



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

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

Διπλωματική Εργασία

***ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ***

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΠΑΤΕΡΑΚΗΣ

Επιβλέπων: Τσαγκαράκης Νικόλαος

Πειραιάς, 2021



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο..... Πατερόπουλος Κωνσταντίνος

Ημερομηνία..... 23/11/2023

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον Κύριο Νικόλαο Β. Τσαγκαράκη, καθηγητή Χρηματοοικονομικής στο τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς, τόσο για τη βοήθειά που μου πρόσφερε όσο και για την καθοδήγησή του στην εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου, την αδερφή μου Αντωνία και την σύντροφο μου Ελεάννα για την αμέριστη στήριξη και συμπαράσταση τους στην επίτευξη των στόχων μου.

Περίληψη

Σκοπός της μεταπτυχιακής διατριβής είναι να διερευνήσει την κεφαλαιακή διάρθρωση ελληνικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο τροφίμων και ποτών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η περίοδο της έρευνας είναι το διάστημα 2010-2019 και τα δευτερογενή δεδομένα συλλέγονται από τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών.

Με την πραγματοποίηση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης διαπιστώνεται ότι η ζήτηση πιστώσεων από τις επιχειρήσεις μεταβλήθηκε κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008. Ταυτόχρονα, και η παροχή πιστώσεων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις συρρικνώθηκε λόγω της μείωσης ρευστότητας των τραπεζών. Στο πλαίσιο αυτό, κάποιες επιχειρήσεις προχώρησαν σε έκδοση ομολογιακών δανείων για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Τέλος, το μεγαλύτερο μέρος του δείγματος διατήρησε υψηλή ή πολύ υψηλή ρευστότητα.

Λέξεις-Κλειδιά: κρίση 2008, οικονομική κρίση, κρίση χρέους, τραπεζική κρίση, δανεισμός, χρηματοδότηση

Abstract

The postgraduate dissertation aims to explore the capital structure of Greek companies that trade in the food and beverage sector of the Athens Stock Exchange. The investigation period is 2010-2019 and secondary data are collected from the consolidated financial statements of the companies concerned.

The financial analysis shows that the demand for credit from businesses changed during the 2008 financial crisis. At the same time, the provision of credit from banks to businesses has also shrunk as a result of the banks' liquidity reduction. In this context, some companies have granted bond loans to finance their activities. Finally, most of the sample companies maintained high or very high liquidity.

Keywords: 2008 crisis, economic crisis, debt crisis, banking crisis, lending, financing

Κατάλογος Περιεχομένων

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	III
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	IV
ABSTRACT	V
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	VIII
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΕΙΚΟΝΩΝ	VIII
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	IX
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	4
2.1 Χρηματοδότηση χρέους	11
2.2 Είδη τραπεζικής χρηματοδότησης	14
2.2.1 Βραχυπρόθεσμα δάνεια	14
2.2.2 Μεσοπρόθεσμα δάνεια	15
2.2.3 Μακροπρόθεσμα δάνεια	17
2.2.4 Ομολογιακά Δάνεια.....	18
2.2.5 Εγγυητικές Επιστολές	20
2.2.6 Πιστωτικές επιστολές.....	22
2.2.7 Χρηματοδοτική μίσθωση - Leasing	23
2.2.8 Factoring	24
2.3 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα χρηματοδότησης από τις τράπεζες.....	26
3. Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008	30
3.1 Η κρίση του 2008 και ο ρόλος των τραπεζών.....	33
3.1.1 Η κρίση του 2008 και το νέο επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών... 35	
3.1.2 Η κρίση του 2008 στην Ευρώπη και η πιστωτική πολιτική των τραπεζών 37	
3.2 Χρηματοδότηση και ζήτηση πίστωσης κατά την κρίση του 2008.....	40
4. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ	51
4.1 Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου.....	51
4.2 Τάσεις κατανάλωσης.....	52
4.3 Ευκαιρίες δημιουργίας αξίας και επενδύσεων	53
4.4 Εξεταζόμενες επιχειρήσεις.....	57
4.4.1 Αθηναϊκή Ζυθοποιία.....	57
4.4.2 Ιχθυοτροφεία Σελόντα	57
4.4.3 Καραμολέγκος	58

4.4.4	<i>ΚΡΙ ΚΡΙ</i>	58
4.4.5	<i>Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη</i>	59
4.4.6	<i>ΜΕΒΓΑΛ</i>	60
5.	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	61
5.1	Ερευνητικό σχέδιο	61
5.2	Ερευνητικό δείγμα	61
5.3	Συλλογή και επεξεργασία δεδομένων	61
5.4	Επιλογή μεθόδου ανάλυσης αριθμοδεικτών	62
5.4.1	<i>Αριθμοδείκτες ρευστότητας</i>	63
5.4.2	<i>Αριθμοδείκτες δραστηριότητας</i>	64
5.4.3	<i>Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας</i>	67
5.4.4	<i>Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας</i>	70
6.	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	76
6.1	Ρευστότητα.....	76
6.2	Αποδοτικότητα	79
6.3	Κεφαλαιακή διάρθρωση.....	84
7.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	95
7.1	Γενικά συμπεράσματα.....	95
7.2	Προτάσεις μελλοντικής έρευνας.....	97
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	98
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	107
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	113

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 3-1 Εκδόσεις ομολόγων ελληνικών τραπεζών (2000-2007)	42
Διάγραμμα 3-2 Καταθέσεις προς Υποχρεώσεις - Ευρωπαϊκές Τράπεζες (2007-2010) 43	
Διάγραμμα 3-3 Τραπεζικά δάνεια ιδιωτικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ (1998-2014)	44
Διάγραμμα 3-4 Εξωτερικό χρέος τραπεζών (% ΑΕΠ) (1999-2013)	45
Διάγραμμα 4-1 Κύριοι εξαγωγικοί προορισμοί μελιού (2018)	55
Διάγραμμα 6-1 Σύγκριση Μ.Ο. ρευστότητας ανά εταιρεία με τον Μ.Ο. του κλάδου 78	
Διάγραμμα 6-2 Κυκλοφορούν ενεργητικό και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.....	79
Διάγραμμα 6-3 Σύγκριση Μ.Ο. ROE ανά εταιρεία με τον Μ.Ο. του κλάδου.....	81
Διάγραμμα 6-4 Μέσο καθαρό περιθώριο κέρδους και Μ.Ο. κλάδου.....	83
Διάγραμμα 6-5 Σύγκριση Μ.Ο. πωλήσεων και Μ.Ο. κλάδου	84
Διάγραμμα 6-6 Μέση δανειακή επιβάρυνση ανά εταιρεία & Μ.Ο. κλάδου	86
Διάγραμμα 6-7 Μ.Ο. υπερχρέωσης ανά εταιρεία με τον Μ.Ο. του κλάδου	89
Διάγραμμα 6-8 Μέσος δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια και Μ.Ο. κλάδου	91
Διάγραμμα 6-9 Μεταβλητότητα δανεισμού ανά έτος (2011-2019).....	93
Διάγραμμα 6-10 Μέσος δανεισμός και Μ.Ο. κλάδου	93

Κατάλογος Εικόνων

Εικόνα 2-1 Υπόδειγμα λειτουργίας εγγυητικής επιστολής.....	21
Εικόνα 2-2 Υπόδειγμα λειτουργίας πιστωτικής επιστολής	22
Εικόνα 2-3 Υπόδειγμα λειτουργίας factoring.....	25

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 3-1 Βασικά στοιχεία του ελληνικού τραπεζικού τομέα 2001-2018, %.....	47
Πίνακας 6-1 Μέσος δείκτης ρευστότητας (2009-2019).....	77
Πίνακας 6-2 Μέσος δείκτης ROE (2009-2019).....	80
Πίνακας 6-3 Μέσο καθαρό περιθώριο κέρδους (2009-2019).....	82
Πίνακας 6-4 Μέση δανειακή επιβάρυνση (2009-2019).....	85
Πίνακας 6-5 Μέσος δείκτης υπερχρέωσης (2009-2019).....	88
Πίνακας 6-6 Μέσος δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (2009-2019).....	90
Πίνακας 6-7 Εξέλιξη δανεισμού εξεταζόμενων εταιρειών και ετήσιες μεταβολές.....	92

1. Εισαγωγή

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση μετατόπισε δραστικά το επίκεντρο της οικονομικής και χρηματοοικονομικής έρευνας, φέρνοντας στο επίκεντρο ζητήματα μακροπροληπτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Κατά την περίοδο πριν από την κρίση, που χαρακτηρίζεται από μικρές διακυμάνσεις, στοχευμένο πληθωρισμό, και χρηματοπιστωτική ελευθέρωση, η πρόσβαση σε πιστώσεις ήταν εύκολη τόσο για τα νοικοκυριά όσο και για τις επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, στα νοικοκυριά στις ΗΠΑ χορηγούνταν, ως επί το πλείστον, ενυπόθηκα δάνεια τα οποία είχαν υψηλότερη αξία από εκείνη του εχέγγυου, με στόχο την άνοδο των τιμών των κατοικιών. Τα δάνεια αυτά συχνά ενσωματώνονταν σε πολύπλοκους τίτλους και μεταπωλούνταν από ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, ως κύρια περιουσιακά στοιχεία. Ωστόσο, η κατάρρευση της Lehman Brothers οδήγησε σε μείωση των αξιών των ακινήτων και σε μη βιώσιμα δάνεια, με εκτόξευση του δείκτη ενυπόθηκων δανείων προς αξία (Loan-to-Value, LTV) κατά την εξέλιξη της κρίσης (Balfoussia et al., 2018).

Στο ίδιο πλαίσιο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) μείωσε σημαντικά τα επιτόκια, ως απάντηση στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Ωστόσο, οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ μετακύλησαν εν μέρει το χαμηλότερο κόστος αναχρηματοδότησης στα επιτόκια δανείων των πελατών τους. Ως αποτέλεσμα, τα spreads των τόκων των λιανικών τραπεζών σε σχέση με τα επιτόκια της αγοράς, αυξήθηκαν απότομα από τα μέσα του 2008 και παρέμειναν υψηλά έως το 2014 (Hristov et al., 2014).

Η επιχειρηματική λοιπόν δραστηριότητα και η ανάπτυξη των επιχειρήσεων μπορούν να επιβραδυνθούν, λόγω της περιορισμένης πρόσβασης σε χρηματοοικονομικούς πόρους. Οι λόγοι αυτών των δυσκολιών πρόσβασης στη χρηματοδότηση ανάγονται στην ασύμμετρη πληροφόρηση και τις ατελείς αγορές. Οι παράγοντες αυτοί δημιουργούν αυξημένη αδιαφάνεια, ιδίως στην πρόσβαση των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων σε πιστώσεις. Επιπλέον, επιχειρήσεις που έχουν περιορισμένο πιστωτικό ιστορικό και δεν διαθέτουν την εμπειρογνωμοσύνη και τις δεξιότητες για

την κατάρτιση εξελιγμένων οικονομικών καταστάσεων, αντιμετωπίζουν προβλήματα χρηματοδότησης (OECD, 2018).

Γενικότερα, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση βελτιώνει τις επιδόσεις των επιχειρήσεων, ιδίως όσων εξαρτώνται περισσότερο από την εξωτερική χρηματοδότηση, λόγω της ανταλλαγής πληροφοριών και της καλύτερης κατανομής των πόρων σε αποδοτικές επενδύσεις (Giovannini et al., 2013). Αντιθέτως, οι περιορισμοί χρηματοδότησης εμποδίζουν τις επιχειρήσεις να επενδύουν σε καινοτόμα έργα, να αξιοποιούν ευκαιρίες ανάπτυξης, ή να αναδιαρθρώνουν τη λειτουργία τους. Σε περιόδους κρίσης, οι δανειστές χρεώνουν υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου για να αντισταθμίσουν την αυξημένη αβεβαιότητα, με αποτέλεσμα τη μειωμένη πρόσβαση στην χρηματοδότηση και τις αρνητικές επιπτώσεις στην παραγωγικότητα και την καινοτομία (Archibugi et al., 2012).

Σκοπός της μεταπτυχιακής διατριβής είναι να εξετάσει την κεφαλαιακή διάρθρωση επιλεγμένων ελληνικών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης, και να διαπιστώσει αν υπήρξαν διαφορετικές μορφές χρηματοδότησης ή και επιπτώσεις στην κεφαλαιακή τους επάρκεια. Αντίστοιχη μελέτη εξετάζει τον αντίκτυπο της χρηματοπιστωτικής κρίσης στις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής σε εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γαλλίας και της Γερμανίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν, ότι τα συνολικά ποσοστά μόχλευσης αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης, ιδίως τα έτη 2008 και 2009 και στη συνέχεια μειώθηκαν κατά τα έτη 2010 και 2011. Τόσο τα επίπεδα ιδίων κεφαλαίων όσο και τα επίπεδα χρέους, μεταβλήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης και των ετών μετά την κρίση (Iqbal and Kume, 2014). Στο πλαίσιο αυτό, τα ερευνητικά ερωτήματα που τίθενται είναι τα εξής:

- EE1: Έχει αλλάξει η ζήτηση πιστώσεων από τις επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008;
- EE2: Έχει αλλάξει η παροχή πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008;
- EE3: Έχει μεταβληθεί η κεφαλαιακή επάρκεια των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008;

Η μεθοδολογία περιλαμβάνει την ανάλυση αριθμοδεικτών επιλεγμένων ελληνικών επιχειρήσεων, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και δραστηριοποιούνται στον κλάδο τροφίμων και ποτών. Η έρευνα εστιάζει στους αριθμοδείκτες δανεισμού, χρέους, και κεφαλαιακής διάρθρωσης, αλλά εξετάζει και τους παράγοντες ρευστότητας και αποδοτικότητας των επιχειρήσεων του δείγματος.

Η εργασία είναι δομημένη ως ακολούθως:

Μετά την εισαγωγή, το Κεφάλαιο 2 προσεγγίζει εννοιολογικά την οικονομική κρίση και εξετάζει τη σχέση μεταξύ της οικονομικής κρίσης και του χρέους καθώς και της τραπεζικής κρίσης με την οικονομική κρίση. Ακολουθεί η ανάπτυξη της χρηματοδότησης του χρέους και παρουσιάζονται διάφορα είδη τραπεζικής χρηματοδότησης. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με παράθεση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων της τραπεζικής χρηματοδότησης.

Το Κεφάλαιο 3 εξετάζει εν συντομία τις αιτίες της οικονομικής κρίσης του 2008 και εμβαθύνει στον ρόλο των τραπεζών, στη μεταβολή του επιχειρηματικού τους μοντέλου, και στην πιστωτική πολιτική τους κατά τη διάρκεια της κρίσης. Επιπλέον, διερευνά τη χρηματοδότηση και τη ζήτηση πίστωσης από τις ελληνικές επιχειρήσεις καθώς και τα κριτήρια αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας για επιχειρηματικά δάνεια.

Το Κεφάλαιο 4 παρουσιάζει τον κλάδο τροφίμων και ποτών και τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις Αθηναϊκή Ζυθοποιία, Ιχθυοτροφεία Σελόντα, Καραμολέγκος, ΚΡΙ ΚΡΙ, Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη, και ΜΕΒΓΑΛ.

Στο Κεφάλαιο 5 παρουσιάζεται η ερευνητική μεθοδολογία και οι αριθμοδείκτες που αναλύονται.

Ακολουθεί το Κεφάλαιο 6 με τη συζήτηση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την χρηματοοικονομική ανάλυση των εξεταζόμενων εταιρειών.

Η Διπλωματική ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα και τις προτάσεις για περαιτέρω έρευνα στο Κεφάλαιο 7.

2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Η οικονομική κρίση ορίζεται ως η απότομη επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης της χώρας, η οποία εκδηλώνεται με σημαντική μείωση της παραγωγής, παραβίαση των υφιστάμενων σχέσεων παραγωγής, πτώχευση των επιχειρήσεων, και αύξηση της ανεργίας. Το αποτέλεσμα της οικονομικής κρίσης είναι η μείωση του βιοτικού επιπέδου του πληθυσμού και η μείωση του πραγματικού ακαθάριστου εθνικού προϊόντος (ILO, 2011).

Οι οικονομικές κρίσεις είναι πολύπλοκα γεγονότα και, ως εκ τούτου, η πρόβλεψη της εμφάνισής τους είναι εγγενώς προβληματική. Χαρακτηρίζοντας τα μακροοικονομικά φαινόμενα ως τα αναδυόμενα πρότυπα ενός σύνθετου συστήματος, τα μοντέλα που βασίζονται σε μακροοικονομικούς παράγοντες μπορούν να ρίξουν φως στις συνθήκες και τις αιτίες που μπορεί να οδηγήσουν σε κρίσεις. Όταν μία οικονομία είναι σε φάση επέκτασης, ο συνδυασμός των υψηλών επιπέδων μόχλευσης και του υψηλού βαθμού συγκέντρωσης του πιστωτικού δικτύου, μπορούν να οδηγήσουν σε τεράστιες μειώσεις της παραγωγής (Catullo, 2017).

Σύμφωνα με έναν άλλο ορισμό, η οικονομική κρίση θα μπορούσε να εκφραστεί ως μια κατάσταση που αναπτύσσεται απροσδόκητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ή τις επιμέρους συνιστώσες του, και επηρεάζει τη λειτουργία του συστήματος με σημαντικά αρνητικό τρόπο. Οι οικονομικές κρίσεις που βιώνουν οι εθνικές οικονομίες, είναι συνήθως προϊόν αρνητικών επιπτώσεων στους οικονομικούς και πολιτικούς κύκλους και στις αντίστοιχες δομές (Kotz, 2009). Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008 η ρευστότητα στέρευσε, καθώς τα χρηματοπιστωτικά συστήματα δεν αναγνώρισαν συγκεκριμένους κλυδωνισμούς, με αποτέλεσμα η υπερβολική ανάληψη κινδύνων να οδηγήσει στην κρίση. Επομένως, μια οικονομική κρίση αποτελεί ένα σύνολο εξελίξεων που επηρεάζουν τα κράτη σε μακροοικονομικό επίπεδο, και πηγάζουν από την ευρύτερη μακροοικονομική

αστάθεια. Αποτέλεσμα αυτού, είναι οι μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές εμπορευμάτων ή υπηρεσιών, καθώς και οι ελλείψεις στην παραγωγή, την εμπορία και την κατανάλωση προϊόντων και υπηρεσιών (Χαρδούβελης, 2012). Αυτό συμβαίνει διότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι εξαιρετικά μη γραμμικές, καθώς χαρακτηρίζονται από μία απότομη αύξηση των πιστωτικών περιθωρίων και από απότομες συσπάσεις στις τιμές και την παραγωγή των περιουσιακών στοιχείων (Krishnamurthy et al., 2014). Επίσης, η αναφορά σε μια κατάσταση ως συστημική κρίση σημαίνει ότι η κρίση μπορεί να επιλυθεί μέσω μιας σημαντικής αναδιάρθρωσης του συστήματος. Εάν η τρέχουσα κατάσταση δεν ήταν συστημική κρίση, τότε θα έπρεπε να μπορεί να επιλυθεί με κατάλληλα κρατικά μέτρα διάσωσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την επιβολή ορισμένων νέων κανονισμών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με τον τρόπο αυτόν, μετριάζεται η ύφεση με ένα μεγάλο πρόγραμμα οικονομικής τόνωσης (Kotz, 2009).

Η έκθεση μίας οικονομίας σε χρηματοπιστωτική κρίση συνδέεται στενά με τον βαθμό στον οποίο οι δανειολήπτες βασίζονται στο χρέος. Όσο υψηλότερο είναι το τμήμα της χρηματοδότησης με δανειακά κεφάλαια, τόσο πιο ευαίσθητος γίνεται ο ισολογισμός στις διακυμάνσεις των τιμών. Παραδείγματος χάρη, υποθέτουμε ότι ένας δανειολήπτης αυτοχρηματοδοτεί ένα περιουσιακό στοιχείο κατά 100%, και ένας άλλος αυτοχρηματοδοτεί ένα περιουσιακό στοιχείο κατά 10% και εκδίδει το χρέος για τη χρηματοδότηση του υπόλοιπου 90%. Η μείωση της αξίας του περιουσιακού στοιχείου κατά 10% θα μειώσει κατά 10% τα ίδια κεφάλαια στην πρώτη περίπτωση, ενώ στην δεύτερη περίπτωση η αυτοχρηματοδότηση θα εξαφανιστεί εντελώς. Αυτό εξηγεί και τον λόγο για τον οποίο η πορεία προς την κρίση του 2008 οφείλεται σε μια άνευ προηγουμένου αύξηση της μόχλευσης.

Η μόχλευση των νοικοκυριών είχε σε μεγάλο βαθμό τη μορφή ενυπόθηκων δανείων στο πλαίσιο μιας δραματικής έκρηξης των τιμών των κατοικιών. Τόσο οι επενδυτικές τράπεζες όσο και οι εμπορικές τράπεζες, χρηματοδότησαν την αύξηση των ενυπόθηκων δανείων κυρίως από το βραχυπρόθεσμο χρέος τους. Ωστόσο, το

γεγονός ότι το χρέος των τραπεζών ήταν ως επί το πλείστον βραχυπρόθεσμο, κατέστησε το σύστημα ευάλωτο σε τραπεζικές κρίσεις (Jordà et al., 2017).

Οι Gertler et al., (2017) αναπτύσσουν ένα πλαίσιο το οποίο εξετάζει κατά πόσον τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως οι επενδυτικές τράπεζες είναι σε θέση να αναστρέψουν τα βραχυπρόθεσμα δάνειά τους. Σε εποχές όπου δεν υπάρχει κρίση και οι τράπεζες έχουν υγιείς ισολογισμούς, οι δανειστές είναι σίγουροι ότι, ακόμη και αν οι δανειολήπτες αθετήσουν το χρέος τους, η τράπεζα έχει τους πόρους για να καλύψει το χρέος της. Ωστόσο, σε περιόδους ύφεσης όπου οι τραπεζικοί ισολογισμοί έχουν αποδυναμωθεί, οι δανειστές δεν μπορούν πλέον να είναι βέβαιοι ότι οι καταθέσεις τους είναι ασφαλείς, εάν οι δανειολήπτες αποσυρθούν. Κατά συνέπεια, ένας πανικός των καταθετών δημιουργεί μια εξαιρετικά μη γραμμική αύξηση στα πιστωτικά ανοίγματα και συρρίκνωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και της παραγωγής. Αυτό συνέβη στην περίπτωση της ελληνικής κρίσης χρέους, όπου η αυξημένη τάση των επισφαλών δανείων οδήγησε το τραπεζικό σύστημα σε κρίση, απειλώντας τη φερεγγυότητα των τραπεζών, και δημιουργώντας πανικό στην αγορά του διατραπεζικού δανεισμού (Μουρμούρας, 2015).

Διάφορες μελέτες εξετάζουν τη σχέση μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και χρέους και καταλήγουν σε διαφορετικά ευρήματα. Οι Patillo et.al., (2002) εξετάζουν τους διαύλους μέσω των οποίων το χρέος επηρεάζει την ανάπτυξη, και τις μη γραμμικές διαφορές των επιπτώσεων του στις διάφορες πηγές ανάπτυξης. Χρησιμοποιούμε ένα δείγμα 61 αναπτυσσόμενων χωρών κατά την περίοδο 1969-1998, όπου η μελέτη αποκαλύπτει ότι το υψηλό χρέος συνδέεται με την ισχυρή αρνητική συσσώρευση φυσικού κεφαλαίου. Κατά μέσο όρο, σε χώρες με υψηλό χρέος, εάν αυτό διπλασιαστεί, η παραγωγή επιβραδύνεται κατά περίπου 1 ποσοστιαία μονάδα, ενώ το κατά κεφαλήν φυσικό κεφάλαιο και η συνολική αύξηση της παραγωγικότητας των συντελεστών επιβραδύνονται λιγότερο από αυτό.

Εμπειρική μελέτη σχετικά με τις επιπτώσεις των κλυδωνισμών της δημοσιονομικής πολιτικής στην ιδιωτική κατανάλωση, χρησιμοποιεί ετήσια δεδομένα από 38 βιομηχανικές και αναπτυσσόμενες χώρες για την περίοδο 1970-2000. Τα ευρήματα δείχνουν, ότι το υψηλό χρέος επηρεάζει κυρίως τις κυβερνητικές δαπάνες και όχι

τόσο την ιδιωτική κατανάλωση, ακόμα και σε περιπτώσεις φορολογικών κλυδωνισμών (Schclarek, 2004).

Οι Kumar and Woo (2010) εξετάζουν τον αντίκτυπο του υψηλού δημόσιου χρέους στη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη. Η ανάλυση βασίζεται σε μια ομάδα προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών για σχεδόν τέσσερις δεκαετίες, και ένα ευρύ φάσμα καθοριστικών παραγόντων της ανάπτυξης. Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποδεικνύουν αντίστροφη σχέση μεταξύ του χρέους και της οικονομικής ανάπτυξης. Ειδικότερα, μία αύξηση κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες του αρχικού χρέους προς το ΑΕΠ σχετίζεται με την επιβράδυνση της ετήσιας αύξησης του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ, κατά 0,2 ποσοστιαίες μονάδες ετησίως. Ο αντίκτυπος φαίνεται να είναι ελαφρώς μικρότερος στις προηγμένες οικονομίες. Επιπλέον, η ανάλυση των συνιστωσών της ανάπτυξης δείχνει, ότι οι δυσμενείς επιπτώσεις αντικατοπτρίζουν σε μεγάλο βαθμό την επιβράδυνση της αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας, των επενδύσεων, και των κεφαλαιακών αποθεμάτων.

Εξετάζοντας τις δυναμικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ του συνολικού χρέους¹ και του ΑΕΠ, μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η πραγματική συνολική αύξηση του χρέους επηρεάζει αντίστροφα την αύξηση του ΑΕΠ (Lainà, 2011). Στο ίδιο πλαίσιο, εμπειρική μελέτη χρησιμοποιεί ένα σύνολο δεδομένων για τα επίπεδα χρέους σε 18 χώρες του ΟΟΣΑ για την περίοδο 1980-2010. Εξετάζοντας ξεχωριστά τον αντίκτυπο των οικιακών, μη χρηματοπιστωτικών εταιρικών και κρατικών χρεών, η μελέτη δείχνει ότι το δημόσιο χρέος και το χρέος των νοικοκυριών επηρεάζουν περίπου το 85% του ΑΕΠ, ενώ το εταιρικό χρέος περίπου το 90% του ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, οι υπερχρεωμένες κυβερνήσεις θα πρέπει να στοχεύουν όχι μόνο στη σταθεροποίηση του χρέους τους, αλλά και στη μείωσή του σε αρκετά χαμηλά επίπεδα, ώστε να μην επηρεάζεται η ανάπτυξη. Επιπλέον, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να διατηρούν το χρέος τους πολύ πιο χαμηλά από τα εκτιμώμενα όρια, έτσι ώστε ακόμη και σε περιπτώσεις έκτακτων γεγονότων να μην εκτοξευθεί σε επίπεδα που καθίστανται επιζήμια για την ανάπτυξη (Cecchetti et al., 2011).

¹ Το συνολικό χρέος ορίζεται ως το άθροισμα των πιστωτικών υποχρεώσεων των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, της κυβέρνησης, και της τοπικής αυτοδιοίκησης

Η διαδικασία χορήγησης πιστώσεων περιλαμβάνει την επέκταση των τραπεζικών δανείων, συχνά υπό κρατική καθοδήγηση, σε περιόδους κρίσης. Όταν οι επιχειρήσεις είναι πολύ προσανατολισμένες προς το χρέος, οι τράπεζες γίνονται εξαιρετικά ευάλωτες σε πιθανή μείωση των εσόδων τους. Αυτό επηρεάζει και το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθιστώντας το εξίσου ευάλωτο, εκτός από τις χώρες με πολύ ταχεία ανάπτυξη, όπου οι κίνδυνοι μιας τέτοιας ύφεσης είναι συνήθως, μικρότεροι.

Η σύνδεση μεταξύ της οικονομικής κατάστασης ενός οργανισμού και της πρόσβασης στην πίστωση προκύπτει όταν οι μακροοικονομικές συνθήκες εμποδίζουν τον δανεισμό. Ελλείψει τέτοιων τριβών, η οικονομική ισχύς του δανειολήπτη είναι ασύνδετη με την απόφαση της πραγματικής επένδυσης. Ως εκ τούτου, σε μία αποτελεσματική αγορά χωρίς ασύμμετρη πληροφόρηση, το κόστος της συγκέντρωσης εξωτερικών κεφαλαίων ισούται με το κόστος ευκαιρίας για τον δανεισμό εσωτερικών κεφαλαίων (Gertler and Gilchrist, 2018). Οι τριβές των χρηματοπιστωτικών αγορών καθίστανται ενδογενείς, είτε όταν οι πιστωτές έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους δανειολήπτες, είτε υποθέτοντας ότι είναι δαπανηρό για τους ίδιους να συμφωνήσουν σε συμβατικές δεσμεύσεις που έχουν αναλάβει οι δανειολήπτες. Σε κάθε σενάριο, οι δανειολήπτες μπορούν δυνητικά να ενεργήσουν ανέντιμα, αθετώντας τις υποχρεώσεις τους. Κατά συνέπεια, οι δανειστές επιβάλλουν περιορισμούς στους όρους δανεισμού, όπως πιστωτικά όρια, απαιτήσεις, και προβλέψεις πτώχευσης. Συνολικά, ο δανεισμός ξένων κεφαλαίων είναι πιο δαπανηρός από την χρήση ιδίων κεφαλαίων, φαινόμενο το οποίο οι Bernanke and Gertler (1986) αναφέρουν ως πριμοδότηση εξωτερικής χρηματοδότησης. Πράγματι, η πριμοδότηση εξωτερικής χρηματοδότησης αποτελεί κοινό χαρακτηριστικό των χρηματοπιστωτικών κρίσεων (Gertler and Gilchrist, 2018).

Οι Corbett et.al., (1999) υποστηρίζουν ότι η ευπάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος δημιουργήθηκε από την ελευθέρωση του τραπεζικού τομέα και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αυτά τα τρωτά σημεία διασυνδέονται και οδήγησαν σε

κίνδυνο νομισματικής και χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης. Ειδικότερα, η ελευθέρωση είχε τις ακόλουθες επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα:

- *Αύξηση της απόδοσης του κεφαλαίου:* Οι οικονομίες πριν από την ελευθέρωση, μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως χαμηλού κεφαλαίου και χαμηλών μισθών, όπου οι επενδύσεις και οι αποδόσεις τους ήταν χαμηλές. Μετά την ελευθέρωση και το άνοιγμα της οικονομίας, εφαρμόστηκαν μακροοικονομικές πολιτικές, οι οποίες παρείχαν εγγύηση της σταθερότητας, μειώνοντας το ασφάλιστρο κινδύνου για επενδύσεις. Επιπλέον, η ελευθέρωση του εμπορίου μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της απόδοσης του κεφαλαίου, ως αποτέλεσμα της επίτευξης οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή, για τις παγκόσμιες αγορές και της μεταφοράς τεχνολογίας
- *Μείωση του επενδυτικού κινδύνου και αύξηση των αποδόσεων:* Το λάθος, το οποίο οδήγησε στην ευπάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, φαίνεται να είναι ότι οι εγγυήσεις στο παλαιό χρηματοπιστωτικό σύστημα εξακολούθησαν να επεκτείνονται σε μεγάλο μέρος των επενδύσεων που χρηματοδοτούνταν από το εξωτερικό. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, το απόθεμα των εγγυήσεων προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα να αυξηθεί σημαντικά, υποβαθμίζοντας συστηματικά τους κινδύνους που συνδέονται με την επέκταση των ισολογισμών των επιχειρήσεων μέσω του χρέους.

Οι αρνητικοί κλυδωνισμοί συνδέονται τόσο με τη χρηματοπιστωτική κρίση όσο και με τη νομισματική κρίση, διότι δημιουργούν σημαντικές ζημιές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αναγκάζουν τις κυβερνήσεις να εφαρμόσουν μέτρα διάσωσης. Επιπλέον, σε χώρες που δεν έχουν το ίδιο νόμισμα, η ύφεση οδηγεί και σε υποτίμηση του νομίσματος, η οποία επιδεινώνει την χρηματοπιστωτική κρίση. Αυτό οφείλεται στο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό του καθεστώτος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο δεν επιτρέπει την αντιστάθμιση των κινδύνων δανεισμού σε ξένο νόμισμα. Όπως εξηγούν οι Burnside et .al. (1999), οι νομισματικές κρίσεις που συμπίπτουν με τραπεζικές κρίσεις, τείνουν να έχουν τέσσερα κοινά στοιχεία. Πρώτον, οι κυβερνήσεις παρέχουν εγγυήσεις σε εγχώριους και ξένους

πιστωτές τραπεζών. Δεύτερον, οι τράπεζες δεν αντισταθμίζουν τον συναλλαγματικό τους κίνδυνο. Τρίτον, υπάρχει μια έκρηξη δανεισμού πριν από τις κρίσεις. Τέλος, όταν συμβεί η κατάρρευση του νομίσματος ή των τραπεζών, τα επιτόκια αυξάνονται και παρατηρείται επίμονη μείωση της παραγωγής. Οι εγγυήσεις των κυβερνήσεων για χαμηλότερα επιτόκια δημιουργεί οικονομική άνθηση, αλλά και ένα πιο εύθραυστο τραπεζικό σύστημα, καθώς οι τράπεζες επιλέγουν να μην αντισταθμίζουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Όταν η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία εγκαταλείπεται υπέρ μιας κυμαινόμενης ισοτιμίας, οι τράπεζες πτωχεύουν, τα επιτόκια δανεισμού αυξάνονται, και οι πραγματικοί μισθοί και η παραγωγή μειώνονται.

Η σπουδαιότερη επίπτωση μίας τραπεζικής κρίσης είναι η εξάπλωσή της στο σύνολο της οικονομίας. Ένας από τους βασικότερους λόγους της δημιουργίας της ύφεσης, είναι η υψηλή εξάρτηση των επενδύσεων των οργανισμών και της κατανάλωσης των νοικοκυριών από το επίπεδο του δημόσιου χρέους, η οποία επιβραδύνει την οικονομική δραστηριότητα. Τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις εξαρτώνται από το χρέος, καθώς οι καταναλωτές έχουν την ανάγκη να ικανοποιήσουν τη ζήτηση για προϊόντα και υπηρεσίες, και οι επιχειρήσεις να επιτύχουν κέρδη. Ωστόσο, οι εισοδηματικές ανισότητες οδηγούν σε υψηλότερη συσσώρευση του χρέους (Mitrakos, 2013). Οι Horst and Neyer (2020) διερευνούν κατά πόσον το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (quantitative easing, QE) που ξεκίνησε τον Μάρτιο του 2015 συνέβαλλε στη δημιουργία πλεονάσματος ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ. Το ερευνητικό μοντέλο δείχνει ότι η αύξηση των πλεοναζόντων αποθεματικών δεν έχει καμία επίπτωση στην προσφορά τραπεζικών δανείων. Δεδομένου ότι τα νεοσυσταθέντα πλεονάζοντα αποθέματα είναι κατανομημένα σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, ο αντίκτυπος του QE στην προσφορά τραπεζικών δανείων διαφέρει σε όλες τις χώρες. Επιπλέον, υπάρχουν επιπτώσεις στην εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Οι αυξήσεις του επιτοκίου κύριας αναχρηματοδότησης της κεντρικής τράπεζας καθώς και του ελάχιστου αποθεματικού και οι μειώσεις του επιτοκίου καταθέσεων της κεντρικής τράπεζας αναπτύσσουν επεκτατικές πολιτικές προσφοράς πίστωσης σε αντίθεση με την περίπτωση κατά την οποία οι τράπεζες αντιμετωπίζουν διαρθρωτικό έλλειμμα ρευστότητας.

2.1 Χρηματοδότηση χρέους

Η χρηματοδότηση του χρέους σημαίνει το δανεισμό χρημάτων από ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, με την υποχρέωση του δανειολήπτη να επιστρέψει το κεφάλαιο με το συμφωνημένο επιτόκιο. Οι νεοσύστατες εταιρείες και οι μικρότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη χρηματοδότηση χρέους, ως έναν τρόπο για να αξιοποιήσουν τις δραστηριότητές τους και να διατηρήσουν την ιδιοκτησία της επιχείρησής τους. Οι Berger and Udell (1998) υποστηρίζουν, ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους με βάση το μοντέλο του κύκλου οικονομικής ανάπτυξης, σύμφωνα με το οποίο αναζητούν αρχικά χρηματοδότηση από το φιλικό και οικογενειακό τους περιβάλλον. Καθώς οι επιχειρήσεις αναπτύσσονται, αποκτούν πρόσβαση σε χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων, και ενδεχομένως να αποκτήσουν πρόσβαση και σε δημόσιες αγορές μετοχών και χρέους.

