθηνών με απόφαση της 15/4/2016 έθεσε τη μετοχή της εταιρίας υπό επιτήρηση<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Τα κυριότερα κριτήρια βάσει των οποίων μια εταιρία τίθεται υπό καθεστώς επιτήρησης σύμφωνα με τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι τα ακόλουθα: να έχει συνολικά αρνητικά ίδια κεφάλαια, να εμφανίζει ζημίες μεγαλύτερες από το τριάντα τοις εκατό (30%) των ιδίων κεφαλαίων



Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω στοιχεία, θεωρούμε ότι εφόσον η εταιρία διατρέχει σοβαρό κίνδυνο χρεοκοπίας θα πρέπει και στην περίπτωση της να υπολογιστεί η αξία ρευστοποίησής της.

Σύμφωνα με τον ισολογισμό της 31/12/2015, η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας ανέρχεται σε 12.043.616,00€ ενώ η λογιστική αξία του χρέους της υπολογίζεται σε 6.659.161,00€. Συνεπώς, η αξία ρευστοποίησης της εταιρίας ανέρχεται σε 12.043.616,00€ - 6.659.161,00€ = 5.384.455,00€.

Όπως και στην περίπτωση της ΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε το γεγονός ότι προκύπτει θετική αξία ρευστοποίησης για τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας, συνιστά κίνητρο για τους ιδιοκτήτες αναφορικά με τη διακοπή των δραστηριοτήτων της κατόπιν πώλησης των παγίων της προκειμένου να αποζημιωθούν οι πιστωτές της.

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Β.3**

1. Aswath Damodaran, Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset, 3<sup>rd</sup> Edition, Wiley 2012
2. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015
3. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Ε 2010-2015
4. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2010-2015
5. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε 2010-2015
6. Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών

---

χωρίς ο εκδότης του τίτλου να έχει δεσμευθεί ότι θα προχωρήσει σε άμεσες ενέργειες προς άρση του εν λόγω κριτηρίου και η εταιρία να εμφανίζει έχει σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β.4: ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ**

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιάσουμε συνοπτικά τα κυριότερα προβλήματα που αντιμετωπίσαμε κατά την εκπόνηση αυτής της εργασίας καθώς και των κυριότερων συμπερασμάτων βάσει των οποίων θα προχωρήσουμε στην εκτίμηση στρατηγικών αποφάσεων που θα μπορούσαν να προβούν οι διοικήσεις των εταιριών προκειμένου να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους.

### **Β.4.1 ΚΥΡΙΟΤΕΡΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ**

Το κυριότερο πρόβλημα που αντιμετωπίσαμε στη διαδικασία αποτίμησης αξίας των εταιριών αλευροβιομηχανίας έχει να κάνει με τη δυσκολία συγκέντρωσης κρίσιμων πληροφοριών σχετικά με τις στρατηγικές αποφάσεις των διοικήσεων οι οποίες και καθορίζουν τη πορεία της εταιρίας για μεγάλες χρονικές περιόδους.

Σε γενικές γραμμές ο αναλυτής έχει στη διάθεσή του τρεις πηγές πληροφόρησης:

1. Τις τριμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις καθώς και τις ανακοινώσεις των εταιριών οι οποίες δημοσιεύονται στον τύπο
2. Τις εκθέσεις των αναλυτών οι οποίοι παρακολουθούν την πορεία της εταιρίας και
3. Δημοσιεύματα στον τύπο (έντυπο και ηλεκτρονικό) σχετικά με την πορεία της εταιρίας και τις επιλογές της διοίκησης.

Αναφορικά με τις οικονομικές καταστάσεις, εξαιρουμένης της περίπτωσης της εταιρίας ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε, οι ετήσιες οικονομικές εκθέσεις της οποίας αποτελούν χρήσιμο εργαλείο στα χέρια του αναλυτή καθώς δίδουν πληθώρα στοιχείων αναφορικά με θέματα όπως, οι ήδη πραγματοποιηθείσες επενδύσεις και οι στρατηγικές αποφάσεις της διοικήσεις αναφορικά με τον περιορισμό του κόστους ή την μελλοντική ανάπτυξη της εταιρίας, δεν κατέστη δυνατόν να εντοπίσουμε ουσιαστικές πληροφορίες για τις λοιπές εταιρίες από τις ετήσιες εκθέσεις τους.

Το ίδιο ισχύει και για τις ανωτέρω πηγές πληροφόρησης υπ' αριθμ. 2 και 3.

Βάσει των ανωτέρω, ήμασταν αναγκασμένοι να στηριχθούμε σε προσωπικές εκτιμήσεις προκειμένου να προχωρήσουμε στη διαδικασία αποτίμησης της αξίας των εταιριών. Αυτός λοιπόν είναι ένας περαιτέρω λόγος για τον οποίο – πέραν του ότι αποτελεί ούτως ή άλλως αυτονόητη παραδοχή – το σύνολο των εκτιμήσεων και των απόψεων στην παρούσα εργασία βαρύνουν μόνο τον υποφαινόμενο. Τέλος, για όλους τους ανωτέρω λόγους, τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας σε καμία περίπτωση δεν θα πρέπει

να χρησιμοποιηθούν για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τη μελλοντική πορεία των μετοχών των υπό ανάλυση εταιριών.

#### **B.4.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Ένας από τους κύριους στόχους αυτής της εργασίας ήταν η παρουσίαση των κυριότερων μοντέλων αποτίμησης αξίας επιχειρήσεων καθώς και η χρήση του καταλληλότερου εξ αυτών για τον υπολογισμό του ευλόγου τιμήματος των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών του κλάδου της αλευροβιομηχανίας. Από την άποψη αυτή στο μεγαλύτερο μέρος της εργασίαςεργαστήκαμε έχοντας την οπτική γωνία ενός «παθητικού επενδυτή» ο οποίος αναζητά στοιχεία προκειμένου να λάβει απόφαση σχετικά με το εάν και κατά πόσο θα προχωρήσει σε μία επένδυση.

Στο βαθμό όμως που από τη χρήση των μεθόδων αποτίμησης αξίας προκύπτουν εξαιρετικά χρήσιμα συμπεράσματα για τη διοίκηση της εταιρίας αναφορικά με στρατηγικές που θα πρέπει να ακολουθηθούν προκειμένου να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης, θα θέλαμε να κλείσουμε την εργασία αυτή αναζητώντας τέτοιου τύπου στρατηγικές, αφού προηγουμένως εντοπίσουμε τους κύριους προσδιοριστικούς παράγοντες που επιδρούν καθοριστικά στην διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης.

Από την ανάλυση που προηγήθηκε δύναται να τεκμηριωθεί επαρκώς νομίζουμε ότι ο κυριότερος προσδιοριστικός παράγοντας για την αξία μιας επιχείρησης είναι η τιμή που προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του ύψους Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) και αυτού της Απόδοσης Κεφαλαίου (ROIC). Συγκεκριμένα, εφόσον τα επενδυτικά σχέδια στα οποία προχωρά η εταιρία εγγυώνται απόδοση κεφαλαίου μεγαλύτερη αυτής του κόστους κεφαλαίου, ο βαθμός κινδύνου της επένδυσης δεν έχει σημασία καθώς τα εν λόγω σχέδια δημιουργούν αξία για τους μετόχους.

Προκειμένου να τεκμηριώσουμε την ανωτέρω θέση διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας της αξίας των μετοχών των οποίων την εύλογη αξία υπολογίσαμε με χρήση του μοντέλου της υπολλειμματικής ταμιακής ροής, για διαφορετικές τιμές στο ρυθμό ανάπτυξης και στο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου τους.

Στον Πίνακα B.4.1 συνοψίζονται τα αποτελέσματα για την περίπτωση της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε. Το πρώτο συμπέρασμα είναι ότι για όσο διάστημα η εταιρία επιτυγχάνει τιμές Μ.Σ.Κ.Κ που υπολείπονται αυτών της απόδοσης κεφαλαίου δεν θα πρέπει να επιδιώκει ανάπτυξη των οργανικών της κερδών αφού το αποτέλεσμα θα είναι η καταστροφή αξίας και η συνακόλυθη μείωση της αξίας της μετοχής της εταιρίας. Όχι τυχαία, η συσχέτιση ρυθμού ανάπτυξης και τιμής μετοχής ξεκινά να γίνεται θετική για τιμή Μ.Σ.Κ.Κ ίση με 3,5%, η οποία είναι χαμηλότερη της απόδοσης κεφαλαίου που επιτυγχάνει η εταιρία (3,81%).

Πίνακας Β.4.1: Ανάλυση ευαισθησίας μετοχής της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ως προς το Μ.Σ.Κ.Κ. και το ρυθμό ανάπτυξης

Ρυθμός Ανάπτυξης	Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου		
	6,62%	5,00%	3,50%
0,00%	2,34	3,67	6,01
1,00%	1,83	3,29	6,34
1,25%	1,67	3,16	6,46
1,50%	1,49	3,01	6,6
1,75%	1,3	2,83	6,78
2,00%	1,08	2,62	7,02

Αντιθέτως, και εντελώς προβλεπόμενα, η τιμή της μετοχής της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. είναι θετικά συσχετισμένη με το ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας αφού η παρούσα απόδοση κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη της Μ.Σ.Κ.Κ. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης ευαισθησίας για την ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. συνοψίζονται στον Πίνακα Β.4.2.

Πίνακας Β.4.2: Ανάλυση ευαισθησίας μετοχής της ΚΕΠΕΝΟΣ Σ Α.Ε ως προς το ΜΣΚΚ και το ρυθμό ανάπτυξης

Ρυθμός Ανάπτυξης	Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου
	6,18%
0,00%	2,85
1,00%	2,95
1,25%	2,98
1,50%	3,01
1,75%	3,04
2,00%	3,08
3,00%	3,27

Νομίζουμε ότι η ανωτέρω ανάλυση, σε συνδυασμό με τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων, δύναται να βοηθήσει τις διοικήσεις των εταιριών αναφορικά με τους στρατηγικούς στόχους που θα πρέπει να θέσουν προκειμένου να αυξήσουν την αξία για τους μετόχους τους.

Σε γενικές γραμμές υπάρχουν οι κάτωθι τρόποι μέσω των οποίων μια εταιρία δύναται να επιδιώξει την επάυξηση της αξίας της:

1. Μέσω της αύξησης των ταμιακών ροών από το υπάρχον επενδεδυμένο κεφάλαιο, με βελτίωση του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους ή με μείωση του κεφαλαίου κίνησης και της καθαρής κεφαλαιουχικής δαπάνης
2. Μέσω της επίτευξης ανώτερου ρυθμού ανάπτυξης λειτουργικών κερδών, υπό την προϋπόθεση ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό ή μειώνεται και
3. Μέσω της μείωσης του κόστους δανεισμού, η οποία θα οδηγήσει σε πτώση την τιμή του συντελεστή  $\beta$  της μετοχής και συνακόλουθη μείωση του κινδύνου επένδυσης στη μετοχή της εταιρίας.

Βάσει της ανωτέρω ανάλυσης, και αφού λάβουμε υπόψη τα θεμελιώδη των εταιριών, νομίζουμε ότι οι ενδεδειγμένες στρατηγικές για την επαύξηση της αξίας τους θα ήταν οι κάτωθι:

Η ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. έχει κίνητρο να επιδιώξει αύξηση των ρυθμών ανάπτυξής της αφού η υψηλότερη ανάπτυξη εγγυάται και αύξηση της αξίας της εταιρίας. Σε κάθε περίπτωση, επειδή διαπιστώνεται ότι υφίσταται δυσανάλογη σχέση μεταξύ αύξησης του ρυθμού ανάπτυξης και της αύξησης της τιμής της μετοχής (π.χ διπλασιασμός του ρυθμού ανάπτυξης οδηγεί σε άνοδο της τιμής μετοχής της τάξης του 8,7%) σταθερός στόχος της ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. θα πρέπει να είναι η διεύρυνση της διαφοράς μεταξύ απόδοσης κεφαλαίου και κόστους κεφαλαίου που αυτή τη στιγμή είναι πολύ μικρή, στο ύψος του 0,52%. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της επίτευξης εξοικονομήσεων στις ανάγκες κεφαλαίου κίνησης. Όπως είδαμε στην ενότητα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, η εν λόγω εταιρία υπολείπεται σημαντικά του ανταγωνισμού στο πεδίο της διαχείρισης των αποθεμάτων. Επομένως, η μείωση του διαστήματος παραμονής των εμπορευμάτων στις αποθήκες της εταιρίας θα μείωνε τις ανάγκες της σε κεφάλαιο κίνησης βελτιώνοντας με τον τρόπο αυτό την απόδοση κεφαλαίου που επιτυγχάνει η εταιρία.

Επίσης, η διοίκηση θα μπορούσε να προχωρήσει σε μείωση των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρίας, οι οποίες όπως είδαμε είναι μάλλον πολύ υψηλές, προκειμένου να ρίξει με τον τρόπο αυτό το κόστος κεφαλαίου με το οποίο αυτή λειτουργεί σε χαμηλότερο επίπεδο.

Στην περίπτωση της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε, η οποία έχει κόστος κεφαλαίου υψηλότερο της απόδοσης κεφαλαίου, νομίζουμε ότι η διοίκηση της εταιρίας θα μπορούσε να επιδιώξει βελτιώσεις τόσο στο επίπεδο του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους της όσο και σε αυτό του κεφαλαίου κίνησης.

Η επιλογή της βελτίωσης της λειτουργικής κερδοφορίας δικαιολογείται και βάσει των στοιχείων του Πίνακα Β.4.3 από τα οποία προκύπτει ότι το λειτουργικό περιθώριο της

εταιρίας βρίσκεται από το 2011 και μετά σε φθίνουσα πορεία με αποτέλεσμα να φθάσει το 2013 να υπολείπεται του μέσου όρου του κλάδου.

Πίνακας 4.3: Περιθώριο λειτουργικού κέρδους ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε και κλάδου  
Πηγή: Κλαδική Έκθεση Stochasis, Δεκέμβριος 2014

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΕΙΡΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ της ΛΟΥΛΗΣ (υπολογισμοί δικό μας)	8,27%	6,43%	5,26%	6,19%	5,16%
ΠΕΙΡΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥ (υπολογισμοί STOCHASIS)	6,93%	5,83%	5,23%	-	-

Η άνοδος που θα προκύψει στην τή της μετοχής από τη βελτίωση του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους της εταιρίας προκύπτει από την ανάλυση ευαισθησίας που διενεργήσαμε κρατώντας σταθερές όλες τις λοιπές μεταβλητές, τα αποτελέσματα της οποίας παρουσιάζονται στον Πίνακα Β.4.4.

Πίνακας Β.4.4: Ανάλυση ευαισθησίας μετοχής της ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ως προς το περιθώριο λειτουργικού κέρδους

Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ
<b>6,16%</b>	<b>1,49</b>
<b>6,47%</b>	1,6
<b>6,79%</b>	1,77
<b>7,13%</b>	1,95
<b>7,49%</b>	2,14
<b>7,86%</b>	2,33

Η βελτίωση στο λειτουργικό περιθώριο κέρδους θα πρέπει να επιδιωχθεί μέσω της επικέντρωσης στη διαχείριση του κόστους πωλήσεων, τομέα που όπως είδαμε η ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε. υπολείπεται σημαντικά του ανταγωνισμού.

Όσον αφορά τέλος στις εξοικονομήσεις σε κεφάλαιο κίνησης, αυτές θα πρέπει να επιδιωχθούν μέσω της βελτίωσης στη διαχείριση των αποθεμάτων, τομέα στον οποίο η επιχείρηση γνώρισε ραγδαία επιδείνωση των επιδόσεών της τα τελευταία χρόνια.

### **Β.4.3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ**

Τις τελευταίες δεκαετίες, κυρίως λόγω της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας και της συνακόλουθης έντασης και όξυνσης του διεθνούς ανταγωνισμού, λαμβάνει χώρα σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων τόσο μεταξύ εταιριών του ίδιου κλάδου όσο και μεταξύ διαφορετικών κλάδων.

Οι λογικές που υπαγορεύουν την επιδίωξη οι των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορούν να ποικίλλουν και να αναφέρονται σε ζητήματα όπως η αύξηση του μεριδίου αγοράς, η επίτευξη οικονομιών κλίμακας, η επίτευξη συνεργειών, η οριζόντια ή κάθετη ολοκλήρωση κ.λ.π.

Σε κάθε περίπτωση πάντως, η δικαίωση του σκεπτικού που οδήγησε σε μια εξαγορά ή συγχώνευση δεν μπορεί να είναι άλλη από το αποτέλεσμα που τελικά επέφερε στην αξία της επιχείρησης.

Από την άποψη αυτή, θεωρούμε ότι θα είχε εξαιρετικά μεγάλο ενδιαφέρον μια μελέτη που ως στόχο θα είχε την αξιολόγηση της τελικής επίδρασης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης επί της αξίας της επιχείρησης.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks 1996.
2. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks 1996.
3. Παναγιώτης Γ. Αρτίκης, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Interbooks 2010.
4. Κ. Κάντζος, Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Interbooks 1997.
5. Νικητας Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, 5<sup>η</sup> Έκδοση, Σταμούλης 1997.
6. Κλαδική Έκθεση ICAP για την αλευροβιομηχανία, Ιανουάριος 2013
7. Κλαδική Έκθεση STOCHASIS για την αλευροβιομηχανία, Δεκέμβριος 2014
8. Κλαδική Έκθεση ICAP για την αλευροβιομηχανία, Φεβρουάριος 2015
9. Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2015, Φεβρουάριος 2016
10. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015
11. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε 2010-2015
12. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2010-2015
13. Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ΜΥΛΟΙ ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε 2010-2015

### **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Aswath Damodaran, Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset, 3<sup>rd</sup> Edition, Wiley 2012
2. R. Brealey, S. Myers, Principles of Corporate Finance, 10<sup>th</sup> Edition McGraw-Hill 2011.
3. Pablo Fernandez, Company Valuation Methods. The most common errors in valuations, Working Paper, 2007 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=274973](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973)
4. T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, Wiley 2010



## ΔΙΑΔΙΚΤΥΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. Εκτιμήσεις Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας, [https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=16&pr.y=9&sy=2013&ey=2020&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=174&s=NGDP\\_RPCH&grp=0&a](https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=16&pr.y=9&sy=2013&ey=2020&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=174&s=NGDP_RPCH&grp=0&a)
2. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Εαρινές προβλέψεις για την ελληνική οικονομία, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/countries/greece\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/greece_en.htm)
3. <http://www.loulismills.gr/gr/>
4. <http://kepenos.gr/el/>
5. <http://www.ksarantopoulos.gr/>
6. <http://www.xatzikranioti.gr/>
7. Διαδικτυακό άρθρο, «Σταθερή ανάπτυξη κόντρα στην κρίση για τη Μύλοι Λούλη», <http://www.liberal.gr/arthro/36473/oikonomia/epicheiriseis/statheri-anaptuxi-kontra-stin-krisi-gia-ti-muloi-louli.html>

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ, ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ ΚΑΙ  
ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

**ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε**

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2010-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	93.878.646,000	110.666.801,000	107.881.983,000	103.361.037,000	100.645.144,000	97.864.097,000
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	12.026.510,000	197.268,000	197.268,000	197.268,000	197.268,000	248.396,000
ΛΟΙΠΑ ΑΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	236.920,000	237.060,000	217.953,000	263.768,000	241.724,000	861.159,000
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	133.202,000	148.433,000	178.578,000	184.005,000	305.127,000	234.055,000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>106.275.278,000</b>	<b>111.249.562,000</b>	<b>108.475.782,000</b>	<b>104.006.078,000</b>	<b>101.389.263,000</b>	<b>99.207.707,000</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	8.459.618,000	13.309.096,000	20.951.964,000	18.936.310,000	22.144.690,000	21.622.079,000
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	26.775.505,000	31.624.062,000	26.348.821,000	26.921.866,000	31.949.837,000	33.451.684,000
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ			-	-	161.560,000	10.520,000
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	7.410.805,000	2.802.796,000	3.531.287,000	1.065.399,000	2.066.486,000	5.768.701,000
ΆΛΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	4.130.453,000	3.937.696,000	4.535.901,000	5.935.154,000	6.414.123,000	6.370.577,000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>46.776.381,000</b>	<b>51.673.650,000</b>	<b>55.367.973,000</b>	<b>52.858.729,000</b>	<b>62.736.696,000</b>	<b>67.223.561,000</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>153.051.659,000</b>	<b>162.923.212,000</b>	<b>163.843.755,000</b>	<b>156.864.807,000</b>	<b>164.125.959,000</b>	<b>166.431.268,000</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	10.114.360,000	16.041.939,000	18.834.409,000	11.487.556,000	8.748.910,000	14.554.227,000
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	26.788.807,000	13.455.324,000	15.461.195,000	13.901.505,000	25.777.381,000	29.631.400,000
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	-	-	-	-	-	840,000
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	1.108.678,000	969.094,000	1.471.459,000	3.229.881,000	2.253.624,000	1.149.888,000
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.820.999,000	4.536.404,000	7.660.426,000	6.938.857,000	10.261.100,000	7.391.059,000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>40.832.844,000</b>	<b>35.002.761,000</b>	<b>43.427.489,000</b>	<b>35.557.799,000</b>	<b>47.041.015,000</b>	<b>52.727.414,000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>112.218.815,000</b>	<b>127.920.451,000</b>	<b>120.416.266,000</b>	<b>121.307.008,000</b>	<b>117.084.944,000</b>	<b>113.703.854,000</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>						
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>						
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	10.638.612,000	9.742.257,000	9.742.257,000	10.960.040,000	16.097.558,000	16.097.558,000
ΔΙΑΦΟΡΑ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	38.225.445,000	31.960.306,000	31.960.306,000	38.520.304,000	38.061.004,000	35.630.886,000
ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΕΣ ΙΔΙΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	-	-	-	-	-	9.089,00
2.432.318,000	-	-	-	-	-	-
ΆΛΛΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	33.282.916,000	40.349.526,000	41.133.803,000	37.418.728,000	36.142.031,000	36.544.720,000
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	4.228.865,000	4.004.258,000	-	-	-	-
ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ	1.061.889,000	1.061.889,000	-	-	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΙΑΣ</b>	<b>85.005.409,000</b>	<b>87.118.236,000</b>	<b>82.836.366,000</b>	<b>86.899.072,000</b>	<b>90.300.593,000</b>	<b>88.282.253,000</b>
<b>ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8.249,00</b>	<b>467.809,000</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>85.005.409,000</b>	<b>87.118.236,000</b>	<b>82.836.366,000</b>	<b>86.899.072,000</b>	<b>90.308.842,000</b>	<b>88.750.062,000</b>
<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ</b>						