Οι επιχειρήσεις που αυξάνουν σκόπιμα τη μόχλευση μέσω σημαντικής έκδοσης χρέους, το πράττουν κυρίως ως απάντηση στις λειτουργικές ανάγκες. Οι μεταγενέστερες μειώσεις του χρέους δεν είναι ούτε γρήγορες, ούτε αποτέλεσμα της προσπάθειας εξισορρόπησης της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης προς έναν μακροπρόθεσμο στόχο. Αντ' αυτού, η εξέλιξη του δείκτη μόχλευσης της επιχείρησης εξαρτάται πρωτίστως από το αν η επιχείρηση μπορεί να παράγει οικονομικό πλεόνασμα. Στην πραγματικότητα, οι επιχειρήσεις που παράγουν μεταγενέστερα ελλείμματα, τείνουν να καλύπτουν αυτά τα ελλείμματα με περισσότερο χρέος, παρόλο που παρουσιάζουν δείκτες μόχλευσης που είναι πολύ υψηλότεροι του εκτιμώμενου στόχου (Denis and McKeon, 2012).

Η οικονομική ευελιξία είναι η ικανότητα μιας επιχείρησης να κινητοποιεί τους οικονομικούς πόρους της, για να αναλάβει προληπτικές και εκμεταλλευτικές δράσεις. Οι επιχειρήσεις αξιοποιούν εγκαίρως τις επενδυτικές ευκαιρίες, ως απάντηση σε αβέβαιες και απρόβλεπτες μελλοντικές καταστάσεις, και μεγιστοποιούν την αξία τους (Byoun, 2011). Σύμφωνα με την υπόθεση οικονομικής

ευελιξίας (financial flexibility hypothesis, FFH), οι μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες, οι μελλοντικές ταμειακές ροές και οι περιορισμοί χρηματοδότησης είναι η κύρια κινητήρια δύναμη των αποφάσεων κεφαλαιακής δομής σε μία επιχείρηση. Σε γενικές γραμμές, ο δείκτης μόχλευσης συσχετίζεται αντίστροφα με τις αρνητικές ή χαμηλές λειτουργικές ταμειακές ροές, την χαμηλή αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, και τη μη πληρωμή μερισμάτων. Στις μικρές επιχειρήσεις, η σχέση αυτή ενισχύεται, καθώς τείνουν να εκδίδουν περισσότερα ίδια κεφάλαια αντί για χρέος για να διευκολύνουν την έλλειψη οικονομικής ευελιξίας. Αντίθετα, οι μεσαίες αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις με μέτριες ταμειακές ροές, ευκαιρίες ανάπτυξης, και καλές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας έχουν υψηλούς δείκτες μόχλευσης, εκδίδοντας περισσότερο χρέος έναντι των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Τέλος, οι μεγάλες ώριμες επιχειρήσεις με υψηλές ταμειακές ροές, καλές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, και πληρωμές μερισμάτων έχουν μέτριους δείκτες μόχλευσης, καθώς βασίζονται στα ίδια κεφάλαια και εκδίδουν όσο χρέος απαιτείται προκειμένου να διατηρηθεί η οικονομική ευελιξία.

Η οικονομική ευελιξία με τη μορφή αχρησιμοποίητης δανειακής ικανότητας παίζει σημαντικό ρόλο στη δυναμική της κεφαλαιακής δομής. Αναγνωρίζοντας τις διαχρονικές εξαρτήσεις από την χρηματοδοτική δραστηριότητα, οι DeAngelo et.al., (2011) επισημαίνουν, ότι το κόστος ευκαιρίας δανεισμού κατά την τρέχουσα περίοδο είναι η πιθανή αδυναμία δανεισμού σε μελλοντικές περιόδους. Έτσι, εκ των προτέρων, οι βέλτιστες χρηματοοικονομικές πολιτικές διατηρούν την ικανότητα της επιχείρησης να έχει πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά σε περίπτωση απροσδόκητων ζημιών ή έλλειψης επενδυτικών ευκαιριών. Επιπλέον, οι μεταγενέστερες προσαρμογές του δείκτη μόχλευσης της επιχείρησης εξαρτώνται από τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης και τις συνθήκες της κεφαλαιαγοράς.

Το κόστος προσαρμογής της μόχλευσης δεν εξαρτάται μόνο από το ρητό κόστος συναλλαγής, αλλά και από την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές. Οι κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες θα οδηγήσουν ορισμένες επιχειρήσεις στην άντληση εξωτερικών κεφαλαίων, με αποτέλεσμα η μόχλευση να είναι η μοναδική επιλογή μεταξύ της έκδοσης χρέους έναντι ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης μόχλευσης μπορεί να

αλλάξει, εάν η επιχείρηση επιλέξει να εξοφλήσει το χρέος έναντι της επαναγοράς μετοχών ή καταβολής μερισμάτων. Εν ολίγοις, η πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την προσαρμογή του δείκτη μόχλευσης, εάν η επιχείρηση το επιθυμεί (Faulkender et al., 2012).

Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα της χρηματοδότησης του χρέους είναι οι φορολογικές εκπτώσεις, καθώς, στις περισσότερες περιπτώσεις, θεωρείται ως επιχειρηματική δαπάνη στον ισολογισμό της επιχείρησης. Οι νεοσύστατες επιχειρήσεις βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε προσωπικά τραπεζικά δάνεια, επιχειρηματικά δάνεια, και επιχειρηματικές πιστωτικές γραμμές. Όπως επισημαίνουν οι Robb and Robinson (2014), το μέσο ποσό της τραπεζικής χρηματοδότησης είναι επτά φορές μεγαλύτερο από το μέσο ποσό του χρέους που χρηματοδοτείται από τον οικογενειακό και φιλικό κύκλο. Ακόμη και μεταξύ των επιχειρήσεων που βασίζονται στα ίδια κεφάλαια, το μέσο ποσό του εξωτερικού χρέους είναι σχεδόν διπλάσιο από αυτό του εσωτερικού χρέους. Άλλη εμπειρική μελέτη εξετάζει τις αποφάσεις χρηματοδότησης σε σχέση με τις προοπτικές ανάπτυξης, το μέγεθος της επιχείρησης, τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία και τα προϊόντα πώλησης. Τα ευρήματα δείχνουν ότι το επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων, καθώς και χαρακτηριστικά όπως η εμπειρία και η εκπαίδευση της διοίκησης, εξηγούν τις αποφάσεις για την ελάφρυνση του χρέους κατά το έτος εκκίνησης. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν περισσότερο επιχειρηματικό χρέος, ενώ οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις με προοπτικές ανάπτυξης χρησιμοποιούν περισσότερο προσωπικές πηγές χρέους (Coleman et al., 2016).

Από την αρνητική πλευρά, η αύξηση των επιτοκίων θα έχει αντίκτυπο στην αποπληρωμή του δανείου και στην πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη. Επίσης, η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία ως ασφάλεια για το δάνειο, για να λάβει υψηλότερη πιστωτική γραμμή. Με τον τρόπο αυτό, σε περίπτωση αθέτησης της υποχρέωσης, ο δανειολήπτης μπορεί να υποχρεωθεί να εξοφλήσει το υπόλοιπο δάνειο και τους τόκους σε μετρητά.

2.2 Είδη τραπεζικής χρηματοδότησης

Ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί τη συνηθέστερη πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης για τους επιχειρηματίες, οι οποίοι συχνά εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το απλό χρέος για την εκπλήρωση των αναγκών ταμειακών ροών και επενδύσεων. Πρακτικά αυτό σημαίνει, ότι η πρόσβαση στο χρέος είναι πιο δύσκολη για τις επιχειρήσεις με υψηλότερο προφίλ απόδοσης κινδύνου, όπως αυτές που είναι προσανατολισμένες στην ανάπτυξη. Το επιχειρηματικό μοντέλο των συγκεκριμένων επιχειρήσεων μπορεί να βασίζεται σε άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως η έρευνα και ανάπτυξη ή οι πατέντες, με αποτέλεσμα τα πρότυπα κέρδους του να είναι συχνά δύσκολο να προβλεφθούν (OECD, 2018).

2.2.1 Βραχυπρόθεσμα δάνεια

Τα βραχυπρόθεσμα δάνεια είναι ένας τρόπος να δανειστεί ο ενδιαφερόμενος ένα ποσό χρημάτων και να το ξεπληρώσει σε σύντομο χρονικό διάστημα. Η συνήθης διάρκεια ενός βραχυπρόθεσμου δανείου είναι έως 12 μήνες και έρχεται σε αντίθεση με άλλους τύπους δανεισμού, όπως οι υποθήκες και τα δάνεια αυτοκινήτων, τα οποία λαμβάνονται για μεγαλύτερα χρηματικά ποσά που αποπληρώνονται σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Ένα βραχυπρόθεσμο δάνειο είναι μια πολύ καλή επιλογή για μία μικρή ή νεοσύστατη επιχείρηση που δεν έχει ακόμα ιστορικό πιστοληπτικής ικανότητας σε μία τράπεζα και ως εκ τούτου δεν μπορεί να λάβει ένα δάνειο υψηλότερο πόσου ή με μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής. Επιπλέον, είναι κατάλληλα και για ιδιώτες που αντιμετωπίζουν ένα προσωρινό, ξαφνικό οικονομικό πρόβλημα. Οι κλασσικοί τύποι βραχυπρόθεσμων δανείων είναι οι ακόλουθοι (CFI, 2020):

- Προκαταβολές μετρητών εμπορών

Αυτό το είδος του βραχυπρόθεσμου δανείου είναι στην πραγματικότητα μια προκαταβολή σε μετρητά που εξακολουθεί να λειτουργεί σαν δάνειο. Ο δανειστής

δανείζει το ποσό που χρειάζεται ο δανειολήπτης. Ο δανειολήπτης κάνει τις πληρωμές του δανείου, επιτρέποντας στο δανειστή να έχει πρόσβαση στην πιστωτική διευκόλυνση του δανειολήπτη. Κάθε φορά που γίνεται μια αγορά από έναν πελάτη του δανειολήπτη, ένα ορισμένο ποσοστό της πώλησης λαμβάνεται από το δανειστή μέχρι να αποπληρωθεί το δάνειο.

- Γραμμή πίστωσης

Μια γραμμή πίστωσης έχει παρόμοια χρήση με μία επαγγελματική πιστωτική κάρτα καθώς έχει ένα ορισμένο πιστωτικό όριο και πραγματοποιεί μηνιαίες δόσεις έναντι του ποσού που έχει δανειστεί. Ως εκ τούτου, οι οφειλόμενες μηνιαίες πληρωμές ποικίλλουν ανάλογα με το βαθμό της γραμμής πίστωσης

- Δάνεια έκτακτης ανάγκης (payday loans)

Τα payday loans είναι βραχυπρόθεσμα δάνεια έκτακτης ανάγκης που είναι σχετικά εύκολο να εγκριθούν. Το μειονέκτημα είναι ότι ολόκληρο το ποσό του δανείου, συν τους τόκους, οι οποίοι είναι πολύ υψηλοί, πρέπει να καταβληθεί σε ένα κατ' αποκοπή ποσό την ημερομηνία λήξης του δανείου. Η αποπληρωμή γίνεται με απευθείας ανάληψη του ποσού από τον τραπεζικό λογαριασμό του δανειολήπτη, χρησιμοποιώντας τη συνεχή αρχή πληρωμής.

2.2.2 Μεσοπρόθεσμα δάνεια

Τα μεσοπρόθεσμα δάνεια είναι δάνεια με περίοδο αποπληρωμής μεταξύ δύο και πέντε ετών και χρειάζονται δύο έως τρεις εβδομάδες για να εγκριθεί η χρηματοδότησή τους. Τα επιτόκια των μεσοπρόθεσμων δανείων εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το ποιος είναι ο δανειστής. Σε γενικές γραμμές, τα μεσοπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια έχουν επιτόκια κάτω του 10%, ενώ εάν πρόκειται για μεσοπρόθεσμα δάνεια που έχουν αποκτηθεί από ψηφιακές πλατφόρμες εναλλακτικών δανειστών, τα επιτόκια συνήθως κυμαίνονται από 7% έως 30% (Priyanka, 2020).

Για να πληροί τις προϋποθέσεις για ένα μεσοπρόθεσμο δάνειο, ο δανειολήπτης θα πρέπει να έχει ένα καλό ιστορικό ανάλογων πληρωμών ή εάν δεν έχει λάβει άλλο δάνειο ποτέ να μην έχει οφειλές στο δημόσιο. Στις περιπτώσεις επιχειρηματικών δανείων, θα πρέπει η επιχείρηση να παράγει έσοδα. Επιπλέον, ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, τα χρόνια λειτουργίας και την διαχρονική κατάσταση των εσόδων, εγκρίνεται ή όχι το μεσοπρόθεσμο δάνειο ή προτείνονται διαφορετικοί τύποι επιχειρηματικών δανείων από τον τραπεζικό σύμβουλο (Priyanka, 2020).

Ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα των μεσοπρόθεσμων δανείων είναι ότι οι πληρωμές καταβάλλοντας σε μηνιαία ή διμηνιαία βάση καταναμημένες ανά μήνα ή δύο εβδομάδες. Αυτό βοηθά τις επιχειρήσεις που προσπαθούν να διατηρούν έναν προϋπολογισμό για το σταθερό κόστος. Τα μεσοπρόθεσμα δάνεια έχουν συνήθως σταθερά επιτόκια, γεγονός που βοηθά έναν ιδιοκτήτη επιχείρησης να ξέρει ακριβώς το κόστος του δανείου με την πάροδο του χρόνου. Επιπλέον, η χρηματοδότηση και η επιτυχημένη εξόφληση ενός μεσοπρόθεσμου δανείου θα βελτιώσει την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, συμβάλλοντας στην οικοδόμηση μίας καλής πιστωτικής σχέσης με την τράπεζα. Αυτό μπορεί να διευκολύνει την χρηματοδότηση πρόσθετων δανείων. Τέλος, τα μεσοπρόθεσμα δάνεια μπορούν να χρησιμοποιηθούν για διάφορους επιχειρηματικούς σκοπούς (Priyanka, 2020).

Σύμφωνα με τον Αδαμόπουλο (2015), ο πιο κοινός λόγος χορήγησης μεσοπρόθεσμου δανείου σε μία επιχείρηση είναι για να επενδύσει σε κεφαλαιουχικά αγαθά, όπως η αγορά παγίων περιουσιακών στοιχείων ή/και η ανανέωση του μηχανολογικού εξοπλισμού ώστε να διατηρήσει το μερίδιο αγοράς της και να διευκολύνει την περαιτέρω ανάπτυξή της. Πολλές επιχειρήσεις επιλέγουν τα μεσοπρόθεσμα δάνεια, ακόμα και στην περίπτωση που διαθέτουν τα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους, ώστε να χρησιμοποιήσουν τα ίδια κεφάλαια στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή σε επενδυτικές δραστηριότητες με βραχυπρόθεσμες αποδόσεις.

Από την άλλη πλευρά, τα μεσοπρόθεσμα δάνεια έχουν και μειονεκτήματα. Για παράδειγμα, η διαδικασία υποβολής αιτήσεων είναι πιο χρονοβόρα και απαιτεί

περισσότερη γραφειοκρατία από τα βραχυπρόθεσμα δάνεια. Επιπλέον, τα κριτήρια που πρέπει να πληρούν οι δανειολήπτες είναι πιο αυστηρά. Εάν ένας ιδιώτης δεν έχει καλό ιστορικό πληρωμών ή μία επιχείρηση δεν παράγει ισχυρές ταμειακές ροές ή δεν διαθέτει καλή πιστοληπτική ικανότητα, δεν θεωρείται ότι πληρούν τις προϋποθέσεις για ένα μεσοπρόθεσμο δάνειο. Τέλος, τα μεσοπρόθεσμα δάνεια περιέχουν υψηλές αμοιβές και κυρώσεις που επιβαρύνουν σημαντικά τον δανειολήπτη (Priyanka, 2020).

2.2.3 Μακροπρόθεσμα δάνεια

Τα μακροπρόθεσμα δάνεια έχουν διάρκεια μεγαλύτερη των πέντε ετών και καλύπτουν συγκεκριμένους σκοπούς όπως στεγαστικά δάνεια, δάνεια αυτοκινήτων, δάνεια έναντι ακινήτων, κλπ. Γενικότερα, δεν υπάρχει επίσημος κανόνας για το τι καθιστά ένα δάνειο μακροπρόθεσμο, αλλά τα προσωπικά δάνεια με όρους αποπληρωμής 60 έως 84 μήνες (πέντε έως επτά χρόνια) θεωρούνται μακροπρόθεσμα. Τα φοιτητικά δάνεια και οι υποθήκες είναι άλλοι τύποι μακροπρόθεσμων δανείων που έχουν ακόμη μεγαλύτερες περιόδους αποπληρωμής, 10 έως 30 χρόνια. Επιπλέον, τα μακροπρόθεσμα δάνεια έχουν χαμηλότερα επιτόκια δεδομένου ότι η πληρωμή των δόσεων κατανέμεται σε μεγάλο χρονικό διάστημα. Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι οι μηνιαίες πληρωμές είναι χαμηλότερες από ένα δάνειο ίδιου ύψους αλλά μικρότερης διάρκειας (CFPB, 2020).

Μια υποθήκη είναι ένα δάνειο που εξασφαλίζεται από την ακίνητη περιουσία και απαιτεί ένα εχέγγυο που επιβεβαιώνει την ύπαρξη του δανείου και την επιβάρυνση της ακίνητης περιουσία μέσω της χορήγησης της υποθήκης που εξασφαλίζει το δάνειο. Ένας εγχώριος αγοραστής μπορεί να λάβει ένα δάνειο για να αγοράσει ή να εξασφαλίσει την περιουσία από ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, όπως μια τράπεζα, ωστόσο το μέγεθος του δανείου, η λήξη, το επιτόκιο, η μέθοδος αποπληρωμής, και άλλα χαρακτηριστικά μπορεί να διαφέρουν σημαντικά. Τα ενυπόθηκα δάνεια είναι γενικά δομημένα ως μακροπρόθεσμα δάνεια, οι περιοδικές πληρωμές τους είναι παρόμοιες με μια πρόσοδο, και υπολογίζονται σύμφωνα με τη χρονική αξία του χρήματος. Η πιο βασική ρύθμιση απαιτεί μια σταθερή μηνιαία πληρωμή για μια

περίοδο δέκα έως τριάντα ετών, ανάλογα με τις τοπικές συνθήκες. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, το αρχικό κεφάλαιο καταβάλλεται μέσω της απόσβεσης. Ωστόσο, πολλές παραλλαγές σε αυτή τη ρύθμιση είναι δυνατές σε διαφορετικές χώρες (Damodaran, 2016).

Από την άλλη πλευρά, το επιτόκιο ενός ενυπόθηκου δανείου μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί κατά τη διάρκεια αποπληρωμής του, καθορίζοντας και ανάλογους τόκους. Στις περιπτώσεις που το επιτόκιο αυξάνεται, ο δανειολήπτης επιβαρύνεται με υψηλότερους τόκους και αποπληρώνει σημαντικά υψηλότερο τελικό ποσό στην τράπεζα. Επιπλέον, υπάρχουν τύποι ενυπόθηκων δανείων που απαιτούν την πλήρη εξόφληση οποιουδήποτε υπολοίπου σε μια ορισμένη ημερομηνία ή έχουν αρνητική απόσβεση. Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι ο δανειολήπτης θα πρέπει στην καθορισμένη ημερομηνία να έχει το απαιτούμενο υπόλοιπο ποσό ώστε να αποφύγει τυχόν επιβαρύνσεις. Ένα ακόμα μειονέκτημα είναι ότι το ποσό που καταβάλλεται ανά περίοδο και η συχνότητα των πληρωμών μπορεί να αλλάξουν, ενώ ορισμένοι τύποι υποθηκών μπορεί να περιορίσουν την προπληρωμή του συνόλου ή μέρους του δανείου, ή μπορεί να απαιτούν την καταβολή ποινής στον δανειστή για προπληρωμή (Ozel et al., 2019).

Άλλοι λόγοι για τους οποίους ένας δανειολήπτης επιλέγει ένα μακροπρόθεσμο δάνειο είναι για να καλύψει υποχρεώσεις όπως ιατρικούς λογαριασμούς, επισκευές στο σπίτι ή άλλα μεγάλα έξοδα, και δεν διαθέτει αρκετή πίστωση για να καλύψει τις δαπάνες αυτές. Ή μπορεί να έχει αρκετή πίστωση, αλλά δεν είναι σε θέση να εξοφλήσει το υπόλοιπο αρκετά γρήγορα για να αποφύγει υψηλές επιβαρύνσεις τόκων.

2.2.4 Ομολογιακά Δάνεια

Τα ομολογιακά δάνεια εκδίδονται από το κράτος, έναν οργανισμό ή μία εταιρεία και περιλαμβάνουν ομολογίες, οι οποίες προσδιορίζουν τις αξιώσεις των ομολογιούχων έναντι του εκδότη σύμφωνα με τους όρους του δανείου. Οι ομολογίες είναι χρεόγραφα τα οποία αντιπροσωπεύουν την δέσμευση του εκδότη να εκπληρώσει

την υποχρέωση καταβολής στον επενδυτή της ονομαστικής αξίας του ομολόγου συν τα κουπόνια (τοκομερίδια) που υπολογίζονται σε τακτές προσυμφωνημένες περιόδους.

Σύμφωνα με τον Ν.3156/2003², τα ομολογιακά δάνεια μπορούν να έχουν τις ακόλουθες μορφές (ΧΑΑ, 2014):

1. *Κοινά ομολογιακά δάνεια* : πρόκειται για δάνεια τα οποία εκδίδονται με μία σύμβαση μεταξύ του εκδότη και των ομολογιούχων και παρέχουν το δικαίωμα λήψης των τόκων σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους.
2. *Ομολογιακά δάνεια με μετατρέψιμες ομολογίες*: πρόκειται για δάνεια που αποφέρουν πληρωμές τόκων, αλλά μπορεί να μετατραπούν σε προκαθορισμένο αριθμό μετοχών. Η μετατροπή από το ομόλογο σε μετοχή μπορεί να γίνει σε ορισμένες χρονικές στιγμές κατά τη διάρκεια της ζωής του ομολόγου και είναι συνήθως στη διακριτική ευχέρεια του ομολογιούχου.
3. *Ομολογιακά δάνεια με ανταλλάξιμες ομολογίες*: πρόκειται για δάνεια που παρέχουν τη δυνατότητα στον ομολογιούχο να ανταλλάξει το ομόλογο με τη μετοχή μιας εταιρείας διαφορετικής από την εκδότρια (συνήθως θυγατρική) σε κάποια μελλοντική ημερομηνία και υπό καθορισμένες προϋποθέσεις. Αυτό διαφέρει από ένα μετατρέψιμο ομόλογο, το οποίο δίνει στον κάτοχο τη δυνατότητα να ανταλλάξει το ομόλογο με άλλους τίτλους (συνήθως μετοχές) που προσφέρονται από την ίδια εκδότρια εταιρεία.
4. *Ομολογιακά δάνεια με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη*: πρόκειται για ειδικής μορφής δάνεια. Ο δανειστής έχει συμμετοχή στα κέρδη ή τον κύκλο εργασιών της εταιρείας σε αντάλλαγμα για την παροχή κεφαλαίου. Η συμμετοχή αυτή μπορεί να περιοριστεί στον σκοπό για τον οποίο χορηγήθηκε το δάνειο ή αφορά το σύνολο των δραστηριοτήτων της εταιρείας.

² <https://www.e-nomothesia.gr/kat-oikonomia/n-3156-2003.html>

2.2.5 Εγγυητικές Επιστολές

Μια εγγυητική επιστολή είναι ένα είδος σύμβασης που εκδίδεται από μια τράπεζα για λογαριασμό ενός πελάτη που έχει συνάψει σύμβαση για την αγορά αγαθών από έναν προμηθευτή. Η εγγυητική επιστολή ενημερώνει τον προμηθευτή ότι τα αγαθά θα πληρωθούν, ακόμη και αν ο πελάτης της τράπεζας αθετήσει τις υποχρεώσεις του. Για να πάρει ο αγοραστής μία εγγυητική επιστολή θα πρέπει να υποβάλει αίτηση, παρόμοια με ένα δάνειο.

Οι εγγυητικές επιστολές χρησιμοποιούνται όταν υπάρχει κίνδυνος αντισυμβαλλομένου, δηλαδή το ένα μέρος σε μια συναλλαγή είναι αβέβαιο ότι το άλλο μέρος μπορεί να εκπληρώσει την οικονομική του υποχρέωση. Αυτό είναι ιδιαίτερα κοινό με τις αγορές του δαπανηρού εξοπλισμού ή άλλης ιδιοκτησίας. Ωστόσο, μια εγγυητική επιστολή δεν μπορεί να καλύψει ολόκληρο το ποσό της οφειλής. Για παράδειγμα, μια εγγυητική επιστολή σε μια έκδοση ομολόγου μπορεί να υπόσχεται είτε τόκους είτε αποπληρωμή κεφαλαίου, αλλά όχι και τα δύο. Η τράπεζα θα διαπραγματευτεί το ποσό που θα καλύψει σε περίπτωση αθέτησης του πελάτη της προς τον προμηθευτή και θα χρεώσει ένα εφάπαξ ετήσιο ποσό για αυτή την υπηρεσία, το οποίο είναι ένα ποσοστό του ποσού που η τράπεζα μπορεί να χρωστάει εάν ο πελάτης αθετήσει τις υποχρεώσεις του.

Υπόδειγμα του πώς λειτουργεί η εγγυητική επιστολή απεικονίζεται στην Εικόνα 2-1.



Εικόνα 2-1 Υπόδειγμα λειτουργίας εγγυητικής επιστολής

Πηγή: CFI (2020α)

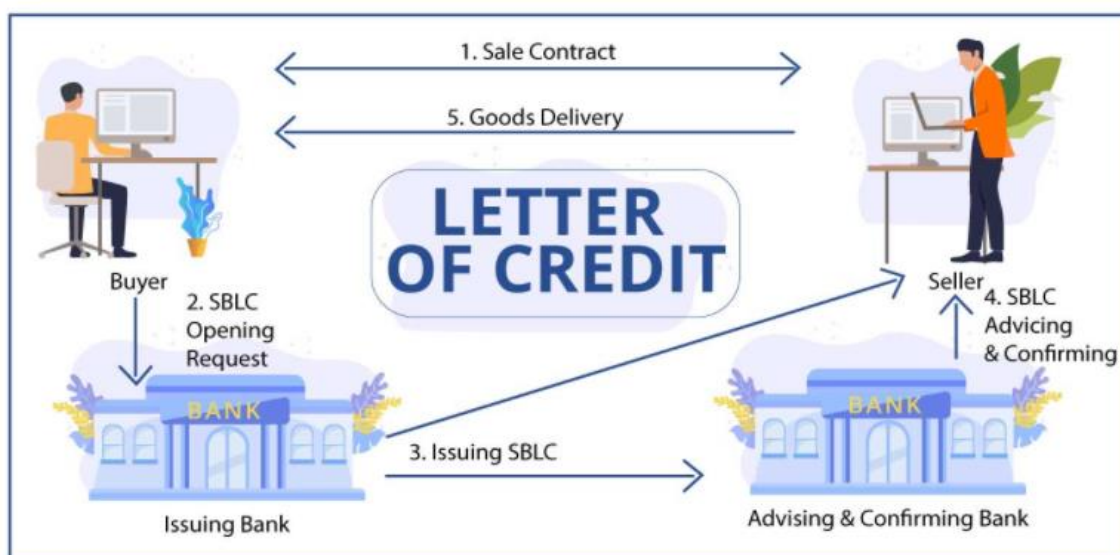
Γενικότερα, μία εγγυητική επιστολή χρησιμοποιείται όταν ο πελάτης της τράπεζας συνεργάζεται με έναν νέο προμηθευτή διότι ο νέος προμηθευτής δεν έχει ιστορικό συναλλαγών με τον πελάτη και, ως εκ τούτου, υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα μεταξύ των δύο μερών. Άλλη περίπτωση είναι για νεοσύστατες εταιρείες που ενδέχεται να μην διαθέτουν επαρκή ρευστότητα για να χρηματοδοτήσουν την αγορά αγαθών και ζητούν από την τράπεζα να παράσχει εγγυητική επιστολή. Επίσης, δεδομένου ότι δεν έχουν πιστωτικό ιστορικό με τον προμηθευτή, θα ήταν αδύνατο για τον προμηθευτή να κρίνει την ικανότητα πληρωμής της εταιρείας. Τέλος, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό μπορεί να υποχρεωθούν να παράσχουν μια εγγυητική επιστολή από τους προμηθευτές για να δείξουν τη δέσμευσή τους να πληρώσουν για τα αγαθά που αγοράζουν. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι προμηθευτές ενδέχεται να υποστούν πρόσθετες δαπάνες για την προμήθεια αγαθών εκτός της χώρας και θέλουν μια εγγύηση από μια τράπεζα ότι θα λάβουν τις πληρωμές εάν ο πελάτης δεν πληρώσει.

2.2.6 Πιστωτικές επιστολές

Μια πιστωτική επιστολή είναι μια επιστολή από μια τράπεζα που εγγυάται ότι η πληρωμή ενός αγοραστή σε έναν πωλητή θα παραληφθεί εγκαίρως και για το σωστό ποσό. Σε περίπτωση που ο αγοραστής δεν είναι σε θέση να κάνει μια πληρωμή για την αγορά, η τράπεζα θα πρέπει να καλύψει το πλήρες ή υπόλοιπο ποσό της αγοράς (Kagan, 2020).

Εάν ένας αγοραστής αποτύχει να πληρώσει έναν πωλητή, η τράπεζα που εξέδωσε μια πιστωτική επιστολή πρέπει να πληρώσει τον πωλητή εφ' όσον ο πωλητής ικανοποιεί όλες τις απαιτήσεις στην επιστολή. Αυτό παρέχει ασφάλεια όταν ο αγοραστής και ο πωλητής βρίσκονται σε διαφορετικές χώρες. Επιπλέον, οι πιστωτικές επιστολές μπορούν να προστατεύσουν τους αγοραστές σε περίπτωση που ο προμηθευτής δεν είναι σε θέση να εκτελέσει την παραγγελία, οπότε τα χρήματα επιστρέφονται στον αγοραστή (Kagan, 2020).

Υπόδειγμα του πώς λειτουργεί η πιστωτική επιστολή απεικονίζεται στην Εικόνα 2-2.



Εικόνα 2-2 Υπόδειγμα λειτουργίας πιστωτικής επιστολής

Πηγή: LendingKart (2020)

Η τράπεζα θα εκδώσει μια πιστωτική επιστολή μόνο εάν η τράπεζα είναι βέβαιη ότι ο αγοραστής μπορεί να πληρώσει. Ορισμένοι αγοραστές πρέπει να πληρώσουν την τράπεζα προκαταβολικά ή να επιτρέψουν στην τράπεζα να παγώσει τα κεφάλαια του άλλου μέρους. Οι πωλητές πρέπει να εμπιστεύονται ότι η τράπεζα που εκδίδει την πιστωτική επιστολή είναι νόμιμη και ότι θα πληρώσει όπως συμφωνήθηκε. Εάν οι πωλητές έχουν οποιεσδήποτε αμφιβολίες, μπορούν να χρησιμοποιήσουν μια «επιβεβαιωμένη» επιστολή πίστωσης, το οποίο σημαίνει ότι μια άλλη, πιθανώς πιο αξιόπιστη, τράπεζα θα εγγυηθεί την πληρωμή. Τέλος, μια πιστωτική επιστολή είναι διαπραγματεύσιμο μέσο και εφόσον είναι μεταβιβάσιμη, ο δικαιούχος μπορεί να εκχωρήσει σε άλλη οντότητα, όπως μια εταιρική μητρική εταιρεία ή σε τρίτο, το δικαίωμα ανάληψης (Pritchard, 2020).

2.2.7 Χρηματοδοτική μίσθωση - *Leasing*

Σύμφωνα με τον ορισμό της Deloitte (2017), η χρηματοδοτική μίσθωση είναι ένας εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης με τον οποίο μια επίσημη εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης (ο "εκμισθωτής") αγοράζει ένα περιουσιακό στοιχείο για λογαριασμό του πελάτη της (του "μισθωτή"). Η χρηματοδότηση παρέχεται σε αντάλλαγμα μιας συμβατικά συμφωνηθείσας σειράς πληρωμών που συνήθως περιλαμβάνουν τόκους. Ο εκμισθωτής διατηρεί την κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου, ενώ ο μισθωτής απολαμβάνει τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου κατά τη διάρκεια της σύμβασης μίσθωσης. Επίσης, ο μισθωτής μπορεί να έχει και δικαίωμα αγοράς του περιουσιακού στοιχείου στο τέλος της σύμβασης, ενώ αναλαμβάνει όλα τα έξοδα και τους κινδύνους που συνδέονται με τη χρήση του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου.

Μια σύμβαση μίσθωσης έχει συνήθως μεγαλύτερη χρονική διάρκεια από ένα τραπεζικό δάνειο και επιτρέπει σε νεοσύστατες επιχειρήσεις να δημιουργούν ταμειακές ροές χωρίς να επηρεάζονται από τις κεφαλαιουχικές τους δαπάνες. Επιπλέον, είναι ευκολότερο για μία επιχείρηση να λάβει χρηματοδοτική μίσθωση και με ευνοϊκούς όρους, ακόμα και εάν δεν έχει καλή πιστοληπτική ικανότητα.

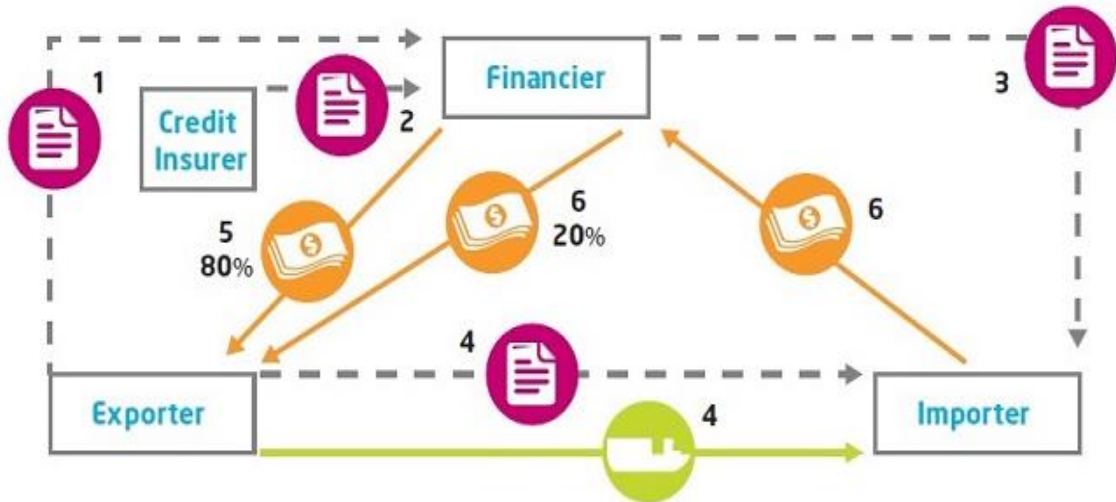
Τέλος, οι συμβάσεις μίσθωσης είναι φορολογικά εκπιπτόμενες από τις επιχειρηματικές δαπάνες (Finimpact, 2020).

Από την άλλη πλευρά, εάν η μίσθωση αφορά σε αυτοκίνητο ή εξοπλισμό ενδέχεται να είναι ακριβότερη με την πάροδο του χρόνου, ενώ οι μηνιαίες πληρωμές πρέπει να συνεχίσουν να γίνονται σύμφωνα με την αρχική περίοδο της σύμβασης. Επίσης, υπάρχει πάντα μια σημαντική πρόωρη χρέωση διακανονισμού, ακόμη και αν το περιουσιακό στοιχείο δεν είναι πλέον σε χρήση. Σε κάποιες περιπτώσεις προκύπτουν έξοδα από τους όρους και τις προϋποθέσεις σχετικά με την ασφαλιστική νομοθεσία, τις επισκευές και τη συντήρηση και την κατοχή του περιουσιακού στοιχείου (Finimpact, 2020).

2.2.8 Factoring

Το factoring είναι μία από τις παλαιότερες μορφές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και αποτελεί το εργαλείο διαχείρισης μετρητών για πολλές εταιρείες. Σε μια τυπική ρύθμιση factoring, ο πελάτης κάνει μια πώληση, παραδίδει το προϊόν ή την υπηρεσία και δημιουργεί ένα τιμολόγιο. Η πηγή χρηματοδότησης αγοράζει το δικαίωμα να εισπράξει αυτό το τιμολόγιο συμφωνώντας να πληρώσει στον πωλητή την ονομαστική αξία του τιμολογίου μείον μια έκπτωση μεταξύ 2% και 6%. Ο παράγοντας πληρώνει 75% έως 80% της ονομαστικής αξίας αμέσως και διαβιβάζει το υπόλοιπο μείον την έκπτωση όταν ο αγοραστής πληρώσει (Trade Finance, 2020).

Υπόδειγμα του πώς λειτουργεί το factoring απεικονίζεται στην Εικόνα 2-3.