<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	12.000.000,000	25.000.000,000	20.750.000,000	15.750.000,000	9.500.000,000	6.000.000,000
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	9.292.527,000	10.054.045,000	9.496.118,000	12.368.997,000	12.393.876,000	13.721.092,000
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΛΟΓΩ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΗΡΕΣΙΑ	556.188,000	564.641,000	878.315,000	786.610,000	637.418,000	738.885,000
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	5.364.691,000	5.183.529,000	6.455.467,000	5.502.329,000	4.261.306,000	4.511.993,000
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>27.213.406,000</b>	<b>40.802.215,000</b>	<b>37.579.900,000</b>	<b>34.407.936,000</b>	<b>26.792.600,000</b>	<b>24.971.970,000</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>112.218.815,000</b>	<b>127.920.451,000</b>	<b>120.416.266,000</b>	<b>121.307.008,000</b>	<b>117.101.442,000</b>	<b>113.722.032,000</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-  
2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	67,93	65,84	65,89	61,32	58,80
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	0,12	0,12	0,13	0,12	0,15
ΛΟΙΠΑ ΑΎΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,15	0,13	0,17	0,15	0,52
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,09	0,11	0,12	0,19	0,14
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>68,28</b>	<b>66,21</b>	<b>66,30</b>	<b>61,78</b>	<b>59,61</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	8,17	12,79	12,07	13,49	12,99
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	19,41	16,08	17,16	19,47	20,10
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,10	0,01
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	1,72	2,16	0,68	1,26	3,47
ΆΛΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	2,42	2,77	3,78	3,91	3,83
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>31,72</b>	<b>33,79</b>	<b>33,70</b>	<b>38,22</b>	<b>40,39</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	9,85	11,50	7,32	5,33	8,74
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	8,26	9,44	8,86	15,71	17,80
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	0,59	0,90	2,06	1,37	0,69
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2,78	4,68	4,42	6,25	4,44
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>21,48</b>	<b>26,51</b>	<b>22,67</b>	<b>28,66</b>	<b>31,68</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>78,52</b>	<b>73,49</b>	<b>77,33</b>	<b>71,34</b>	<b>68,32</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	5,98	5,95	6,99	9,81	9,67
ΔΙΑΦΟΡΑ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	19,62	19,51	24,56	23,19	21,41
ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΕΣ ΙΔΙΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
ΆΛΛΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	24,77	25,11	23,85	22,02	21,96
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	2,46	0,00	0,00	0,00	0,00
ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ	0,65	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΙΑΣ</b>	<b>53,47</b>	<b>50,56</b>	<b>55,40</b>	<b>55,02</b>	<b>53,04</b>
<b>ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,28</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>53,47</b>	<b>50,56</b>	<b>55,40</b>	<b>55,02</b>	<b>53,33</b>
<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	15,34	12,66	10,04	5,79	3,61
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	6,17	5,80	7,89	7,55	8,24
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΛΟΓΩ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΗΡΕΣΙΑ	0,35	0,54	0,50	0,39	0,44
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3,18	3,94	3,51	2,60	2,71
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>25,04</b>	<b>22,94</b>	<b>21,93</b>	<b>16,32</b>	<b>15,00</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>78,52</b>	<b>73,49</b>	<b>77,33</b>	<b>71,35</b>	<b>68,33</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.3 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	100,00	97,48	93,40	90,94	88,43
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	100,00	100,00	100,00	100,00	125,92
ΛΟΙΠΑ ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	100,00	91,94	111,27	101,97	363,27
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	120,31	123,97	205,57	157,68
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>97,51</b>	<b>93,49</b>	<b>91,14</b>	<b>89,18</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	100,00	157,43	142,28	166,39	162,46
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	83,32	85,13	101,03	105,78
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ				100,00	0,03
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	100,00	125,99	38,01	73,73	205,82
ΆΛΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	100,00	115,19	150,73	162,89	161,78
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>107,15</b>	<b>102,29</b>	<b>121,41</b>	<b>130,09</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,57</b>	<b>96,28</b>	<b>100,74</b>	<b>102,15</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	117,41	71,61	54,54	90,73
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	114,91	103,32	191,58	220,22
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00				100,00
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	100,00	151,84	333,29	232,55	118,66
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	168,87	152,96	226,19	162,93
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>124,07</b>	<b>101,59</b>	<b>134,39</b>	<b>150,64</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>94,13</b>	<b>94,83</b>	<b>91,53</b>	<b>88,89</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	100,00	100,00	112,50	165,23	165,23
ΔΙΑΦΟΡΑ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	100,00	100,00	120,53	119,09	111,48
ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΕΣ ΙΔΙΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ					100,00
ΆΛΛΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	100,00	101,94	92,74	89,57	90,57
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΙΑΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>95,08</b>	<b>99,75</b>	<b>103,65</b>	<b>101,34</b>
<b>ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ</b>				100,00	5671,10
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>95,08</b>	<b>99,75</b>	<b>103,66</b>	<b>101,87</b>
<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	83,00	63,00	38,00	24,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	94,45	123,03	123,27	136,47
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΛΟΓΩ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΗΡΕΣΙΑ	100,00	155,55	139,31	112,89	130,86
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	124,54	106,15	82,21	87,04
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>92,10</b>	<b>84,33</b>	<b>65,66</b>	<b>61,20</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>94,13</b>	<b>94,83</b>	<b>91,54</b>	<b>88,90</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	95.831.927,00	91.145.029,00	93.953.493,00	88.006.162,00	104.962.287,00
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	71.752.048,00	70.914.509,00	75.413.829,00	68.520.479,00	84.984.325,00
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>24.079.879,00</b>	<b>20.230.520,00</b>	<b>18.539.664,00</b>	<b>19.485.683,00</b>	<b>19.977.962,00</b>
ΆΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	4.103.119,00	3.460.624,00	4.449.179,00	3.582.110,00	3.524.252,00
ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	15.165.015,00	14.155.260,00	13.889.894,00	13.795.758,00	14.597.470,00
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	4.260.713,00	3.635.288,00	3.192.904,00	3.098.713,00	3.186.062,00
ΆΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	833.994,00	36.083,00	965.538,00	728.422,00	305.020,00
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ</b>	<b>7.923.276,00</b>	<b>5.864.513,00</b>	<b>4.940.507,00</b>	<b>5.444.900,00</b>	<b>5.413.662,00</b>
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0,00	0,00	0,00	108.710,00	102.045,00
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	195.286,00	188.171,00	141.732,00	126.302,00	80.449,00
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	2.809.039,00	2.539.462,00	2.447.503,00	2.116.069,00	2.238.943,00
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>5.309.523,00</b>	<b>3.513.222,00</b>	<b>2.634.736,00</b>	<b>3.563.843,00</b>	<b>3.357.213,00</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	1.305.265,00	3.110.437,00	6.270.230,00	213.090,00	2.575.171,00
<b>ΚΕΡΔΗ/(ΖΗΜΙΕΣ) ΑΠΟ ΣΥΝΕΧΙΖΟΜΕΝΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>4.004.258,00</b>	<b>402.785,00</b>	<b>-3.635.494,00</b>	<b>3.350.753,00</b>	<b>782.042,00</b>



**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ  
ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	74,87	77,80	80,27	77,86	80,97
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>25,13</b>	<b>22,20</b>	<b>19,73</b>	<b>22,14</b>	<b>19,03</b>
ΑΛΛΑ ΕΣΟΔΑ	4,28	3,80	4,74	4,07	3,36
ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	15,82	15,53	14,78	15,68	13,91
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	4,45	3,99	3,40	3,52	3,04
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	0,87	0,04	1,03	0,83	0,29
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ</b>	<b>8,27</b>	<b>6,43</b>	<b>5,26</b>	<b>6,19</b>	<b>5,16</b>
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0,00	0,00	0,00	0,12	0,10
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΣΟΔΑ	0,20	0,21	0,15	0,14	0,08
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	2,93	2,79	2,61	2,40	2,13
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>5,54</b>	<b>3,85</b>	<b>2,80</b>	<b>4,05</b>	<b>3,20</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	1,36	3,41	6,67	0,24	2,45
<b>ΚΕΡΔΗ/(ΖΗΜΙΕΣ) ΑΠΟ ΣΥΝΕΧΙΖΟΜΕΝΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>4,18</b>	<b>0,44</b>	<b>-3,87</b>	<b>3,81</b>	<b>0,75</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ  
ΤΑΣΗΣ 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>95,11</b>	<b>98,04</b>	<b>91,83</b>	<b>109,53</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	100,00	98,83	105,10	95,50	118,44
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>84,01</b>	<b>76,99</b>	<b>80,92</b>	<b>82,97</b>
ΑΛΛΑ ΕΣΟΔΑ	100,00	84,34	108,43	87,30	85,89
ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	100,00	93,34	91,59	90,97	96,26
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	100,00	85,32	74,94	72,73	74,78
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	100,00	4,33	115,77	87,34	36,57
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ</b>	<b>100,00</b>	<b>74,02</b>	<b>62,35</b>	<b>68,72</b>	<b>68,33</b>
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ				100,00	93,87
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΣΟΔΑ	100,00	96,36	72,58	64,68	41,20
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	100,00	90,40	87,13	75,33	79,70
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>66,17</b>	<b>49,62</b>	<b>67,12</b>	<b>63,23</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	100,00	238,30	480,38	16,33	197,29
<b>ΚΕΡΔΗ/(ΖΗΜΙΕΣ) ΑΠΟ ΣΥΝΕΧΙΖΟΜΕΝΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>10,06</b>	<b>-</b>	<b>83,68</b>	<b>19,53</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2011-2015**

ΔΕΙΚΤΗΣ	ΤΥΠΟΣ	ΜΟΝΑΔΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής αποδοτικότητας	Συνολικά κέρδη/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	%	6,60	4,72	4,09	4,57	4,69
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων	Καθαρά κέρδη/Ίδια κεφάλαια	%	2,21	1,41	1,09	1,49	1,45
Μικτού κέρδους	Μικτά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	25,13	22,20	19,73	22,14	19,03
Καθαρού κέρδους	Καθαρά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	5,54	3,85	2,80	4,05	3,20
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας	Καθαρές πωλήσεις/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	Φορές	0,78	0,74	0,78	0,74	0,91
Κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,88	0,83	0,88	0,86	1,05
Κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	1,95	1,70	1,74	1,52	1,62
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	Καθαρές πωλήσεις / Αποθέματα	Φορές	7,20	4,35	4,96	3,97	4,85
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	Καθαρές πωλήσεις με πίστωση / Πελάτες	Φορές	2,97	4,20	4,01	3,24	3,01
Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθεσίμων	Καθαρές πωλήσεις / Διαθέσιμα	Φορές	34,19	25,81	88,19	42,59	18,20
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Μέσης διάρκειας επένδυσης σε αποθέματα	Αποθέματα x 365 / Καθαρές πωλήσεις	Ημέρες	50,69	83,90	73,57	91,84	75,19
Μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων	Απαιτήσεις x 365 / Καθαρές πωλήσεις με πίστωση	Ημέρες	120,45	105,52	104,59	132,51	116,33
Μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων	Προμηθευτές x 365 / Αγορές με πίστωση	Ημέρες	81,60	96,94	55,60	46,60	62,51
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>							
Τρέχουσας ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	1,48	1,27	1,49	1,33	1,27
Άμεσης ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό - Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	1,10	0,79	0,95	0,86	0,86
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ</b>							
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα κεφάλαια / Ίδια κεφάλαια	%	87,01	97,79	80,51	81,76	88,01
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Απασχοληθέντα κεφάλαια	%	31,90	31,21	28,36	22,88	21,96
ΔΕΙΚΤΗΣ	ΤΥΠΟΣ	ΜΟΝΑΔΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Κάλυψης τόκων	Συνολικά κέρδη / Χρηματοπιστωτικά έξοδα	Φορές	2,82	2,31	2,02	2,57	2,42
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b>							
Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	2,15	1,96	1,97	1,62	1,48
Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Σύνολο ενεργητικού	Φορές	0,68	0,66	0,66	0,62	0,60
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>							
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Απασχοληθέντα κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	1,46	1,51	1,51	1,62	1,68
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια	Ίδια κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,78	0,76	0,84	0,89	0,89
Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Καθαρό κεφάλαιο κίνησης / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	0,32	0,22	0,33	0,25	0,22

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.8 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2011-2012**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	30.145,00	0,16%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>30.145,00</b>	<b>0,16%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	7.642.868,00	40,49%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	728.491,00	3,86%
ΆΛΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	598.205,00	3,17%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>8.969.564,00</b>	<b>47,52%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	4004258	21,22%
ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ	1.061.889,00	5,63%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>5.066.147,00</b>	<b>26,84%</b>
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	4.250.000,00	22,52%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	557.927,00	2,96%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>4.807.927,00</b>	<b>25,47%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>18.873.783,00</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΆΛΛΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	784.277,00	4,16%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>784.277,00</b>	<b>4,16%</b>
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΛΟΓΩ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΗΡΕΣΙΑ	313.674,00	1,66%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.271.938,00	6,74%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1585612</b>	<b>8,40%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.792.470,00	14,80%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.005.871,00	10,63%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	502.365,00	2,66%
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3.124.022,00	16,55%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>8424728</b>	<b>44,64%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	2.784.818,00	14,75%
ΛΟΙΠΑ ΑΨΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	19.107,00	0,10%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>2.803.925,00</b>	<b>14,86%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	5.275.241,00	27,95%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>5.275.241,00</b>	<b>27,95%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>18.873.783,00</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.9 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2012-2013**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΛΟΙΠΑ ΑΨΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	45.815,000	0,21%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	5.427,000	0,03%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>51.242,000</b>	<b>0,24%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	573.045,000	2,68%
ΑΛΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.399.253,000	6,54%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>1.972.298,000</b>	<b>9,21%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	7.346.853,000	34,31%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.559.690,000	7,28%
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	721.569,000	3,37%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>9.628.112,000</b>	<b>44,97%</b>
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	5.000.000,000	23,35%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΛΟΓΩ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΗΡΕΣΙΑ	91.705,000	0,43%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	953.138,000	4,45%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>6.044.843,000</b>	<b>28,23%</b>
ΑΛΛΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	3.715.075,000	17,35%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>3.715.075,000</b>	<b>17,35%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>21.411.570,00</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	1.758.422,000	8,21%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1.758.422,000</b>	<b>8,21%</b>
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.872.879,000	13,42%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>2.872.879,000</b>	<b>13,42%</b>
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	1.217.783,000	5,69%
ΔΙΑΦΟΡΑ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	6.559.998,000	30,64%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>7.777.781,000</b>	<b>36,33%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	4.520.946,000	21,11%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>4.520.946,000</b>	<b>21,11%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	2.015.654,000	9,41%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	2.465.888,000	11,52%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>4.481.542,000</b>	<b>20,93%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>21.411.570,00</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.10 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2013-2014**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	121.122,00	0,52%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>121.122,00</b>	<b>0,52%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	3.208.380,00	13,89%
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	5.027.971,00	21,78%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	161.560,00	0,70%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	1.001.087,00	4,34%
ΆΛΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	478.969,00	2,07%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>9.877.967,00</b>	<b>42,78%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΔΙΑΦΟΡΑ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	459.300,00	1,99%
ΆΛΛΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	1.276.697,00	5,53%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>1.735.997,00</b>	<b>7,52%</b>
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	6.250.000,00	27,07%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΛΟΓΩ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΗΡΕΣΙΑ	149.192,00	0,65%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.241.023,00	5,37%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>7.640.215,00</b>	<b>33,09%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.738.646,00	11,86%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	976.257,00	4,23%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>3.714.903,00</b>	<b>16,09%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>23.090.204,00</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	5.137.518,00	22,23%
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	8.249,00	0,04%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>5.145.767,00</b>	<b>22,27%</b>
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	24.879,00	0,11%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>24.879,00</b>	<b>0,11%</b>
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	11.875.876,00	51,40%
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3.322.243,00	14,38%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>15.198.119,00</b>	<b>65,77%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	2.715.893,00	11,75%
ΛΟΙΠΑ ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	22.044,00	0,10%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>2.737.937,00</b>	<b>11,85%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>23.106.702,00</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.11 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΛΟΥΛΗΣ Α.Ε 2014-2015**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	51.128,00	0,32%
ΛΟΙΠΑ ΑΨΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	619.435,00	3,93%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>670.563,00</b>	<b>4,25%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.501.847,00	9,52%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	3.702.215,00	23,46%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>5.204.062,00</b>	<b>32,98%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΔΙΑΦΟΡΑ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	2.430.118,00	15,40%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>2.430.118,00</b>	<b>15,40%</b>
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3.500.000,00	22,18%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>3.500.000,00</b>	<b>22,18%</b>
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ	1.103.736,00	7,00%
ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.870.041,00	18,19%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>3.973.777,00</b>	<b>25,18%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>15.778.520,00</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΕΣ ΙΔΙΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	9.089,00	0,06%
ΆΛΛΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	402.689,00	2,55%
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	459.560,00	2,91%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>871.338,00</b>	<b>5,52%</b>
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.327.216,00	8,41%
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΛΟΓΩ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΥΠΗΡΕΣΙΑ	101.467,00	0,64%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	250.687,00	1,59%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1.679.370,00</b>	<b>10,64%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	5.805.317,00	36,79%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3.854.019,00	24,42%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	840,00	0,01%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>9.660.176,00</b>	<b>61,22%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	2.781.047,00	17,62%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	71.072,00	0,45%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>2.852.119,00</b>	<b>18,07%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	522.611,00	3,31%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	151.040,00	0,96%
ΆΛΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	43.546,00	0,28%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>717.197,00</b>	<b>4,54%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>15.780.200,00</b>	<b>100,00%</b>

**ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ ΑΒ.Ε.Ε.**



**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.12 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε 2010-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	13.330.607,15	13.004.120,81	12.635.180,05	12.640.911,66	12.401.939,50	11.973.435,23
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	0,00	0,00	0,00		379.900,00	372.600,00
ΑΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	112.605,77	93.961,67	70.857,16	0,00	63.819,00	52.671,05
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	0,00	0,00	0,00	57.010,41	0,00	0,00
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	6.926,31	843,94	843,94	2.398,94	7.198,48	7.198,48
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>13.450.139,23</b>	<b>13.098.926,42</b>	<b>12.706.881,15</b>	<b>12.700.321,01</b>	<b>12.852.856,98</b>	<b>12.405.904,76</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	6.005.808,40	6.270.258,84	6.108.799,28	7.258.591,68	8.042.565,27	6.779.226,55
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	12.122.445,13	9.879.580,92	13.442.402,58	13.530.828,22	14.676.835,87	12.282.966,13
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	726,34	726,34	0,00	0,00	0,00	0,00
ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΚΑΧ	0,00	0,00	0,00	11.673,30	3.797,90	64,82
ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	7.483.100,17	9.766.048,10	1.898.750,21	604.532,68	1.138.967,05	4.261.754,60
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>25.612.080,04</b>	<b>25.916.614,20</b>	<b>21.449.952,07</b>	<b>21.405.625,88</b>	<b>23.862.166,09</b>	<b>23.324.012,10</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>39.062.219,27</b>	<b>39.015.540,62</b>	<b>34.156.833,22</b>	<b>34.105.946,89</b>	<b>36.715.023,07</b>	<b>35.729.916,86</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.462.930,07	1.314.259,43	1.662.295,22	1.835.833,54	1.805.771,33	1.993.102,30
ΤΡΕΧΩΝ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	46.865,88	91.104,11	278.185,09	680.892,92	696.351,98	509.590,14
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	8.769.508,68	15.590.466,06	9.148.420,68	4.011.254,15	8.532.688,83	9.261.949,73
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>10.279.304,63</b>	<b>16.995.829,60</b>	<b>11.088.900,99</b>	<b>6.527.980,61</b>	<b>11.034.812,14</b>	<b>11.764.642,17</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>28.782.914,64</b>	<b>22.019.711,02</b>	<b>23.067.932,23</b>	<b>27.577.966,28</b>	<b>25.680.210,93</b>	<b>23.965.274,69</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>						
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>						
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00	5.360.000,00
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	3.114.046,88	2.810.134,88	1.695.790,88	1.695.790,88	1.774,72	1.774,72
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	3.179.182,44	3.243.407,45	4.350.156,65	4.567.566,27	4.290.894,35	4.401.056,67
ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	4.402.635,91	5.447.110,06	5.467.291,77	6.479.584,19	6.875.004,63	7.258.576,64
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>16.055.865,23</b>	<b>16.860.652,39</b>	<b>16.873.239,30</b>	<b>18.102.941,34</b>	<b>16.527.673,70</b>	<b>17.021.408,03</b>

<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ	6.110.000,00	625.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	2.195.000,00	333.428,57	2.111.142,85	5.000.000,00	4.874.999,99	2.583.333,31
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	1.574.300,70	1.589.515,86	1.568.245,86	2.046.145,69	1.903.676,81	2.063.632,36
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΕ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	44.929,53	43.847,23	48.003,79	54.097,56	73.692,68	77.671,88
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ)	2.516.141,59	2.449.358,43	2.467.300,43	2.374.781,69	2.300.168,65	2.219.229,11
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	286.677,59	117.908,54	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΜΩΝ</b>	<b>12.727.049,41</b>	<b>5.159.058,63</b>	<b>6.194.692,93</b>	<b>9.475.024,94</b>	<b>9.152.538,13</b>	<b>6.943.866,66</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>28.782.914,64</b>	<b>22.019.711,02</b>	<b>23.067.932,23</b>	<b>27.577.966,28</b>	<b>25.680.211,83</b>	<b>23.965.274,69</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.13 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ  
ΜΕΓΕΘΟΥΣ**

<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	33,33	36,99	37,06	33,78	33,51
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	-	-	-	1,03	1,04
ΑΨΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,24	0,21	-	0,17	0,15
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	-	-	0,17	-	-
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,01	0,02	0,02
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>33,57</b>	<b>37,20</b>	<b>37,24</b>	<b>35,01</b>	<b>34,72</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	16,07	17,88	21,28	21,91	18,97
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	25,32	39,35	39,67	39,98	34,38
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,00	-	-	-	-
ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΚΑΧ	-	-	0,03	0,01	0,00
ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	25,03	5,56	1,77	3,10	11,93
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>66,43</b>	<b>62,80</b>	<b>62,76</b>	<b>64,99</b>	<b>65,28</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3,37	4,87	5,38	4,92	5,58
ΤΡΕΧΩΝ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	0,23	0,81	2,00	1,90	1,43
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	39,96	26,78	11,76	23,24	25,92
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>43,56</b>	<b>32,46</b>	<b>19,14</b>	<b>30,06</b>	<b>32,93</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>56,44</b>	<b>67,54</b>	<b>80,86</b>	<b>69,94</b>	<b>67,07</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	13,74	15,69	15,72	14,60	15,00
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	7,20	4,96	4,97	0,00	0,00
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	8,31	12,74	13,39	11,69	12,32
ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	13,96	16,01	19,00	18,73	20,32
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>43,22</b>	<b>49,40</b>	<b>53,08</b>	<b>45,02</b>	<b>47,64</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ	1,60	-	-	-	-
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	0,85	6,18	14,66	13,28	7,23
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	4,07	4,59	6,00	5,19	5,78
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΕ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	0,11	0,14	0,16	0,20	0,22
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ)	6,28	7,22	6,96	6,26	6,21
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0,30	-	-	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>13,22</b>	<b>18,14</b>	<b>27,78</b>	<b>24,93</b>	<b>19,43</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>56,44</b>	<b>67,54</b>	<b>80,86</b>	<b>69,94</b>	<b>67,07</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.14 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ  
ΤΑΣΗΣ**

	<b>ΧΡΗΣΕΙΣ</b>				
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	100,00	97,16	97,21	95,37	92,07
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	100,00			100,00	98,08
ΑΫΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	100,00	75,41	-	67,92	56,06
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	100,00		100,00		
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0	0	100	200	200
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>97,01</b>	<b>96,96</b>	<b>98,12</b>	<b>94,71</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	100,00	97,42	115,76	128,27	108,12
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	136,06	136,96	148,56	124,33
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	100,00	-	-	-	-
ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΚΑΧ	-	-	100,00	32,53	0,56
ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	100,00	19,44	6,19	11,66	43,64
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>82,77</b>	<b>82,59</b>	<b>92,07</b>	<b>90,00</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>87,55</b>	<b>87,42</b>	<b>94,10</b>	<b>91,58</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	126,48	139,69	137,40	151,65
ΤΡΕΧΩΝ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	100,00	305,35	747,38	764,35	559,35
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	100,00	58,68	25,73	54,73	59,41
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>65,24</b>	<b>38,41</b>	<b>64,93</b>	<b>69,22</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>104,76</b>	<b>125,24</b>	<b>116,62</b>	<b>108,84</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	100,00	60,35	60,35	0,06	0,06
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	100,00	134,12	140,83	132,30	135,69
ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	100,00	100,37	118,95	126,21	133,26
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,07</b>	<b>107,37</b>	<b>98,03</b>	<b>100,95</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ	100,00	-	-	-	-
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	100,00	633,16	1.499,57	1.462,08	774,78
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	100,00	98,66	128,73	119,76	129,83
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΕ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	100,00	109,48	123,38	168,07	177,14
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ)	100,00	100,73	96,96	93,91	90,60
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	-	-	-	-
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΜΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>120,07</b>	<b>183,66</b>	<b>177,41</b>	<b>134,60</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>104,76</b>	<b>125,24</b>	<b>116,62</b>	<b>108,84</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.15 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015**