- 1 Debt purchase facility entered into between exporter and financier
- 2 Financier becomes loss payee of credit insurance (or provides debt protection)
- 3 Notice of assignment of debt (invoice) to financier provided to importer
- 4 Goods shipped and importer invoiced by exporter
- 5 Financier purchases invoice and pays 80% proceeds to exporter
- 6 Importer pays the invoice to financier and exporter receives balance

Εικόνα 2-3 Υπόδειγμα λειτουργίας factoring

Πηγή: Trade Finance (2020)

2.3 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα χρηματοδότησης από τις τράπεζες

Η τραπεζική χρηματοδότηση και ειδικότερα όταν πρόκειται για μακροπρόθεσμα δάνεια διευκολύνει την χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων μίας επιχείρησης και συνδέεται με τη διάρκεια ζωής τους. Στην αρχή της διάρκειας του δανείου, η επιχείρηση μπορεί να είναι σε θέση να διαπραγματευτεί το πάγωμα της αποπληρωμής και να πληρώνει μόνο τους τόκους για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα χωρίς την υποχρέωση να παραχωρήσει στον δανειστή ένα ποσοστό των κερδών ή μερίδιο στην επιχείρηση. Επιπλέον, τα επιτόκια μπορούν να είναι σταθερά ώστε η επιχείρηση να γνωρίζει το επίπεδο των αποπληρωμών καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου (NI Business Info, 2020).

Γενικότερα, τα επίσημα τραπεζικά δάνεια έχουν χαμηλά επιτόκια σε σχέση με άλλα είδη χρηματοδότησης, όπως τα επιχειρηματικά κεφάλαια. Επίσης, επιτρέπουν την ευελιξία καθώς η επιχείρηση που λαμβάνει ένα τραπεζικό δάνειο, έχει το δικαίωμα να τα ξοδέψει όπως θέλει. Αντιθέτως, εάν η χρηματοδότηση προέλθει από επιχειρηματικά κεφάλαια, τότε οι κάτοχοι των κεφαλαίων περιορίζουν την επιχείρηση ως προς το τι θα κάνει με τα χρήματα (Revtex Capital, 2019).

Ειδικότερα, τα πλεονεκτήματα της τραπεζικής χρηματοδότησης μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα:

- Διατήρηση του ελέγχου της επιχείρησης

Η τραπεζική χρηματοδότηση παρέχεται με την εγγύηση εχέγγυων (collateral), γεγονός που συνεπάγεται τον έλεγχο της επιχείρησης χωρίς τις πιέσεις των μετόχων που συνδέονται με την συμμετοχική χρηματοδότηση. Δεδομένου ότι η τράπεζα δεν συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο του δανειολήπτη, η Διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να εφαρμόσει την πολιτική που θεωρεί την πιο κατάλληλη ώστε να επιτύχει την ανάπτυξη της εταιρείας και να τηρήσει το χρονοδιάγραμμα της αποπληρωμής του δανείου. Η μοναδική περίπτωση η τράπεζα να έχει λόγο στις πολιτικές της επιχείρησης είναι να αποκτήσει συμμετοχικό μερίδιο εάν ο δανειολήπτης δεν πραγματοποιήσει το επενδυτικό σχέδιο για το οποίο έλαβε το δάνειο και

αποφασισθεί η εκκαθάριση της εταιρείας για την αποπληρωμή των υποχρεώσεων της (Chen, 2020).

- Παροχή καινοτόμων υπηρεσιών από τις τράπεζες

Η μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος διεθνώς έδωσε την ευκαιρία στις τράπεζες να προαχθούν σε ολοκληρωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω της παροχής καινοτόμων υπηρεσιών. Τέτοιες υπηρεσίες περιλαμβάνουν την διαχείριση κεφαλαίων και επενδύσεων των επιχειρήσεων, αυτόματη παροχή πίστωσης για την διευθέτηση των εργοδοτικών υποχρεώσεων, παροχή ασφαλιστικών και τραπεζικών προϊόντων, και άλλα. Σε αυτό το περιβάλλον, οι επιχειρήσεις μπορούν να συγκεντρώσουν τις αναγκαίες υπηρεσίες στην τράπεζά τους και να έχουν πρόσβαση σε ολοκληρωμένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, διευκολύνοντας με τον τρόπο αυτόν τη λειτουργία τους (Chen et.al., 2017).

- Διευρυμένο τραπεζικό δίκτυο

Η αυξανόμενη γεωγραφική διασπορά των δικτύων των μεγάλων τραπεζών αυξάνει την εμπιστοσύνη των δανειοληπτριών επιχειρήσεων και λειτουργεί ως μοχλός προσέλκυσης νέων πελατών. Οι επιχειρήσεις ανά τον κόσμο έχουν πρόσβαση στην τράπεζα με την οποία συνεργάζονται μέσω των θυγατρικών της και αποκτούν τη δυνατότητα να λάβουν δάνειο, αξιοποιώντας τα σύγχρονα και ευέλικτα προγράμματα που προσφέρουν οι τράπεζες. Επιπλέον, οι τράπεζες προσφέρουν πολλές επιλογές άντλησης κεφαλαίων από διάφορες αγορές, γεγονός που διευκολύνει τις αποφάσεις δανειοληψίας των επιχειρήσεων (Degl'Innocenti et.al., 2018).

Από την άλλη πλευρά, τα μεγαλύτερα δάνεια έχουν συγκεκριμένους όρους και προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούνται, όπως η παροχή τριμηνιαίων πληροφοριών διαχείρισης. Επιπλέον, ενώ οι επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων αναλαμβάνουν κινδύνους για να επενδύσουν σε εταιρείες που δεν έχουν ακόμη αποδειχθεί κερδοφόρες, οι τράπεζες δεν θα αναλάβουν τέτοιο κίνδυνο (Revtek Capital, 2019).

Ειδικότερα, τα μειονεκτήματα της τραπεζικής χρηματοδότησης μπορούν να συνοψισθούν ως εξής:

- Χρονική περίοδος έγκρισης

Η απόκτηση ενός τραπεζικού δανείου είναι εξαιρετικά χρονοβόρα και περιλαμβάνει αρκετή γραφειοκρατία. Η διαδικασία δεν είναι γρήγορη, συχνά, χρειάζονται αρκετοί μήνες ώστε ο δανειολήπτης να λάβει τη έγκριση, να φανεί ότι πληροί τις προϋποθέσεις και να λάβει κεφάλαια από μια τράπεζα. Αυτό συμβαίνει διότι οι τράπεζες ακολουθούν συγκεκριμένες διαδικασίες, οι οποίες είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, εξαιρετικά χρονοβόρες με αποτέλεσμα να χάνεται πολύτιμος χρόνος από την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων, ιδίως όταν πρόκειται για την ανάπτυξη τεχνολογικών προϊόντων (Revtex Capital, 2019).

- Εμπράγματα εξασφαλίσεις

Στις περισσότερες περιπτώσεις, τα τραπεζικά δάνεια εξασφαλίζονται έναντι των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης ή τα προσωπικά περιουσιακά στοιχεία του ιδιοκτήτη, τα οποία χρησιμοποιούνται ως εγγύα σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών. Στην πράξη, αυτό σημαίνει ότι ένα επιχειρηματικό τραπεζικό δάνειο απαιτεί η επιχείρηση να είναι κερδοφόρα. Συνεπώς, εάν το επενδυτικό σχέδιο αφορά σε καινοτομικές δράσεις, η απόφαση χρηματοδότησης θα περιλαμβάνει υψηλές απαιτούμενες εγγυήσεις, οι οποίες θα υπερβαίνουν σημαντικά το ποσό του δανείου. Σε χρηματοδοτήσεις υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, οι δανειολήπτριες εταιρείες καλούνται να αποπληρώσουν το κεφάλαιο με αυξημένο περιθώριο κέρδους, ώστε η τράπεζα να διασφαλίσει μία επαρκή απόδοση και να χρησιμοποιήσει την εμπράγματη εξασφάλιση για τη διαχείριση του κινδύνου αθέτησης των υποχρεώσεων εκ μέρους της δανειοδοτηθείσας επιχείρησης (Zamore et.al., 2018).

- Ανεπάρκεια εξειδίκευσης ανθρώπινου δυναμικού

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μίας εταιρείας που αιτείται δανειοδότησης απαιτεί την εφαρμογή τυποποιημένων υπολογιστικών μεθόδων

αλλά και εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό που μπορεί να αξιολογήσει τα ποιοτικά δεδομένα, εκτός από τα ποσοτικά. Ωστόσο, η επένδυση σε εξειδικευμένο ανθρώπινο δυναμικό αυξάνει τα λειτουργικά έξοδα των τραπεζών, οι οποίες επιδιώκουν τη διεκπεραίωση των καθηκόντων των εργαζομένων τους με το χαμηλότερο δυνατό κόστος. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα κάποια επιχειρηματικά δάνεια να απορρίπτονται όχι επειδή η δανειολήπτρια επιχείρηση δεν πληροί τις προϋποθέσεις, αλλά επειδή η αξιολόγηση ποιοτικών χαρακτηριστικών όπως το μέγεθος ή οι δραστηριότητές της και οι προοπτικές του κλάδου που δραστηριοποιείται δεν αξιολογούνται επαρκώς (Γουλάκος, 2015). Επιπλέον, η κατανόηση του τρόπου αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μίας επιχείρησης απαιτεί βαθιά γνώση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο οποίο λειτουργούν τόσο οι τράπεζες όσο και οι επιχειρήσεις (Eveline, 2010).

3. Η οικονομική κρίση του 2008

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε τον Σεπτέμβριο του 2008 οδήγησε πολλές οικονομίες σε ύφεση. Οι ρίζες της κρίσης υπάρχουν στην πιστωτική έκρηξη που κορυφώθηκε στα μέσα του 2007, ακολουθούμενη από την κατάρρευση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου και των τιτλοποιημένων προϊόντων στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Οι ανησυχίες σχετικά με την υγεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετατράπηκαν σε πλήρη τραπεζικό πανικό μετά την κατάρρευση των Lehman Brothers και Washington Mutual, καθώς και των Fannie Mae, Freddie Mac, και AIG. Ο πανικός υποχώρησε το πρώτο δεκαπενθήμερο του Οκτωβρίου 2008 με την εισαγωγή μέτρων για την προώθηση της ρευστότητας και της φερεγγυότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Εντούτοις, οι τιμές στις περισσότερες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και τα εμπορεύματα μειώθηκαν δραστικά, το κόστος του τραπεζικού δανεισμού αυξήθηκε, και η αστάθεια των χρηματοπιστωτικών αγορών αυξήθηκε σε πρωτοφανή επίπεδα (Ivashina and Scharfstein, 2010).

Δεδομένου ότι η κρίση ξεκίνησε στον τομέα των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου της τιτλοποιημένης αγοράς των ΗΠΑ, οι πρώτοι στόχοι ρύθμισης στις Ηνωμένες Πολιτείες ήταν η διαδικασία τιτλοποίησης και οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι δεν κατάφεραν να εντοπίσουν την υπερβολική ανάληψη κινδύνων. Στην Ευρώπη, οι κυβερνήσεις και τα κοινοβούλια είναι ακόμη πιο πρόθυμα να σταματήσουν τη λιγότερο ρυθμιζόμενη χρηματοπιστωτική δραστηριότητα, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια. Ωστόσο, υπάρχει υψηλός κίνδυνος η νόμιμη επιδίωξη ενός πιο σταθερού χρηματοπιστωτικού συστήματος να οδηγήσει σε πρόσθετους περιορισμούς και θεσμούς. Η πληθώρα κανόνων και θεσμών οδήγησε σε αλληλοεπικάλυψη και έλλειψη ευθύνης μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ρυθμιστικών αρχών κατά διάρκεια της κρίσης (Carmassi et.al., 2009).

Η κρίση άρχισε να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην Ευρώπη από το καλοκαίρι του 2007 και ήταν αρχικά κρίση ρευστότητας. Στις 9 Αυγούστου, τα τραπεζικά ιδρύματα που εξαρτώντο από τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από τις αγορές χρήματος διαπίστωσαν ότι η αναχρηματοδότηση του ληξιπρόθεσμου χρέους δεν μπορούσε να θεωρηθεί δεδομένη. Αυτή η αιφνίδια αλλαγή αντανάκλούσε τη σχέση μεταξύ ρευστότητας και προσδοκιών με αποτέλεσμα το 2007 οι καταθέσεις να χρηματοδοτούνται λιγότερο από το ήμισυ των περιουσιακών στοιχείων των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών σε αρκετές ευρωπαϊκές χώρες (De Grauwe, 2008)

Πολλοί θεωρούν ότι η κρίση των ενυπόθηκων δανείων ήταν μόνο ένα συστατικό της οικονομικής κρίσης και σύμπτωμα ενός βαθύτερου προβλήματος. Η τιμολόγηση των συμβάσεων ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (credit default swaps, CDS), των οποίων το κύριο ποσό εκτιμήθηκε σε 55 τρισ. δολάρια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ήταν άναρχη και μη πιστοποιημένη. Ωστόσο, οποιαδήποτε επένδυση σε χρέος απαιτεί αποζημίωση όχι μόνο για την χρονική αξία του χρήματος, αλλά και ως ασφάλιστρο για την πίστωση κινδύνου του χρέους. Το επιτόκιο αυτό πρέπει να αποζημιώνει τους επενδυτές όχι μόνο για την αναμενόμενη αξία των ζημιών υπερημερίας, αλλά και για τον συστηματικό κίνδυνο του χρέους (Murphy, 2008).

Σύμφωνα με τους Gorton and Metrick (2012), η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ήταν αποτέλεσμα της απώλειας της εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ, γεγονός που συνέβαλλε στην μείωση της ρευστότητας. Μία ενδιαφέρουσα και εναλλακτική προσέγγιση όσον αφορά την έλλειψη ρευστότητας στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα αποδίδει τη γενικευμένη έλλειψη εμπιστοσύνης στις τράπεζες στη μείωση της αξίας ορισμένων από τα εχέγγυα στις συναλλαγές των *repos*. Παρόλο που οι ζημιές περιορίστηκαν σε ορισμένα από τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν ως εχέγγυα, η δυσκολία προσδιορισμού των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων και των τραπεζών που τα είχαν στην κατοχή τους οδήγησε σε γενικευμένη καθοδική πορεία των τραπεζών. Με τον τρόπο αυτόν παρέλυσε η αγορά πιστώσεων, μειώνοντας σημαντικά την ικανότητα των επιχειρήσεων να λαμβάνουν χρηματοδότηση.

Ο Mizen (2008) αναφέρει ότι η πιστωτική κρίση 2007-08 ήταν πολύ πιο πολύπλοκη από τις προηγούμενες κρίσεις, διότι οι οικονομικές καινοτομίες επέτρεψαν νέους τρόπους διαπραγμάτευσης και μεταπώλησης των περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, ήταν συνυφασμένη με την ανάπτυξη της αγοράς ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου στις Ηνωμένες Πολιτείες, η οποία προσέφερε μη τυποποιημένες υποθήκες σε άτομα με μη τυποποιημένο εισόδημα ή ισχυρό πιστωτικό προφίλ. Νέα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία αναπτύχθηκαν με βάση τα ενυπόθηκα δάνεια έλαβαν υψηλές αξιολογήσεις και θεωρήθηκαν ασφαλή, ενώ παρείχαν καλύτερες αποδόσεις σε σύγκριση με πιο συμβατικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, δεν ήταν τόσο ασφαλή όσο πρότειναν οι αξιολογήσεις, καθώς η αξία τους ήταν στενά συνδεδεμένη με τις κινήσεις των τιμών της αγοράς ακινήτων. Επομένως, όσο η αγορά ακινήτων είχε ανοδική πορεία, αυτά τα περιουσιακά στοιχεία πρόσφεραν σχετικά υψηλές αποδόσεις σε σύγκριση με άλλα περιουσιακά στοιχεία με παρόμοιες αξιολογήσεις κινδύνου. Όταν οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να μειώνονται, οι κατασχέσεις των υποθηκευμένων ακινήτων αυξήθηκαν, ενώ η συγκέντρωση κινδύνου σε τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία, πολλαπλασίασε τις απώλειες των επενδυτών σε συνδυασμό με την κατάρρευση αρκετών τραπεζών.

Πολλές από τις μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν πριν αλλά και μετά την έναρξη της κρίσης του 2008 επικεντρώνονται στην τιτλοποίηση, στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, στα ανεπαρκή πρότυπα μοντελοποίησης και αναδοχής κινδύνων, καθώς και στην εταιρική διακυβέρνηση, μεταξύ άλλων, ως αιτίες της κρίσης κατά μία έννοια. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα φιλοξένησε ένα νέο τραπεζικό επιχειρηματικό μοντέλο στην προσπάθειά του να επωφεληθεί από τα κίνητρα που είχαν δημιουργηθεί με το πέρασμα του χρόνου και την εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ωστόσο, οι προσπάθειες ενισχύθηκαν και από τις αλλαγές στη συμπεριφορά των επενδυτών (Blundell-Wignall et.al., 2009).

3.1 Η κρίση του 2008 και ο ρόλος των τραπεζών

Η κρίση του 2008-2009 αναζωπύρωσε ένα νέο ενδιαφέρον για την κατανόηση των διακυμάνσεων του χρήματος και των πιστώσεων στη μακροοικονομία και τον σημαντικό ρόλο που θα μπορούσε να παίξει στην ενίσχυση, τη διάδοση, και την παραγωγή των κλονισμών σε περιόδους οικονομικής δυσχέρειας. Αυτό δημιούργησε μια σειρά από θεμελιώδη ρήγματα στη σύγχρονη μακροοικονομική σκέψη μεταξύ θεωριών που αντιμετωπίζουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως μη κεντρικό στην κατανόηση των οικονομικών αποτελεσμάτων, καθώς και εκείνων που διατηρούν κεντρικό ρόλο στην χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση.

Δεύτερον, υπήρξαν πολλοί πολύπλοκοι και αλληλοσυνδεδεμένοι παράγοντες πίσω από την εμφάνιση της κρίσης το 2007, όπως η χαλαρή νομισματική πολιτική, οι παγκόσμιες ανισοροπίες, η εσφαλμένη αντίληψη του κινδύνου και η χαλαρή χρηματοπιστωτική ρύθμιση. Πέρα από τη συνολική εικόνα της οικονομικής κατάρρευσης και της αυξανόμενης ανεργίας, ο αντίκτυπος της κρίσης δεν ήταν ο ίδιος σε όλες τις οικονομίες, αντανakλώντας τις συνθήκες μετάδοσης και τα τρωτά σημεία των οικονομιών, καθώς και τον ρόλο των κυβερνητικών πολιτικών για τον μετριασμό της ύφεσης. Τέλος, οι κίνδυνοι που δημιουργήθηκαν αφορούσαν κυρίως στις προκλήσεις της αντιμετώπισης του δημόσιου χρέους και των συνεχιζόμενων παγκόσμιων ανισοροπιών (Islam and Verick, 2011).

Εμπειρική μελέτη εξετάζει τη συμπεριφορά του χρήματος, της πίστωσης και των μακροοικονομικών δεικτών μακροπρόθεσμα με βάση ένα ιστορικό σύνολο δεδομένων για 14 χώρες κατά τα έτη 1870–2008. Τα ευρήματα αποκαλύπτουν ότι η μόχλευση στον χρηματοπιστωτικό τομέα αυξήθηκε σημαντικά κατά το δεύτερο μισό του εικοστού αιώνα, ενώ οι πολιτικές απαντήσεις σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις ήταν πιο επιθετικές μετά το 1945. Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η πιστωτική επέκταση είναι σημαντικός παράγοντας πρόβλεψης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, γεγονός που υποδηλώνει ότι τέτοιες κρίσεις είναι πιστωτικές εκρήξεις που οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής αγνοούν με δική τους ευθύνη (Schularick and Taylor, 2012).

Οι κεντρικές τράπεζες παρείχαν χρηματοδότηση ρευστότητας για τα προβληματικά ιδρύματα και την αύξηση της ρευστότητας της αγοράς. Οι ενέργειες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve, FED), της Τράπεζας της Αγγλίας, και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) ήταν αρχικά διαφορετικές, αλλά υπήρξε σύγκλιση καθώς η κρίση εξελίχθηκε. Στις 17 Αυγούστου, 2007, η FED παράτεινε την κανονική περίοδο δανεισμού έως 30 ημέρες και μείωσε τα επιτόκια κατά 50 μονάδες βάσης. Στη συνέχεια, ακολούθησαν άλλες δύο μειώσεις στο επιτόκιο-στόχο των ομοσπονδιακών ταμείων κατά 50 μονάδες βάσης στις 18 Σεπτεμβρίου, 25 μονάδες βάσης στις 31 Οκτωβρίου και 25 μονάδες βάσης στις 11 Δεκεμβρίου του ίδιου έτους. Ομοίως, η ΕΚΤ ενήργησε γρήγορα προχωρώντας σε δημοπρασίες ρευστότητας με την εισφορά 94,8 δισεκατομμυρίων ευρώ, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε την παροχή ρευστότητας κατά 42% την περίοδο Αύγουστος 2007 – Απρίλιος 2008 (Mizen, 2008).

Οι Krishnamurthy and Muir (2017) εξετάζουν τη συμπεριφορά της πίστωσης και της παραγωγής σε έναν κύκλο οικονομικής κρίσης χρησιμοποιώντας τα πιστωτικά spreads και την πιστωτική επέκταση. Η μελέτη δείχνει ότι η μετάβαση σε μια κρίση συμβαίνει με μεγάλη αύξηση στα πιστωτικά spreads, γεγονός που αποδεικνύει ότι οι κρίσεις συνεπάγονται δραματική αλλαγή των προσδοκιών και αποτελούν έκπληξη. Από την άλλη πλευρά, η σοβαρότητα της επακόλουθης κρίσης μπορεί να προβλεφθεί από το μέγεθος των πιστωτικών ζημιών σε συνδυασμό με την αστάθεια του χρηματοπιστωτικού τομέα όπως μετράται με τον ρυθμό της πιστωτικής επέκτασης προ κρίσης και η αλληλεπίδραση αυτή αποτελεί σημαντικό χαρακτηριστικό των κρίσεων. Τέλος, τεκμηριώνεται ότι τα spreads πέφτουν πριν από την κρίση και εμφανίζονται πολύ χαμηλά, ακόμη και όταν η πίστωση αυξάνεται εν όψει της κρίσης.

Ομοίως, οι Cowling et.al. (2012) υπογραμμίζουν ότι είναι ευκολότερο να προβλεφθούν οι μεταβολές της ζήτησης για εξωτερική χρηματοδότηση κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης. Αυτό που είναι προφανές είναι ότι σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας ή ανάπτυξης, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούν ένα πλουσιότερο σύνολο παραγόντων για να λάβουν χρηματοδοτικές αποφάσεις. Κατά

τη διάρκεια μιας ύφεσης, τα δανειοδοτικά ιδρύματα φαίνεται να χρησιμοποιούν το μέγεθος ως βασικό παράγοντα για να επιτρέψουν την πρόσβαση σε χρηματοδοτικά κεφάλαια. Επιπλέον, η ζήτηση για δανειοδότηση από έμπειρους επιχειρηματίες ήταν υψηλότερη πριν από την ύφεσης. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι σε περιόδους σχετικής οικονομικής ευημερίας, η ευκαιρία για επενδύσεις διαφέρει μεταξύ των τύπων επιχειρηματιών, και, ως εκ τούτου, η ζήτηση για κεφάλαια είναι διαφορετική. Ωστόσο, σε περιβάλλοντα ύφεσης η ζήτηση πίστωσης μειώνεται σε ολόκληρη την οικονομία και οι επενδυτικές ευκαιρίες εξαφανίζονται. Όσον αφορά την ανάπτυξη, οι επιχειρήσεις που έχουν επιτύχει ανάπτυξη στο παρελθόν και αναμένουν να συνεχίσουν να αναπτύσσονται και στο μέλλον εξακολουθούν να αναζητούν πίστωση, αλλά οι δανειστές φαίνεται να μην λαμβάνουν υπόψη τις πληροφορίες αυτές κατά τη λήψη των αποφάσεων χρηματοδότησης. Επομένως, φαίνεται όλες οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο από τις τράπεζες κατά τη διάρκεια της ύφεσης.

3.1.1 Η κρίση του 2008 και το νέο επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών

Παρά το γεγονός ότι η κρίση ξεκίνησε από τα προβλήματα στην αγορά ενυπόθηκων δανείων της ΗΠΑ, τα βαθύτερα αιτία θα πρέπει να αναζητηθούν στα ελαττωματικά ιδρύματα και τις πρακτικές του ισχύοντος χρηματοπιστωτικού καθεστώτος, γνωστού ως Νέα Χρηματοοικονομική Αρχιτεκτονική (New Financial Architecture, NFA). Η Νέα Χρηματοοικονομική Αρχιτεκτονική αναφέρεται στην ολοκλήρωση των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών αγορών. Μετά το 1980, η απορρύθμιση συνοδεύτηκε από ταχεία χρηματοπιστωτική καινοτομία, η οποία τόνωσε ισχυρές οικονομικές εκρήξεις που οδήγησαν πάντοτε σε κρίσεις. Οι κυβερνήσεις απάντησαν με διασώσεις που επέτρεψαν την έναρξη νέων επεκτάσεων, οι οποίες, με τη σειρά τους κατέληξαν σε κρίσεις, οι οποίες προκάλεσαν νέες διασώσεις. Με την πάροδο του χρόνου, οι οικονομικές αγορές διογκώθηκαν, η καινοτομία δημιούργησε πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα, αδιαφανή και μη ρευστοποιήσιμα, και η μόχλευση σε όλο το σύστημα έφτασε σε πολύ υψηλά επίπεδα. Ως αποτέλεσμα, οι οικονομικές κρίσεις έγιναν πιο απειλητικές (Crotty, 2009). Σε αυτό το περιβάλλον, οι τράπεζες

κλήθηκαν να μεταβάλλουν το επιχειρηματικό τους μοντέλο προκειμένου να ανταπεξέλθουν στην κρίση.

Το παραδοσιακό τραπεζικό μοντέλο, στο οποίο οι εκδότριες τράπεζες κατέχουν δάνεια αντικαταστάθηκε από το νέο τραπεζικό μοντέλο, στο οποίο συγκεντρώνονται τα δάνεια, και στη συνέχεια μεταπωλούνται μέσω τιτλοποίησης. Η δημιουργία νέων τίτλων διευκόλυνε τις μεγάλες εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό, ενώ η οικονομική καινοτομία που υποτίθεται ότι είχε καταστήσει το τραπεζικό σύστημα πιο σταθερό, εντέλει το οδήγησε σε μια άνευ προηγουμένου πιστωτική επέκταση που βοήθησε την τροφοδότηση της έκρηξης στις τιμές των ακινήτων (Brunnermeier, 2009). Το νέο επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών εστίασε στην ταχύτερη αύξηση των τιμών των μετοχών και την επέκταση των κερδών. Η στρατηγική άλλαξε περισσότερο προς τη δραστηριότητα που βασίζεται στα έσοδα και τα τέλη συναλλαγών μέσω τιτλοποίησης, επιτρέποντας στις τράπεζες να αυξήσουν τα κέρδη τους και να διατηρούν την κεφαλαιακή τους επάρκεια με βάση τις απαιτήσεις της Βασιλείας (CGFS, 2018).

Εντούτοις, η έμφαση στη χρήση κεφαλαιακών απαιτήσεων για μακροπροληπτικούς σκοπούς δεν διευκολύνει τον ποσοτικό προσδιορισμό των επιπτώσεων στην οικονομία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιπτώσεις εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο με τον οποίο οι τράπεζες ανταποκρίνονται για να ικανοποιήσουν υψηλότερες ή χαμηλότερες απαιτήσεις πίστωσης. Για παράδειγμα, οι παραδοσιακές τράπεζες ή οι τράπεζες με άμεση πρόσβαση σε πρόσθετες πηγές κεφαλαίου είναι σε θέση να πληρούν υψηλότερες απαιτήσεις πίστωσης χωρίς να μειώσουν ή να σταθμίσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Από την άλλη πλευρά, οι τράπεζες που θέλουν να διατηρήσουν ένα πλεόνασμα κεφαλαίου διότι δεν μπορούν να αυξήσουν τα ίδια κεφάλαια ώστε να αντισταθμίσουν την υψηλότερη κεφαλαιακή απαίτηση, θα πρέπει να μειώσουν τα περιουσιακά στοιχεία ή τα σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένου του δανεισμού (de-Ramon et.al., 2016).

Οι Porron and Udell (2012) εξετάζουν την ευαισθησία της προσφοράς πιστώσεων στις τραπεζικές συνθήκες σε 16 αναδυόμενες ευρωπαϊκές χώρες πριν και κατά τη

διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η μελέτη παραθέτει ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία ότι η πρόσβαση των επιχειρήσεων στην πίστωση επηρεάστηκε από τις αλλαγές στους όρους χρηματοδότησης των τραπεζών. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι επιχειρήσεις υπέστησαν μεγαλύτερους πιστωτικούς περιορισμούς εάν ήταν πελάτες σε τράπεζες που παρουσίασαν μείωση των ιδίων κεφαλαίων και του κεφαλαίου της κατηγορίας 1, καθώς και ζημίες επί των περιουσιακών στοιχείων τους. Επίσης, διαπιστώνεται ότι η επίπτωση των θετικών και αρνητικών κλυδωνισμών σε μια τράπεζα είναι μεγαλύτερη για τις επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο και για τις επιχειρήσεις με λιγότερα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία.

3.1.2 Η κρίση του 2008 στην Ευρώπη και η πιστωτική πολιτική των τραπεζών

Μία από τις βασικότερες λειτουργίες των τραπεζών είναι να παρέχουν καταθετικούς λογαριασμούς και να χρησιμοποιούν τις καταθέσεις για την παροχή μακροπρόθεσμων δανείων. Ως εκ τούτου, σε περίπτωση έλλειψης εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα, όπως συνέβη στην Ελλάδα το 2015, οι καταθέτες είναι λογικό να αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους, μειώνοντας σημαντικά τις ταμειακές ροές του τραπεζικού ιδρύματος. Στην περίπτωση αυτή, προκαλείται τραπεζική κρίση.

Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών σε όλο τον κόσμο έχει δημιουργήσει νέες προκλήσεις για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής. Η ταχύτητα με την οποία τα χρήματα που μπορούν να μεταφερθούν αυξήθηκε με την αποτελεσματικότητα των παγκόσμιων επικοινωνιών, μειώνοντας σημαντικά τον χρόνο που οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής διαθέτουν ώστε να προβλέψουν ή να αντιδράσουν σε αναδυόμενες κρίσεις. Στο πλαίσιο των τραπεζών, οι φορείς αναζητούν κοινά πρότυπα με προηγούμενες κρίσεις όπως η ευπάθεια, οι ανισορροπίες ή ένα συστημικό σοκ. Η κατανόηση του τρόπου με τον οποίο εξελίσσονται τα χρηματοοικονομικά τρωτά σημεία και οι ανισορροπίες σε μία τραπεζική κρίση παρέχει ένα καλύτερο πλαίσιο για την κατανόηση του ρόλου των συνιστωσών αυτών στη δημιουργία τραπεζικών κρίσεων (Lee et.al., 2020). Ενόψει μίας τραπεζικής κρίσης, οι τράπεζες είναι απρόθυμες να παρέχουν πίστωση σε

νοικοκυριά και επιχειρήσεις με στόχο να διατηρήσουν υψηλά επίπεδα μετρητών και να αντιμετωπίσουν την επερχόμενη κρίση ρευστότητας. Η πιστωτική ασφυξία συντελεί στην εμφάνιση της οικονομικής κρίσης.

Η φύση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Ευρώπη έφερε στο προσκήνιο την ικανότητα πρόσβασης των επιχειρήσεων στους παραδοσιακούς τραπεζικούς δανεισμούς. Για την αντιμετώπιση της πιθανής κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος κατά τη διάρκεια της κρίσης ελήφθησαν έκτακτα μέτρα από τις ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες και τις κυβερνήσεις. Ωστόσο, η σχετική αδυναμία των θεωρητικών μακροοικονομικών μοντέλων να ενσωματώσουν τους μηχανισμούς μετάδοσης μεταξύ της κυβέρνησης και του χρηματοπιστωτικού τομέα ενίσχυσε την αβεβαιότητα που επέφεραν οι κυβερνητικές παρεμβάσεις (Baldwin and Giavazzi, 2015).

Υπό το πρίσμα αυτό, οι Alter and Schüller (2012) διερευνούν την αλληλεξάρτηση του κινδύνου αθέτησης αρκετών χωρών της Ευρωζώνης (Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιρλανδία, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία, Ισπανία) και των εγχώριων τραπεζών τους κατά την περίοδο 2007-2010. Τα προγράμματα διάσωσης των τραπεζών άλλαξαν τη σύνθεση τόσο των τραπεζικών όσο και των κρατικών ισολογισμών και, επιπλέον, τη σύνδεση μεταξύ του κινδύνου αθέτησης των κυβερνήσεων και των εγχώριων τραπεζών. Τα κύρια ευρήματα δείχνουν ότι κατά την περίοδο πριν από την διάσωση των τραπεζών η μετάδοση διασκορπίζεται από την τραπεζική πίστωση στην αγορά κρατικών CDS. Μετά τις διασώσεις, ένα σοκ του χρηματοπιστωτικού τομέα επηρεάζει έντονα τα κρατικά CDS βραχυπρόθεσμα ενώ ο αντίκτυπος καθίσταται ασήμαντος μακροπρόθεσμα. Τέλος, τα spreads των κρατικών CDS γίνονται σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της απόφασης έκδοσης CDS από τις τράπεζες.

Εμπειρική μελέτη διερευνά τις επιπτώσεις της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής στα πρότυπα χρηματοδότησης των μικρών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους στη ζώνη του ευρώ. Η έρευνα διαπιστώνει ότι μετά την έναρξη της κρίσης, οι επιχειρήσεις στις χώρες που επηρεάστηκαν περισσότερο αντιμετώπισαν περισσότερους περιορισμούς στον δανεισμό τους. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις μείωσαν τη χρήση χρεογράφων, εμπορικών πιστώσεων και

κυβερνητικών δανείων καθώς μόνο οι επιχειρήσεις με βελτιωμένες προοπτικές και ισχυρό πιστωτικό ιστορικό είχαν ευκολότερη πρόσβαση στην πίστωση (Ferrando et.al., 2015). Ομοίως, άλλη μελέτη χρησιμοποιεί στοιχεία επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στη ζώνη του ευρώ μετά την έναρξη της κρίσης και διαπιστώνει ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις τείνουν να χρησιμοποιούν εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης, όπως εμπορικές πιστώσεις, άτυπα δάνεια, έκδοση χρέους ή ιδίων κεφαλαίων και κρατικές επιχορηγήσεις (Casey and O'Toole, 2014).

Ειδικότερα, οι τράπεζες, αντιμετώπισαν απaráμιλλη πίεση ρευστότητας που έβλαψε την ικανότητά τους να δανείζουν, γεγονός που είχε σημαντικό αντίκτυπο στην εμπιστοσύνη των επενδυτών και των επιχειρήσεων στις τράπεζες και στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος. Οι ζημίες στους ισολογισμούς παγκόσμιων τραπεζών σε προηγμένες χώρες ανήλθαν σε πάνω από 4 τρισ. δολάρια κατά την περίοδο 2009-10 με ισχυρή πιστωτική επιβράδυνση σε αρκετές περιφέρειες, ιδίως σε χώρες όπου οι τράπεζες έλαβαν δημόσια στήριξη με τη μορφή εισφορών κεφαλαίου. Η τραπεζική πίστωση μειώθηκε στο 95% όλων των χωρών, σε διάστημα ενός έως οκτώ μηνών μετά τον Σεπτέμβριο του 2008 (Aisen and Franken, 2010). Επιπλέον, η υπερπροσφορά δανεισμού οδήγησε τις μεγάλες, διεθνώς ενεργές τράπεζες να περιορίσουν την προσφορά διασυννοριακού δανεισμού. Σημειώνεται ότι οι διασυννοριακές τράπεζες ήταν ένας από τους διαύλους μέσω των οποίων η κρίση μεταφέρθηκε στις αναδυόμενες αγορές (Takáts, 2010).

Οι Cull and Peria (2013) εξετάζουν τον αντίκτυπο της πιστωτικής ανάπτυξης στις αναπτυσσόμενες χώρες πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008-2009 με χρήση τραπεζικών δεδομένων από χώρες της Ανατολικής Ευρώπης και της Λατινικής Αμερικής. Οι συγγραφείς αναλύουν την αύξηση των συνολικών ακαθάριστων δανείων των τραπεζών, καθώς και των εταιρικών, καταναλωτικών και στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων. Αν και οι εγχώριες ιδιωτικές τράπεζες στην Ανατολική Ευρώπη και τη Λατινική Αμερική είδαν τα ποσοστά αύξησης των δανείων τους να συρρικνώνονται κατά τη διάρκεια της κρίσης, υπάρχουν διαφορές στην κρατική πιστωτική επέκταση των τραπεζών σε όλες τις περιφέρειες. Στην Ανατολική Ευρώπη, ο συνολικός δανεισμός των ξένων τραπεζών μειώθηκε περισσότερο από τις εγχώριες

ιδιωτικές τραπεζικές πιστώσεις κυρίως λόγω της μείωσης των εταιρικών δανείων. Αντιθέτως, στην Λατινική Αμερική, η αύξηση των εταιρικών και καταναλωτικών δανείων των κρατικών τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης υπερέβη εκείνη των εγχώριων και ξένων τραπεζών.

Με βάση τα παραπάνω ευρήματα είναι προφανές ότι μία συστημική τραπεζική κρίση μπορεί να προκαλέσει συρρίκνωση του συνόλου της οικονομίας, η οποία αποδυναμώνει τα δημόσια οικονομικά. Αυτό το αποτέλεσμα μετάδοσης ενισχύεται όταν υπάρχουν κρατικές εγγυήσεις για τον χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ ο κίνδυνος διαβιβάζεται περαιτέρω στους κατόχους κρατικού χρέους. Η αύξηση του κόστους του δημόσιου χρέους οδηγεί σε υποτίμηση του δημόσιου χρέους και επηρεάζει αρνητικά τους ισολογισμούς των τραπεζών που κατέχουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία (Gray et.al., 2010).

3.2 Χρηματοδότηση και ζήτηση πίστωσης κατά την κρίση του 2008

Ως πιστωτική κρίση των τραπεζών ορίζεται μια σημαντική στροφή προς τα αριστερά στην καμπύλη προσφοράς για τραπεζικά δάνεια. Με άλλα λόγια, πιστωτική κρίση εμφανίζεται εάν προκύψει σημαντική αρνητική μεταβολή στην προσφορά δανείων μεταξύ δύο χρονικών περιόδων. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης, μια πιστωτική κρίση θα μπορούσε να είναι το αποτέλεσμα της μειωμένης ζήτησης για πιστώσεις, συρρίκνωση της προσφοράς πιστώσεων, ή και τα δύο. Επομένως, η αύξηση των τραπεζικών πιστώσεων εξαρτάται τόσο από τους παράγοντες προσφοράς όσο και από τους παράγοντες ζήτησης. Για παράδειγμα, η μειωμένη προσφορά πιστώσεων αλλά και η αδύναμη ζήτηση συνέβαλλαν στην ύφεση του 1990 (Bernanke and Lown, 1991).

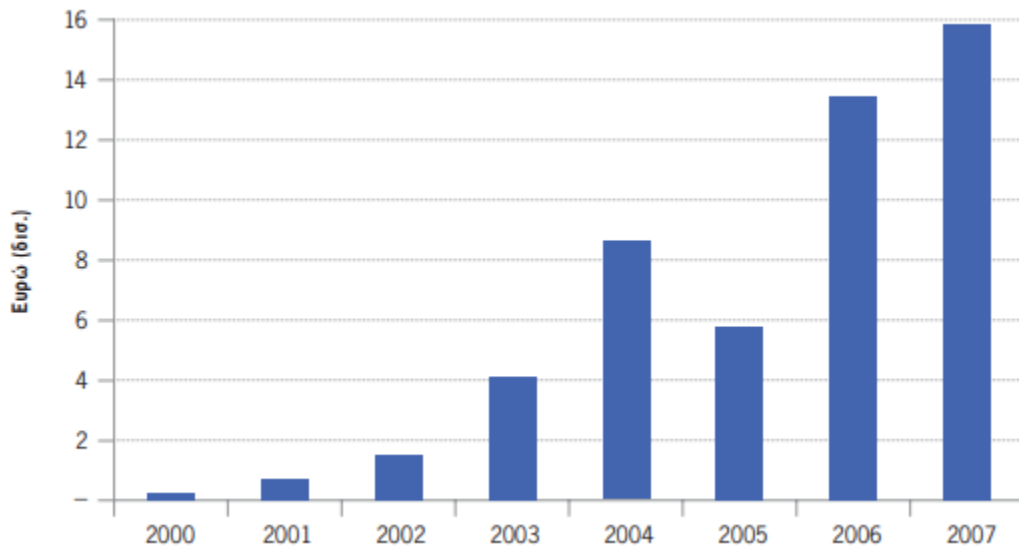
Είναι ευρέως γνωστό ότι οι τράπεζες διαδραματίζουν βασικό ρόλο στην επιχειρηματική δραστηριότητα μέσω των καναλιών πίστωσης. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις ακολουθούνται συνήθως από μείωση των πιστώσεων και συρρίκνωση του ΑΕΠ. Από την άποψη αυτή, οι τράπεζες συνήθως μειώνουν τη

συνολική προσφορά τραπεζικών δανείων εάν έχουν υποστεί ζημίες από δάνεια (Kaminsky and Reinhart, 1999).

Στο πλαίσιο αυτών των συνθηκών, οι τράπεζες ανταποκρίνονται σε πιο φερέγγυους δανειολήπτες. Ωστόσο, είναι επίσης φυσιολογικό η πιστωτική ζήτηση να μειώνεται κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης ως αποτέλεσμα της μείωσης της συνολικής ζήτησης. Ως εκ τούτου, μια εξήγηση από την πλευρά της ζήτησης για τη μείωση των δανείων κατά τη διάρκεια της κρίσης επικεντρώνεται στην γενικά αδύναμη κατάσταση των ισολογισμών των δανειοληπτών. Αυτό, με τη σειρά του, οδηγεί τις επιχειρήσεις να μειώσουν τις επενδύσεις και το κεφάλαιο κίνησης και, τελικά, να ζητήσουν τραπεζική χρηματοδότηση. Οι δυνητικοί δανειολήπτες με υψηλή μόχλευση ή εκείνοι που διαθέτουν εμπράγματα εξασφαλίσεις χαμηλότερης ποιότητας θα παρουσιάσουν χαμηλότερη ζήτηση για τραπεζική χρηματοδότηση. Ανεξάρτητα από το αν η προσφορά πιστώσεων ή η ζήτηση πιστώσεων είναι ο περιοριστικός παράγοντας, οι επιπτώσεις της κατανομής των πιστώσεων όταν η πιστωτική ζήτηση υπερβαίνει την προσφορά πιστώσεων, ιδίως σε περιόδους χρηματοπιστωτικών κρίσεων, μπορεί να είναι εξαιρετικά σοβαρές (Dimelis et.al., 2013).

Σύμφωνα με τον Μιχαλόπουλο (2011), οι ελληνικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν ιδιαίτερα στα αρχικά στάδια της κρίσης καθώς η έκθεση σε τοξικά προϊόντα δεν ήταν σημαντική, ενώ και το χρηματοδοτικό άνοιγμα παρέμενε μικρότερο του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Εντούτοις, η εξέλιξη της κρίσης οδήγησε στον αποκλεισμό των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς αγορές με πολύ σοβαρές συνέπειες και περιορισμό των δραστηριοτήτων τους στα Βαλκάνια αλλά και στις εξελιγμένες αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες επιτυχίας των ελληνικών τραπεζών κατά τα πρώτα έτη της κρίσης ήταν η χονδρική χρηματοδότηση, η οποία ακολούθησε μια ανοδική πορεία από το 1999 έως το 2007, συγκλίνοντας σημαντικά με τον μέσο όρο των μεγεθών των ευρωπαϊκών τραπεζών. Αυτό διευκόλυνε τις ελληνικές τράπεζες να αντλήσουν μεσοπρόθεσμη ρευστότητα μέσω της εξοικείωσης των αγορών με τον ελληνικό πιστωτικό κίνδυνο, αλλά και την έκδοση ομολόγων σε συνδυασμό με τα διαρκώς μειούμενα πιστωτικά περιθώρια (Διάγραμμα 3-1).

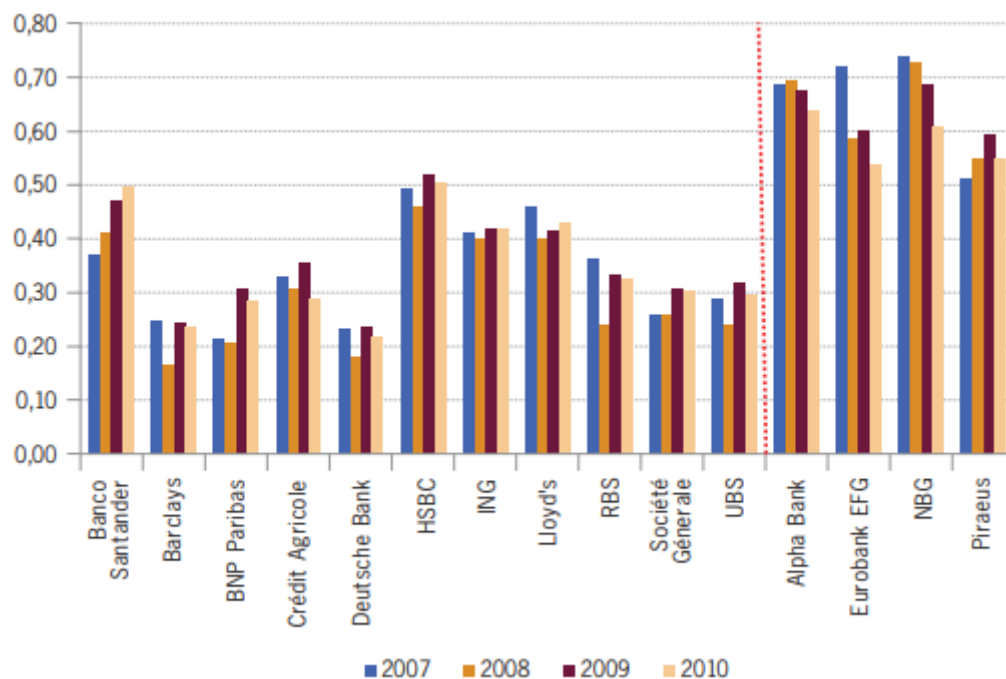


Διάγραμμα 3-1 Εκδόσεις ομολόγων ελληνικών τραπεζών (2000-2007)

Πηγή: Μιχαλόπουλος, 2011

Σε αυτό το πλαίσιο, οι προσδοκίες για αναβάθμιση της πιστοληπτικής τους ικανότητας και για μία πιο αποτελεσματική διαχείριση του κόστους δανεισμού οδήγησε τις ελληνικές τράπεζες να επιλέγουν την παροχή κυρίως βραχυπρόθεσμων δανείων περιορίζοντας το περιθώριο κέρδους σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Αυτό οδήγησε σε μία προτίμηση προς τις ιδιωτικές τοποθετήσεις, η οποία ενισχύθηκε ακόμα περισσότερο από την αυξημένη διαπραγματευτική ισχύ του εκδότη όσον αφορά το περιθώριο κέρδους και την προμήθεια της έκδοσης. Αναπόφευκτα, οι συστημικές ελληνικές τράπεζες ξεκίνησαν να διαφοροποιούν την επενδυτική τους βάση εισάγοντας νέα προϊόντα και υπηρεσίες και ξεκινώντας δραστηριότητα σε νέες αγορές. Όπως αποδείχθηκε εκ των υστέρων, η προσέγγιση επενδυτών από νέες αγορές εκτός Ευρώπης με σαφώς αυστηρότερο έλεγχο και υψηλότερο κόστος έσωσε τις ελληνικές τράπεζες όταν η ευρωπαϊκή αγορά εμφάνισε σημάδια κορεσμού προς το τέλος του 2007 (Μιχαλόπουλος, 2011).

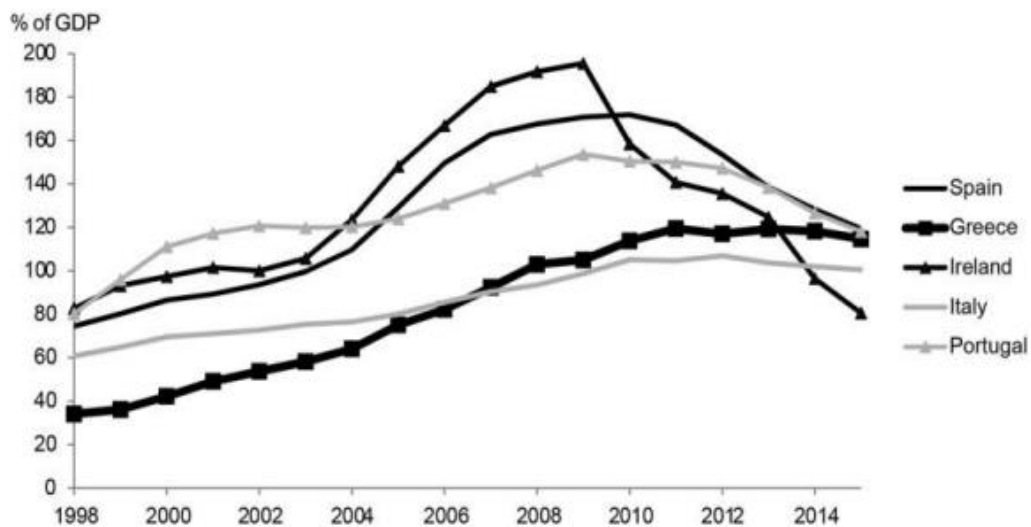
Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 3-2, οι καταθέσεις των ελληνικών τραπεζών την περίοδο 2007-2010 είναι σημαντικά υψηλότερες των ευρωπαϊκών τραπεζών. Παράλληλα, οι εποπτικές αρχές πρόβαλλαν τη διατήρηση μιας ευρείας δανειακής βάσης ως μέσον ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των συστημικών τραπεζών.



Διάγραμμα 3-2 Καταθέσεις προς Υποχρεώσεις - Ευρωπαϊκές Τράπεζες (2007-2010)

Πηγή: Μιχαλόπουλος, 2011

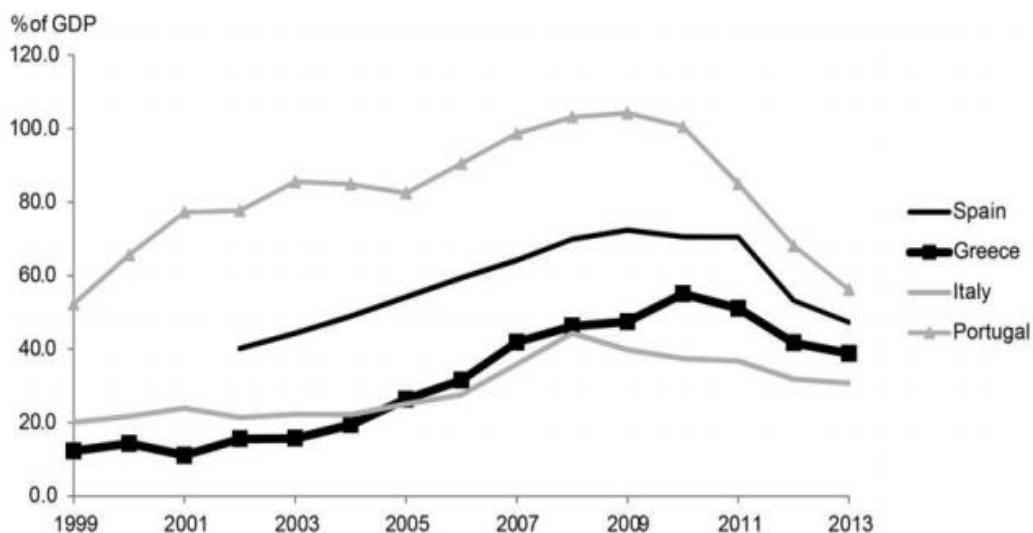
Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 μέχρι την κρίση, η Ελλάδα γνώρισε ιδιωτική πίστωση. Ένα εκτεταμένο πρόγραμμα χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και τη δεκαετία του 1990 άνοιξε το δρόμο για την πιστωτική έκρηξη, η οποία τροφοδοτήθηκε επίσης από την ευκολότερη πρόσβαση σε ξένα κεφάλαια μετά την είσοδο της χώρας στην ζώνη του ευρώ. Τα δάνεια του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ ήταν σημαντικά χαμηλότερα στην Ελλάδα από ό,τι σε άλλες χώρες πριν από την είσοδο στην ευρωζώνη. Για παράδειγμα, ανήλθαν στο 34,1% του ΑΕΠ το 1998, σε σύγκριση με 60,8% στην Ιταλία, 74,6% στην Ισπανία, 80,31% στην Πορτογαλία, και 82,8% στην Ιρλανδία. Ωστόσο, και μετά την είσοδο της Ελλάδας στην ευρωζώνη, ο δείκτης δανείων προς ΑΕΠ ανήλθε σε 103,0%, εξακολουθώντας να είναι μικρότερος από τους αντίστοιχους δείκτες της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας, αλλά υψηλότερος από της Ιταλίας (Διάγραμμα 3-3).



Διάγραμμα 3-3 Τραπεζικά δάνεια ιδιωτικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ (1998-2014)

Πηγή: Gourinchas et.al., 2017

Για να χρηματοδοτήσουν την αυξανόμενη δανειοδοτική τους δραστηριότητα, οι ελληνικές τράπεζες βασίστηκαν περισσότερο στην χρηματοδότηση χονδρικής μέσω της διατραπεζικής αγοράς. Το ακαθάριστο εξωτερικό χρέος των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκε από 12,3% του ΑΕΠ το 1999 σε 46,2% του ΑΕΠ το 2008. Όπως και στην περίπτωση του ιδιωτικού τομέα, ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν υψηλότερος από ό,τι στις άλλες χώρες και το 2008 το επίπεδο ήταν μικρότερο από το επίπεδο της Πορτογαλίας, της Ισπανίας, αλλά και της Ιταλίας (Διάγραμμα 3-4).



Διάγραμμα 3-4 Εξωτερικό χρέος τραπεζών (% ΑΕΠ) (1999-2013)

Πηγή: Gourinchas et.al.,2017

Η βαθιά οικονομική κρίση που έπληξε την Ελλάδα αντανακλάται, μεταξύ άλλων, στην επιδείνωση μακροοικονομικών δεικτών, όπως το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν και η ανεργία καθώς και στους δείκτες του τραπεζικού τομέα, όπως καταθέσεις, συνολικά δάνεια και μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ).

Με την ελληνική οικονομία να βασίζεται κατά κύριο λόγο στις τράπεζες, ο τραπεζικός τομέας θεωρήθηκε, σε μεγάλο βαθμό, ως εθνικός πρωταθλητής. Οι ελληνικές τράπεζες την περίοδο 2008-2009 είχαν μία αρκετά ευρεία βάση καταθέσεων (πάνω από €245 δισεκατομμύρια σε καταθέσεις, δηλαδή περίπου 100% του ΑΕΠ εκείνη την εποχή), το οποίο μετατράπηκε σε πιο μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, όπως ακίνητα και εξοπλισμός, μέσω της παροχής πιστώσεων στην οικονομία και μίας υγιούς ροής εσόδων από τόκους στο 4,4% των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο περιουσιακών στοιχείων. Επίσης, οι ελληνικές τράπεζες ήταν από τις καλύτερες κεφαλαιοποιημένες τράπεζες στην Ευρώπη με δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας περίπου 12%, ενώ δεν είχαν έκθεση σε πιστωτικά παράγωγα, όπως CDOs, και τιτλοποιήσεις στον ίδιο βαθμό με μία μέση ευρωπαϊκή τράπεζα.

Επιπλέον, είχαν διαφοροποιήσει τις δραστηριότητές τους και τις πηγές εσόδων με την επέκταση των δραστηριοτήτων τους σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης το 2008, το ιδιωτικό χρέος προς το ΑΕΠ ανερχόταν σε περίπου 100% και ήταν σημαντικά χαμηλότερο από τον μέσο όρο της ΕΕ (150%). Έτσι, κατά την έναρξη της κρίσης οι ελληνικές τράπεζες φάνηκαν υγιείς και ανθεκτικές.

Εντούτοις, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας τελικά αποδυναμώθηκε από την κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Η κρίση που έπληξε αρχικά τις ελληνικές τράπεζες ήταν αποτέλεσμα κυρίως της επανατιμολόγησης των κινδύνων και του βρόχου αρνητικής ανάδρασης δημόσιου χρέους και τραπεζικού χρέους. Οι παράγοντες αυτοί ήταν αρκετοί για να παγώσουν τη διατραπεζική δραστηριότητα της χρηματαγοράς, ακόμη και για τις μεγαλύτερες και πιο φερέγγυες τράπεζες παγκοσμίως (Engler and Steffen, 2015). Ταυτόχρονα, η αβεβαιότητα για το μέλλον της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ αύξησε τον κίνδυνο όπως τον αντιλαμβάνονται οι καταθέτες που άρχισαν να αποσύρουν καταθέσεις από τις ελληνικές τράπεζες. Υπολογίζεται ότι μεταξύ 2009 και 2012, οι τράπεζες έχασαν σχεδόν το 40% των καταθέσεων τους (περίπου €90 δισεκατομμύρια) κυρίως σε τράπεζες εκτός Ελλάδας (Louri and Migiakis, 2019).

Ο Πίνακας 3-1 παρουσιάζει τα βασικά στοιχεία του ελληνικού τραπεζικού τομέα κατά την περίοδο 2001-2018.

- Η «δομή αγοράς» είναι ο εκτιμώμενος δείκτης συγκέντρωσης με βάση τα μερίδια αγοράς των συνολικών περιουσιακών στοιχείων από τις 5 μεγαλύτερες τράπεζες.
- Το «CAR» (Capital Adequacy Ratio) αναφέρεται στον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του τραπεζικού ομίλου.
- Οι «προβλέψεις» είναι ο δείκτης των προβλέψεων για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ως ποσοστό των δανείων προς τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα.
- Το «περιθώριο» αναφέρεται στη διαφορά μεταξύ δεδουλευμένων τόκων δανείων στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα και τους δεδουλευμένους τόκους καταθέσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα.

- Το «NII» (Net Interest Income) είναι το καθαρό εισόδημα από τόκους ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων.
- Το «LTD» (Loans to Deposits) είναι ο δείκτης δανείων προς καταθέσεις του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα.
- Ως «κάλυψη ρευστότητας» εννοείται ο δείκτης των ρευστών προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 3-1 Βασικά στοιχεία του ελληνικού τραπεζικού τομέα 2001-2018, %

Έτος	Δομή αγοράς	Κεφαλαιακή επάρκεια	Ποιότητα περιουσιακών στοιχείων		Απόδοση			Ρευστότητα	
			CAR	Προβλέψεις	ΜΕΔ	Περιθώριο	NII	ROA	LTD
2001	66,7	8,5	3,5	0,0	0,0	2,3	1,4	56,6	0,0
2007	67,7	11,3	3,3	6,0	3,9	3,2	1,0	82,2	47,9
2009	69,2	11,9	2,7	8,1	2,4	2,5	0,3	81,6	47,9
2012	79,5	6,5	8,0	24,9	2,7	1,8	-2,6	118,6	85,0
2015	95,2	11,1	17,5	44,6	4,2	1,8	-0,3	117,5	40,5
2018	97,0	17,2	21,6	46,7	4,8	1,9	-0,3	114,4	25,3

Πηγή: *Louri and Migiakis, 2019*

Όπως φαίνεται τα ΜΕΔ αυξήθηκαν δραματικά από το 2007 έως το 2018 και αντίστοιχα οι προβλέψεις για τα ΜΕΔ. Επιπλέον, το καθαρό εισόδημα από τόκους ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (NII) μειώθηκε όπως και το ROA, ενώ ο δείκτης LTD αυξήθηκε, επίσης δραματικά με αποτέλεσμα να μειωθεί ο δείκτης κάλυψης της ρευστότητας.

Λαμβάνοντας υπόψη την εξέλιξη του τραπεζικού τομέα στην Ελλάδα, είναι λογικό να υποτεθεί ότι οι καθοριστικοί παράγοντες των ΜΕΔ πρέπει να έχουν αλλάξει με την πάροδο του χρόνου. Στη θέση των καθοριστικών παραγόντων που σχετίζονται με τις κατευθύνσεις δημόσιας πολιτικής, οι δυνάμεις της αγοράς συνέτειναν στην

ανάπτυξη των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Όπως εξηγούν οι Louzis et.al. (2012), από τη δεκαετία του 2000 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μπορεί να χαρακτηρίζεται ως ένας σχετικά ώριμος χρηματοπιστωτικός τομέας, όπου οι δυνάμεις της αγοράς διέπουν τη λειτουργία του. Εκτός από τις ανησυχίες που εξέφρασε η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 για περαιτέρω επιδείνωση του δείκτη ΜΕΔ, η απότομη πιστωτική επέκταση που σημειώθηκε κατά τη διάρκεια αυτής της δεκαετίας, θέτει επίσης το ερώτημα κατά πόσον η ποιότητα των δανείων που χορηγήθηκαν κατά τη διάρκεια της περιόδου ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας αξιολογήθηκε με ακρίβεια από το τραπεζικό σύστημα.

Γενικά, τα υψηλά ποσοστά πιστωτικής επέκτασης κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000 μπορούν να δικαιολογήσουν τη στροφή προς τις καμπύλες της ζήτησης όσο και τις καμπύλες προσφοράς. Στην πλευρά της προσφοράς, την ελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η οποία πραγματοποιήθηκε τη δεκαετία του 1990 και ο συνακόλουθος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών για μερίδιο αγοράς, τροφοδότησε την πιστωτική επέκταση. Από την πλευρά της ζήτησης, η αύξηση των ανώτατων ορίων χρέους, που προκλήθηκε από τον ανταγωνισμό των τραπεζών οδήγησε τα νοικοκυριά στο να προσπαθούν να εξομαλύνουν την κατανάλωση μέσω δανεισμού (Louzis et.al., 2012).

Σε μια θεωρητική συμβολή, ο Antzoulatos (1994) υποστηρίζει ότι οι αυξήσεις στο ανώτατο όριο χρέους μπορεί να οδηγήσουν σε βέλτιστη κατανάλωση. Το ανώτατο όριο χρέους θεωρείται εξωγενές στο μοντέλο του, έτσι ώστε να μπορεί κανείς να το ερμηνεύσει ως μεταβλητή επιλογής για την τραπεζική πολιτική. Η μελέτη συνδέει αυτό το θεωρητικό αποτέλεσμα με την παρατηρούμενη μείωση των αποταμιεύσεων, που πιθανώς σχετίζεται με την πρόσβαση των καταναλωτών σε πιστώσεις που προκαλούνται από την οικονομική απορρύθμιση σε διαφορετικές χώρες. Επιπλέον, το προτεινόμενο μοντέλο συνεπάγεται ότι η βελτίωση της πρόσβασης στην πίστωση επηρεάζει κυρίως τις ομάδες μεσαίου εισοδήματος.

Μελέτη προσπαθεί να διαπιστώσει τους καθοριστικούς παράγοντες των μη εξυπηρετούμενων δανείων στον ελληνικό τραπεζικό τομέα. Η ανάλυση παρουσιάζει εμπειρικά στοιχεία από την ελληνική οικονομία σε τριμηνιαία βάση, κατά την

περίοδο 2001-2015 και εφαρμόζει ένα οικονομετρικό μοντέλο το οποίο αποτυπώνει τις δυναμικές αλληλεξαρτήσεις μεταξύ των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, οι μακροοικονομικοί και χρηματοοικονομικοί παράγοντες έχουν σημαντικό αντίκτυπο στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Παράλληλα, η επιδείνωση της πιστωτικής ποιότητας τροφοδοτεί την ύφεση στην οικονομία, οδηγώντας σε έναν αυτοενισχυόμενο αρνητικό βρόχο (Konstantakis et.al., 2016).

Κατά συνέπεια, είναι ευρέως αποδεκτό ότι το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων συνδέεται συχνά με τραπεζικές αποτυχίες και χρηματοπιστωτικές κρίσεις καθώς οι τράπεζες ενδέχεται να αντιμετωπίσουν ζημίες που πλήττουν την φερεγγυότητά τους. Η διερεύνηση των καθοριστικών παραγόντων των ΜΕΔ μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατο του πιστωτικού κινδύνου και είναι πολύ σημαντική προτεραιότητα σημασία για τις ρυθμιστικές αρχές που ανησυχούν για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Παρά το γεγονός ότι οι τράπεζες έχουν αναπτύξει εξελιγμένα μοντέλα για την ποσοτικοποίηση του «εκ των προτέρων» πιστωτικού κινδύνου, φαίνεται ότι ο πιστωτικός κίνδυνος «εκ των υστέρων», όπως αντικατοπτρίζεται στον αριθμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, επηρεάζεται κυρίως: (1) από μακροοικονομικούς παράγοντες (ΑΕΠ, ποσοστό ανεργίας, κ.λπ.) και (2) από χρηματοοικονομικούς/τραπεζικούς παράγοντες (πιστωτική ανάπτυξη, πιστωτική ασφυξία, κ.λπ.), υπερβαίνοντας τη μικροοικονομική μοντελοποίηση, στο επίπεδο του δανειολήπτη, η οποία εφαρμόζεται από κάθε τράπεζα (Charalambakis et.al., 2017).

Στην Ελλάδα, η οικονομική κρίση μείωσε την κερδοφορία των επιχειρήσεων και αύξησε τις ανάγκες τους σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Στην περίπτωση που οι εσωτερικές πηγές είναι περιορισμένες, οι εξωτερικές πηγές είναι η κύρια πηγή που επιτρέπει τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων της επιχείρησης. Η ανεπαρκής διαθεσιμότητα εξωτερικών κεφαλαίων μπορεί να περιορίσει τις ευκαιρίες ανάπτυξης και την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων. Οι Hyz and Gikas (2016) αναλύουν δύο κύριες πλευρές του προβλήματος της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων: την προσφορά και τη ζήτηση εξωτερικού κεφαλαίου. Η ακραία

απροθυμία των τραπεζών να δανείσουν ελληνικές επιχειρήσεις λόγω των αυστηρών περιορισμών χρηματοδότησης ως αποτέλεσμα της εθνικής κρίσης χρέους επιδείνωσε τον κύκλο οικονομικής ύφεσης και υπονόμωσε σοβαρά τις προσπάθειες των ελληνικών επιχειρήσεων να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους. Παρά τις προσπάθειες των τραπεζών να περιορίσουν τον κίνδυνο, η αφερεγγυότητα των δανειοληπτών περιόρισε πολύ την πιστωτική αγορά. Από την άλλη πλευρά, η οικονομική κρίση μείωσε την κερδοφορία των επιχειρήσεων και αύξησε τις ανάγκες στην εξεύρεση νέων τρόπων για την απόκτηση κεφαλαίων. Ιδίως οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις λόγω αυστηρότερων πιστωτικών συνθηκών και χρηματοπιστωτικής αστάθειας αντιμετώπισαν περισσότερα εμπόδια καθώς η χρηματοδότηση χρέους έγινε πολύ πιο δαπανηρή και δύσκολη στην απόκτηση.

Εστιάζοντας στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, μελέτη εξετάζει τις ιδιαιτερότητες των μικρών επιχειρήσεων στη διάρθρωση του κεφαλαίου τους, οι οποίες απορρέουν από το γεγονός ότι η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης και η θεωρία της χρηματοδότησης εν γένει, δεν αναπτύχθηκαν για όλες τις επιχειρήσεις, αλλά κυρίως για τις μεγάλες. Οι μικρές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν σε λιγότερο βαθμό την τραπεζική χρηματοδότηση. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα ο ρόλος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων να γίνει αμφιλεγόμενος κατά τη διάρκεια της κρίσης καθώς δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία που να συνδέουν τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζεται η κεφαλαιακή δομή των ΜΜΕ κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής κρίσης (Balios et.al., 2016).

4. Ο κλάδος τροφίμων και ποτών

4.1 Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου

Στην Ελλάδα, υπάρχουν πάνω από 15.000 επιχειρήσεις που ασχολούνται με τη μεταποίηση τροφίμων, παράγοντας προϊόντα αξίας περίπου 11 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Οι βασικοί παράγοντες της αγοράς περιλαμβάνουν τη σταδιακή βελτίωση του οικονομικού κλίματος στην Ελλάδα με υψηλότερες δαπάνες των καταναλωτών για συσκευασμένα τρόφιμα το 2019, αλλά και το αυξανόμενο ενδιαφέρον για υγιεινά τρόφιμα. Η γήρανση του πληθυσμού και μια τάση να ακολουθήσει τη μεσογειακή διατροφή, κυρίως για να μειώσει τις δαπάνες του νοικοκυριού είναι ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας που συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγής του κλάδου και την διατήρηση των τιμών σε χαμηλότερα επίπεδα. Τα κυριότερα συστατικά που χρησιμοποιούνται είναι προϊόντα κρέατος, γάλα και γαλακτοκομικά προϊόντα, και προϊόντα με βάση τα δημητριακά (Faniadis, 2020).

Η επεξεργασία τροφίμων είναι ένας βασικός τομέας στην Ελλάδα που συμβάλλει στο 10% της απασχόλησης. Η βιομηχανία τροφίμων αντιπροσωπεύει το 26% όλων των μεταποιητικών επιχειρήσεων στη χώρα, ενώ η επεξεργασία τροφίμων κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο από την άποψη της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, 24,6%, ενώ κατατάσσεται δεύτερη στην αξία της παραγωγής, 24,3% και τον κύκλο εργασιών, 25,2% (Faniadis, 2020). Σύμφωνα με μελέτη του Ιδρύματος Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE), το 2019, ο κύκλος εργασιών για τον τομέα των τροφίμων μειώθηκε 0,2%, ενώ για τα ποτά αυξήθηκε 0,4%. Η μεγαλύτερη αύξηση στον ετήσιο κύκλο εργασιών καταχωρήθηκε στις κατηγορίες αρτοποιίας (+17%), γαλακτοκομικών προϊόντων (+15%) και φρούτων και λαχανικών (+14%) (IOBE, 2019). Ομοίως, μελέτη της PwC (2018) υπογραμμίζει ότι ο κλάδος Τροφίμων & Ποτών έχει σημαντική συνεισφορά στην εγχώρια οικονομία και αποτελεί έναν από τους πλέον ανταγωνιστικούς κλάδους, χωρίς, ωστόσο, να έχει εξωστρέφεια. Παρά τον μετασχηματισμό που έχει υποστεί τα τελευταία χρόνια, εξακολουθούν να

υφίστανται σημαντικές διαφορές στην ανταγωνιστικότητα των υποκλάδων, ενώ υπάρχει και υψηλή συγκέντρωση.

4.2 Τάσεις κατανάλωσης

Ένα σημαντικός παράγοντας του ρυθμού ανάπτυξης του κλάδου τροφίμων και ποτών είναι οι τάσεις κατανάλωσης. Η οικονομική κρίση και η μείωση της αγοραστικής δύναμης των ελληνικών νοικοκυριών οδήγησε σε αυξανόμενη ζήτηση για φθηνότερα προϊόντα διατροφής. Επιπλέον, η αλλαγή στον τρόπο ζωής και οι δημογραφικές αλλαγές αύξησαν την κατανάλωση μεταποιημένων προϊόντων.

Εμπειρική μελέτη αναλύει τις καταναλωτικές προτιμήσεις των Ελλήνων και το επίπεδο των δαπανών των νοικοκυριών με στόχο να καθορίσει τους βασικούς παράγοντες των δαπανών των νοικοκυριών για τρόφιμα στην Ελλάδα. Εφαρμόζοντας στατιστική και οικονομετρική ανάλυση σε δείγμα 800 καταναλωτών από την Αθήνα και την Κρήτη, η μελέτη δείχνει ότι τα δημογραφικά και τα κοινωνικοοικονομικά χαρακτηριστικά όπως το εισόδημα, το φύλο, η ηλικία, η οικογενειακή κατάσταση, ο τόπος κατοικίας, και η κατάσταση απασχόλησης επηρεάζουν τις αγοραστικές συνήθειες των καταναλωτών (Kostakis, 2014).

Άλλη έρευνα εξετάζει τις αλλαγές στα πρότυπα κατανάλωσης λόγω της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα σε τυχαίο δείγμα 932 νοικοκυριών στην περιοχή της Θεσσαλίας, στην κεντρική Ελλάδα. Η έρευνα εστιάζει στην καταναλωτική συμπεριφορά σε σχέση με 20 βασικά προϊόντα διατροφής. Τα ευρήματα ανιχνεύουν έξι πρότυπα συμπεριφοράς κατανάλωσης τροφίμων, σύμφωνα με τα οποία τα νοικοκυριά έχουν τροποποιήσει τις διατροφικές τους συνήθειες, μειώνοντας τις ποσότητες που καταναλώνονται και προτιμώντας λιγότερο ακριβά εμπορικά σήματα. Μόνο το 15% των νοικοκυριών δεν φαίνεται να επηρεάζεται από την κρίση και την πολιτική λιτότητας. Η χωρική διάσταση της έρευνας υποδηλώνει ότι τα νοικοκυριά χαμηλού εισοδήματος σε αστικές περιοχές, όπου ζει η πλειονότητα του πληθυσμού, πλήττονται βαθιά από την κρίση, ακόμα υψηλότερα από ότι οι κάτοικοι των ημιαστικών και αγροτικών περιοχών (Duquenne and Vlontzos, 2014).

Οι Έλληνες καταναλωτές αγοράζουν όλο και περισσότερο υγιεινά τρόφιμα και superfoods.³ Είναι χαρακτηριστικό ότι επισκέπτονται ανοικτές αγορές για φρέσκα τρόφιμα, όπως φρούτα και ψάρια, μέλι, ελαιόλαδο, ξηρούς καρπούς, ρύζι και όσπρια. Φρούτα όπως τα μούρα, τα βατόμουρα, τα δαμάσκηνα, και τα μύρτιλα ή τρόφιμα όπως η γλυκοπατάτα, το λάχανο, τα φασόλια, ο σολομός, και οι ξηροί καρποί Superfoods περιέχουν μια ποικιλία θρεπτικών συστατικών, όπως τα αντιοξειδωτικά, τα οποία πιστεύεται ότι προστατεύουν από τον καρκίνο. Έχουν επίσης υγιή λίπη και φυτικές ίνες που συμβάλλουν στην πρόληψη των καρδιακών παθήσεων και του διαβήτη (Paracharalamprous, 2017).