<b>ΧΡΗΣΕΙΣ</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ</b>	<b>30.511.733,85</b>	<b>33.379.921,57</b>	<b>34.704.464,74</b>	<b>35.865.361,60</b>	<b>34.008.237,38</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	24.079.185,30	26.183.008,13	26.076.129,63	26.556.606,54	26.008.110,76
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>6.432.548,55</b>	<b>7.196.913,44</b>	<b>8.628.335,11</b>	<b>9.308.755,06</b>	<b>8.000.126,62</b>
ΑΛΛΑ ΕΣΟΔΑ	117.605,06	167.595,53	157.587,97	96.928,86	164.825,34
ΕΞΟΔΑ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	3.667.764,53	3.929.672,15	4.322.228,45	5.020.254,65	4.667.590,57
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	882.472,25	1.186.455,47	1.381.798,80	1.339.131,71	1.452.489,17
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	282.632,86	241.218,85	114.692,54	147.843,09	65.475,11
<b>ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ</b>	<b>1.717.283,97</b>	<b>2.007.162,50</b>	<b>2.967.203,29</b>	<b>2.898.454,47</b>	<b>1.979.397,11</b>
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ	469.188,39	621.105,51	578.708,50	520.457,64	658.372,46
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1.248.095,58</b>	<b>1.386.056,99</b>	<b>2.388.494,79</b>	<b>2.377.996,83</b>	<b>1.321.024,65</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	139.396,43	259.126,09	1.158.792,75	836.275,61	626.290,32
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1.108.699,15</b>	<b>1.126.930,90</b>	<b>1.229.702,04</b>	<b>1.541.721,22</b>	<b>694.734,33</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.16 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015 ΜΕ  
ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ**

<b>ΧΡΗΣΕΙΣ</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	78,92	78,44	75,14	74,05	76,48
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>21,08</b>	<b>21,56</b>	<b>24,86</b>	<b>25,95</b>	<b>23,52</b>
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	0,39	0,50	0,45	0,27	0,48
ΕΞΟΔΑ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	12,02	11,77	12,45	14,00	13,72
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	2,89	3,55	3,98	3,73	4,27
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	0,93	0,72	0,33	0,41	0,19
<b>ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ</b>	<b>5,63</b>	<b>6,01</b>	<b>8,55</b>	<b>8,08</b>	<b>5,82</b>
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ	1,54	1,86	1,67	1,45	1,94
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>4,09</b>	<b>4,15</b>	<b>6,88</b>	<b>6,63</b>	<b>3,88</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	0,46	0,78	3,34	2,33	1,84
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΕΙΡΟΔΟΥ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>3,63</b>	<b>3,38</b>	<b>3,54</b>	<b>4,30</b>	<b>2,04</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.17 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β..Ε.Ε 2011-2015 ΜΕ  
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ**

<b>ΧΡΗΣΕΙΣ</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>109,40</b>	<b>113,74</b>	<b>117,55</b>	<b>111,46</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	100,00	108,74	108,29	110,29	108,01
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>111,88</b>	<b>134,14</b>	<b>144,71</b>	<b>124,37</b>
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	100,00	142,51	134,00	82,42	140,15
ΕΞΟΔΑ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	100,00	107,14	117,84	136,88	127,26
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	100,00	134,45	156,58	151,75	164,59
ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ	100,00	85,35	40,58	52,31	23,17
<b>ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>116,88</b>	<b>172,78</b>	<b>168,78</b>	<b>115,26</b>
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ	100,00	132,38	123,34	110,93	140,32
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>111,05</b>	<b>191,37</b>	<b>190,53</b>	<b>105,84</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	100,00	185,89	831,29	599,93	449,29
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΕΙΡΟΔΟΥ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>101,64</b>	<b>110,91</b>	<b>139,06</b>	<b>62,66</b>

\*Η έλλειψη αριθμού δηλώνει αρνητική τιμή

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.18 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε 2011-2015

ΔΕΙΚΤΗΣ	ΤΥΠΟΣ	ΜΟΝΑΔΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής αποδοτικότητας	Συνολικά κέρδη/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	%	6,76	8,90	11,72	10,88	7,97
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων	Καθαρά κέρδη/Ίδια κεφάλαια	%	7,58	8,22	13,66	13,73	7,88
Μικτού κέρδους	Μικτά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	21,08	21,56	24,86	25,95	23,52
Καθαρού κέρδους	Καθαρά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	4,09	4,15	6,88	6,63	3,88
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας	Καθαρές πωλήσεις/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	Φορές	1,20	1,48	1,37	1,35	1,37
Κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Πάγιο ενεργητικό	Φορές	2,30	2,59	2,73	2,81	2,69
Κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	1,18	1,41	1,62	1,58	1,44
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	Καθαρές πωλήσεις / Αποθέματα	Φορές	4,97	5,39	5,19	4,69	4,59
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	Καθαρές πωλήσεις με πίστωση / Πελάτες	Φορές	2,77	2,86	2,57	2,54	2,52
Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθεσίμων	Καθαρές πωλήσεις / Διαθέσιμα	Φορές	3,54	5,72	27,73	41,14	12,59
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Μέσης διάρκειας επένδυσης σε αποθέματα	Αποθέματα x 365 / Καθαρές πωλήσεις	Ημέρες	75,01	66,80	76,34	81,85	72,76
Μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων	Απαιτήσεις x 365 / Καθαρές πωλήσεις με πίστωση	Ημέρες	118,19	146,99	142,31	149,37	131,83
Μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων	Προμηθευτές x 365 / Αγορές με πίστωση	Ημέρες	19,92	23,17	25,70	24,82	27,97
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>							
Τρέχουσας ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	1,52	1,93	3,28	2,16	1,98
Άμεσης ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό - Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	1,16	1,38	2,17	1,43	1,41
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ</b>							
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα κεφάλαια / Ίδια κεφάλαια	%	131,40	102,43	88,40	122,14	109,91
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Απασχοληθέντα κεφάλαια	%	23,43	26,85	34,36	35,64	28,97
Κάλυψης τόκων	Συνολικά κέρδη / Χρηματοπιστωτικά έξοδα	Φορές	3,66	3,23	5,13	5,57	3,01
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b>							
Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	0,51	0,59	0,59	0,54	0,53
Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Σύνολο ενεργητικού	Φορές	0,34	0,37	0,37	0,35	0,35
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>							
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Απασχοληθέντα κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	1,68	1,82	2,17	2,00	1,93
ΔΕΙΚΤΗΣ	ΤΥΠΟΣ	ΜΟΝΑΔΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια	Ίδια κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	1,29	1,33	1,43	1,29	1,37
Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Καθαρό κεφάλαιο κίνησης / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	0,34	0,48	0,70	0,54	0,50



**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.19 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2011-2012**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	3.562.821,66	29,98%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>3.562.822,66</b>	<b>29,98%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	1.114.344,00	9,38%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>1.114.345,00</b>	<b>9,38%</b>
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ	625.000,00	5,26%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	21.270,00	0,18%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	117.908,54	0,99%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>764.178,54</b>	<b>6,43%</b>
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	6.442.045,38	54,21%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>6.442.046,38</b>	<b>54,21%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>11.883.392,58</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	1.106.749,20	9,31%
ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	20.181,71	0,17%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>1.126.930,91</b>	<b>9,48%</b>
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	1.777.714,28	14,96%
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΕ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	4.156,56	0,03%
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ)	17.942,00	0,15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1.799.812,84</b>	<b>15,15%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	348.035,79	2,93%
ΤΡΕΧΩΝ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	187.080,98	1,57%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>535.116,77</b>	<b>4,50%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	368.940,76	3,10%
ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	23.104,51	0,19%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>392.045,27</b>	<b>3,30%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	161.459,56	1,36%
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	726,34	0,01%
ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	7.867.297,89	66,20%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>8.029.483,79</b>	<b>67,57%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>11.883.389,58</b>	<b>100,00%</b>

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.20 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2012-2013

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	5.731,61	0,09%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	57.010,41	0,87%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.555,00	0,02%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>64.297,02</b>	<b>0,98%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	1.149.792,40	17,57%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	88.425,64	1,35%
ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΚΑΧ	11.673,30	0,18%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>1.249.891,34</b>	<b>19,10%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ)	92.518,74	1,41%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>92.518,74</b>	<b>1,41%</b>
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	5.137.166,53	78,50%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>5.137.166,53</b>	<b>78,50%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>6.543.873,63</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	217.409,62	3,32%
ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	1.012.292,42	15,47%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>1.229.702,04</b>	<b>18,79%</b>
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	2.888.857,15	44,15%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	477.899,83	7,30%
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΕ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	6.093,77	0,09%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>3.372.850,75</b>	<b>51,54%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	173.538,32	2,65%
ΤΡΕΧΩΝ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	402.707,83	6,15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>576.246,15</b>	<b>8,81%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΑΨΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	70.857,16	1,08%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</b>	<b>70.857,16</b>	<b>1,08%</b>
ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	1.294.217,53	19,78%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ</b>	<b>1.294.217,53</b>	<b>19,78%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>6.543.873,63</b>	<b>100,00%</b>

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.21 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2013-2014

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	379.900,00	7,23%
ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	63.819,00	1,21%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	4.799,54	0,09%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>448.518,54</b>	<b>8,53%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	783.973,59	14,92%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.146.007,65	21,80%
ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	534.434,37	10,17%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>2.464.415,61</b>	<b>46,89%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	1.694.016,16	32,23%
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	276.671,92	5,26%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>1.970.688,08</b>	<b>37,50%</b>
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	125.000,01	2,38%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	142.468,88	2,71%
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ)	74.613,04	1,42%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>342.081,93</b>	<b>6,51%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	30.062,21	0,57%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>30.062,21</b>	<b>0,57%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>5.255.766,37</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	395.420,44	7,52%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>395.420,44</b>	<b>7,52%</b>
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΕ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	19.595,12	0,37%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>19.595,12</b>	<b>0,37%</b>
ΤΡΕΧΩΝ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	15.459,06	0,29%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	4.521.434,68	86,03%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>4.536.893,74</b>	<b>86,32%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	238.972,16	4,55%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	57.010,41	1,08%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>295.982,57</b>	<b>5,63%</b>
ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΚΑΧ	7.875,40	0,15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>7.875,40</b>	<b>0,15%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>5.255.767,27</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.22 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΕΠΕΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. 2014-2015**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΤΑΜΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	3.122.787,55	54,96%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>3.122.787,55</b>	<b>54,96%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	2.291.666,68	40,33%
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ)	80.939,54	1,42%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>2.372.606,22</b>	<b>41,76%</b>
ΤΡΕΧΩΝ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	186.761,84	3,29%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>186.761,84</b>	<b>3,29%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>5.682.155,61</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	110.162,32	1,94%
ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	383.572,01	6,75%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>493.734,33</b>	<b>8,69%</b>
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	159.955,55	2,82%
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΕ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	3.979,20	0,07%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>163.934,75</b>	<b>2,89%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	187.330,97	3,30%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	729.260,90	12,83%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>916.591,87</b>	<b>16,13%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	428.504,27	7,54%
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	7.300,00	0,13%
ΑΨΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	11.147,95	0,20%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>446.952,22</b>	<b>7,87%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	1.263.338,72	22,23%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	2.393.869,74	42,13%
ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΚΑΧ	3.733,08	0,07%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>3.660.941,54</b>	<b>64,43%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>5.682.154,71</b>	<b>100,00%</b>

**ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε**

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.23 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε 2010-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	5.901.497,32	7.924.015,28	8.515.942,36	9.941.686,34	10.020.049,28	10.045.791,00
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	50.434.577,02	50.110.993,62	778.155,57	766.460,25	754.768,06	752.869,80
ΆΛΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	36.164,30	32.088,80	28.117,43	74.218,21	60.086,82	602.344,56
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΓΓΕΝΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	83.789,74	77.986,74	31.655,31	37.092,39	37.964,39	40.963,14
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>56.456.028,38</b>	<b>58.145.084,44</b>	<b>9.353.870,67</b>	<b>10.819.457,19</b>	<b>10.872.868,55</b>	<b>11.441.968,50</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	3.184.028,74	1.717.609,95	3.354.129,61	4.493.688,71	3.632.253,00	3.564.422,65
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	6.337.749,55	9.685.170,92	7.022.473,58	5.639.595,87	5.557.180,21	5.013.312,23
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.958.495,60	1.485.211,64	1.764.990,63	396.684,45	315.005,78	606.927,41
ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	4.578,33	3.781,86	470,96	470,96	470,96	470,96
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	597.831,26	1.093.854,60	231.886,42	394.873,37	248.104,78	304.745,39
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>12.082.683,48</b>	<b>13.985.628,97</b>	<b>12.373.951,20</b>	<b>10.925.313,36</b>	<b>9.753.014,73</b>	<b>9.489.878,64</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>68.538.711,86</b>	<b>72.130.713,41</b>	<b>21.727.821,87</b>	<b>21.744.770,55</b>	<b>20.625.883,28</b>	<b>20.931.847,14</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	7.039.971,34	5.321.759,81	4.269.893,35	4.350.899,13	4.126.591,40	4.606.891,49
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	2.458.987,88	2.228.057,51	184.082,64	117.371,54	56.875,91	93.571,82
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	8.718.254,63	11.657.783,17	10.746.834,84	10.794.108,21	10.840.289,69	11.330.931,88
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>18.217.213,85</b>	<b>19.207.600,49</b>	<b>15.200.810,83</b>	<b>15.262.378,88</b>	<b>15.023.757,00</b>	<b>16.031.395,19</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>50.321.498,01</b>	<b>52.923.112,92</b>	<b>6.527.011,04</b>	<b>6.482.391,67</b>	<b>5.602.126,28</b>	<b>4.900.451,95</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>						
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>						
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	4.917.974,84	4.917.974,84	2.090.725,00	2.090.725,00	2.090.725,00	2.090.725,00
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01	1.567.222,01
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	1.058.525,74	1.058.525,74	730.845,70	730.845,70	2.497.605,70	2.497.605,70
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	2.630.223,01	6.244.894,32	1.124.600,59	1.016.672,45	-1.414.952,15	-2.164.110,98
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	1.719.406,85	1.332.704,64	38.807,07	43.371,33	45.161,71	74.683,06
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>11.893.352,45</b>	<b>15.121.321,55</b>	<b>5.552.200,37</b>	<b>5.448.836,49</b>	<b>4.785.762,27</b>	<b>4.066.124,79</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	33.690.289,14	33.658.213,87	0,00	0,00	0,00	0,00
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	50.986,49	61.806,43	143.433,70	159.385,60	174.592,27	173.180,67
ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	192.000,00	22.000,00	22.000,00	39.817,57	22.000,00	22.000,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	2.200.338,44	1.877.874,43	40.601,78	99.545,58	-79.809,88	-26.466,37
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	921.331,20	774.675,39	740.394,96	706.426,20	672.457,44	638.488,68
ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.373.200,29	1.407.221,25	28.380,23	28.380,23	27.124,18	27.124,18
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΜΩΝ</b>	<b>38.428.145,56</b>	<b>37.801.791,37</b>	<b>974.810,67</b>	<b>1.033.555,18</b>	<b>816.364,01</b>	<b>834.327,16</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>50.321.498,01</b>	<b>52.923.112,92</b>	<b>6.527.011,04</b>	<b>6.482.391,67</b>	<b>5.602.126,28</b>	<b>4.900.451,95</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.24 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ  
ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ			
	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	39,19	45,72	48,58	47,99
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	3,58	3,52	3,66	3,60
ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,13	0,34	0,29	2,88
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΓΓΕΝΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,15	0,17	0,18	0,20
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>43,05</b>	<b>49,76</b>	<b>52,71</b>	<b>54,66</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	15,44	20,67	17,61	17,03
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	32,32	25,94	26,94	23,95
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	8,12	1,82	1,53	2,90
ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,00	0,00	0,00	0,00
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	1,07	1,82	1,20	1,46
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>56,95</b>	<b>50,24</b>	<b>47,29</b>	<b>45,34</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	19,65	20,01	20,01	22,01
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	0,85	0,54	0,28	0,45
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	49,46	49,64	52,56	54,13
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>69,96</b>	<b>70,19</b>	<b>72,84</b>	<b>76,59</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>30,04</b>	<b>29,81</b>	<b>27,16</b>	<b>23,41</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	9,62	9,61	10,14	9,99
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	7,21	7,21	7,60	7,49
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	3,36	3,36	12,11	11,93
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	5,18	4,68	-6,86	-10,34
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	0,18	0,20	0,22	0,36
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>25,55</b>	<b>25,06</b>	<b>23,20</b>	<b>19,43</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	0,00	0,00	0,00	0,00
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	0,66	0,73	0,85	0,83
ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	0,10	0,18	0,11	0,11
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	0,19	0,46	-0,39	-0,13
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	3,41	3,25	3,26	3,05
ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0,13	0,13	0,13	0,13
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΜΩΝ</b>	<b>4,49</b>	<b>4,75</b>	<b>3,96</b>	<b>3,99</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>30,04</b>	<b>29,81</b>	<b>27,16</b>	<b>23,41</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.25 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ  
ΤΑΣΗΣ 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ			
	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	100,00	116,74	117,66	117,96
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	100,00	98,50	96,99	96,75
ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	100,00	263,96	213,70	2.142,25
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΓΓΕΝΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	0,00	0,00	0,00	0,00
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	117,18	119,93	129,40
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>115,67</b>	<b>116,24</b>	<b>122,32</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	100,00	133,97	108,29	106,27
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	80,31	79,13	71,39
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	22,48	17,85	34,39
ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	100,00	100,00	100,00	100,00
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	100,00	170,29	106,99	131,42
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>88,29</b>	<b>78,82</b>	<b>76,69</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,08</b>	<b>94,93</b>	<b>96,34</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	101,90	96,64	107,89
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	100,00	63,76	30,90	50,83
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	100,00	100,44	100,87	105,44
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,41</b>	<b>98,84</b>	<b>105,46</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>99,32</b>	<b>85,83</b>	<b>75,08</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>				
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>				
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	100,00	100,00	100,00	100,00
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	100,00	100,00	100,00	100,00
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	100,00	100,00	341,74	341,74
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	100,00	90,40	*	*
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	100,00	111,76	116,37	192,45
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>98,14</b>	<b>86,20</b>	<b>73,23</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>				
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	100,00	0,00	0,00	0,00
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	100,00	111,12	121,72	120,74
ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	100,00	180,99	100,00	100,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	100,00	245,18	*	*
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	100,00	95,41	90,82	86,24
ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	100,00	95,57	95,57
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΜΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>106,03</b>	<b>83,75</b>	<b>85,59</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>99,32</b>	<b>85,83</b>	<b>75,08</b>

\*Η έλλειψη αριθμού δηλώνει αρνητική τιμή



**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.26 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε**  
**2011-2015**

	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΕΣΟΔΑ ΠΩΛΗΣΕΩΝ</b>	<b>30.211.913,08</b>	<b>20.759.902,87</b>	<b>21.995.007,69</b>	<b>19.206.073,36</b>	<b>16.215.809,55</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	22.952.338,27	18.094.984,58	19.408.236,55	17.360.083,24	14.222.768,58
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>7.259.574,81</b>	<b>2.664.918,29</b>	<b>2.586.771,14</b>	<b>1.845.990,12</b>	<b>1.993.040,97</b>
ΑΛΛΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ	2.244.817,32	761.329,37	989.521,26	979.971,42	918.233,28
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	719.530,39	436.885,28	447.773,83	490.145,67	519.557,57
ΕΞΟΔΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ	1.946.578,77	1.796.810,12	2.337.487,01	2.359.696,38	2.203.602,94
ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	0,00	54.049,74	15.986,63	18.045,27	2.629,84
ΑΛΛΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	355.063,36	140.594,63	45.369,71	104.127,42	143.216,91
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>6.483.219,61</b>	<b>997.907,89</b>	<b>729.675,22</b>	<b>-146.053,20</b>	<b>42.266,99</b>
ΚΕΡΔΗ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ	-531,77	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	2.145.620,75	669.773,38	726.536,29	693.413,47	710.985,96
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>4.337.067,09</b>	<b>328.134,51</b>	<b>3.138,93</b>	<b>-839.466,67</b>	<b>-668.718,97</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	1.255.829,29	-31.227,85	98.235,38	-178.585,07	52.640,26
<b>ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>3.081.237,80</b>	<b>359.362,36</b>	<b>-95.096,45</b>	<b>-660.881,60</b>	<b>-721.359,23</b>

Αρνητική τιμή στο φόρο εισοδήματος δηλώνει επιστροφή φόρου

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.27 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.  
ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015**

	ΧΡΗΣΕΙΣ			
	2012	2013	2014	2015
<b>ΕΣΟΔΑ ΠΩΛΗΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	87,16	88,24	90,39	87,71
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>12,84</b>	<b>11,76</b>	<b>9,61</b>	<b>12,29</b>
ΆΛΛΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ	3,67	4,50	5,10	5,66
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	2,10	2,04	2,55	3,20
ΕΞΟΔΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ	8,66	10,63	12,29	13,59
ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	0,26	0,07	0,09	0,02
ΆΛΛΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	0,68	0,21	0,54	0,88
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>4,81</b>	<b>3,32</b>	<b>-0,76</b>	<b>0,26</b>
ΚΕΡΔΗ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	3,23	3,30	3,61	4,38
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1,58</b>	<b>0,01</b>	<b>-4,37</b>	<b>-4,12</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	-0,15	0,45	-0,93	0,32
<b>ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>1,73</b>	<b>-0,43</b>	<b>-3,44</b>	<b>-4,45</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.28 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.  
ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ 2011-2015**

	ΧΡΗΣΕΙΣ			
	2012	2013	2014	2015
<b>ΕΣΟΔΑ ΠΩΛΗΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>105,95</b>	<b>92,52</b>	<b>78,11</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	100,00	107,26	95,94	78,60
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>97,07</b>	<b>69,27</b>	<b>74,79</b>
ΑΛΛΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ	100,00	129,97	128,72	120,61
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	100,00	102,49	112,19	118,92
ΕΞΟΔΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ	100,00	130,09	131,33	122,64
ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	100,00	29,58	33,39	4,87
ΑΛΛΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	100,00	32,27	74,06	101,87
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>73,12</b>	<b>*</b>	<b>4,24</b>
ΚΕΡΔΗ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	100,00	108,47	103,53	106,15
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>0,47</b>	<b>*</b>	<b>*</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	*	*	*	*
<b>ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

\*Η έλλειψη αριθμού δηλώνει αρνητική τιμή

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.29 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. 2011-2015**

ΔΕΙΚΤΗΣ	ΤΥΠΟΣ	ΜΟΝΑΔΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής αποδοτικότητας	Συνολικά κέρδη/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	%	12,56	3,36	11,22	-2,42	0,80
Αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	Καθαρά κέρδη/Ίδια κεφάλαια	%	32,11	3,17	0,06	-16,40	-15,11
Μικτού κέρδους	Μικτά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	24,03	12,84	11,76	9,61	12,29
Καθαρού κέρδους	Καθαρά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	14,36	1,58	0,01	-4,37	-4,12
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας	Καθαρές πωλήσεις/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	Φορές	0,59	0,70	3,38	3,18	3,09
Κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,53	0,62	2,18	1,77	1,45
Κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	2,32	1,58	1,89	1,86	1,69
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	Καθαρές πωλήσεις / Αποθέματα	Φορές	12,33	8,19	5,61	4,73	4,51
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	Καθαρές πωλήσεις μπίπτωση / Πελάτες	Φορές	3,77	2,49	3,47	3,43	3,07
Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθεσίμων	Καθαρές πωλήσεις / Διαθέσιμα	Φορές	35,72	31,32	70,19	59,74	58,66
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Μέσης διάρκειας επένδυσης σε αποθέματα	Αποθέματα x 365 / Καθαρές πωλήσεις	Ημέρες	20,75	58,97	74,57	69,03	80,23
Μέσης διάρκειας εισπραξης απαιτήσεων	Απαιτήσεις x 365 / Καθαρές πωλήσεις με πίστωση	Ημέρες	117,01	123,47	93,59	105,61	112,84
Μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων	Προμηθευτές x 365 / Αγορές με πίστωση	Ημέρες	84,63	86,13	81,82	86,76	118,23
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>							
Τρέχουσας ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	0,73	0,81	0,72	0,65	0,59
Άμεσης ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό - Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	0,64	0,59	0,42	0,41	0,37
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ</b>							
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα κεφάλαια / Ίδια κεφάλαια	%	377,01	291,34	299,07	330,98	414,79
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Απασχοληθέντα κεφάλαια	%	71,43	14,94	15,94	14,57	17,03
Κάλυψης τόκων	Συνολικά κέρδη / Χρηματοπιστωτικά έξοδα	Φορές	3,02	1,49	1,00	-0,21	0,06
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b>							
Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	4,16	0,76	0,99	1,11	1,21
Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Σύνολο ενεργητικού	Φορές	0,81	0,43	0,50	0,53	0,55
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>							
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Απασχοληθέντα κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,91	0,70	0,60	0,52	0,43
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια	Ίδια κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,26	0,59	0,50	0,44	0,36
Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Καθαρό κεφάλαιο κίνησης / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	-0,37	-0,23	-0,40	-0,54	-0,69