Το ετήσιο ποσό που δαπανούν οι Έλληνες καταναλωτές για αρτοποιεία και προϊόντα κρέατος ανέρχεται σε περίπου 1,5 δισεκατομμύρια ευρώ και 3,3 δισεκατομμύρια ευρώ, αντίστοιχα. Το 66% των καταναλωτών αγοράζουν φρέσκο ψωμί από το μικρό κατάστημα αρτοποιίας στη γειτονιά τους, το 17% από τα σούπερ μάρκετ, το 11% δεν έχουν μια συγκεκριμένη προτίμηση και το 6% δεν αγοράζει φρέσκο ψωμί. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 74% των καταναλωτών κρέατος προτιμούν να αγοράζουν από μικρής κλίμακας κρεοπωλεία, και όχι από μεγάλα σούπερ μάρκετ. Αυτές οι προτιμήσεις έχουν δώσει ώθηση στα ιδιωτικά σήματα, τα οποία κερδίζουν διαρκώς μερίδιο αγοράς (Faniadis, 2020).

4.3 Ευκαιρίες δημιουργίας αξίας και επενδύσεων

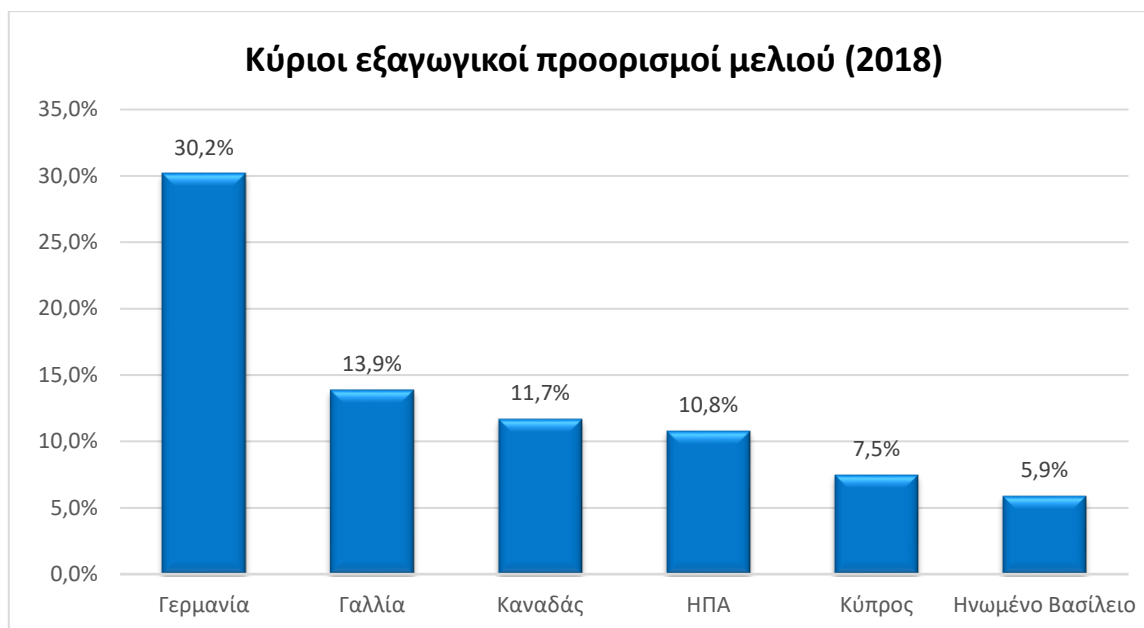
Πολλές πολυεθνικές απολαμβάνουν τα οφέλη της έδρας τους στην Ελλάδα. Γίγαντες όπως η Nestle, η Coca Cola, η Kraft Foods, η Barilla, η Cadbury, η General Mills, και η Friesland Campina παρέχουν ένα ευρύ φάσμα προϊόντων καθώς οι τοπικές και περιφερειακές αγορές είναι δεκτικές σε καθιερωμένα και νέα προϊόντα. Παράλληλα, οι ελληνικές εταιρείες τροφίμων και ποτών έχουν δημιουργήσει ένα μεγάλο δίκτυο πωλήσεων και διανομής στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, το οποίο ενισχύεται από το

³ Superfoods είναι τρόφιμα - ως επί το πλείστον με βάση τα φυτά, αλλά και ορισμένα ψάρια και γαλακτοκομικά προϊόντα - που πιστεύεται ότι είναι θρεπτικά και καλά για την υγεία. Βατόμουρα, σολομός, λάχανο είναι μόνο μερικά παραδείγματα των τροφίμων που έχουν λάβει την ετικέτα "superfood".

δυναμισμό των ελληνικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην περιοχή. Στην κορυφή του καταλόγου των προϊόντων που εξάγονται είναι τα λαχανικά, τα φρούτα, το ελαιόλαδο, τα γαλακτοκομικά προϊόντα, φρέσκα θαλασσινά, κονσερβοποιημένα φρούτα, ελιές, σταφίδες, κρασί, και προϊόντα ντομάτας (Enterprise Greece, 2020).

Καθώς το παγκόσμιο ενδιαφέρον για υγιεινά τρόφιμα και σνακ αυξάνεται ολοένα, δημιουργούνται επενδυτικές ευκαιρίες σε προϊόντα όπως το μέλι, το ταχίνι, τα καρύδια, και οι μαρμελάδες. Σύμφωνα με τους ειδικούς, το ελληνικό μέλι οφείλει τα μοναδικά οργανοληπτικά χαρακτηριστικά του στο γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της ελληνικής γης αποτελείται από δάση και άγρια οικοσυστήματα. Πολλά από τα φυτά που βρίσκονται στην Ελλάδα είναι αρωματικά και φαρμακευτικά βότανα, μεταφέροντας τις ιδιότητές τους στο μέλι. Από την άλλη πλευρά, παρόλο που η Ελλάδα παράγει ένα από τα καλύτερα και πιο δημοφιλή μέλια στον κόσμο, οι εξαγωγές της κατατάσσονται μεταξύ των χαμηλότερων στην Ευρώπη. Αυτό οφείλεται κυρίως στην υψηλή τιμή του ελληνικού μελιού καθώς και στην έλλειψη ενός καλά οργανωμένου σχεδίου μάρκετινγκ που θα μπορούσε να βοηθήσει στην ενίσχυση των πωλήσεων. Παρ' όλα αυτά, η ανώτερη ποιότητά σε σχέση με άλλα μέλια σε συνδυασμό με τις φρέσκες, καινοτόμες ιδέες που εφαρμόζονται στη μελισσοκομία από τους εκκολλαπτόμενους παραγωγούς, έχουν καταφέρει να δημιουργήσουν μέλια εξαιρετικής φήμης που έχουν διασχίσει τα σύνορα της ελληνικής αγοράς και προωθούν τις εξαγωγές (Antonopoulou, 2019).

Τα τελευταία στοιχεία του 2018 δείχνουν ότι η Γερμανία (30,2%), η Γαλλία (13,9%), ο Καναδάς (11,7%) οι ΗΠΑ (10,8%), η Κύπρος (7,5%), και το Ηνωμένο Βασίλειο (5,9%) παραμένουν οι κύριοι εξαγωγικοί προορισμοί μελιού της χώρας (Διάγραμμα 4-1).



Διάγραμμα 4-1 Κύριοι εξαγωγικοί προορισμοί μελιού (2018)

Πηγή: Antonopoulou, 2019

Οι συγκεκριμένες έξι χώρες απορροφούν το 80% των συνολικών εξαγωγών μελιού, ενώ άλλες αγορές, όπως η Αυστρία, το Βέλγιο, η Ιαπωνία, η Ισπανία, η Ιταλία, ο Λίβανος, η Νορβηγία, η Ρωσία, η Σαουδική Αραβία, η Σλοβενία και η Σουηδία εμφανίζονται αργά αλλά σταθερά ως νέα εμπορικά σημεία (Antonopoulou, 2019).

Το 2018, οι εξαγωγές παρθένου και εξαιρετικά παρθένου ελαιόλαδου (εμφιαλωμένου και χύμα) ανήλθαν σε 530 εκατομμύρια ευρώ έναντι 413 εκατομμυρίων ευρώ την προηγούμενη σεζόν, κυρίως λόγω της αυξημένης ζήτησης από την Ιταλία. Αυτό μεταφράζεται σε αυξημένη αξία 117 εκατομμυρίων ευρώ για το ελαιόλαδο το 2018, το υψηλότερο από οποιοδήποτε γεωργικό προϊόν της χώρας. Καθώς η κατανάλωση ελαιόλαδου αυξάνεται, η Ελλάδα βρίσκεται σε ιδανική θέση για να ανταποκριθεί στον τομέα αυτό ως ο τρίτος μεγαλύτερος παραγωγός ελαιόλαδου στον κόσμο (Vasilopoulos, 2019).

Άλλα είδη τροφίμων όπως ο κρόκος Κοζάνης, η μαστίχα Χίου, και η σπιρουλίνα ως συμπλήρωμα διατροφής αναγνωρίζονται για την εξαιρετική τους ποιότητα, ενώ γνωστά προϊόντα όπως το ούζο, η φέτα, και τα ελληνικά φιστίκια εγκαθίστανται σε νέες αγορές παγκοσμίως. Ειδικότερα, ο κρόκος Κοζάνης είναι ένα δυναμικά εξελισσόμενο προϊόν με σημαντικές δυνατότητες στις εγχώριες και διεθνείς αγορές.

Ο Συνεταιρισμός Παραγωγών Κρόκου Κοζάνης, ο οποίος έχει την αποκλειστική ευθύνη της συγκομιδής, διαλογής, μεταποίησης, συσκευασίας και εμπορίας ολόκληρης της παραγωγής κρόκου διαθέτει σύγχρονες εγκαταστάσεις και εκπαιδεύει το προσωπικό και τους αγρότες να υλοποιούν καινοτόμα προγράμματα και μεθόδους. Επιπλέον, σε συνεργασία με διάφορους επιστημονικούς φορείς και με την πλήρη υποστήριξη των τοπικών αρχών, ο Συνεταιρισμός έχει θέσει σημαντικούς στόχους για την προώθηση του προϊόντος τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο (GFN, 2019).

4.4 Εξεταζόμενες επιχειρήσεις

4.4.1 Αθηναϊκή Ζυθοποιία

Η Αθηναϊκή Ζυθοποιία ιδρύθηκε το 1963 και ανήκει στον Όμιλο Heineken N.V. Το 1965, η εταιρεία εισήγαγε την μπύρα Amstel στην ελληνική αγορά με την επίβλεψη του ζυθοποιού Πολ Ντελιζέ. Η εταιρεία εγκαινίασε νέο ζυθοποιείο στη Θεσσαλονίκη το 1975, με στόχο να αποτελέσει πόλο ανάπτυξης τόσο για τη Βόρεια Ελλάδα όσο και διεθνώς.

Το 1981, η Αθηναϊκή Ζυθοποιία έφερε στην Ελλάδα τη μπύρα Heineken και το 1985 εγκαινιάζει το τρίτο ζυθοποιείο της, αυτή τη φορά στην Πάτρα μέσω της εξαγοράς του παλιού ζυθοποιείου της Löwenbräu και της επένδυσης σε υπερσύγχρονο εξοπλισμό.

Από το 1990 έως το 1998, η εταιρεία δραστηριοποιείται στην εισαγωγή σημαντικών μάρκων μπύρας από την Ευρώπη, την Αμερική, και την Ασία, όπως Chimay, Duvel (Βέλγιο), McFarland, Murphy's (Ιρλανδία), Erdinger (Γερμανία,) Carib (Καραϊβική), Desperados (Μεξικό), και Kirin (Ιαπωνία). Τη διετία 1999-2000 λανσάρει τις μπύρες Άλφα και Fischer στην ελληνική αγορά.

Η Αθηναϊκή Ζυθοποιία καινοτόμησε το 2010 με την εισαγωγή της ΒΙΟΣ 5, της πρώτης μπύρας από κριθάρι, καλαμπόκι, ρύζι, σίκαλη, και σιτάρι, ενώ τη διετία 2013-2014, η εταιρεία λάνσαρε την Amstel Radler (μπύρα με χυμό λεμονιού) και την Amstel Free με 0,0% αλκοόλ.⁴

4.4.2 Ιχθυοτροφεία Σελόντα

Τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα ιδρύθηκαν το 1981 και έκτοτε η πορεία τους έχει υπάρξει αναπτυξιακή. Το 1988, η εταιρεία σχεδίασε και κατασκεύασε τον πρώτο ιχθυογεννητικό σταθμό στον Όρμο Σελόντα στο νομό Κορινθίας.

⁴ <https://www.athenianbrewery.gr/gr/el/istoria/>

Το 1999, ο Όμιλος Σελόντα βραβεύτηκε με το Βραβείο Εξαγωγικής Δραστηριότητας από το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών, ενώ το 2007 εισήγαγε στην ελληνική αγορά τσιπούρα και λαβράκι με την επωνυμία της με παράλληλη διαφημιστική καμπάνια σε ραδιόφωνο, εφημερίδες, στο μετρό και σε λεωφορεία της Αθήνας.

Η εταιρεία έχει κερδίσει αρκετά βραβεία για τα προϊόντα της από το International Taste & Quality Institute (iTQi).⁵

4.4.3 Καραμολέγκος

Από το 1950 και έως σήμερα, η εταιρεία Καραμολέγκος διατηρεί τις αρχές της υψηλής διατροφικής αξίας, των σύγχρονων μεθόδων παραγωγής, και της ποιότητας των τελικών προϊόντων που διατίθενται στους καταναλωτές.

Τη δεκαετία του 2000, η εταιρεία εφάρμοσε την χρήση εκσυγχρονισμένης τεχνολογίας στην παραγωγή και προχώρησε σε μεγάλες επενδύσεις σε εξοπλισμό προκειμένου να αυτοματοποιήσει την παραγωγή χρησιμοποιώντας ρομποτικές μηχανές κλειστού τύπου. Επιπλέον, το 2009 ίδρυσε εργοστάσιο παραγωγής στη Ρουμανία.

Η εταιρεία έχει καινοτομήσει αρκετές φορές όπως με την δημιουργία του πρώτου ψωμιού για τoστ με φυσικό προζύμι (1999) και του πρώτου ψωμιού για τoστ χωρίς κόρα (2003), με τα έτοιμα κομμένα ψωμάκια για σάντουιτς και χάμπουργκερ (2007), και τον Παξαμά, τα παραδοσιακά παξιμάδια (2018).⁶

4.4.4 KPI KPI

Η KPI KPI ιδρύθηκε το 1954 στις Σέρρες και με την πάροδο των ετών εξελίχθηκε σε μία από τις κορυφαίες γαλακτοβιομηχανίες στην χώρα. Σήμερα, η εταιρεία διαθέτει δύο εργοστάσια παραγωγής, ένα εργοστάσιο παραγωγής γαλακτοκομικών και ένα

⁵ <http://selonda.com/i-etaireia/h-istoria/>

⁶ <https://karamolegos-bkr.gr/i-istoria-mas/>

εργοστάσιο παραγωγής παγωτού, εξοπλισμένα με σύγχρονο μηχανολογικό εξοπλισμό.

Η εταιρεία επεκτάθηκε στην Ελλάδα το 1996 με την ίδρυση υποκαταστήματος στην Αττική προκειμένου να δημιουργήσει ένα πανελλαδικό δίκτυο προώθησης και διανομής των προϊόντων της.

Από το 2000 και μετά, η ΚΡΙ ΚΡΙ δραστηριοποιείται και στο εξωτερικό έχοντας αυξήσει την εξαγωγική της δραστηριότητα και παρέχοντας προϊόντα υψηλής ποιότητας και διατροφικής αξίας. Η εταιρεία εξάγει τα προϊόντα της σε 20 χώρες στην Ευρώπη και τη Μέση Ανατολή και έχει προνομιακή τοποθέτηση σε κάποιες από τις ισχυρότερες διεθνείς αλυσίδες σούπερ μάρκετ.⁷

4.4.5 Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη

Η εταιρεία Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη ιδρύθηκε το 1992 με στόχο την παραγωγή, εμφιάλωση και εμπορία κρασιών και άλλων μη οινοπνευματωδών ποτών, την παραγωγή και εμφιάλωση οινοπνευματωδών ποτών με απόσταξη, την παραγωγή και εμφιάλωση ξιδιού, την καλλιέργεια αμπελώνων, κλπ. Επιπλέον, η εταιρεία δραστηριοποιείται στην διοργάνωση εκθέσεων, συνεδρίων και κοινωνικών εκδηλώσεων στον χώρο του κρασιού καθώς και στη ξενάγηση και σίτιση επισκεπτών στο Μουσείο Οίνου που διατηρεί αλλά και για λόγους γευσιγνωσίας στους αμπελώνες της.

Τα κρασιά της Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη και Κτήμα Οινότρια Γη έχουν συγκεντρώσει χιλιάδες βραβεία και διακρίσεις σε διεθνείς διαγωνισμούς κρασιού, αλλά κυρίως την πιστότητα και την σταθερή προτίμηση των καταναλωτών στα προϊόντα της.⁸

⁷ <https://www.krikri.gr/diethnes/64/diethneis-drastiriotites>

⁸ <https://www.domaine-lazaridi.gr/profil/etairiki-tautotita/>

4.4.6 ΜΕΒΓΑΛ

Η ΜΕΒΓΑΛ ιδρύθηκε το 1950 στα Κουφάγια Θεσσαλονίκης, μία από τις πλέον προνομιούχες κτηνοτροφικές περιοχές της χώρας με παραγωγή εξάισιου γάλακτος. Η εταιρεία επέλεξε σκοπίμως την συγκεκριμένη περιοχή καθώς συγκεντρώνει το 67,0% της παραγωγής αγελαδινού γάλακτος της χώρας. Αυτό επέτρεψε στη ΜΕΒΓΑΛ να συνεργαστεί με πολλές οικογενειακές φάρμες στις γύρω περιοχές και, κατά συνέπεια, να εξασφαλίσει ένα ποιοτικό προϊόν για τον τελικό καταναλωτή. Η παραγωγή βασίζεται σε εξαιρετική πρώτη ύλη, η οποία εισάγεται και επεξεργάζεται άμεσα από το εργοστάσιο.

Σήμερα, η ΜΕΒΓΑΛ συνεργάζεται με περίπου 1000 κτηνοτρόφους και παραγωγούς πρόβειου και αγελαδινού γάλακτος, ενώ η εξαγωγική της δραστηριότητα ξεκίνησε από το 1985. Επιπλέον, η εταιρεία έχει λάβει πολλές τιμητικές διακρίσεις στην Ελλάδα και το εξωτερικό για την παροχή ποιοτικών προϊόντων και την καινοτομία της.⁹

⁹ <https://www.mevgal.gr/frontend/index.php>

5. Μεθοδολογία

5.1 Ερευνητικό σχέδιο

Η μεθοδολογία της Διπλωματικής προβλέπει ποσοτική ανάλυση με δευτερογενή έρευνα. Τα δεδομένα συλλέγονται από τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων του ερευνητικού δείγματος. Η περίοδος που διερευνάται είναι από το 2009 έως το 2019 ώστε να καλυφθεί όλο το φάσμα της κρίσης. Με βάση τα αποτελέσματα της ανάλυσης αριθμοδεικτών υπολογίζονται οι σχετικοί δείκτες του κλάδου ώστε να εκτιμηθεί περαιτέρω η απόδοση των εξεταζόμενων επιχειρήσεων και να αξιολογηθεί η χρηματοδοτική πολιτική και η κεφαλαιακή επάρκεια κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

5.2 Ερευνητικό δείγμα

Το ερευνητικό δείγμα αποτελείται από έξι (6) εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των τροφίμων και ποτών. Ειδικότερα, εξετάζονται η Αθηναϊκή Ζυθοποιία, τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα, ο Καραμολέγκος, η ΚΡΙ ΚΡΙ, το Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη, και η ΜΕΒΓΑΛ.

5.3 Συλλογή και επεξεργασία δεδομένων

Τα δεδομένα συλλέγονται και αποθηκεύονται σε ηλεκτρονικό υπολογιστή για μέγιστη διάρκεια ενός (1) έτους και δεν χρησιμοποιούνται για άλλη εργασία. Η ανάλυση των δευτερογενών δεδομένων από τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών γίνεται στο Excel και εξάγονται τα ερευνητικά αποτελέσματα.

5.4 Επιλογή μεθόδου ανάλυσης αριθμοδεικτών

Η ανάλυση αριθμοδεικτών είναι μια ποσοτική μέθοδος απόκτησης πληροφοριών σχετικά με τη ρευστότητα, τη λειτουργική αποδοτικότητα, και την κερδοφορία μιας εταιρείας μελετώντας τις οικονομικές καταστάσεις της. Η διοίκηση μίας επιχείρησης αλλά και όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (αναλυτές, πιστωτές, μέτοχοι, εργαζόμενοι, κ.λ.π.) χρησιμοποιούν την ανάλυση αριθμοδεικτών προκειμένου να συγκεντρώσουν πολύτιμες πληροφορίες σχετικά με την κερδοφορία, τη φερεγγυότητα, την αποδοτικότητα, τη ρευστότητα, τον δανεισμό, και την αγοραία αξία μιας επιχείρησης. Η μέθοδος παρέχει αυτές τις πληροφορίες αναλύοντας τα δεδομένα που περιέχονται στον ισολογισμό της επιχείρησης, την κατάσταση αποτελεσμάτων και την κατάσταση ταμειακών ροών και διευκολύνει την λήψη αποτελεσματικών οικονομικών αποφάσεων (Carlson, 2020).

Οι αριθμοδείκτες διευκολύνουν την σύγκριση μεταξύ εταιρειών που ανήκουν στην ίδια βιομηχανία ή στον ίδιο κλάδο και αποτυπώνουν την ιστορική εξέλιξη. Στις περισσότερες περιπτώσεις είναι σημαντικό ο χρήστης των αριθμοδεικτών να κατανοήσει τις μεταβλητές και τις σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών που παράγουν τους δείκτες. Αυτό είναι σημαντικό διότι η Διοίκηση έχει την ευελιξία να αλλάξει, κατά καιρούς, τη στρατηγική της για να καταστήσει πιο ελκυστικούς τους δείκτες της εταιρείας. Για τον λόγο αυτόν, οι αριθμοδείκτες θα πρέπει να χρησιμοποιούνται συνδυαστικά και να αναλύονται σε σχέση με τα μεγέθη που τους παράγουν. Αυτό διευκολύνει τον χρήστη να έχει μία ολοκληρωμένη άποψη της εταιρείας από διαφορετικές γωνίες και να εντοπίσει πιθανές αδυναμίες (Bloomenthal, 2020).

Οι αριθμοδείκτες μίας επιχείρησης πρέπει να υπολογίζονται σε συχνότητα τριμήνου ή έτους ώστε να είναι αντιπροσωπευτικοί της οικονομικής κατάστασης και της υγείας της επιχείρησης (Ευθύμογλου και Λαζαρίδης, 2010). Μόνο μετά τη σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών με άλλες χρονικές περιόδους και με τους δείκτες των εταιρειών του κλάδου, ένας χρηματοπιστωτικός διαχειριστής μπορεί να συναγάγει συμπεράσματα σχετικά με τις σταθερές επιδόσεις. Για παράδειγμα, εάν ο δείκτης χρέους προς περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης για μία χρονική περίοδο είναι 50%, αυτό δεν είναι μία χρήσιμη πληροφορία εκτός αν η διοίκηση τη

συγκρίνει με προηγούμενες περιόδους ώστε να διαπιστώνει την πορεία του δείκτη διαχρονικά, αλλά και σε σύγκριση με τις ανταγωνιστικές επιχειρήσεις (διαστρωματικά) (Carlson, 2020).

Τέλος, η Διοίκηση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης ώστε τα συμπεράσματα που θα εξάγει από την ανάλυση αριθμοδεικτών να είναι αξιόπιστα και αντιπροσωπευτικά της επιχείρησης και του κλάδου όπου δραστηριοποιείται (Lesakona, 2007).

5.4.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας αποτελούν σημαντική κατηγορία χρηματοοικονομικών μετρήσεων και χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της ικανότητας του οφειλέτη να εξοφλήσει τις τρέχουσες δανειακές υποχρεώσεις χωρίς να συγκεντρώσει εξωτερικά κεφάλαια. Οι δείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να καταβάλλει χρεωστικές υποχρεώσεις και το περιθώριο ασφαλείας της μέσω του υπολογισμού των μετρήσεων, συμπεριλαμβανομένου του δείκτη γενικής ρευστότητας, ειδικής ρευστότητας και ταμειακής ρευστότητας (Καλαντώνης, 2015).

Ειδικότερα:

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας μετρά την ικανότητα μιας εταιρείας να εξοφλήσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της (πληρωτέες εντός ενός έτους) με τα τρέχοντα περιουσιακά της στοιχεία, όπως μετρητά, εισπρακτέους λογαριασμούς και αποθέματα. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερη είναι η θέση ρευστότητας της εταιρείας. Ο δείκτης γενικής ρευστότητας υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ένας υψηλός δείκτης γενικής ρευστότητας, και, ειδικότερα, μεγαλύτερος της μονάδας (>1) δείχνει ότι η ροή των κεφαλαίων της επιχείρησης είναι διαρκής, ομαλή, και επαρκής για να καλύψει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αντιθέτως, ένας δείκτης

γενικής ρευστότητας μικρότερος της μονάδας (<1) υποδηλώνει ότι η επιχείρηση ίσως έχει υψηλά αποθέματα ή χαμηλές εισπράξεις από πελάτες.

Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας μετρά την ικανότητα μιας εταιρείας να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα πλέον ρευστά περιουσιακά στοιχεία της και, ως εκ τούτου, αποκλείει τα αποθέματα από τα τρέχοντα περιουσιακά της στοιχεία. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ένας δείκτης ειδικής ρευστότητας υψηλότερος της μονάδας (>1) υποδηλώνει ότι τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας είναι υψηλότερα από τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Αντιθέτως, ένας δείκτης ειδικής ρευστότητας μικρότερος της μονάδας (<1) υποδηλώνει την πιθανότητα προσφυγής της εταιρείας σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό ώστε να βελτιώσει τη ρευστότητα της.

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας ελέγχει την ρευστότητα της εταιρείας εξειδικεύοντας τον ρόλο των ταμειακών διαθέσιμων σε σχέση με την καταβολή βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

5.4.2 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία και να διαχειρίζεται αποτελεσματικά τις υποχρεώσεις της κατά την τρέχουσα περίοδο ή βραχυπρόθεσμα. Στην ουσία, οι

δείκτες δραστηριότητας χρησιμοποιούνται για την ανάλυση της ικανότητας μιας εταιρείας να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τους πόρους της, όπως κεφάλαια και περιουσιακά στοιχεία, για την παραγωγή εισοδήματος. Οι δείκτες χρησιμεύουν ως σύγκριση των δαπανών που πραγματοποιούνται προς τα παραγόμενα έσοδα, αντικατοπτρίζοντας ουσιαστικά το είδος της απόδοσης των εσόδων ή των κερδών που μπορεί να πραγματοποιήσει μια εταιρεία από το ποσό που δαπανά για τη λειτουργία της (Κυριαζόπουλος, 2013).

Ειδικότερα:

Ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων μετρά πόσο αποτελεσματικά μια εταιρεία μπορεί να εισπράξει τις απαιτήσεις από τους πελάτες της και να επεκτείνει τις πιστώσεις της.

Για τον ακριβέστερο υπολογισμό του δείκτη, χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των απαιτήσεων (απαιτήσεις στην αρχή της χρήσης + απαιτήσεις στο τέλος της χρήσης / 2). Ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μ. Ο. Απαιτήσεων}}$$

Συνήθως, μια εταιρεία με υψηλότερο δείκτη κύκλου εργασιών εισπρακτέων λογαριασμών σε σχέση με τους ανταγωνιστές της δηλώνει ότι η εταιρεία είναι πιο αποτελεσματική κατά την είσπραξη των απαιτήσεων της από τους πελάτες της.

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας υποχρεώσεων εκφράζει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, η επιχείρηση καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κατά τη διάρκεια της χρήσης. Για τον ακριβέστερο υπολογισμό του δείκτη, χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των υποχρεώσεων (υποχρεώσεις στην αρχή της χρήσης + υποχρεώσεις στο τέλος της χρήσης / 2). Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας υποχρεώσεων υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ. Ο. Βραχ. Υποχρεώσεων}}$$

Για την αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης, θα πρέπει ο δείκτης να είναι σχετικά χαμηλός, διότι σημαίνει ότι το χρονικό διάστημα που η επιχείρηση έχει στη διάθεσή της προκειμένου να καλύψει τις υποχρεώσεις της είναι σχετικά μεγάλο. Επιπλέον, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας υποχρεώσεων συγκρίνεται πάντοτε με τον δείκτη ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων, ώστε να διαπιστωθεί εάν η επιχείρηση εισπράττει τις απαιτήσεις της συχνότερα από ότι καλύπτει τις υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων μετρά την ικανότητα μιας εταιρείας να διαχειρίζεται αποτελεσματικά το απόθεμά της και παρέχει πληροφορίες για τις πωλήσεις μιας εταιρείας. Ο δείκτης μετρά πόσες φορές το συνολικό μέσο απόθεμα έχει πωληθεί κατά τη διάρκεια μιας περιόδου. Οι αναλυτές χρησιμοποιούν τον δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων για να καθορίσουν εάν υπάρχουν οι πωλήσεις είναι αρκετές για να καλύψουν το απόθεμα και συνεπώς κατά πόσον η διαχείριση του αποθέματος είναι αποτελεσματική.

Για τον ακριβέστερο υπολογισμό του δείκτη, χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των αποθεμάτων (αποθέματα στην αρχή της χρήσης + αποθέματα στο τέλος της χρήσης / 2). Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ. Ο. Αποθεμάτων}}$$

Όσο υψηλότερος είναι ο κύκλος εργασιών των αποθεμάτων, τόσο το καλύτερο, δεδομένου ότι ο υψηλός κύκλος εργασιών αποθέματος συνήθως σημαίνει ότι μια εταιρεία πωλεί τα αγαθά γρήγορα, και υπάρχει σημαντική ζήτηση για τα προϊόντα της. Από την άλλη πλευρά, ένας χαμηλός κύκλος εργασιών των αποθεμάτων υποδεικνύει πιθανώς ασθενέστερες πωλήσεις και μείωση της ζήτησης για τα προϊόντα μιας εταιρείας.

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού μετρά την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει αποτελεσματικά έσοδα από τα περιουσιακά της στοιχεία. Με άλλα λόγια, ο δείκτης κύκλου εργασιών περιουσιακών στοιχείων υπολογίζει τις πωλήσεις ως ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Ο δείκτης είναι αποτελεσματικός στην εμφάνιση του ύψους των πωλήσεων που παράγονται από κάθε δολάριο περιουσιακών στοιχείων που κατέχει μια εταιρεία.

Για τον ακριβέστερο υπολογισμό του δείκτη, χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των του ενεργητικού (σύνολο ενεργητικού στην αρχή της χρήσης + σύνολο ενεργητικού στο τέλος της χρήσης / 2). Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ένας υψηλός δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού παρέχει ένδειξη αποτελεσματικής και εντατικής χρήσης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης για την παραγωγή πωλήσεων. Αντίθετα, ένας χαμηλός δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία. Επομένως, συγκρίνεται με τις πωλήσεις της εταιρείας προκειμένου να διαπιστωθεί εάν πιθανή μείωση των πωλήσεων επηρεάζει τον δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού

5.4.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ή κερδοφορίας είναι χρηματοοικονομικές μετρήσεις που χρησιμοποιούνται από αναλυτές και επενδυτές για τη μέτρηση και την αξιολόγηση της ικανότητας μιας εταιρείας να παράγει έσοδα (κέρδη) σε σχέση με τα έξοδα. Επομένως, δείχνουν πόσο καλά μια εταιρεία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για την παραγωγή κέρδους και αξίας για τους μετόχους. Ένας υψηλότερος δείκτης είναι συνήθως περιζήτητος από τις περισσότερες επιχειρήσεις, δεδομένου ότι αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση αποδίδει καλά με τη

δημιουργία των εσόδων, των κερδών, και των ταμειακών ροών (Καλαντώνης, 2015α).

Ειδικότερα:

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου συγκρίνει το ακαθάριστο κέρδος με τα έσοδα από τις πωλήσεις, λαμβάνοντας υπόψη το αναγκαίο κόστος για την παραγωγή των αγαθών και των υπηρεσιών της. Ο δείκτης μικτού περιθωρίου υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Μικτού Περιθωρίου} = \frac{(\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος πωληθέντων})}{\text{Πωλήσεις} \times 100}$$

Ένας υψηλός δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους αντανακλά την υψηλότερη αποδοτικότητα των βασικών εργασιών, πράγμα που σημαίνει ότι η επιχείρηση εξακολουθεί να μπορεί να καλύψει τα λειτουργικά έξοδα, τα πάγια έξοδα, τα μερίσματα και την απόσβεση, παρέχοντας παράλληλα καθαρά κέρδη. Από την άλλη, ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους δείχνει ένα υψηλό κόστος των αγαθών που πωλούνται, το οποίο μπορεί να αποδοθεί σε δυσμενείς πολιτικές αγοράς, χαμηλές τιμές πώλησης, χαμηλές πωλήσεις, σκληρό ανταγωνισμό στην αγορά, ή λανθασμένες πολιτικές προώθησης των πωλήσεων.

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου εξετάζει το καθαρό εισόδημα μιας εταιρείας, παρέχοντας την τελική εικόνα του πόσο επικερδής είναι αφού ληφθούν υπόψη όλα τα έξοδα, συμπεριλαμβανομένων των τόκων και των φόρων. Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις} \times 100}$$

Ένα υψηλό καθαρό περιθώριο κέρδους σημαίνει ότι μια εταιρεία είναι σε θέση να ελέγχει αποτελεσματικά το κόστος της ή/και να παρέχει αγαθά ή υπηρεσίες σε τιμή σημαντικά υψηλότερη από το κόστος της. Ως εκ τούτου, ένας υψηλός δείκτης μπορεί

να προκύψει από αποτελεσματική διαχείριση, χαμηλό κόστος (έξοδα), και ισχυρές στρατηγικές τιμολόγησης. Αντιθέτως, ένα χαμηλό καθαρό περιθώριο κέρδους σημαίνει ότι μια εταιρεία χρησιμοποιεί μια αναποτελεσματική διάρθρωση του κόστους ή/και κακές στρατηγικές τιμολόγησης.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA) εμφανίζει το ποσοστό των καθαρών κερδών σε σχέση με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Ο δείκτης ROA αποκαλύπτει συγκεκριμένα πόσο κέρδος μετά από φόρους παράγει μια εταιρεία για κάθε ένα δολάριο των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει. Μετρά επίσης την ένταση του ενεργητικού μιας επιχείρησης. Οι εταιρείες υψηλής έντασης περιουσιακών στοιχείων απαιτούν μεγάλες επενδύσεις για την αγορά μηχανημάτων και εξοπλισμού προκειμένου να παράγουν έσοδα. Παραδείγματα βιομηχανιών που είναι συνήθως υψηλής έντασης περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνουν τις τηλεπικοινωνίες, τους κατασκευαστές αυτοκινήτων, και τους σιδηροδρόμους. Παραδείγματα εταιρειών με μικρότερη ένταση περιουσιακών στοιχείων είναι οι διαφημιστικές εταιρείες και οι εταιρείες λογισμικού.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού} \times 100}$$

Οι επενδυτές αναμένουν ότι, μέσω της σωστής διαχείρισης, η Διοίκηση θα αυξήσει την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων, παράγοντας μεγαλύτερο κέρδος από κάθε δολάριο των περιουσιακών στοιχείων που έχει στη διάθεσή της. Η πτώση του ROA διαχρονικά είναι ένα σημάδι προβληματικής διαχείρισης, ειδικά για τις εταιρείες ανάπτυξης. Η επιδίωξη αύξησης των πωλήσεων συχνά σημαίνει σημαντικές αρχικές επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων των εισπρακτέων λογαριασμών, των αποθεμάτων, του εξοπλισμού παραγωγής και των εγκαταστάσεων. Η μείωση της ζήτησης μπορεί να αφήσει έναν οργανισμό με υπερεπένδυση σε περιουσιακά στοιχεία που δεν μπορεί να πουλήσει

(ρευστοποιήσει) για να πληρώσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις του. Το αποτέλεσμα μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) εκφράζει το ποσοστό του καθαρού εισοδήματος σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια των μετόχων, ή το ποσοστό απόδοσης των χρημάτων που έχουν θέσει οι επενδυτές στην επιχείρηση. Ο δείκτης ROE είναι ένας από τους δείκτες που παρακολουθείται ιδιαίτερα από τους αναλυτές μετοχών και τους επενδυτές. Οι εταιρείες με υψηλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι συνήθως πιο ικανές να παράγουν μετρητά εσωτερικά και, ως εκ τούτου, λιγότερο εξαρτημένες από τη χρηματοδότηση του χρέους.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια} \times 100}$$

Ένας υψηλός δείκτης ROE υποδηλώνει ότι η ομάδα διαχείρισης μιας εταιρείας είναι πιο αποτελεσματική όταν πρόκειται για τη χρήση της χρηματοδότησης των επενδύσεων για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Συνεπώς, είναι και είναι πιο πιθανό να παρέχει καλύτερες αποδόσεις στους επενδυτές. Αντιθέτως, ένας χαμηλός δείκτης ROE δείχνει ότι η διαχείριση της εταιρείας δεν είναι αποτελεσματική και πιθανώς επανεπενδύει τα κέρδη σε μη παραγωγικά περιουσιακά στοιχεία αντί για τη χρηματοδότηση αναπτυξιακών επενδύσεων.

5.4.4 Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας

Η κεφαλαιακή διάρθρωση αναφέρεται στον βαθμό μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης μιας επιχείρησης, όπως με τη μορφή ομολογιών, προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και μετοχικού κεφαλαίου, συμπεριλαμβανομένων των αποθεματικών και των πλεονασμάτων. Θα πρέπει να υπάρχει κατάλληλος

συνδυασμός μεταξύ του ιδίων κεφαλαίων και των δανειακών κεφαλαίων προκειμένου η επιχείρηση να μην αντιμετωπίζει προβλήματα υπερχρέωσης

Μια εσφαλμένη κεφαλαιακή δομή μπορεί να σημαίνει την καταστροφή μιας, κατά τα άλλα, υγιούς επιχείρησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, αν η εταιρεία χρηματοδοτείται από πάρα πολύ χρέος, έχει πολλούς λογαριασμούς τόκων να πληρώσει. Επομένως, σε μια δύσκολη οικονομική συγκυρία, η επιχείρηση είναι πιθανό να αθετήσει τις υποχρεώσεις της όσον αφορά τους τόκους. Επιπλέον, εάν η επιχείρηση αθετήσει τις υποχρεώσεις της κατ' επανάληψη, οι κάτοχοι χρέους έχουν το δικαίωμα να αναζητήσουν νομική συμβουλή και να αρχίσουν να ρευστοποιούν την εταιρεία. Σε ένα τέτοιο σενάριο, η επιχείρηση μπορεί να χρειαστεί να πωλήσει τα περιουσιακά της στοιχεία σε πολύ χαμηλές τιμές. Επομένως, μια ιδανική κεφαλαιακή δομή είναι αυτή που παρέχει αρκετό περιθώριο στους μετόχους να προβούν σε μόχλευση των κεφαλαίων τους, αλλά και εγγύηση στους κατόχους χρέους για την επιστροφή του κεφαλαίου και των τόκων τους

Οι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας αποτυπώνουν την μακροπρόθεσμη σταθερότητα και δομή ενός οργανισμού καθώς μετρούν τη θέση φερεγγυότητας μιας οντότητας. Οι εταιρείες που χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος από ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων τους και των λειτουργικών δραστηριοτήτων των κεφαλαίων έχουν υψηλό δείκτη μόχλευσης και επιθετική κεφαλαιακή δομή. Αντιθέτως, μια εταιρεία που καλύπτει τα περιουσιακά στοιχεία κυρίως με ίδια κεφάλαια έχει χαμηλό δείκτη μόχλευσης και μια συντηρητική κεφαλαιακή δομή. Από την άλλη πλευρά, ένας υψηλός δείκτης μόχλευσης και μια επιθετική κεφαλαιακή δομή μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ μια συντηρητική κεφαλαιακή δομή μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης (Καλαντώνης, 2015β).

Ειδικότερα:

Ο δείκτης υπερχρέωσης ή οικονομικής μόχλευσης εκφράζει τη σχέση μεταξύ των δανειακών κεφαλαίων και των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, ο δείκτης οικονομικής μόχλευσης εξετάζει το μείγμα ιδίων κεφαλαίων και χρέους για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων μίας επιχείρησης στο σύνολο των

κεφαλαίων. Η γνώση του ύψους των δανειακών κεφαλαίων είναι χρήσιμη για την αξιολόγηση του κατά πόσον η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει τις υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης υπερχρέωσης υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Υπερχρέωσης ή οικονομικής μόχλευσης} = \frac{\text{Υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια} \times 100}$$

Ένας δείκτης υπερχρέωσης μεγαλύτερος του 100% σημαίνει ότι η επιχείρηση είναι υπερχρεωμένη και συνεπώς δεν εκμεταλλεύεται αποτελεσματικά τα δανειακά κεφάλαια για να δημιουργήσει οικονομικό όφελος και να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της απέναντι στους δανειστές της. Αντιθέτως, ένας δείκτης υπερχρέωσης μικρότερος του 100% υποδηλώνει η επιχείρηση χρησιμοποιεί κυρίως ίδια κεφάλαια και τα εκμεταλλεύεται τα δανειακά κεφάλαια με τρόπο που να αποφύγει τον υπερδανεισμό. Τέλος, ένας δείκτης οικονομικής μόχλευσης ίσος με 100% σημαίνει ότι η χρήση των δανειακών κεφαλαίων είναι ουδέτερη για την επιχείρηση χωρίς αρνητικές ή θετικές επιπτώσεις από τη διαχείρισή τους.

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι ένας δείκτης μόχλευσης που καθορίζει το συνολικό ποσό του χρέους σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν σε μια εταιρεία. Χρησιμοποιώντας αυτή τη μέτρηση, οι αναλυτές μπορούν να συγκρίνουν τη μόχλευση μιας εταιρείας με εκείνη άλλων εταιρειών στον ίδιο κλάδο. Αυτές οι πληροφορίες μπορούν να αντικατοπτρίζουν το πόσο οικονομικά σταθερή είναι μια εταιρεία.

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης υπολογίζεται ως:

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Δάνεια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού} \times 100}$$

Το σύνολο του χρέους προς το σύνολο ενεργητικού είναι ένα μέτρο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας που χρηματοδοτούνται από το χρέος και όχι από ίδια κεφάλαια. Όταν υπολογίζεται διαχρονικά, ο δείκτης δείχνει πώς μια εταιρεία έχει αναπτυχθεί μέσω των περιουσιακών της στοιχείων στο πέρασμα των ετών. Οι επενδυτές χρησιμοποιούν τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης για να αξιολογήσουν εάν η εταιρεία έχει αρκετά κεφάλαια για να εκπληρώσει τις τρέχουσες δανειακές υποχρεώσεις της καθώς και εάν μπορεί να πληρώσει την απόδοση της επένδυσής της.

Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, τόσο υψηλότερος είναι ο βαθμός μόχλευσης και, κατά συνέπεια, τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος επένδυσης στην εν λόγω εταιρεία.

Ο δείκτης χρέος προς ίδια κεφάλαια μετρά το ποσοστό του χρέους σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, αποτυπώνοντας το ύψος της οικονομικής μόχλευσης της επιχείρησης. Γενικά, μια εταιρεία με υψηλό δείκτη χρέος προς ίδια κεφάλαια θεωρείται υψηλότερος κίνδυνος για τους δανειστές και τους επενδυτές, διότι υποδηλώνει ότι η εταιρεία χρηματοδοτεί σημαντικό μέρος της δυναμικής ανάπτυξής της μέσω δανεισμού.

Ο δείκτης χρέος προς ίδια κεφάλαια υπολογίζεται ως:

$$\text{Δείκτης Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Δάνεια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια} \times 100}$$

Ένας υψηλός δείκτης χρέους-ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι καλός επειδή δείχνει ότι μια επιχείρηση μπορεί εύκολα να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις χρέους της (μέσω των ταμειακών ροών) και χρησιμοποιεί τη μόχλευση για να αυξήσει τις αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων.

Η χρήση περισσότερων χρεών (αύξηση του δείκτη χρέους-ιδίων κεφαλαίων) αυξάνει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (ROE). Με τη χρήση του χρέους

αντί των ιδίων κεφαλαίων, ο λογαριασμός ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερος και, ως εκ τούτου, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλότερη.

Ένα άλλο όφελος είναι ότι συνήθως το κόστος του χρέους είναι χαμηλότερο από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και, ως εκ τούτου, η αύξηση του δείκτη Δ/Ε (μέχρι ένα ορισμένο σημείο) μπορεί να μειώσει το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης (WACC).

Ο δείκτης κάλυψης τόκων είναι ένα μέτρο που δείχνει πόσες φορές τα κέρδη της επιχείρησης πριν από τόκους και έξοδα καλύπτουν τα έξοδα τόκων της εταιρείας. Ο συγκεκριμένος δείκτης χρέους παρακολουθεί την ικανότητα της επιχείρησης να εκπληρώσει το τμήμα των τόκων των οικονομικών της δεσμεύσεων.

Ο δείκτης κάλυψης τόκων υπολογίζεται με τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη προ φόρων και τόκων}}{\text{Χρεωστικούς τόκους}}$$

Οι δανειστές και οι ομολογιούχοι ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για τον συγκεκριμένο δείκτη καθώς τους επιτρέπει να καθορίσουν την ικανότητα της επιχείρησης να εκπληρώσει τις πληρωμές τόκων της. Ειδικότερα, οι ομολογιούχοι, οι οποίοι δικαιούνται να λαμβάνουν πληρωμές τοκομεριδίων, μπορούν να αισθάνονται σίγουροι ότι τα κουπόνια τους θα καταβληθούν εάν η εταιρεία έχει υψηλό λόγο κάλυψης επιτοκίων.

Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοδότηση αξιολογούνται με βάση την ικανότητα πληρωμής τους, η οποία περιλαμβάνει αξιολόγηση των ταμειακών ροών, της κάλυψης τόκων, της συνολικής κάλυψης του χρέους, και άλλων βασικών μετρήσεων που παρέχουν μια σαφή εικόνα της τρέχουσας κατάστασής τους και της ικανότητάς τους να αναλάβουν νέες οικονομικές δεσμεύσεις.

Μια εταιρεία με εκκρεμείς εκδόσεις ομολόγων πρέπει να είναι προσεκτική για να διατηρήσει ένα υψηλό ποσοστό κάλυψης επιτοκίων. Εάν ο δείκτης μειωθεί, η

πιστοληπτική ικανότητα του ομολόγου πιθανότατα θα υποβαθμιστεί, γεγονός που θα μειώσει την τιμή του ομολόγου, καθώς ο κίνδυνος πιθανής αθέτησης που θα γίνει αντιληπτός από την αγορά θα είναι σημαντικά υψηλότερος.

6. Αποτελέσματα

Όπως έχει ήδη αναλυθεί στο θεωρητικό κομμάτι της διατριβής παρακάτω παρατίθενται τα αποτελέσματα της μελέτης μέσω της ανάλυσης αριθμοδεικτών. Για την καλύτερη κατανόηση των αποτελεσμάτων έχει επιλεγεί η διαγραμματική απεικόνιση τους, σε μορφή πινάκων και διαγραμμάτων, με σκοπό να γίνει καλύτερα αντιληπτή η σύγκριση των δεδομένων ανάμεσα στις επιλεγμένες εταιρείες της μελέτης.

6.1 Ρευστότητα

Εξετάζοντας τους μέσους δείκτες ρευστότητας για την περίοδο 2010-2019 (Πίνακας 6-1), παρατηρείται ότι, με εξαίρεση τη ΜΕΒΓΑΛ (0,83), οι υπόλοιπες εταιρείες έχουν δείκτη γενικής ρευστότητας υψηλότερο της μονάδας.

Ο χαμηλότερος δείκτης της ΜΕΒΓΑΛ οφείλεται στο γεγονός ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό μειώθηκε κατά 58,8%, από 101.157,00 ευρώ σε 41.701,00 ευρώ ενώ οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μειώθηκαν κατά 72,9%, από 117.737,00 ευρώ σε 31.891,00 ευρώ. Η μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού οφείλεται στη σημαντική μείωση των απαιτήσεων από πελάτες κατά 58,2%, από 74.588,00 ευρώ σε 31.163,00 ευρώ. Εντούτοις, δεν τίθεται λόγος ανησυχίας για την ρευστότητα της εταιρείας.

Χαμηλό μέσο δείκτη ρευστότητας έχει και η Καραμολέγκος, εντούτοις ελαφρώς υψηλότερο της μονάδας (1,05). Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας αυξήθηκαν κατά 48,3%, από 35.616,18 ευρώ σε 52.830,49 ευρώ με αποτέλεσμα να ξεπερνούν την αντίστοιχη αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά 32,3%, από 35.934,80 ευρώ σε 47.554,92 ευρώ.

Σημαντικά υψηλό μέσο δείκτη γενικής ρευστότητας έχει το Κτήμα Λαζαρίδη (4,12) καθώς αύξησε το κυκλοφορούν ενεργητικό κατά 15,5%, από 11.392,11 ευρώ σε 13.162,83 ευρώ λόγω της σημαντικής αύξησης στα ταμειακά διαθέσιμα, από

1.650,90 ευρώ σε 4.594,59 ευρώ (+178,3%) και στις απαιτήσεις από πελάτες, από 2.332,80 ευρώ σε 3.110,13 ευρώ (+33,3%).

Υψηλό μέσο δείκτη ρευστότητας έχει και η ΚΡΙ ΚΡΙ (2,51) λόγω της σημαντικής αύξησης στα ταμειακά διαθέσιμα, από 2.291,98 ευρώ σε 10.916,74 ευρώ (+376,3%) και στις απαιτήσεις από πελάτες, από 15.276,76 ευρώ σε 26.244,96 ευρώ. Οι αυξήσεις αυτές οδήγησαν σε αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά 123,3%, από 21.850,50 ευρώ σε 48.786,68 ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

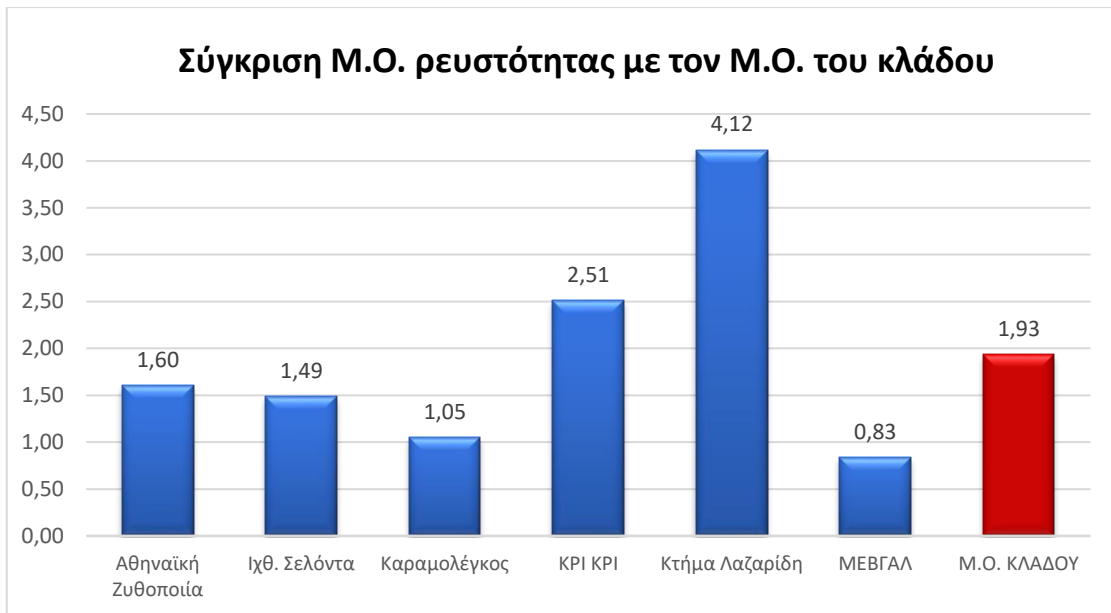
Τέλος, οι Αθηναϊκή Ζυθοποιία και Ιχθυοτροφεία Σελόντα έχουν μέσους δείκτες ρευστότητας υψηλότερους της μονάδας, 1,60 και 1,49 αντίστοιχα, λόγω της μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 48,2% και 16,0%, αντίστοιχα.

Πίνακας 6-1 Μέσος δείκτης ρευστότητας (2009-2019)

	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	M.O.
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	1,44	1,44	1,48	1,36	1,21	2,08	1,84	1,67	1,73	1,79	1,60
Σελόντα	1,74	1,30	1,94	1,58	1,67	1,69	0,75	1,13	1,24	1,82	1,49
Καραμολέγκος	0,90	0,96	1,78	0,93	0,98	0,92	0,95	1,04	1,05	1,01	1,05
ΚΡΙ ΚΡΙ	2,37	2,85	2,31	2,76	1,79	1,50	3,00	3,59	2,66	2,31	2,51
Κτήμα Λαζαρίδη	3,72	3,25	2,27	3,50	2,89	2,95	4,23	7,17	7,62	3,56	4,12
ΜΕΒΓΑΛ	1,31	1,26	1,16	0,49	0,43	0,61	0,64	0,79	0,82	0,86	0,83

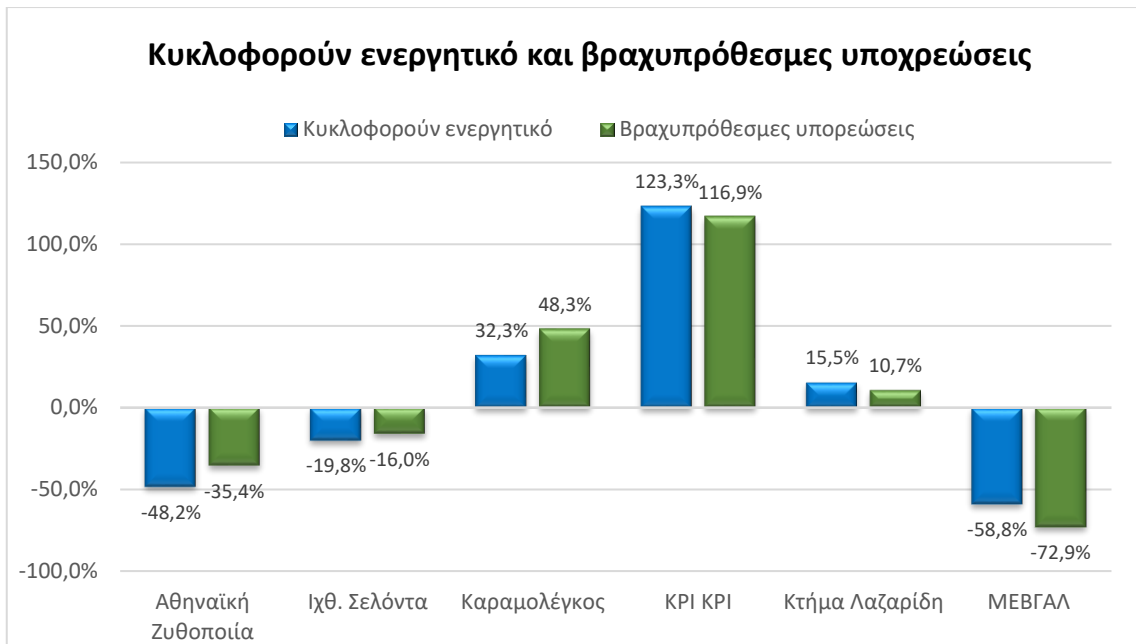
Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις και ίδια επεξεργασία

Σύμφωνα με τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών, ο μέσος όρος γενικής ρευστότητας του κλάδου υπολογίζεται σε 1,93. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6-1, οι ΚΡΙ ΚΡΙ και Κτήμα Λαζαρίδη έχουν μέσους δείκτες γενικής ρευστότητας σημαντικά υψηλότερους του μέσου όρου, 4,12 και 2,51, αντίστοιχα. Αντιθέτως, οι υπόλοιπες εταιρείες υπολείπονται του μέσου όρου του κλάδου σημαντικά (ΜΕΒΓΑΛ, Καραμολέγκος) ή ελαφρώς (Αθηναϊκή Ζυθοποιία, Ιχθυοτροφεία Σελόντα).



Διάγραμμα 6-1 Σύγκριση Μ.Ο. ρευστότητας ανά εταιρεία με τον Μ.Ο. του κλάδου

Στο Διάγραμμα 6-2 αποτυπώνεται η σχέση μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ανά εξεταζόμενη εταιρεία. Όπως διαπιστώνεται η σχέση είναι ευθεία καθώς τα μεγέθη αυξάνονται ή μειώνονται ταυτόχρονα. Οι εταιρείες που αύξησαν το κυκλοφορούν ενεργητικό έχουν και υψηλούς δείκτες γενικής ρευστότητας παρά την αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Αντιστρόφως, οι εταιρείες που μείωσαν το κυκλοφορούν ενεργητικό έχουν χαμηλότερους δείκτες γενικής ρευστότητας παρά την μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.



Διάγραμμα 6-2 Κυκλοφορούν ενεργητικό και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

6.2 Αποδοτικότητα

Εξετάζοντας τους μέσους δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) για την περίοδο 2010-2019 (Πίνακας 6-2), παρατηρούνται μικτά αποτελέσματα. Σημαντικά υψηλό μέσο δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων έχει η ΜΕΒΓΑΛ (91,97%), καθώς η εταιρεία επανήλθε στην κερδοφορία από το 2015 και μετά, βελτιώνοντας τα καθαρά κέρδη της κατά 125,3%, από -8.042,00 ευρώ σε 2.037,00 ευρώ. Από την άλλη πλευρά, η μείωση των ιδίων κεφαλαίων κατά 92,4%, από 43.458,00 ευρώ σε 3.321,00 ευρώ συνέβαλε στην παραγωγή του υψηλού μέσου δείκτη ROE κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Σημαντικά χαμηλό μέσο δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων έχουν τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα (-100,18%) λόγω της δραματικής επιδείνωσης των καθαρών ζημιών από -1.735,35 ευρώ το 2010 σε -41.956,17 ευρώ το 2019. Η επιδείνωση των ζημιών της εταιρείας είναι αποτέλεσμα της αύξησης του κόστους πωληθέντων κατά 68,4%, από 64.757,34 ευρώ σε 109,091,89 ευρώ, η οποία υπερκέρασε την αύξηση των πωλήσεων κατά 7,3%, από 118.990,21 ευρώ σε 127.649,61 ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 6-2 Μέσος δείκτης ROE (2009-2019)

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	17,84%	9,61%	10,39%	8,26%	-21,27%	6,44%
Σελόντα	-659,47%	-133,90%	138,29%	30,55%	-351,05%	3,26%
Καραμολέγκος	-0,70%	-3,34%	-7,25%	-13,27%	-1,96%	2,57%
ΚΡΙ ΚΡΙ	22,71%	18,13%	14,82%	13,80%	9,39%	9,14%
Κτήμα Λαζαρίδη	7,47%	7,51%	1,68%	-0,67%	-5,43%	-7,37%
ΜΕΒΓΑΛ	61,34%	56,40%	1415,00%	-62,01%	-126,16%	-204,01%
	2013	2012	2011	2010	Μ.Ο.	
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	-7,70%	16,17%	28,77%	14,95%	8,35%	
Σελόντα	153,69%	-50,99%	-130,18%	-1,97%	-100,18%	
Καραμολέγκος	-1,55%	5,14%	6,70%	3,84%	-0,98%	
ΚΡΙ ΚΡΙ	14,42%	16,45%	6,99%	9,91%	13,58%	
Κτήμα Λαζαρίδη	-3,77%	-3,55%	-2,49%	0,55%	-0,61%	
ΜΕΒΓΑΛ	-147,24%	-32,15%	-23,01%	-18,51%	91,97%	

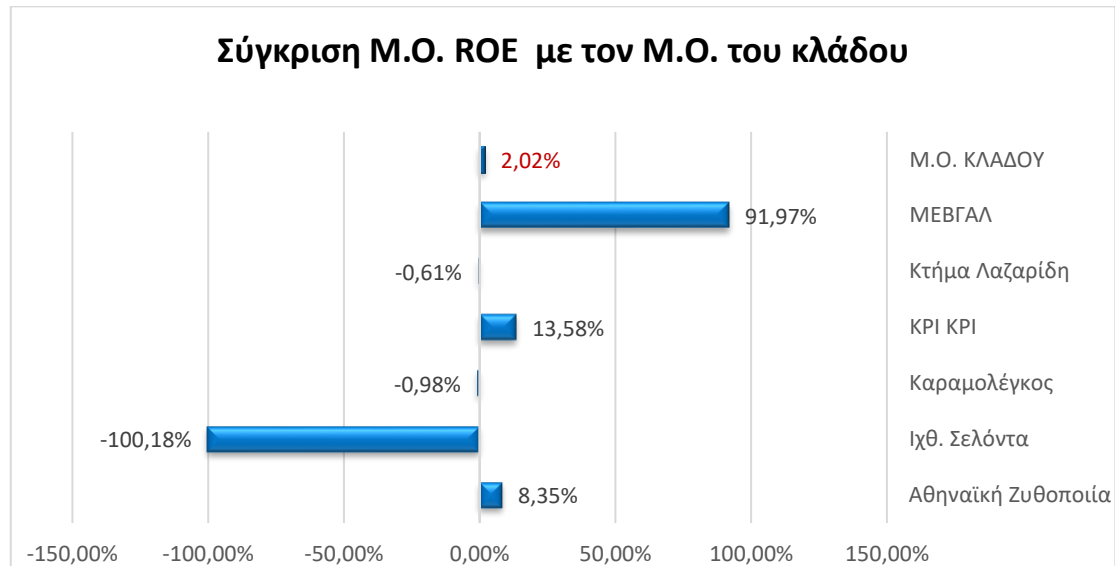
Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις και ίδια επεξεργασία

Αρνητικός μέσος δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παρατηρείται και στις Καραμολέγκος και Κτήμα Λαζαρίδη, -0,98% και -0,61%, αντίστοιχα. Ωστόσο, ο Καραμολέγκος υπέστη σημαντική μείωση στα καθαρά κέρδη κατά 113,4%, από 1.342,17 ευρώ σε -179,97 ευρώ, ενώ το Κτήμα Λαζαρίδη αύξησε σημαντικά τα καθαρά κέρδη, από 153,30 ευρώ σε 1.945,07 ευρώ την περίοδο 2010-2019. Επομένως, οι αρνητικοί δείκτες ROE καθορίστηκαν από τις μεταβολές στα ίδια κεφάλαια, -26,5% στον Καραμολέγκο, από 34.924,03 ευρώ σε 25.665,55 ευρώ, και -5,8% στο Κτήμα Λαζαρίδη, από 27.650,84 ευρώ σε 26.053,96 ευρώ.

Τέλος, οι Αθηναϊκή Ζυθοποιία και ΚΡΙ ΚΡΙ έχουν μέσους δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων θετικούς, 8,35% και 13,58% αντίστοιχα. Ωστόσο, η ΚΡΙ ΚΡΙ αύξησε τα καθαρά κέρδη κατά 495,5%, από 2.683,72 ευρώ σε 15.015,18 ευρώ και τα ίδια κεφάλαια κατά 144,1%, από 27.077,27 ευρώ σε 66.106,42 ευρώ. Αντιθέτως, η Αθηναϊκή Ζυθοποιία υπέστη μείωση των καθαρών κερδών κατά 17,3%, από 29.791,72 ευρώ σε 24.632,59 ευρώ και των ιδίων κεφαλαίων κατά 30,7%, από 199.271,93 ευρώ σε 138.040,90 ευρώ την περίοδο 2010-2019.

Με βάση τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών, ο μέσος όρος αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων του κλάδου υπολογίζεται σε 2,02%. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6-3, η ΜΕΒΓΑΛ έχει

σημαντικά υψηλότερο μέσο δείκτη ROE του μέσου όρου, 91,97% και ακολουθούν η ΚΡΙ ΚΡΙ με 13,58% και η Αθηναϊκή Ζυθοποιία, με 8,35%. Αντιθέτως, το Κτήμα Λαζαρίδη και η Καραμολέγκος υπολείπονται σημαντικά του μέσου όρου του κλάδου με μέσο δείκτη ROE -0,61% και -0,98%, αντίστοιχα.



Διάγραμμα 6-3 Σύγκριση Μ.Ο. ROE ανά εταιρεία με τον Μ.Ο. του κλάδου

Εξετάζοντας τους μέσους δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους για την περίοδο 2010-2019 (Πίνακας 6-3), παρατηρείται ότι τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα έχουν τον χαμηλότερο δείκτη λόγω των ζημιών που υπέστησαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο, από -1.753,35 ευρώ σε -41.956,17 ευρώ.

Αρνητικό μέσο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους έχει και το Κτήμα Λαζαρίδη (-5,14%). Η εταιρεία αύξησε τα καθαρά κέρδη της από 153,30 ευρώ σε 1.945,07 ευρώ και τις πωλήσεις κατά 98,3%, από 6.644,96 ευρώ σε 13.176,20 ευρώ. Ωστόσο, τα έτη 2011 έως και 2016 παρουσίασε ζημίες με αποτέλεσμα ο μέσος δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους να είναι αρνητικός για το σύνολο της περιόδου.

Παρόμοια αποτελέσματα εμφανίζει και η ΜΕΒΓΑΛ με μέσο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους -4,07%. Η εταιρεία αύξησε τα καθαρά κέρδη της κατά 125,3%, από -8.042,00 ευρώ το 2010 σε 2.037,00 ευρώ το 2019 και τις πωλήσεις κατά 38,3%, από 184.172,00 ευρώ σε 113.667,00 ευρώ. Ωστόσο, οι ζημίες που παρουσίασε από

το 2010 έως και το 2015 παρήγαγαν έναν αρνητικό μέσο δείκτη καθαρού περιθωρίου για το σύνολο της περιόδου που εξετάζεται.

Οριακά αρνητικό μέσο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους έχει και ο Καραμολέγκος (-0,34%) λόγω της μείωσης των καθαρών κερδών κατά 113,4%, από 1.342,17 ευρώ σε -179,97 ευρώ.

Αντιθέτως, υψηλό μέσο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους εμφανίζει η ΚΡΙ ΚΡΙ (7,95%) καθώς η εταιρεία αύξησε τα καθαρά κέρδη κατά 459,5%, από 2.683,72 ευρώ σε 15.015,18 ευρώ και τις πωλήσεις κατά 139,2%, από 47.195,97 ευρώ σε 122.902,96 ευρώ.

Ομοίως, και η Αθηναϊκή Ζυθοποιία έχει θετικό μέσο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους (3,65%) παρά τη μείωση των καθαρών κερδών κατά 17,3%, από 29.791,72 ευρώ σε 24.632,59 ευρώ και τη μείωση των πωλήσεων κατά 24,1%, από 440.794,38 ευρώ σε 334.514,96 ευρώ. Επομένως, η αύξηση του δείκτη είναι τεχνική λόγω της μεγαλύτερης μείωσης των πωλήσεων σε σχέση με τα καθαρά κέρδη κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

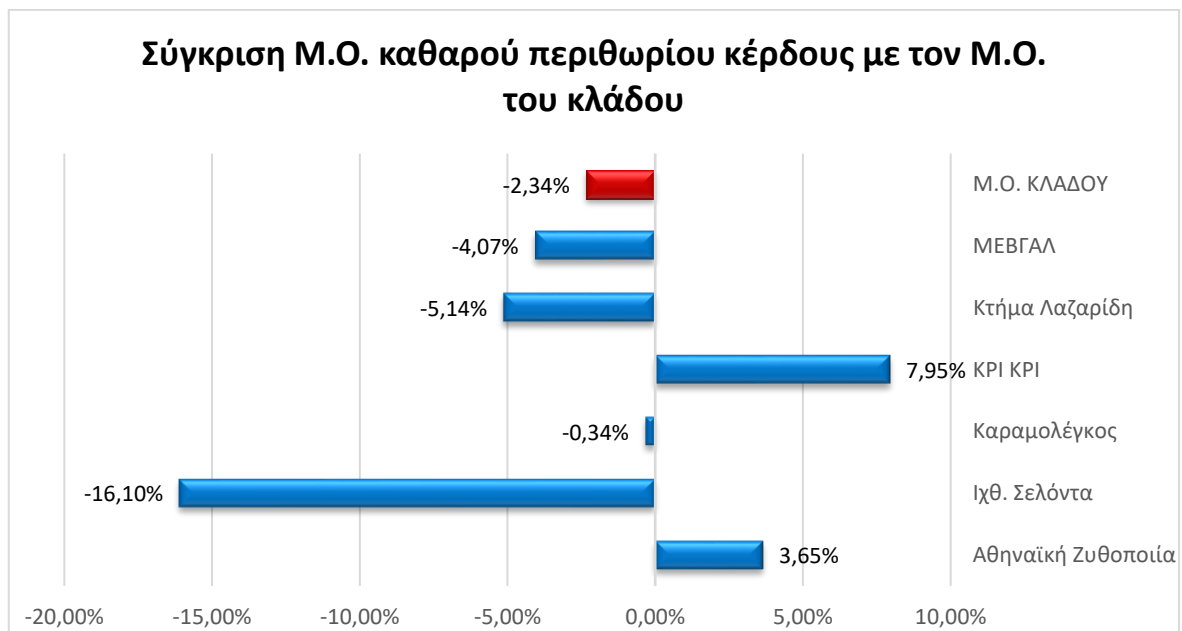
Πίνακας 6-3 Μέσο καθαρό περιθώριο κέρδους (2009-2019)

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	64,81%	63,70%	65,85%	71,63%	77,16%	81,55%
Σελόντα	14,55%	29,59%	44,05%	42,63%	40,27%	44,52%
Καραμολέγκος	41,28%	38,03%	38,95%	41,45%	40,98%	43,19%
ΚΡΙ ΚΡΙ	34,63%	38,91%	35,86%	38,67%	66,59%	78,19%
Κτήμα Λαζαρίδη	41,27%	0,00%	39,02%	31,95%	27,71%	23,86%
ΜΕΒΓΑΛ	23,49%	26,86%	26,02%	29,16%	24,72%	21,69%
	2013	2012	2011	2010	Μ.Ο.	
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	82,53%	82,35%	84,43%	84,89%	75,89%	
Σελόντα	36,94%	30,45%	48,56%	45,58%	37,72%	
Καραμολέγκος	44,23%	46,32%	45,77%	46,51%	42,67%	
ΚΡΙ ΚΡΙ	67,56%	62,88%	62,65%	61,50%	54,74%	
Κτήμα Λαζαρίδη	34,03%	36,08%	34,47%	46,12%	31,45%	
ΜΕΒΓΑΛ	19,63%	26,17%	23,52%	26,03%	24,73%	

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις και ίδια επεξεργασία

Με βάση τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών, ο μέσος δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους του κλάδου υπολογίζεται σε -2,34%. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6-4, η ΚΡΙ ΚΡΙ έχει σημαντικά

υψηλότερο δείκτη από τον κλάδο (7,95%) και ακολουθεί η Αθηναϊκή Ζυθοποιία με 3,65% και η Καραμολέγκος με -0,34%. Αντιθέτως, τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα υπολείπονται σημαντικά του μέσου όρου του κλάδου με μέσο δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους -16,10% και ακολουθούν η ΜΕΒΓΑΛ (-4,07%) και το Κτήμα Λαζαρίδη (-5,14%)



Διάγραμμα 6-4 Μέσο καθαρό περιθώριο κέρδους και Μ.Ο. κλάδου

Τέλος, αναφορικά με τις πωλήσεις παρατηρείται ότι ο μέσος όρος του κλάδου για την εξεταζόμενη περίοδο είναι 128.996,14 ευρώ. Χαμηλότερο μέσο όρο πωλήσεων έχουν ο Καραμολέγκος με 77.151,94 ευρώ, η ΚΡΙ ΚΡΙ με 71.958,52, και το Κτήμα Λαζαρίδη με 8.046,56 ευρώ. Αντιθέτως, η ΜΕΒΓΑΛ και τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα έχουν ελαφρώς υψηλότερο μέσο όρο με 136.602,30 ευρώ και 138.855,59 ευρώ, αντίστοιχα. Τέλος, η Αθηναϊκή Ζυθοποιία έχει μέσο όρο πωλήσεων 341.361,94 κατά την εξεταζόμενη περίοδο, πολύ υψηλότερο του μέσου όρου και όλων των συγκρινόμενων επιχειρήσεων (Διάγραμμα 6-5).



Διάγραμμα 6-5 Σύγκριση Μ.Ο. πωλήσεων και Μ.Ο. κλάδου

6.3 Κεφαλαιακή διάρθρωση

Εξετάζοντας τους μέσους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης για την περίοδο 2010-2019 (Πίνακας 6-4) παρατηρείται ότι όλες οι επιχειρήσεις έχουν μέτριους προς χαμηλούς δείκτες.

Ο υψηλότερος μέσος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης παρατηρείται στα Ιχθυοτροφεία Σελόντα (59,13%) και ακολουθεί η ΜΕΒΓΑΛ (55,24%). Και οι δύο εταιρείες μείωσαν το σύνολο των δανείων τους κατά 2,8% και 27,5%, αντίστοιχα, καθώς και το σύνολο του ενεργητικού κατά 19,7% και 50,2%, αντίστοιχα.

Ο Καραμολέγκος έχει μέσο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης 39,57% με αύξηση του συνόλου των δανείων του κατά 34,4%, από 40.735,00 ευρώ το 2010 σε 54.748,52 ευρώ το 2019 και αύξηση του συνόλου ενεργητικού κατά 28,4%, από 100.508,54 ευρώ σε 129.023,91 ευρώ.

Ακολουθεί το Κτήμα Λαζαρίδη με μέσο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης 23,38% ως αποτέλεσμα της αύξησης του συνόλου των δανείων κατά 29,7%, από 8.791,01 ευρώ

σε 11.403,00 ευρώ και του συνόλου ενεργητικού κατά 4,5%, από 40.957,43 ευρώ σε 42.793,54 ευρώ.