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.30 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.  
2011-2012**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	591.927,08	1,12%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>591.927,08</b>	<b>1,12%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	1.636.519,66	3,09%
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	279.778,99	0,53%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>1.916.298,65</b>	<b>3,62%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	2.827.249,84	5,34%
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	327.680,04	0,62%
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	5.120.293,73	9,66%
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	1.293.897,57	2,44%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>9.569.121,18</b>	<b>18,06%</b>
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	33.658.213,87	63,51%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	1.837.272,65	3,47%
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	34.280,43	0,06%
Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.378.841,02	2,60%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>36.908.607,97</b>	<b>69,65%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.051.866,46	1,98%
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	2.043.974,87	3,86%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	910.948,33	1,72%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>4.006.789,66</b>	<b>7,56%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>52.992.744,54</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	81.627,27	0,15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>81.627,27</b>	<b>0,15%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	49.332.838,05	93,09%
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	3.971,37	0,01%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	46.331,43	0,09%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>49.383.140,85</b>	<b>93,19%</b>
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	2.662.697,34	5,02%
ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	3.310,90	0,01%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	861.968,18	1,63%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>3.527.976,42</b>	<b>6,66%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>52.992.744,54</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.31 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.  
2012-2013**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	1.425.743,98	47,71%
ΑΨΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	46.100,78	1,54%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	5.437,08	0,18%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>1.477.281,84</b>	<b>49,43%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	1.139.559,10	38,13%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	162.986,95	5,45%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>1.302.546,05</b>	<b>43,59%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	107.928,14	3,61%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>107.928,14</b>	
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	33.968,76	1,14%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>33.968,76</b>	<b>1,14%</b>
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	66.711,10	2,23%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>66.711,10</b>	<b>2,23%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.988.435,89</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	4.564,26	0,15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>4.564,26</b>	<b>0,15%</b>
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	15.951,90	0,53%
ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	17.817,57	0,60%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	58.943,80	1,97%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>92.713,27</b>	<b>3,10%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	81.005,78	2,71%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	47.273,37	1,58%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>128.279,15</b>	<b>4,29%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	11.695,32	0,39%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>11.695,32</b>	<b>0,39%</b>
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.382.877,71	46,27%
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.368.306,18	45,79%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>2.751.183,89</b>	<b>92,06%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.988.435,89</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.32 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.  
2013-2014**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	78.362,94	2,59%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	872,00	0,03%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>79.234,94</b>	<b>2,62%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	2.431.624,60	80,30%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>2.431.624,60</b>	<b>80,30%</b>
ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	17.817,57	0,59%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	179.355,46	5,92%
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	33.968,76	1,12%
ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.256,05	0,04%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>232.397,84</b>	<b>7,67%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	224.307,73	7,41%
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	60.495,63	2,00%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>284.803,36</b>	<b>9,41%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>3.028.060,74</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	1.766.760,00	58,35%
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	1.790,38	0,06%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>1.768.550,38</b>	<b>58,41%</b>
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	15.206,67	0,50%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>15.206,67</b>	<b>0,50%</b>
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	46.181,48	1,53%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>46.181,48</b>	<b>1,53%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	11.692,19	0,39%
ΆΛΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	14.131,39	0,47%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>25.823,58</b>	<b>0,85%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	861.435,71	28,45%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	82.415,66	2,72%
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	81.678,67	2,70%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	146.768,59	4,85%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>1.172.298,63</b>	<b>38,71%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>3.028.060,74</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.33 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.  
2014-2015**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΙΔΙΟΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	25.741,72	1,51%
ΑΨΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	542.257,74	31,82%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	2.998,75	0,18%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>570.998,21</b>	<b>33,51%</b>
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	291.921,63	17,13%
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	56.640,61	3,32%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>348.562,24</b>	<b>20,45%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	749.158,83	43,96%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>749.158,83</b>	<b>43,96%</b>
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	1.411,60	0,08%
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	33.968,76	1,99%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>35.380,36</b>	<b>2,08%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>1.704.099,64</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΜΗ ΕΛΕΓΧΟΥΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	29.521,35	1,73%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>29.521,35</b>	<b>1,73%</b>
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΣ ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	53.343,51	3,13%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>53.343,51</b>	<b>3,13%</b>
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	480.300,09	28,18%
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	36.695,91	2,15%
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	490.642,19	28,79%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1.007.638,19</b>	<b>59,13%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	1.898,26	0,11%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>1.898,26</b>	<b>0,11%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	67.830,35	3,98%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	543.867,98	31,92%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>611.698,33</b>	<b>35,90%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>1.704.099,64</b>	<b>100,00%</b>



**ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.**

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.34 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2010-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	9.237.042,15	8.830.195,03	8.391.454,29	8.087.906,22	7.804.925,00	7.514.335,00
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	1.176.762,00	1.314.302,00	1.314.302,00	1.314.302,00	1.314.302,00	1.314.302,00
ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	9.960,04	4.977,87	995,88	0,41	0,00	0,00
ΛΟΙΠΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	16.840,67	16.840,67	13.294,67	13.294,67	13.295,00	14.005,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>10.440.604,86</b>	<b>10.166.315,57</b>	<b>9.720.046,84</b>	<b>9.415.503,30</b>	<b>9.132.522,00</b>	<b>8.842.642,00</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	799.990,26	757.886,12	567.676,98	503.374,22	350.141,00	351.572,00
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	5.592.899,94	4.697.486,86	3.912.878,46	3.453.149,16	3.223.155,00	2.664.573,00
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	13.722,39	15.082,39	14.872,39	13.722,39	26.209,00	30.120,00
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ	66.251,55	109.950,78	175.659,21	203.871,86	165.249,00	153.394,00
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	38.510,97	37.676,63	197.490,00	111.232,52	5.334,00	1.315,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>6.511.375,11</b>	<b>5.618.082,78</b>	<b>4.868.577,04</b>	<b>4.285.350,15</b>	<b>3.770.088,00</b>	<b>3.200.974,00</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>16.951.979,97</b>	<b>15.784.398,35</b>	<b>14.588.623,88</b>	<b>13.700.853,45</b>	<b>12.902.610,00</b>	<b>12.043.616,00</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	714.313,92	780.554,96	720.684,37	570.466,33	705.236,00	488.389,00
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	7.230.996,60	7.560.299,16	6.846.697,18	1.112.048,17	7.130.518,00	6.659.161,00
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	25.256,06	40.769,99	44.085,76	27.512,47	112.017,00	153.918,00
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	191.631,99	205.021,17	245.292,04	307.879,80	318.603,00	421.043,00
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΣΗ	201.364,25	319.866,13	413.880,06	11.143,01	554.575,00	1.359.600,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>8.363.562,82</b>	<b>8.906.511,41</b>	<b>8.270.639,41</b>	<b>2.029.049,78</b>	<b>8.820.949,00</b>	<b>9.082.111,00</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>8.588.417,15</b>	<b>6.877.886,94</b>	<b>6.317.984,47</b>	<b>11.671.803,67</b>	<b>4.081.661,00</b>	<b>2.961.505,00</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>						
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>						
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	2.743.766,00	2.743.766,00	2.743.766,00	2.743.766,00	2.743.766,00	2.743.766,00
ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	3.011.841,53	3.011.841,53	3.011.841,53	3.011.841,53	3.011.842,00	3.011.842,00
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	1.967.276,17	1.967.276,17	1.967.276,17	1.947.276,17	1.939.726,00	1.932.176,00
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	-548.899,33	-2.099.028,03	-3.349.489,65	-4.261.116,28	-5.024.702,00	-5.980.053,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>7.173.984,37</b>	<b>5.623.855,67</b>	<b>4.373.394,05</b>	<b>3.441.767,42</b>	<b>2.670.632,00</b>	<b>1.707.731,00</b>
<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>						
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	654.941,73	426.842,32	332.792,32	6.400.000,00	0,00	0,00
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	310.669,30	301.888,24	1.048.144,23	1.382.281,07	1.259.351,00	1.106.421,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	321.861,48	396.995,82	443.123,55	360.773,41	57.147,00	45.271,00
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	126.960,27	128.304,89	120.531,03	86.981,77	94.532,00	102.082,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1.414.432,78</b>	<b>1.254.031,27</b>	<b>1.944.591,13</b>	<b>8.230.036,25</b>	<b>1.411.030,00</b>	<b>1.253.774,00</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>8.588.417,15</b>	<b>6.877.886,94</b>	<b>6.317.985,18</b>	<b>11.671.803,67</b>	<b>4.081.662,00</b>	<b>2.961.505,00</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.35 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 ΜΕ  
ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	55,94	57,52	59,03	60,49	62,39
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	8,33	9,01	9,59	10,19	10,91
ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,03	0,01	0,00	0,00	0,00
ΛΟΙΠΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,11	0,09	0,10	0,10	0,12
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>64,41</b>	<b>66,63</b>	<b>68,72</b>	<b>70,78</b>	<b>73,42</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	4,80	3,89	3,67	2,71	2,92
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	29,76	26,82	25,20	24,98	22,12
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,10	0,10	0,10	0,20	0,25
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ	0,70	1,20	1,49	1,28	1,27
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	0,24	1,35	0,81	0,04	0,01
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>35,59</b>	<b>33,37</b>	<b>31,28</b>	<b>29,22</b>	<b>26,58</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	4,95	4,94	4,16	5,47	4,06
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	47,90	46,93	8,12	55,26	55,29
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0,26	0,30	0,20	0,87	1,28
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1,30	1,68	2,25	2,47	3,50
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΣΗ	2,03	2,84	0,08	4,30	11,29
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>56,43</b>	<b>56,69</b>	<b>14,81</b>	<b>68,37</b>	<b>75,41</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>43,57</b>	<b>43,31</b>	<b>85,19</b>	<b>31,63</b>	<b>24,59</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	17,38	18,81	20,03	21,27	22,78
ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	19,08	20,65	21,98	23,34	25,01
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	12,46	13,49	14,21	15,03	16,04
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	-13,30	-22,96	-31,10	-38,94	-49,65
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>35,63</b>	<b>29,98</b>	<b>25,12</b>	<b>20,70</b>	<b>14,18</b>
<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	2,70	2,28	46,71	0,00	0,00
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1,91	7,18	10,09	9,76	9,19
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2,52	3,04	2,63	0,44	0,38
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	0,81	0,83	0,63	0,73	0,85
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>7,94</b>	<b>13,33</b>	<b>60,07</b>	<b>10,94</b>	<b>10,41</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>43,57</b>	<b>43,31</b>	<b>85,19</b>	<b>31,63</b>	<b>24,59</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.36 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 ΜΕ  
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	100,00	95,03	91,59	88,39	85,10
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ΑΨΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	100,00	20,01	0,01	-100,00	-100,00
ΛΟΙΠΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	100,00	78,94	78,94	78,95	83,16
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>95,61</b>	<b>92,61</b>	<b>89,83</b>	<b>86,98</b>
<b>ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	100,00	74,90	66,42	46,20	46,39
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	83,30	73,51	68,61	56,72
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	100,00	98,61	90,98	173,77	199,70
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ	100,00	159,76	185,42	150,29	139,51
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	100,00	524,17	295,23	14,16	3,49
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>86,66</b>	<b>76,28</b>	<b>67,11</b>	<b>56,98</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>92,42</b>	<b>86,80</b>	<b>81,74</b>	<b>76,30</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	100,00	92,33	73,08	90,35	62,57
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	100,00	90,56	14,71	94,32	88,08
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	108,13	67,48	274,75	377,53
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	119,64	150,17	155,40	205,37
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΣΗ	100,00	129,39	3,48	173,38	425,05
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>92,86</b>	<b>22,78</b>	<b>99,04</b>	<b>101,97</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>100,00</b>	<b>91,86</b>	<b>169,70</b>	<b>59,34</b>	<b>43,06</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	100,00	100,00	98,98	98,60	98,22
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	*	*	*	*	*
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>77,77</b>	<b>61,20</b>	<b>47,49</b>	<b>30,37</b>
<b>ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	100,00	77,97	1.499,38	-100,00	-100,00
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	347,20	457,88	417,16	366,50
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	100,00	111,62	90,88	14,39	11,40
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	100,00	93,94	67,79	73,68	79,56
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>155,07</b>	<b>656,29</b>	<b>112,52</b>	<b>99,98</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>91,86</b>	<b>169,70</b>	<b>59,34</b>	<b>43,06</b>