Ο χαμηλότερος μέσος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης παρατηρείται στην ΚΡΙ ΚΡΙ (10,38%) ως αποτέλεσμα της αύξησης του συνόλου των δανείων κατά 563,5%, από 1.842,03 ευρώ σε 12.222,57 ευρώ και του συνόλου ενεργητικού κατά 144,3%, από 43.933,17 ευρώ σε 107.338,58 ευρώ.

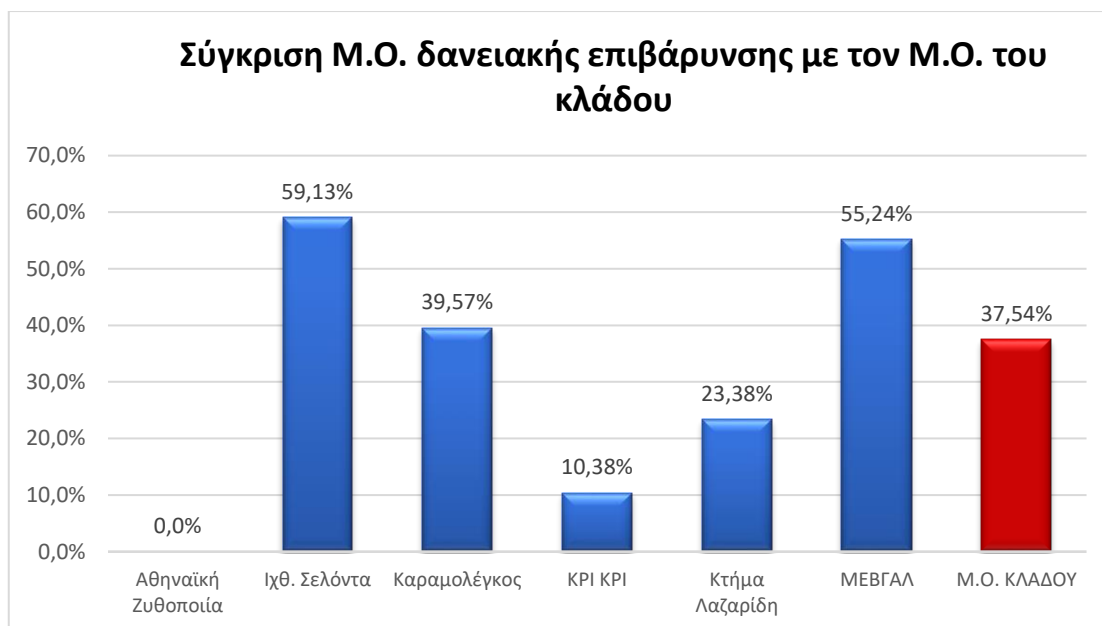
Τέλος, η Αθηναϊκή Ζυθοποιία δεν έχει καθόλου δανεισμό κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 6-4 Μέση δανειακή επιβάρυνση (2009-2019)

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Σελόντα	65,85%	61,20%	60,34%	49,10%	54,47%	58,37%
Καραμολέγκος	42,43%	47,39%	46,62%	36,89%	37,72%	32,99%
ΚΡΙ ΚΡΙ	11,39%	10,22%	12,62%	11,88%	16,04%	10,74%
Κτήμα Λαζαρίδη	26,65%	20,09%	22,83%	23,96%	25,45%	24,79%
ΜΕΒΓΑΛ	60,61%	65,65%	65,16%	64,18%	68,69%	53,37%
	2013	2012	2011	2010	M.O.	
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Σελόντα	72,40%	55,94%	59,26%	54,39%	59,13%	
Καραμολέγκος	34,38%	36,72%	40,02%	40,53%	39,57%	
ΚΡΙ ΚΡΙ	11,49%	6,07%	9,13%	4,19%	10,38%	
Κτήμα Λαζαρίδη	23,58%	22,84%	22,12%	21,46%	23,38%	
ΜΕΒΓΑΛ	49,10%	40,22%	43,78%	41,64%	55,24%	

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις και ίδια επεξεργασία

Σύμφωνα με τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών, ο μέσος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης του κλάδου υπολογίζεται σε 37,54%. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6-6, ο υψηλότερος μέσος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι των Ιχθυοτροφείων Σελόντα (59,13%) και ακολουθούν η ΜΕΒΓΑΛ (55,24%) και ο Καραμολέγκος (39,57%). Αντιθέτως, χαμηλότερο μέσο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης από τον μέσο όρο του κλάδου έχουν το Κτήμα Λαζαρίδη (23,38%) και η ΚΡΙ ΚΡΙ (10,38%), ενώ η Αθηναϊκή Ζυθοποιία έχει μηδενικό δείκτη.



Διάγραμμα 6-6 Μέση δανειακή επιβάρυνση ανά εταιρεία & Μ.Ο. κλάδου

Εξετάζοντας τους μέσους δείκτες υπερχρέωσης για την περίοδο 2010-2019 (Πίνακας 6-5) παρατηρούνται μικτά αποτελέσματα.

Πρωτίστως, πρέπει να σημειωθεί ότι τα μεγέθη που παρουσιάζονται με κόκκινο χρώμα στον Πίνακα 6-5 δεν έχουν συμπεριληφθεί στον υπολογισμό του μέσου όρου της εκάστοτε εταιρείας και του κλάδου καθώς αυτό θα αλλοίωνε τη συγκρισιμότητα των εξεταζόμενων επιχειρήσεων στην συγκεκριμένη φάση. Ωστόσο, ακολούθως, στην εξέταση της εξέλιξης του δανεισμού των εταιρειών και προκειμένου να απαντηθούν τα ερευνητικά ερωτήματα, συμπεριλαμβάνονται όλα τα μεγέθη ως έχουν.

Με δεδομένη την παραπάνω παραδοχή μη συμπερίληψης των ακραίων μεγεθών στον υπολογισμό του μέσου όρου του κλάδου, ο υψηλότερος μέσος δείκτης υπερχρέωσης παρατηρείται στα Ιχθυοτροφεία Σελόντα (242,89%) λόγω της αύξησης του συνόλου των υποχρεώσεων κατά 9,9%, από 261.619,75 ευρώ το 2010 σε 287.589,59 ευρώ το 2019 και της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων κατά 107,2%, από 88.797,01 ευρώ σε -6.362,11 ευρώ.

Ο Καραμολέγκος έχει μέσο δείκτη υπερχρέωσης 233,50% λόγω της αύξησης των υποχρεώσεων κατά 57,6%, από 65.584,52 ευρώ σε 103.358,36 ευρώ και της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων κατά 26,5%, από 34.924,03 ευρώ σε 25.655,55 ευρώ.

Μέσο δείκτη υπερχρέωσης υψηλότερο του 100,0% έχει και η ΜΕΒΓΑΛ (117,39%) παρά τη μείωση των υποχρεώσεων κατά 36,6%, από 134.529,00 ευρώ σε 85.305,00 ευρώ. Ο υψηλός μέσος δείκτης υπερχρέωσης οφείλεται κυρίως στη μείωση των ιδίων κεφαλαίων κατά 92,4%, από 43.458,00 ευρώ το 2010 σε 3.321,00 το 2019.

Μέσο δείκτη υπερχρέωσης χαμηλότερο του 100,0% έχει η Αθηναϊκή Ζυθοποιία (87,92%) καθώς η εταιρεία μείωσε το σύνολο των υποχρεώσεων κατά 42,1%, από 374.168,82 ευρώ σε 216.785,65 ευρώ, μείωση υψηλότερη της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων κατά 24,1%.

Η ΚΡΙ ΚΡΙ έχει μέσο δείκτη υπερχρέωσης 65,43% παρά το γεγονός ότι οι υποχρεώσεις αυξήθηκαν κατά 144,6%, από 16.855,98 ευρώ σε 41.232,16 ευρώ. Εντούτοις, ο μέσος δείκτης διατηρείται σε πολύ καλά επίπεδα λόγω της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων κατά 144,1%, από 27.077,27 ευρώ σε 66.106,42 ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

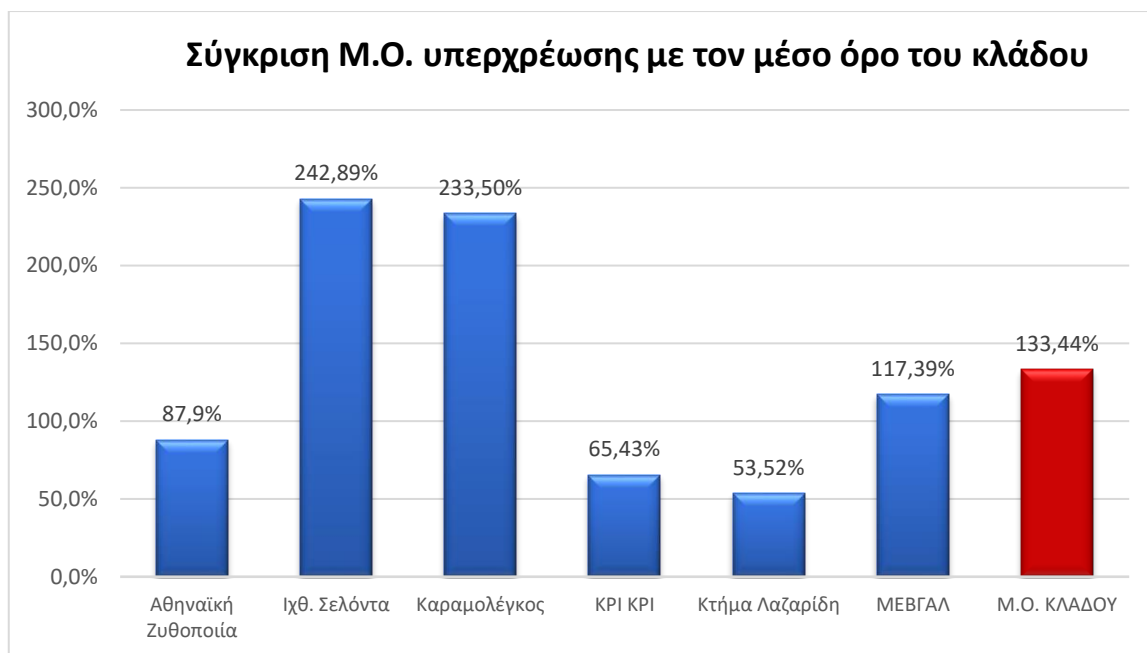
Τέλος, το Κτήμα Λαζαρίδη αύξησε τις υποχρεώσεις του κατά 25,8%, από 13.306,59 ευρώ σε 16.739,59 ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο και μείωσε ελαφρώς τα ίδια κεφάλαια κατά 5,8%, από 27.650,84 ευρώ σε 26.053,96 ευρώ. Εντούτοις, ο μέσος δείκτης υπερχρέωσης βρίσκεται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα (53,52%).

Πίνακας 6-5 Μέσος δείκτης υπερχρέωσης (2009-2019)

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	68,93%	78,53%	80,86%	99,46%	124,79%	70,30%
Σελόντα	-4520,35%	-1160,89%	8063,10%	3388,38%	5643,89%	709,45%
Καραμολέγκος	402,71%	392,28%	217,84%	211,47%	198,24%	174,02%
ΚΡΙ ΚΡΙ	62,37%	61,22%	66,46%	68,88%	70,28%	79,20%
Κτήμα Λαζαρίδη	64,25%	48,37%	56,10%	58,28%	59,93%	56,77%
ΜΕΒΓΑΛ	2568,65%	6548,68%	68185,00%	-6291,01%	-842,45%	3620,05%
	2013	2012	2011	2010	M.O.	
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	86,81%	93,99%	91,52%	84,03%	87,92%	
Σελόντα	-649,52%	1046,92%	617,00%	294,63%	242,89%	
Καραμολέγκος	190,41%	171,12%	189,11%	187,79%	233,50%	
ΚΡΙ ΚΡΙ	71,28%	49,12%	63,23%	62,25%	65,43%	
Κτήμα Λαζαρίδη	48,46%	47,72%	47,16%	48,12%	53,52%	
ΜΕΒΓΑΛ	1175,43%	586,38%	416,06%	309,56%	117,39%	

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις και ίδια επεξεργασία

Με βάση τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών και την παραδοχή μη συμπερίληψης των ακραίων μεγεθών, ο μέσος δείκτης υπερχρέωσης του κλάδου υπολογίζεται σε 133,44%. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6-7, ο υψηλότερος μέσος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι στα Ιχθυοτροφεία Σελόντα (242,89%) και ακολουθεί ο Καραμολέγκος (233,50%). Αντιθέτως, χαμηλότερο μέσο δείκτη υπερχρέωσης από τον μέσο όρο του κλάδου έχουν η ΜΕΒΓΑΛ (117,39%), η Αθηναϊκή Ζυθοποιία (87,92%), η ΚΡΙ ΚΡΙ (65,43%), και το Κτήμα Λαζαρίδη (53,52%).



Διάγραμμα 6-7 Μ.Ο. υπερχρέωσης ανά εταιρεία με τον Μ.Ο. του κλάδου

Αναφορικά με τους μέσους δείκτες χρέους προς ίδια κεφάλαια για την περίοδο 2010-2019 (Πίνακας 6-6) παρατηρούνται μικτά αποτελέσματα.

Πρωτίστως, πρέπει να σημειωθεί ότι τα μεγέθη που παρουσιάζονται με κόκκινο χρώμα στον Πίνακα 6-6 δεν έχουν συμπεριληφθεί στον υπολογισμό του μέσου όρου της εκάστοτε εταιρείας και του κλάδου καθώς αυτό θα αλλοίωνε τη συγκρισιμότητα των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Ωστόσο, ακολούθως, στην εξέταση της εξέλιξης του δανεισμού των εταιρειών και προκειμένου να απαντηθούν τα ερευνητικά ερωτήματα, συμπεριλαμβάνονται όλα τα μεγέθη ως έχουν.

Με δεδομένη την παραδοχή μη συμπερίληψης των ακραίων μεγεθών στον υπολογισμό του μέσου όρου του κλάδου, ο υψηλότερος μέσος δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια παρατηρείται στα Ιχθυοτροφεία Σελόντα (271,13%) λόγω της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων κατά 107,2%, από 88.797,01 ευρώ σε -6.362,11 ευρώ κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Δείκτες υψηλότερους του 100,0% έχουν επίσης η ΜΕΒΓΑΛ (157,75%) και ο Καραμολέγκος (134,43%) καθώς και οι δύο εταιρείες μείωσαν τα ίδια κεφάλαια κατά 92,4% και 26,5%, αντίστοιχα.

Αντιθέτως, μέσο δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια πολύ χαμηλότερο του 100,00% παρουσιάζουν το Κτήμα Λαζαρίδη (35,98%) και η ΚΡΙ ΚΡΙ (17,30%). Ωστόσο, μόνο η ΚΡΙ ΚΡΙ αύξησε τα ίδια κεφάλαια κατά 144,1%, ενώ στο Κτήμα Λαζαρίδη μειώθηκαν κατά 5,8%.

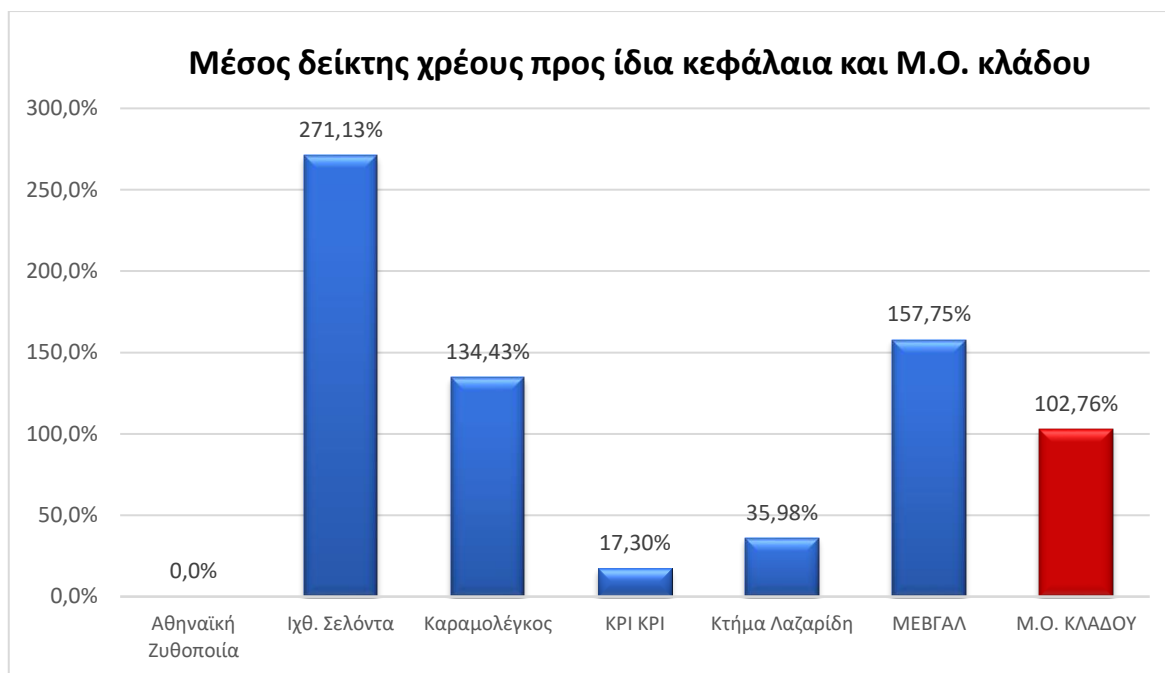
Τέλος, η Αθηναϊκή Ζυθοποιία δεν έχει δανεισμό κατά την περίοδο 2010-2019.

Πίνακας 6-6 Μέσος δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια (2009-2019)

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Σελόντα	-2910,77%	-649,29%	4925,73%	1712,97%	3128,77%	472,44%
Καραμολέγκος	213,32%	233,27%	148,17%	114,91%	112,49%	90,41%
ΚΡΙ ΚΡΙ	18,49%	16,48%	21,01%	20,06%	27,31%	19,24%
Κτήμα Λαζαρίδη	43,77%	29,81%	35,64%	37,92%	40,70%	38,86%
ΜΕΒΓΑΛ	1617,37%	4365,03%	44497,14%	-3973,34%	-510,01%	1985,38%
	2013	2012	2011	2010	M.O.	
Αθηναϊκή Ζυθοποιία	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Σελόντα	-397,87%	641,57%	424,86%	214,62%	271,13%	
Καραμολέγκος	99,86%	99,56%	115,70%	116,64%	134,43%	
ΚΡΙ ΚΡΙ	19,68%	9,06%	14,90%	6,80%	17,30%	
Κτήμα Λαζαρίδη	35,00%	33,74%	32,56%	31,79%	35,98%	
ΜΕΒΓΑΛ	626,22%	276,10%	225,91%	170,53%	157,75%	

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις και ίδια επεξεργασία

Σύμφωνα με τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών και την παραδοχή μη συμπερίληψης των ακραίων μεγεθών, ο μέσος δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια του κλάδου υπολογίζεται σε 102,76%. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6-8, ο υψηλότερος μέσος δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια παρατηρείται στα Ιχθυοτροφεία Σελόντα (271,13%) και ακολουθούν η ΜΕΒΓΑΛ (157,75%) και ο Καραμολέγκος (134,43%). Αντιθέτως, χαμηλότερο μέσο δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια από τον μέσο όρο του κλάδου έχουν το Κτήμα Λαζαρίδη (35,98%) και η ΚΡΙ ΚΡΙ (17,30%), ενώ η Αθηναϊκή Ζυθοποιία έχει μηδενικό δείκτη.



Διάγραμμα 6-8 Μέσος δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια και Μ.Ο. κλάδου

Στο σημείο αυτό, είναι σκόπιμο να εξεταστεί η εξέλιξη του δανεισμού σε κάθε εταιρεία και η ετήσια μεταβολή των δανείων προκειμένου να διαπιστωθεί εάν οι επιχειρήσεις του κλάδου τροφίμων και ποτών μετέβαλλαν τη ζήτηση πιστώσεων κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 6-7, ο υψηλότερος μέσος όρος δανεισμού ανήκει στα Ιχθυοτροφεία Σελόντα, 155.662,33 ευρώ, και ακολουθούν η ΜΕΒΓΑΛ με 67.055,50 ευρώ, ο Καραμολέγκος με 44.979,90 ευρώ, το Κτήμα Λαζαρίδη με 8.811,75 ευρώ, και η ΚΡΙ ΚΡΙ με 7.569,89 ευρώ. Σημειώνεται ότι έχει εξαιρεθεί η Αθηναϊκή Ζυθοποιία καθώς δεν έχει δανεισμό. Εξετάζοντας τις ετήσιες μεταβολές ανά εταιρεία, η μεγαλύτερη μεταβλητότητα δανεισμού παρατηρείται στη ΜΕΒΓΑΛ, η οποία αύξησε τα δάνειά της κατά 7,72% το 2011, τα επόμενα δύο έτη τα μείωσε κατά 8,78% και 8,07%, αντίστοιχα, ακολούθησε αύξηση 2,04% το 2014 και 2,94% το 2015, ενώ από το 2016 έως το 2019, η εταιρεία μειώνει σταθερά το δανεισμό της.

Μεταβλητότητα παρατηρείται και στα Ιχθυοτροφεία Σελόντα. Η εταιρεία μείωσε σημαντικά το δανεισμό της κατά 14,91% το 2011, ακολούθησε μία μικρή αύξηση 1,24%, ενώ τα επόμενα τρία έτη έως το 2015 ο δανεισμός μειώθηκε σημαντικά.

Ωστόσο τα έτη 2016, 2017 και 2019, η Σελόντα αύξησε πολύ τα δάνειά της με μια ενδιάμεση μείωση το 2018.

Μεταβλητότητα εμφανίζει και ο Καραμολέγκος κυρίως τα πρώτα χρόνια της κρίσης με μείωση των δανείων του από το 2012 έως το 2014 και εν συνεχεία το 2016 και το 2019. Ωστόσο, το 2015, το 2017, και το 2018, η αύξηση των δανείων ήταν περίπου στο 23,0% κατά μέσο όρο.

Το Κτήμα Λαζαρίδη φαίνεται να έχει μεταβλητότητα στον δανεισμό αλλά με εξαίρεση το 2019 όπου η μεταβολή είναι πολύ μεγάλη (58,62%), τα υπόλοιπα έτη έχει χαμηλές μεταβολές στα δάνεια του με μείωση από το 2015 έως το 2018.

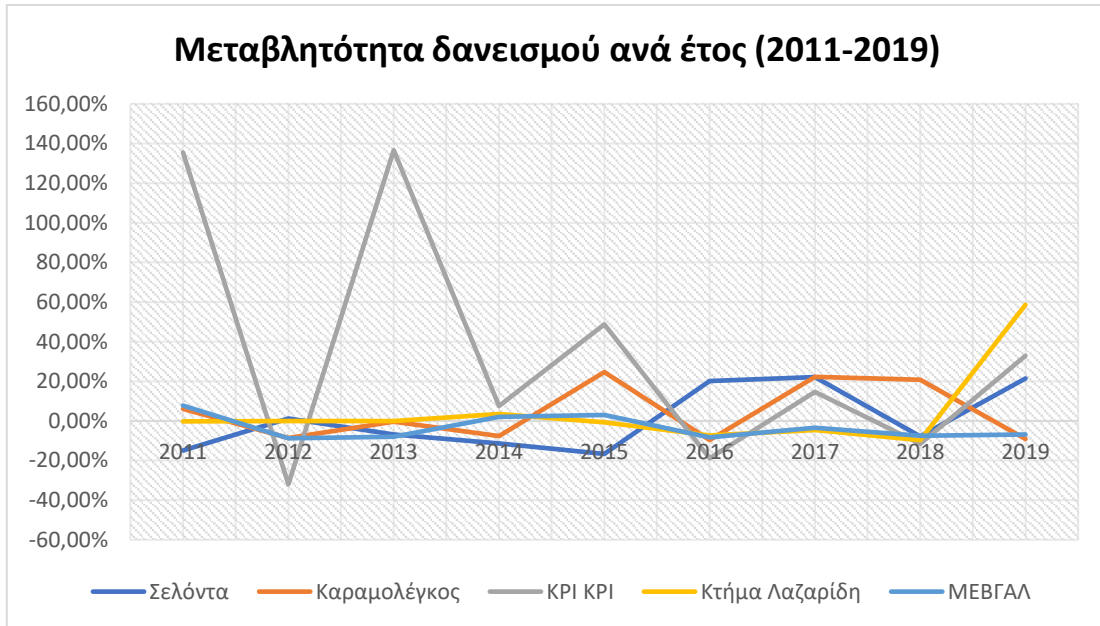
Τέλος, η ΚΡΙ ΚΡΙ έχει υψηλή μεταβλητότητα από έτος σε έτος και πολύ υψηλά ποσοστά το 2011 (+135,54%), το 2013 (136,31%), το 2015 (+48,78%), και το 2019 (+32,85%).

Πίνακας 6-7 Εξέλιξη δανεισμού εξεταζόμενων εταιρειών και ετήσιες μεταβολές

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Σελόντα	185.186,07	152.453,00	165.521,94	135.543,77	112.826,68	135.386,42
Καραμολέγκος	54.748,52	60.203,74	49.868,92	40.825,67	45.199,26	36.265,98
ΚΡΙ ΚΡΙ	12.222,57	9.200,06	10.400,06	9.067,25	11.178,81	7.513,76
Κτήμα Λαζαρίδη	11.403,00	7.189,00	7.962,16	8.352,24	9.016,93	9.075,77
ΜΕΒΓΑΛ	53.713,00	57.662,00	62.296,00	64.527,00	70.325,00	68.317,00
	2013	2012	2011	2010	M.O.	
Σελόντα	152.793,39	164.170,65	162.161,45	190.579,92	155.662,33	
Καραμολέγκος	39.286,73	39.473,20	43.191,99	40.735,00	44.979,90	
ΚΡΙ ΚΡΙ	6.983,95	2.951,63	4.338,74	1.842,03	7.569,89	
Κτήμα Λαζαρίδη	8.775,77	8.775,77	8.775,86	8.791,01	8.811,75	
ΜΕΒΓΑΛ	66.949,00	72.823,00	79.832,00	74.111,00	67.055,50	
	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Σελόντα	21,47%	-7,90%	22,12%	20,13%	-16,66%	-11,39%
Καραμολέγκος	-9,06%	20,72%	22,15%	-9,68%	24,63%	-7,69%
ΚΡΙ ΚΡΙ	32,85%	-11,54%	14,70%	-18,89%	48,78%	7,59%
Κτήμα Λαζαρίδη	58,62%	-9,71%	-4,67%	-7,37%	-0,65%	3,42%
ΜΕΒΓΑΛ	-6,85%	-7,44%	-3,46%	-8,24%	2,94%	2,04%
	2013	2012	2011	M.O.		
Σελόντα	-6,93%	1,24%	-14,91%	0,80%		
Καραμολέγκος	-0,47%	-8,61%	6,03%	4,23%		
ΚΡΙ ΚΡΙ	136,61%	-31,97%	135,54%	34,85%		
Κτήμα Λαζαρίδη	0,00%	0,00%	-0,17%	4,38%		
ΜΕΒΓΑΛ	-8,07%	-8,78%	7,72%	-3,35%		

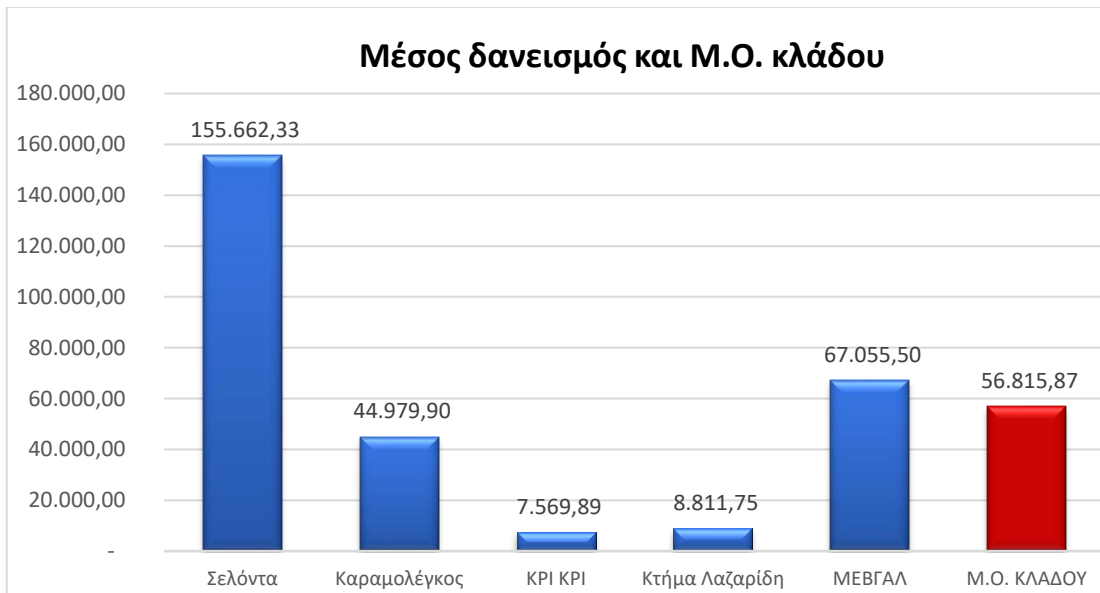
Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις και ίδια επεξεργασία

Και στη διαγραμματική απεικόνιση φαίνεται η υψηλή μεταβλητότητα στο δανεισμό της ΚΡΙ ΚΡΙ, αλλά και στις Σελόντα και Καραμολέγκος (Διάγραμμα 6-9).



Διάγραμμα 6-9 Μεταβλητότητα δανεισμού ανά έτος (2011-2019)

Τέλος, στο Διάγραμμα 6-10 φαίνεται ο σημαντικά υψηλότερος δανεισμός των Ιχθυοτροφείων Σελόντα σε σχέση με τον μέσο όρο του κλάδου, ο οποίος υπολογίζεται σε 56.815,87 ευρώ. Επίσης, είναι σαφές πόσο χαμηλότερο δανεισμό έχουν οι ΚΡΙ ΚΡΙ και το Κτήμα Λαζαρίδη.



Διάγραμμα 6-10 Μέσος δανεισμός και Μ.Ο. κλάδου

Προκειμένου να αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο δανεισμό από τις τράπεζες και τους υψηλούς τόκους και τα σχετικά έξοδα, η ΚΡΙ ΚΡΙ και το Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη προχώρησαν στην έκδοση ομολογιακών δανείων. Πιο συγκεκριμένα:

- Το 2019, η ΚΡΙ ΚΡΙ εξέδωσε κοινό ομολογιακό δάνειο ποσού 4.230.000 ευρώ με τριετή διάρκεια με στόχο την χρηματοδότηση της διεύρυνσης της αποδοτικότητας της μονάδας παραγωγής γιαουρτιού και παγωτού (Fortune Greece, 2019).
- Το 2019, το Κτήμα Λαζαρίδη εξέδωσε κοινό ενυπόθηκο ομολογιακό δάνειο ύψους 8.125.000 ευρώ, δεκαετούς διάρκειας. Το ομολογιακό δάνειο θα διατεθεί σε δύο σειρές. Η σειρά Α ύψους 7.014.000 ευρώ θα διατεθεί στην αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου τραπεζικού δανεισμού. Η σειρά Β ύψους 1.111.000 ευρώ, θα χρηματοδοτήσει των 100% των δαπανών επένδυσης του εκσυγχρονισμού της γεωργικής εκμετάλλευσης αμπελώνων (Ναυτεμπορική, 2019).
- Το 2018, η Καραμολέγκος εξέδωσε κοινό ομολογιακό δάνειο ποσού 3.800.000 ευρώ μονοετούς διάρκειας για την χρηματοδότηση της επένδυσης σε νέο logistics center (Κοτζαμάνης, 2018).

7. Συμπεράσματα και προτάσεις

7.1 Γενικά συμπεράσματα

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή εξέτασε την κεφαλαιακή διάρθρωση ελληνικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο τροφίμων και ποτών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2010-2019. Στόχος της διατριβής ήταν να διαπιστώσει εάν υπήρξαν διαφορετικές μορφές χρηματοδότησης ή και επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια των εξεταζόμενων επιχειρήσεων λόγω της κρίσης.

Ως αποτέλεσμα εγχώριων και διεθνών παραγόντων, η ελληνική οικονομία αντιμετώπισε μία κρίση που είναι άμεσα συγκρίσιμη μόνο με τη Μεγάλη Ύφεση. Στο πλαίσιο αυτό, το μεγαλύτερο βάρος αυτής της κατάστασης έπεσε στο τραπεζικό σύστημα της χώρας. Σε τέτοια ταραχώδη περιβάλλοντα, ο τραπεζικός τομέας και οι τράπεζες αντιμετωπίζουν αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο που προκαλείται από τις μειωμένες ταμειακές ροές των δανειοληπτών τους. Οι εταιρικοί δανειολήπτες μπορεί να έχουν επηρεαστεί από την αδύναμη ζήτηση για τα προϊόντα τους, ενώ οι δανειολήπτες των νοικοκυριών μπορούν να λάβουν χαμηλότερες εισοδηματικές πληρωμές λόγω περικοπές ή επειδή έχουν καταστεί άνεργοι. Επιπλέον, τα κίνητρα των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τις υποθήκες τους μπορεί να έχουν αποδυναμωθεί λόγω δυσμενών εξελίξεων των τιμών, οδηγώντας τους ενδεχομένως σε κατάσταση αρνητικών ιδίων κεφαλαίων (π.χ. η τιμή του ακινήτου είναι χαμηλότερη από την αντίστοιχη υποθήκη).

Σε αυτό το πλαίσιο, εξετάστηκε η εξέλιξη του δανεισμού και η ετήσια μεταβολή των δανείων σε κάθε εξεταζόμενη εταιρεία ώστε να διαπιστωθεί εάν οι εξεταζόμενες μετέβαλλαν τη ζήτηση πιστώσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008. Διαπιστώνεται ότι τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα έχουν εξαιρετικά υψηλότερο μέσο δανεισμό από τις υπόλοιπες εταιρείες και πολύ υψηλή μεταβλητότητα στα δάνειά κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Υψηλή μεταβλητότητα δανεισμού διαπιστώθηκε και

στις εταιρείες ΜΕΒΓΑΛ και ΚΡΙ ΚΡΙ καθώς και αρκετά υψηλές μεταβολές στα δάνεια των εταιρειών αυτών από έτος σε έτος. Τέλος, οι εταιρείες Καραμολέγκος και Κτήμα Λαζαρίδη έχουν μεταβλητότητα στον δανεισμό τους, αλλά με πολύ χαμηλότερες ετήσιες μεταβολές. Συνεπώς, αναφορικά με το πρώτο ερευνητικό ερώτημα διαπιστώνεται ότι έχει μεταβληθεί η ζήτηση πιστώσεων από τις επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008.

Από το θεωρητικό μέρος της διατριβής και την παράθεση της εξέλιξης των μεγεθών του τραπεζικού κλάδου έγινε σαφές ότι η παροχή πιστώσεων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις μεταβλήθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης λόγω της μείωσης ρευστότητας των τραπεζών. Το εύρημα είναι συνεπές προς τη βιβλιογραφία. Εμπειρική μελέτη σε δείγμα που καλύπτει πάνω από 80 χώρες διαπιστώνει ότι οι παροχή πιστώσεων πριν από την κρίση και η χαμηλότερη αύξηση του ΑΕΠ των εμπορικών εταιριών αποτελούν τους σημαντικότερους καθοριστικούς παράγοντες της επιβράδυνσης των τραπεζικών πιστώσεων μετά την κρίση. Διαρθρωτικές μεταβλητές όπως το οικονομικό βάθος και η ολοκλήρωση ήταν επίσης σημαντικές. Τέλος, η αντικυκλική νομισματική πολιτική και η ρευστότητα διαδραμάτισαν κρίσιμο ρόλο στην άμβλυνση της πιστωτικής συρρίκνωσης των τραπεζών κατά την κρίση του 2008 (Aisen and Franken, 2010).

Διαπιστώνεται ότι οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις αναζήτησαν άλλες μορφές χρηματοδότησης, και ειδικότερα την έκδοση ομολογιακών δανείων, προκειμένου να ενισχύσουν τις δραστηριότητές τους μέσω νέων επενδύσεων ή να χρηματοδοτήσουν τα τρέχοντα υψηλά δάνεια.

Τέλος, αναφορικά με ενδεχόμενη μεταβολή της κεφαλαιακής επάρκειας των εξεταζόμενων επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008 διαπιστώνεται ότι με την εξαίρεση της ΜΕΒΓΑΛ και της Καραμολέγκος, οι υπόλοιπες εταιρείες διατήρησαν υψηλή ή πολύ υψηλή ρευστότητα.

7.2 Προτάσεις μελλοντικής έρευνας

Από το 2019, οι συστημικές τράπεζες βρίσκονται στη διαδικασία ολοκλήρωσης των σχεδίων αποεπένδυσης των θυγατρικών τους με συνολική αξία της συμφωνίας ύψους €236 εκατ. Επιπλέον, υπήρξε σημαντική δραστηριότητα σχετικά με τιτλοποιήσεις χαρτοφυλακίων μη εξυπηρετούμενων δανείων, τα οποία πωλήθηκαν σε διεθνή κεφάλαια κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους 2020. Με δεδομένα ότι η πιστωτική επέκταση εκ μέρους των ελληνικών τραπεζών κατά τη διάρκεια του 2020 κινήθηκε με θετικό πρόσημο προς τις επιχειρήσεις αναδεικνύει το ζήτημα της ρευστότητάς των τραπεζών και της αύξησης των καταθέσεων των νοικοκυριών. Θα είχε ενδιαφέρον να εξεταστεί κατά πόσον η άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα και τα προγράμματα ενίσχυσης της επιχειρηματικής ρευστότητας επαρκούν για την επέκταση των πιστώσεων είτε από την πλευρά της προσφοράς (τράπεζες) είτε από την πλευρά της ζήτησης (επιχειρήσεις).