\*Η έλλειψη αριθμού δηλώνει αρνητική τιμή

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.37 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ</b>	<b>6.708.032,89</b>	<b>5.419.759,46</b>	<b>4.877.504,40</b>	<b>4.157.435,50</b>	<b>3.272.684,64</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	6.063.790,32	4.866.970,96	4.144.070,26	3.680.159,97	3.119.424,99
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>644.242,57</b>	<b>552.788,50</b>	<b>733.434,14</b>	<b>477.275,53</b>	<b>153.259,65</b>
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	1.566.970,80	1.163.048,46	1.178.275,67	1.056.030,05	660.727,23
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>-922.728,23</b>	<b>-610.259,96</b>	<b>-444.841,53</b>	<b>-578.754,52</b>	<b>-507.467,58</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	552.266,13	594.073,93	589.780,32	488.457,23	459.759,64
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>-1.474.994,36</b>	<b>-1.204.333,89</b>	<b>-1.034.621,85</b>	<b>-1.067.211,75</b>	<b>-967.227,22</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ	-75.134,34	-53.901,59	82.350,14	303.626,00	9.687,00
<b>ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>-1.550.128,70</b>	<b>-1.258.235,48</b>	<b>-952.271,71</b>	<b>-763.585,75</b>	<b>-957.540,22</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.38 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε ΜΕ  
ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ 2011-2015**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	90,40	89,80	84,96	88,52	95,32
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>9,60</b>	<b>10,20</b>	<b>15,04</b>	<b>11,48</b>	<b>4,68</b>
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	23,36	21,46	24,16	25,40	20,19
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>-13,76</b>	<b>-11,26</b>	<b>-9,12</b>	<b>-13,92</b>	<b>-15,51</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	8,23	10,96	12,09	11,75	14,05
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>-21,99</b>	<b>-22,22</b>	<b>-21,21</b>	<b>-25,67</b>	<b>-29,55</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ	-1,12	-0,99	1,69	7,30	0,30
<b>ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>-23,11</b>	<b>-23,22</b>	<b>-19,52</b>	<b>-18,37</b>	<b>-29,26</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π .39 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015 ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ	ΧΡΗΣΕΙΣ				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>80,80</b>	<b>72,71</b>	<b>61,98</b>	<b>48,79</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	100,00	72,55	61,78	54,86	46,50
<b>ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>85,80</b>	<b>113,84</b>	<b>74,08</b>	<b>23,79</b>
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	100,00	74,22	75,19	67,39	42,17
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ</b>	<b>100,00</b>	<b>*</b>	<b>*</b>	<b>*</b>	<b>*</b>
ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	100,00	107,57	106,79	88,45	83,25
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>*</b>	<b>*</b>	<b>*</b>	<b>*</b>
ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ	*	*	100,00	368,70	11,76
<b>ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>100,00</b>	<b>*</b>	<b>*</b>	<b>*</b>	<b>*</b>

\*Η έλλειψη αριθμού δηλώνει αρνητική τιμή

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.40 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε 2011-2015**

ΔΕΙΚΤΗΣ	ΤΥΠΟΣ	ΜΟΝΑΔΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής αποδοτικότητας	Συνολικά κέρδη/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	%	-5,64	-4,02	-3,14	-4,35	-4,07
Αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	Καθαρά κέρδη/Ίδια κεφάλαια	%	-23,05	-24,09	-26,48	-34,92	-44,18
Μικτού κέρδους	Μικτά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	9,60	10,20	15,04	11,48	4,68
Καθαρού κέρδους	Καθαρά κέρδη/Καθαρές πωλήσεις	%	-21,99	-22,22	-21,21	-25,67	-29,55
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ</b>							
Συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας	Καθαρές πωλήσεις/Σύνολο καθαρού ενεργητικού	Φορές	0,87	0,82	0,54	0,53	0,93
Κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,65	0,55	0,51	0,45	0,36
Κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού	Καθαρές πωλήσεις/Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	1,11	1,03	1,07	1,03	0,94
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	Καθαρές πωλήσεις / Αποθέματα	Φορές	8,61	8,18	9,11	9,74	9,33
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	Καθαρές πωλήσεις με πίστωση / Πελάτες	Φορές	1,30	1,26	1,32	1,25	1,11
Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθεσίμων	Καθαρές πωλήσεις / Διαθέσιμα	Φορές	176,09	46,09	31,60	71,33	984,41
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>							
Μέσης διάρκειας επένδυσης σε αποθέματα	Αποθέματα x 365 / Καθαρές πωλήσεις	Ημέρες	42,38	44,64	40,08	37,47	39,13
Μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων	Απαιτήσεις x 365 / Καθαρές πωλήσεις με πίστωση	Ημέρες	255,60	263,52	258,41	282,98	297,18
Μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων	Προμηθευτές x 365 / Αγορές με πίστωση	Ημέρες	44,99	56,29	56,86	63,26	69,83
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>							
Τρέχουσας ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	0,63	0,59	2,11	0,43	0,35
Άμεσης ρευστότητας	Κυκλοφορούν ενεργητικό - Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	0,55	0,52	1,86	0,39	0,31
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ</b>							
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα κεφάλαια / Ίδια κεφάλαια	%	180,67	233,58	298,08	383,13	605,24
Δανειακή επιβάρυνση	Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Απασχοληθέντα κεφάλαια	%	18,23	30,78	70,51	34,57	42,34
Κάλυψης τόκων	Συνολικά κέρδη / Χρηματοπιστωτικά έξοδα	Φορές	-1,67	-1,03	-0,75	-1,18	-1,10
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b>							



Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	1,81	2,00	2,20	2,42	2,76
Παγιοποίησης περιουσίας	Πάγιο ενεργητικό / Σύνολο ενεργητικού	Φορές	0,64	0,67	0,69	0,71	0,73
<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>							
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Απασχοληθέντα κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	1,55	1,50	1,46	1,41	1,36
Χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού με ίδια κεφάλαια	Ίδια κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,55	0,45	0,37	0,29	0,19
Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας	Καθαρό κεφάλαιο κίνησης / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	-0,59	-0,70	0,53	-1,34	-1,84

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.41 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε**  
**2011-2012**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ	65.708,43	2,79%
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	159.813,37	6,80%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>225.521,80</b>	<b>9,59%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	1.250.461,62	53,18%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>1.250.461,62</b>	<b>53,18%</b>
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	94.050,00	4,00%
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	7.773,86	0,33%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>101.823,86</b>	<b>4,33%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	59.870,59	2,55%
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	713.601,98	30,35%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>773.472,57</b>	<b>32,90%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.351.279,85</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	746.255,99	31,74%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	46.127,73	1,96%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>792.383,72</b>	<b>33,70%</b>
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	3.315,77	0,14%
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	40.270,87	1,71%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΣΗ	94.013,93	4,00%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>137.600,57</b>	<b>5,85%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	438.740,74	18,66%
ΑΨΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	3.981,99	0,17%
ΛΟΙΠΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	3.546,00	0,15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>446.268,73</b>	<b>18,98%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	190.209,14	8,09%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	784.608,40	33,37%
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	210,00	0,01%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>975.027,54</b>	<b>41,47%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.351.280,56</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.42 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε**  
**2012-2013**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ	28.212,65	0,38%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>28.212,65</b>	<b>0,38%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	20.000,00	0,27%
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	911.626,63	12,35%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>931.626,63</b>	<b>12,62%</b>
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	82.350,14	1,12%
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	33.549,26	0,45%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>115.899,40</b>	<b>1,57%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	150.218,04	2,04%
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	5.734.649,01	77,71%
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	16.573,29	0,22%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΣΗ	402.737,05	5,46%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>6.304.177,39</b>	<b>85,42%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>7.379.916,07</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	6.067.207,68	82,22%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	334.136,84	4,53%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>6.401.344,52</b>	<b>86,75%</b>
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	62.587,76	0,85%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>62.587,76</b>	<b>0,85%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	303.548,07	4,11%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>303.548,07</b>	<b>4,11%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	64.302,76	0,87%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	459.729,30	6,23%
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.150,00	0,02%
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	86.257,48	1,17%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>611.439,54</b>	<b>8,29%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>7.378.919,89</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.43 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε**  
**2013-2014**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΛΟΙΠΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,33	0,00%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>0,33</b>	<b>0,00%</b>
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	12.486,61	0,16%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>12.486,61</b>	<b>0,16%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	7.550,17	0,10%
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	763.585,72	10,03%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>771.135,89</b>	<b>10,13%</b>
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	6.400.000,00	84,10%
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	122.930,07	1,62%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	303.626,41	3,99%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>6.826.556,48</b>	<b>89,70%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>7.610.179,31</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	0,47	0,00%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>0,47</b>	<b>0,00%</b>
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	7.550,23	0,10%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>7.550,23</b>	<b>0,10%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	134.769,67	1,77%
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	6.018.469,83	79,08%
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	84.504,53	1,11%
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	10.723,20	0,14%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΣΗ	543.431,99	7,14%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>6.791.899,22</b>	<b>89,25%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	282.981,22	3,72%
ΑΪΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	0,41	0,00%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>282.981,63</b>	<b>3,72%</b>
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	153.233,22	2,01%
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	229.994,16	3,02%
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ	38.622,86	0,51%
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	105.898,52	1,39%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>527.748,76</b>	<b>6,93%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>7.610.180,31</b>	<b>100,00%</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ Π.44 ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ Α.Ε**  
**2014-2015**

<b>Κεφάλαια που απαιτήθηκαν</b>	<b>ΠΟΣΑ</b>	<b>%</b>
<b>Για αύξηση των στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	1.431,00	0,08%
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	3.911,00	0,21%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>5.342,00</b>	<b>0,29%</b>
<b>Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων</b>		
ΛΟΙΠΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	7.550,00	0,41%
ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	955.351,00	52,46%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>	<b>962.901,00</b>	<b>52,87%</b>
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	152.930,00	8,40%
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	11.876,00	0,65%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>164.806,00</b>	<b>9,05%</b>
ΕΜΠΟΡΙΚΟΙ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	216.847,00	11,91%
ΔΑΝΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	471.357,00	25,88%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>688.204,00</b>	<b>37,79%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>1.821.253,00</b>	<b>100,00%</b>
<b>Πηγές χρηματοδότησης</b>		
<b>Από αύξηση στοιχείων παθητικού</b>		
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΟΧΕΣ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ	7.550,00	0,41%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>7.550,00</b>	<b>0,41%</b>
ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	41.901,00	2,30%
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	102.440,00	5,62%
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΧΡΗΣΗ	805.025,00	44,18%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>949.366,00</b>	<b>52,11%</b>
<b>Από μείωση στοιχείων ενεργητικού</b>		
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	290.590,00	15,95%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>290.590,00</b>	<b>15,95%</b>
ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	558.582,00	30,66%
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ	11.855,00	0,65%
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ	4.019,00	0,22%
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>574.456,00</b>	<b>31,53%</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>1.821.962,00</b>	<b>100,00%</b>