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Αδαμόπουλος, Ι.Α., (2015). *Η χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα εργαλεία-πρακτικές-προτάσεις*. (Διπλωματική Εργασία). Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς.

Γκίωση, Α., (2018). Κριτήρια χρηματοδότησης και οι επιπτώσεις της κρίσης στα κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών (Master's thesis), Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς.

Γουλάκος, Ι.Δ., (2015). *Ανάλυση και ερμηνεία παραγόντων που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα οικονομικών μονάδων*. (Διπλωματική Εργασία). Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πειραιάς.

Ευθύμογλου Γ.Π. και Λαζαρίδης Ι.Τ. (2010). *Χρηματοοικονομική. Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Τεύχος Α, Πειραιάς.

ΙΟΒΕ (2019). *Βιομηχανία Τροφίμων και Ποτών*. Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών.

Καλαντώνης, Π. (2015). *Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες - Αριθμοδείκτες Ρευστότητας*. Σημειώσεις μαθήματος Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Ανώτατο Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Πειραιά Τεχνολογικού Τομέα.

Καλαντώνης, Π. (2015α). *Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες - Δείκτες Απόδοσης Κεφαλαίων – Δείκτες Αποδοτικότητας Στοιχείων Ενεργητικού*. Σημειώσεις μαθήματος Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Ανώτατο Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Πειραιά Τεχνολογικού Τομέα.

Καλαντώνης, Π. (2015β). *Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες - Αριθμοδείκτες Βιωσιμότητας*. Σημειώσεις μαθήματος Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Ανώτατο Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Πειραιά Τεχνολογικού Τομέα.

Κυριαζόπουλος, Γ., (2013). *Ενότητα 2: «Ανάλυση αριθμοδεικτών» («Ratio analysis»)*. Σημειώσεις μαθήματος Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, ΤΕΙ Δυτικής Μακεδονίας.

Μιχαλόπουλος, Γ., (2011). Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης. *Ενότητα Γ: Κρίση και ελληνικές τράπεζες*. Διεύθυνση Χρηματοοικονομικού Σχεδιασμού και Διαχείρισης Alpha Bank.

Μουρμούρας, Ι.Α. (2015). *Η Διπλή Κρίση Δημόσιου Χρέους-Τραπεζών*. Αθήνα: Γερμανός.

ΧΑΑ (2014). *Συχνές Ερωτήσεις Ομολογιακά Δάνεια & Ομόλογα*. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Χαρδούβελης, Γ., (2012). Ο Χρηματοοικονομικός Τομέας και το Αβέβαιο Μέλλον της Ελληνικής Οικονομίας. *Ελληνική Ένωση Τραπεζών*.

Ξενόγλωσση

Aisen, A. and Franken, M., (2010). Bank credit during the 2008 financial crisis: A cross-country comparison. *IMF Working Papers*, pp.1-25.

Alter, A. and Schüler, Y.S., (2012). Credit spread interdependencies of European states and banks during the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), pp.3444-3468.

Antzoulatos, A.A., (1994). Credit rationing and rational behavior. *Journal of Money, Credit and Banking*, 26(2), pp.182-202.

Archibugi, D., Filippetti, A. and Frenz, M., (2012). Economic crisis and innovation: is destruction prevailing over accumulation? *Research Policy*, 42(2), pp.303-314.

Baldwin, R.E. and Giavazzi, F., (2015). *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible remedies*. London, UK: CEPR Press.

Balfoussia, H., Dellas, H. and Papageorgiou, D., (2018). Loan-to-value ratio limits: an exploration for Greece. *Bank of Greece, Working Paper*, No. 248.

Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N. and Vasiliou, D., (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), p.1145535.

Berger, A.N. and Udell, G.F., (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), pp.613-673.

Bernanke, B.S., and Lown, C.S., (1991). The credit crunch. *Brookings papers on economic activity*, 1991(2), pp.205-247.

Bernanke, B.S. and Gertler, M., (1986). *Agency costs, collateral, and business fluctuations* (No. w2015). National Bureau of Economic Research.

Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. and Lee, S.H., 2009. The current financial crisis: Causes and policy issues. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2008(2), pp.1-21.

Brunnermeier, M.K., (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic perspectives*, 23(1), pp.77-100.

Burnside, C., Eichenbaum, M. and Rebelo, S., (1999). Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes. *European Economic Review*, 45(7), pp.1151-1193.

Byoun, S., (2011). Financial flexibility and capital structure decision. *Available at SSRN 1108850*.

Carmassi, J., Gros, D. and Micossi, S., (2009). The global financial crisis: Causes and cures. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 47(5), pp.977-996.

- Casey, E. and O'Toole, C.M., (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, pp.173-193.
- Catullo, E., (2017). Early Warning Indicator for Crises in an Agent-Based Macromodel. In *Introduction to Agent-Based Economics* (pp. 105-124). Academic Press.
- Cecchetti, S.G., Mohanty, M. and Zampolli, F., (2011). Achieving growth amid fiscal imbalances: the real effects of debt. In *Economic Symposium Conference Proceedings* (Vol. 352, No. August, pp. 145-96). Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Charalambakis, E., Dendramis, Y. and Tzavalis, E., (2017). On the determinants of NPLs: lessons from Greece. In *Political Economy Perspectives on the Greek Crisis* (pp. 289-309). Palgrave Macmillan, Cham.
- Chen, Z., Li, Y., Wu, Y. and Luo, J., (2017). The transition from traditional banking to mobile internet finance: an organizational innovation perspective-a comparative study of Citibank and ICBC. *Financial Innovation*, 3(1), pp.1-16.
- Coleman, S., Cotei, C. and Farhat, J., (2016). The debt-equity financing decisions of US startup firms. *Journal of Economics and Finance*, 40(1), pp.105-126.
- Committee on the Global Financial System (2018). Structural changes in banking after the crisis. *CGFS Papers* No 60.
- Corbett, J. and Vines, D., (1999). The Asian Crisis: lessons from the collapse of financial systems, exchange rates and macroeconomic policy. In *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*. Cambridge (pp. 67-111).
- Cowling, M., Liu, W. and Ledger, A., (2012). Small business financing in the UK before and during the current financial crisis. *International Small Business Journal*, 30(7), pp.778-800.
- Crotty, J., (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'. *Cambridge journal of economics*, 33(4), pp.563-580.
- Cull, R. and Peria, M.S.M., 2013. Bank ownership and lending patterns during the 2008–2009 financial crisis: Evidence from Latin America and Eastern Europe. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), pp.4861-4878.
- Damodaran, A. (2016). *Applied corporate finance*. Wiley.
- De Grauwe, P., (2008). The banking crisis: Causes, consequences and remedies. *Centre for European Policy Studies*, CEPS Policy Briefs.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Whited, T.M., (2011). Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*, 99(2), pp.235-261.
- Degl'Innocenti, M., Mishra, T. and Wolfe, S., (2018). Branching, lending and competition in Italian banking. *The European Journal of Finance*, 24(3), pp.208-230.
- Deloitte (2017). *Finance Leasing*. Deloitte Banking and Financial Services.

- Denis, D.J. and McKeon, S.B., (2012). Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), pp.1897-1929.
- de-Ramon, S., Francis, W. and Harris, Q., (2016). Bank capital requirements and balance sheet management practices: has the relationship changed after the crisis? *Bank of England, Staff Working Paper No. 635*.
- Dimelis, S., Giotopoulos, I. and Louri, H., (2013). The Credit Crunch and Firm Growth in the Euro Area: 2005–2011. A Quantile Panel Analysis. *Bank of Greece, Working Paper No. 165*.
- Duquenne, M.N. and Vlontzos, G., (2014). The impact of the Greek crisis on the consumers' behaviour: some initial evidence? *British Food Journal*, 116(6), pp.890-903.
- Engler, P. and Steffen, C.G., (2016). Sovereign risk, interbank freezes, and aggregate fluctuations. *European Economic Review*, 87, pp.34-61.
- Eveline, N., (2010). Credit Risk Management In Banks As Participants In Financial Markets.: A qualitative study of the perception of bank managers in Sweden. Dissertation, Umeå School of Business
- Faniadis, D. (2020). *Food Processing Ingredients*. USDA.
- Faulkender, M., Flannery, M.J., Hankins, K.W. and Smith, J.M., (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial economics*, 103(3), pp.632-646.
- Ferrando, A., Popov, A.A. and Udell, G.F., (2015). Sovereign stress, unconventional monetary policy, and SME access to finance. *ECB Working Paper*, No. 1820.
- Gertler, M. and Gilchrist, S., (2018). What happened: Financial factors in the great recession. *Journal of Economic Perspectives*, 32(3), pp.3-30.
- Gertler, M., Kiyotaki, N. and Prestipino, A., (2016). Wholesale banking and bank runs in macroeconomic modeling of financial crises. In *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 2, pp. 1345-1425). Elsevier.
- Giovannini, A., Iacopetta, M. and Minetti, R., (2013). Financial markets, banks, and growth: disentangling the links. *Revue de l'OFCE*, (5), pp.105-147.
- Gorton, G. and Metrick, A., (2012). Securitized banking and the run on repo. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 15223*.
- Gourinchas, P.O., Philippon, T. and Vayanos, D., (2017). The analytics of the Greek crisis. *NBER macroeconomics Annual*, 31(1), pp.1-81.
- Gray, D., Merton, R.C. and Bodie, Z., (2010). Measuring and managing macrofinancial risk and financial stability: a new framework. *Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies*, no. 15.
- Horst, M. and Neyer, U., (2020). The impact of quantitative easing on bank loan supply and monetary policy implementation in the euro area. *Review of Economics*, 70(3), pp.229-265.

- Hristov, N., Hülsewig, O. and Wollmershäuser, T., (2014). The interest rate pass-through in the Euro area during the global financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 48, pp.104-119.
- Hyz, A. and Gikas, G., (2016). Business funding sources during the financial crisis: supply-side and demand-side factors. Case study of Greece. *Central European Review of Economics & Finance*, 11(1), pp.73-87.
- ILO., (2011). *The Global Crisis: Causes, Responses and Challenges*. International Labour Office.
- Iqbal, A. and Kume, O., (2014). Impact of financial crisis on firms' capital structure in UK, France, and Germany. *Multinational Finance Journal*, 18(3/4), pp.249-280.
- Islam, I. and Verick, S., (2011). The great recession of 2008–09: Causes, consequences and policy responses. IZA Discussion Paper No. 4934
- Ivashina, V. and Scharfstein, D., (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial economics*, 97(3), pp.319-338.
- Jordà, Ò., Schularick, M. and Taylor, A.M., (2017). Macrofinancial history and the new business cycle facts. *NBER macroeconomics annual*, 31(1), pp.213-263.
- Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M., (1999). The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *MPRA Paper*, No. 14081.
- Konstantakis, K.N., Michaelides, P.G. and Vouldis, A.T., (2016). Non-performing loans (NPLs) in a crisis economy: Long-run equilibrium analysis with a real time VEC model for Greece (2001–2015). *Physica A: Statistical Mechanics and its applications*, 451, pp.149-161.
- Kostakis, I., (2014). The determinants of households' food consumption in Greece. *International Journal Of Food And Agricultural Economics (Ijfaec)*, 2(2), pp.17-28.
- Kotz, D.M., (2009). The financial and economic crisis of 2008: A systemic crisis of neoliberal capitalism. *Review of radical political economics*, 41(3), pp.305-317.
- Krishnamurthy, A. and Muir, T., (2017). *How credit cycles across a financial crisis* (No. w23850). *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 23850.
- Krishnamurthy, A., Nagel, S. and Orlov, D., (2014). Sizing up repo. *The Journal of Finance*, 69(6), pp.2381-2417.
- Kumar, M. and Woo, J., (2010). Public debt and growth. *IMF Working Paper*, WP/10/174.
- Lainà, P., (2011). *Dynamic effects of total debt and GDP: A time-series analysis of the United States*. Master's thesis. Aalto University.
- Lee, S.J., Posenau, K.E. and Stebunovs, V., (2020). The anatomy of financial vulnerabilities and banking crises. *Journal of Banking & Finance*, 112, p.1-46.

- Lesakova, L., 2007. Uses and limitations of profitability ratio analysis in managerial practice. In International Conference on Management, Enterprise and Benchmarking (pp. 1-2).
- Louri, H. and Migiakis, P., (2019). Financing economic growth in Greece: lessons from the crisis. *Bank of Greece*, Working Paper, No. 262.
- Louzis, D.P., Vouldis, A.T. and Metaxas, V.L., (2012). Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: A comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp.1012-1027.
- Mitrakos, T., (2013). Inequality, poverty and living conditions in Greece: Recent developments and prospects. *Social Cohesion and Development*, 8(1), pp.37-58.
- Mizen, P., (2008). The credit crunch of 2007-2008: a discussion of the background, market reactions, and policy responses. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90, September/October 2008.
- Murphy, A.J., (2008). *An analysis of the financial crisis of 2008 - causes and solutions*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1295344>
- OECD (2018). *Enhancing SME access to diversified financing instruments*. Discussion paper in SME Ministerial Conference 22-23 February 2018, Mexico City.
- Ozel, B., Nathanael, R.C., Raberto, M., Teglio, A. and Cincotti, S., (2019). Macroeconomic implications of mortgage loan requirements: an agent-based approach. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 14(1), pp.7-46.
- Papacharalampous, M., (2017). *A business opportunity in food industry: natural food products that boost health and have healing attributes*. Thesis, International Hellenic University.
- Patillo, H., Poirson, H. and Ricci, L., (2002). External Debt and Growth and What are the Channels through which External debt affects Growth. *IMF Working Paper* WP/04/15.
- Popov, A. and Udell, G.F., (2012). Cross-border banking, credit access, and the financial crisis. *Journal of International Economics*, 87(1), pp.147-161.
- PwC (2018). *Βιομηχανία Τροφίμων και Ποτών - Στα πρόθυρα αλλαγών*. PricewaterhouseCoopers.
- Robb, A.M. and Robinson, D.T., 2014. The capital structure decisions of new firms. *The Review of Financial Studies*, 27(1), pp.153-179.
- Schclarek, A., (2004). Consumption and Keynesian fiscal policy. *CESifo Working Paper*, No. 1310.
- Schularick, M. and Taylor, A.M., (2012). Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 15512.

Takáts, E., (2010). Was it credit supply? Cross-border bank lending to emerging market economies during the financial crisis. *BIS Quarterly Review*, pp.49-56.

Zamore, S., Ohene Djan, K., Alon, I. and Hobdari, B., (2018). Credit risk research: Review and agenda. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), pp.811-835.

Διαδικτυακές πηγές

Antonopoulou, V. (2019). *Greek honey exports increasing year-on-year*. Διαθέσιμο: <https://greekfoodnews.com/greek-honey-exports-increasing-year-on-year/#:~:text=Greece%20has%20almost%20%2C500%2C000%20bee,Crete%20abounds%20in%20thyme%20honey> (πρόσβαση 19 Οκτ. 2020).

Bloomenthal, A. (2020). *Ratio Analysis*. Διαθέσιμο: <https://www.investopedia.com/terms/r/ratioanalysis.asp> (πρόσβαση 5 Νοε. 2020).

Carlson, R. (2020). *What Is Financial Ratio Analysis?* Διαθέσιμο: <https://www.thebalancesmb.com/what-is-financial-ratio-analysis-393186#:~:text=They%20are%20one%20tool%20that,profitability%2C%20solvency%2C%20and%20liquidity> (πρόσβαση 5 Νοε. 2020).

CFI (2020). *Short Term Loan*. Διαθέσιμο: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/short-term-loan/> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

CFI (2020α). *What is a Letter of Guarantee?* Διαθέσιμο: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/letter-of-guarantee/> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

CFPB (2020). *Understand loan options*. Διαθέσιμο: <https://www.consumerfinance.gov/owning-a-home/loan-options/> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Chen, J. (2020). *Debt Financing*. Διαθέσιμο: <https://www.investopedia.com/terms/d/debtfinancing.asp> (πρόσβαση 10 Νοε. 2020).

Enterprise Greece (2020). *Τρόφιμα & Αγροτικά Προϊόντα*. Διαθέσιμο: <https://www.enterprisegreece.gov.gr/ependyste-sthn-ellada/kladoi-aixmhs/trofima-agrotika-proionta> (πρόσβαση 19 Οκτ. 2020).

Finimpact (2020). *Lease Finance*. Διαθέσιμο: <https://www.finimpact.com/types-of-loans/lease-finance/> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Fortune Greece (2019). *ΚΡΙ-ΚΡΙ: Έκδοση κοινού ομολογιακού δανείου 4,23 εκατ. ευρώ*. Διαθέσιμο: <https://www.fortunegreece.com/article/kri-kri-ekdosi-kinou-omologiakou-daniou-423-ekat-evro/> (πρόσβαση 9 Νοε. 2020).

GFN (2019). *PDO Krokos Kozanis holds great export promise*. Διαθέσιμο: <https://greekfoodnews.com/chinese-italian-interest-in-pdo-krokos-kozanis-holds-great-promise/> (πρόσβαση 19 Οκτ. 2020).

Kagan, J. (2020). *Letter of Credit*. Διαθέσιμο: <https://www.investopedia.com/terms/l/letterofcredit.asp> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Κοτζαμάνης, Σ. (2018). *Επενδύει σε logistics center η Καραμολέγκος*. Διαθέσιμο: <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/1640470/ependyei-se-logistic-center-h-karamolegkos.html> (πρόσβαση 9 Νοε. 2020).

LendingKart (2020). *Letter of Credit – Guide – Types, Process, Example*. Διαθέσιμο: <https://www.lendingkart.com/business-loans/letter-of-credit/> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Ναυτεμπορική (2019). *Κτήμα Κ. Λαζαρίδη: Ομολογιακό δάνειο 8,1 εκατ. ευρώ*. Διαθέσιμο: <https://m.naftemporiki.gr/story/1532175/ktima-k-lazaridi-omologiako-daneio-81-ekat-euro> (πρόσβαση 9 Νοε. 2020).

NI Business Info (2020). *Bank finance*. Διαθέσιμο: <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/advantages-and-disadvantages-bank-loans> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Pritchard, J. (2020). *How a Letter of Credit Works*. Διαθέσιμο: <https://www.thebalance.com/how-letters-of-credit-work-315201> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Priyanka P. (2020). *Medium-Term Loans: Advantages, Disadvantages, and Best Lenders*. Διαθέσιμο: <https://www.fundera.com/business-loans/guides/medium-term-loans#:~:text=Medium%2DTerm%20Loan%20Definition,within%2010%20to%2020%20years> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Revtek Capital (2019). *Advantages and Disadvantages of Bank Loans*. Διαθέσιμο: <https://www.revtekcapital.com/blog/advantages-and-disadvantages-of-bank-loans/> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Trade Finance (2020). *What is factoring?*. Διαθέσιμο: <https://tradefinanceanalytics.com/what-is-factoring> (πρόσβαση 18 Οκτ. 2020).

Vasilopoulos, C., (2019). *Olive Oil Drives Growth of Greek Agri-food Sector*. Διαθέσιμο: <https://www.oliveoiltimes.com/cooking-with-olive-oil/olive-oil-drives-growth-of-greek-agri-food-sector/67648> (πρόσβαση 19 Οκτ. 2020).

Παράρτημα Β: Οικονομικές καταστάσεις

ΑΘΗΝΑΪΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ

ΑΘΗΝΑΪΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ
(Ποσά σε Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

		31 Δεκεμβρίου 2019	31 Δεκεμβρίου 2018
	Σημείωση		
Πωλήσεις		334.514.955	324.700.329
Ειδικός φόρος κατανάλωσης ζύθου		(117.729.303)	(117.873.983)
Καθαρές Πωλήσεις	5	216.785.652	206.826.346
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	6	3.514.614	3.726.061
Κίνηση αποθεμάτων	7	(58.768.688)	(56.169.258)
Φόροι & τέλη		(1.867.356)	(1.874.846)
Έξοδα προσωπικού	8	(41.112.198)	(47.615.584)
Αποσβέσεις	9	(17.595.141)	(17.449.476)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	10	(71.511.506)	(70.288.323)
Λειτουργικά κέρδη προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και φόρων		29.445.377	17.154.920
Χρηματοοικονομικά έσοδα		3.311	587.409
Χρηματοοικονομικά έξοδα		(473.334)	(129.322)
Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	12	(470.023)	458.087
Κέρδη προ φόρων		28.975.354	17.613.007
Φόρος εισοδήματος	13	(4.342.764)	(5.539.339)
Κέρδη μετά φόρων		24.632.590	12.073.668
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα:			
Αναλογιστικές (ζημιές)/κέρδη	26	(7.018.149)	77.765
Λοιπές χρεώσεις	29	(54.937)	(141.723)
Αναλογούν φόρος	27	3.600.038	(606.057)
Σύνολο Λοιπών Συνολικών Εισοδημάτων		(3.473.048)	(670.015)
Συνολικά Εισοδήματα μετά από φόρους		21.159.542	11.403.653
Κέρδη μετά φόρων ανά μετοχή βασικά και προσαρμοσμένα	25	13,54	6,64

ΑΘΗΝΑΪΚΗ ΖΥΘΟΠΟΪΑ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ
(Ποσά σε Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

		31 Δεκεμβρίου 2019	31 Δεκεμβρίου 2018 Αναθεωρημένο	31 Δεκεμβρίου 2018
Ενεργητικό	Σημείωση			
Πάγια περιουσιακά στοιχεία	14	117.150.152	119.555.662	119.555.662
Δικαιώματα χρήσης παγίων	14	2.693.447	-	-
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	15	513.208	491.123	491.123
Επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες	16	406.185	406.185	406.185
Λοιπές επενδύσεις	17	248.041	248.041	248.041
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	18	15.218.260	16.244.769	330.274
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		136.229.293	136.945.780	121.031.285
Αποθέματα	19	31.684.754	31.965.373	31.965.373
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	20,33	36.475.900	39.983.291	39.983.291
Δάνεια σε συγγενείς εταιρείες	32	23.500.000	20.000.000	20.000.000
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος		565.796	-	-
Χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα	21	4.740.846	7.158.930	7.158.930
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		96.967.296	99.107.594	99.107.594
Σύνολο ενεργητικού		233.196.589	236.053.374	220.138.879
Ίδια κεφάλαια				
Μετοχικό κεφάλαιο	22	54.581.310	54.581.310	54.581.310
Διαφορά υπέρ το άρτιο		1.365	1.365	1.365
Αποθεματικά	24	18.529.918	18.529.918	18.529.918
Κέρδη εις νέον		64.928.310	59.106.116	47.647.679
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		138.040.903	132.218.709	120.760.272
Υποχρεώσεις				
Παροχές σε εργαζόμενους μετά την έξοδο από την υπηρεσία	26	20.294.773	23.871.381	23.871.381
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	27	5.124.670	10.082.782	5.626.724
Προβλέψεις	29	491.029	818.900	818.900
Υποχρεώσεις Χρηματοδοτικής Μίσθωσης		1.672.745	-	-
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		27.583.217	34.773.063	30.317.005
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	28	66.338.137	64.745.723	64.745.723
Υποχρεώσεις Χρηματοδοτικής Μίσθωσης		1.136.345	-	-
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος		-	4.288.010	4.288.010
Μερίσματα Πληρωτέα		97.987	27.869	27.869
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		67.572.469	69.061.602	69.061.602
Σύνολο υποχρεώσεων		95.155.686	103.834.665	99.378.607
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		233.196.589	236.053.374	220.138.879

Οι επαναπαιγόμενες σημειώσεις που παρατίθενται στις σελίδες 12 έως 47 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των Οικονομικών Καταστάσεων.

ΑΘΗΝΑΪΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ
(Ποσά σε Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημείωση	31 Δεκεμβρίου 2017	31 Δεκεμβρίου 2016
Πωλήσεις		341.242.032	321.628.672
Ειδικός φόρος κατανάλωσης ζύθου		(116.550.268)	(91.253.224)
Καθαρές Πωλήσεις	5	224.691.764	230.375.448
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	6	15.230.356	7.731.216
Κίνηση αποθεμάτων	7	(59.814.125)	(56.232.420)
Φόροι & τέλη		(1.729.965)	(2.742.749)
Έξοδα προσωπικού	8	(48.958.744)	(46.593.965)
Αποσβέσεις	9	(17.490.487)	(18.210.163)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	10	(97.905.286)	(102.807.627)
Λειτουργικά κέρδη προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και φόρων		14.023.512	11.519.740
Χρηματοοικονομικά έσοδα		949.868	2.060.426
Χρηματοοικονομικά έξοδα		(1.032.777)	(182.590)
Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	12	(82.909)	1.877.836
Κέρδη προ φόρων		13.940.603	13.397.576
Φόρος εισοδήματος	13	(1.471.703)	(3.980.803)
Κέρδη μετά φόρων		12.468.900	9.416.773
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα:			
Αναλογιστικές ζημιές	26	(228.339)	(5.615.869)
Λοιπές χρεώσεις	29	(232.635)	(161.300)
Αναλογούν φόρος	27	66.218	1.628.608
Σύνολο Λοιπών Συνολικών Εισοδημάτων		(394.756)	(4.148.581)
Συνολικά Εισοδήματα μετά από φόρους		12.074.144	5.268.192
Κέρδη μετά φόρων ανά μετοχή βασικά και προσαρμοσμένα	25	6,85	5,18

ΑΘΗΝΑΪΚΗ ΖΥΘΟΠΟΪΑ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ
(Ποσά σε Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημείωση	31 Δεκεμβρίου 2017	31 Δεκεμβρίου 2016
Ενεργητικό			
Πάγια περιουσιακά στοιχεία	14	124.541.096	125.266.287
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	15	502.640	362.395
Επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες	16	406.185	406.185
Λοιπές επενδύσεις	17	248.041	248.041
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	18	314.198	278.521
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		126.012.160	126.561.429
Αποθέματα	19	27.563.384	28.626.491
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	20,33	39.744.569	34.751.463
Δάνεια σε συγγενείς εταιρείες	32	15.000.000	19.000.000
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος		2.557.016	3.101.622
Χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα	21	6.223.100	15.276.547
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		91.088.069	100.756.123
Σύνολο ενεργητικού		217.100.229	227.317.552
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	22	54.581.310	54.581.310
Διαφορά υπέρ το άρτιο		1.365	1.365
Αποθεματικά	24	18.529.918	18.529.918
Κέρδη εις νέον		46.923.770	40.853.570
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		120.038.363	113.966.163
Υποχρεώσεις			
Παροχές σε εργαζόμενους μετά την έξοδο από την υπηρεσία	26	27.241.896	28.335.918
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	27	6.157.607	7.816.033
Προβλέψεις	29	2.205.680	3.037.334
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		35.605.173	39.191.285
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	28	61.389.037	74.160.104
Μερίσματα Πληρωτέα		69.556	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		61.458.693	74.160.104
Σύνολο υποχρεώσεων		97.063.866	113.351.389
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		217.100.229	227.317.552

ΑΘΗΝΑΪΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ
(Ποσά σε Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημείωση	31 Δεκεμβρίου 2015	31 Δεκεμβρίου 2014
Πωλήσεις		308.606.778	296.251.641
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	5	14.992.716	9.315.580
Κίνηση αποθεμάτων	6	(70.490.743)	(54.673.284)
Φόροι & τέλη	7	(62.813.273)	(64.704.650)
Έξοδα προσωπικού	8	(49.432.239)	(52.699.661)
Αποσβέσεις	9	(19.843.012)	(20.752.875)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	10	(106.348.769)	(98.647.162)
Πρόστιμο Επιτροπής Ανταγωνισμού	11	(31.451.211)	-
Λειτουργικά κέρδη/(ζημιές) προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και φόρων		(16.779.753)	14.089.589
Χρηματοοικονομικά έσοδα		39.446	63.597
Χρηματοοικονομικά έξοδα		(97.722)	(122.876)
Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	12	(58.276)	(59.279)
Κέρδη/ (ζημιές) προ φόρων		(16.838.029)	14.030.310
Φόρος εισοδήματος	13	(6.286.551)	(4.304.600)
Κέρδη/ (ζημιές) μετά φόρων		(23.124.580)	9.725.710
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα:			
Αναλογιστικές κέρδη/(ζημιές)	26	4.237.850	(108.577)
Λοιπές χρεώσεις	29	(171.714)	(37.450)
Αναλογούν φόρος	27	(840.547)	(280.409)
Σύνολο Λοιπών Συνολικών Εισοδημάτων		3.225.589	(426.437)
Συνολικά Εισοδήματα μετά από φόρους		(19.898.991)	9.299.274
Κέρδη/ (ζημιές) μετά φόρων ανά μετοχή βασικά και προσαρμοσμένα	25	(12,71)	5,35

ΑΘΗΝΑΪΚΗ ΖΥΘΟΠΟΪΑ Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ
(Ποσά σε Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημείωση	31 Δεκεμβρίου 2015	31 Δεκεμβρίου 2014
Ενεργητικό			
Πάγια περιουσιακά στοιχεία	14	125.373.731	131.621.495
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	15	508.629	665.686
Επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες	16	406.185	406.185
Λοιπές επενδύσεις	17	88.041	88.041
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	18	318.715	323.322
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		126.695.301	133.104.729
Αποθέματα	19	26.217.223	38.710.206
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	20,33	53.369.497	43.512.949
Δάνεια σε συγγενείς εταιρείες	32	19.000.000	20.000.000
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος		-	1.814.901
Χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα	21	19.064.529	20.118.759
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		117.651.250	124.156.815
Σύνολο ενεργητικού		244.346.551	257.261.544
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	22	54.581.310	54.581.310
Διαφορά υπέρ το άρτιο		1.365	1.365
Αποθεματικά	24	18.529.918	18.529.918
Κέρδη εις νέον		35.585.378	77.953.676
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		108.697.971	151.066.269
Υποχρεώσεις			
Παροχές σε εργαζόμενους μετά την έξοδο από την υπηρεσία	26	24.204.702	30.840.679
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	27	10.841.795	12.273.859
Προβλέψεις	29	3.259.287	3.351.838
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		38.305.784	46.466.376
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	28,32	92.290.575	59.728.899
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος		4.972.214	-
Μερίσματα Πληρωτέα	23	80.007	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		97.342.796	59.728.899
Σύνολο υποχρεώσεων		135.648.580	106.195.275
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		244.346.551	257.261.544

ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

Ποσά σε (€)	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31/12/2019	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2018
Μη κυκλοφορούντα Στοιχεία Ενεργητικό					
Ενομήατα Πάγια	11	43.581.714	56.628.151	43.445.854	46.569.547
Επενδύσεις σε ακίνητα	12	7.388.660	6.908.000	-	-
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	13	825.165	893.996	825.165	893.996
Επενδύσεις σε θυγατρικές	14	-	-	9.206.306	9.146.306
Επενδύσεις σε Συγγενείς	14	5.070.596	3.788.842	5.405.563	5.405.563
Επενδύσεις Διαθέσιμες Προς Πώληση		12.423	12.423	12.423	12.423
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	15	365.285	588.593	365.285	492.303
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	16	23.461.026	17.008.993	23.461.026	17.008.993
Σύνολο		80.704.869	85.828.998	82.721.622	79.529.131
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	16	91.630.603	114.023.001	91.630.603	114.023.001
Αποθέματα	17	4.065.498	6.021.110	3.910.052	5.899.364
Απαιτήσεις από Εμπορικές Δραστηριότητες	18	20.858.173	31.332.829	20.663.430	37.132.340
Λοιπές Απαιτήσεις & Προκαταβολές	19	4.107.350	5.041.414	3.655.075	4.471.913
Επενδύσεις Κατεχόμενες για Εμπορικούς Σκοπούς	20	110.903	110.903	110.903	109.405
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	21	49.691.107	6.737.854	46.981.015	4.731.051
Σύνολο		170.463.634	163.267.111	166.951.077	166.367.074
Περιουσιακά στοιχεία διακρατούμενα προς πώληση	9	30.058.978	-	30.058.978	-
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		281.227.482	249.096.109	279.731.677	245.896.205
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	22	76.104.276	73.649.149	76.104.276	73.649.149
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22	3.881.602	4.256.313	3.881.602	4.256.313
Αποθεματικά	23	93.107.509	35.187.924	93.093.279	35.173.695
Αποθεματικά εύλογης αξίας Παγίων	24	7.058.962	8.951.850	6.428.005	8.289.603
Αποθεματικά εύλογης αξίας	24	(1.334.510)	(1.279.347)	(804.965)	(749.802)
Συναλλαγματικές Διαφορές		(6.216)	(49.404)	-	-
Αδιανέμητα κέρδη		(185.412.687)	(142.099.140)	(184.347.303)	(134.034.860)
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		(6.601.063)	(21.382.655)	(5.645.106)	(13.415.902)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		238.955	(2.097.356)	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		(6.362.108)	(23.480.011)	(5.645.106)	(13.415.902)
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια Τραπεζών	25	178.190.712	136.116.465	178.190.712	124.208.457
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	26	3.627.154	4.026.383	1.562.741	5.371.246
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	27	1.896.537	2.267.026	1.896.537	2.124.303
Έσοδα επόμενων χρήσεων	28	2.816.058	2.913.566	2.816.058	2.611.879
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		30.000	-	-	-
Λοιπές Προβλέψεις		1.048.962	1.409.955	1.048.962	1.325.482
Σύνολο		187.609.423	146.733.396	185.515.010	135.641.367
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Εμπορικοί και άλλοι Πιστωτές	29	69.403.695	72.319.492	70.497.094	69.962.142
Δάνεια Βραχυπρόθεσμα	25	6.995.354	16.336.530	6.960.354	15.998.681
Τρέχουσες Φορολογικές Υποχρεώσεις	30	2.054.516	662.627	1.881.645	505.253
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	31	8.817.573	4.858.717	7.813.650	5.539.306
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Πληρωτέες την Επόμενη Χρήση	25	10.723.430	31.665.358	10.723.430	31.665.358
Σύνολο		97.994.568	125.842.724	97.876.173	123.670.740
Υποχρεώσεις συνδεδεμένες με στοιχεία του ενεργητικού κατεχόμενα προς πώληση	9	1.985.599	-	1.985.599	-
Σύνολο Υποχρεώσεων		287.589.590	272.576.120	285.376.783	259.312.107
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		281.227.482	249.096.109	279.731.677	245.896.205

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ)

Ποσά σε (€)	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/01 - 31/12/2019	01/01 - 31/12/2018	01/01 - 31/12/2019	01/01 - 31/12/2018
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων έναρξης χρήσης	17	(131.031.994)	(145.546.623)	(131.031.994)	(122.950.927)
Αποκτώμενα Βιολογικά Αποθέματα από Θυγατρικές Επιχειρήσεις	17	-	-	-	(21.267.271)
Αγορές κατά την Διάρκεια της Χρήσης	17	(909.116)	(392.283)	(909.116)	(392.283)
Πωλήσεις κατά τη Διάρκεια της Χρήσης	17	127.649.612	142.678.882	127.649.612	135.133.894
Βιολογικά αποθέματα διακρατούμενα προς πώληση	17	31.048.173	-	31.048.173	-
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων λήξης χρήσης	17	115.091.629	131.031.994	115.091.629	131.031.994
Κέρδη από μεταβολές στην Εύλογη Αξία των Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων λήξης χρήσης		141.848.305	127.771.970	141.848.305	121.555.406
Πωλήσεις Εμπορευμάτων & Λοιπού Υλικού	32	21.588.411	17.683.981	17.950.671	28.139.751
Πωλήσεις Υπηρεσιών	32	568.696	580.301	598.696	602.028
Κόστος Εμπορευμάτων και υπηρεσιών		(19.758.288)	(15.793.900)	(18.363.677)	(26.922.684)
Κόστος Αναλώσιμων Α' & Β' υλών		(89.323.602)	(84.659.518)	(89.323.602)	(79.180.723)
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	33	(31.414.940)	(27.972.704)	(29.936.406)	(25.136.220)
Αμοιβές τρίτων & Παροχές Τρίτων	34	(15.385.687)	(16.313.541)	(14.663.402)	(14.986.218)
Λοιπά Έξοδα		(20.312.873)	(19.722.440)	(19.763.124)	(18.570.141)
Άλλα λειτουργικά Έσοδα/ (Έξοδα)	35	819.813	(1.035.403)	910.984	(1.220.941)
Αποσβέσεις		(6.092.850)	(5.185.382)	(5.793.279)	(4.580.270)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	36	3.018	3.414	2.786	3.064
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	36	(12.566.406)	(9.477.410)	(25.391.064)	(9.026.429)
Αποτελέσματα Επενδυτικών Δραστηριοτήτων		467.518	(220.028)	(13.142)	(3.877.068)
Κέρδη/ (Ζημιές) από Συγγενείς Επιχειρήσεις	14	1.281.754	1.213.114	-	-
Ζημιά από επανεκτίμηση ακινήτων		(14.049.601)	(1.734.878)	(14.049.601)	(1.352.340)
Κέρδη / (ζημιές) από πώληση, διαγραφή παγίων		-	(86.448)	-	(72.567)
Κέρδη/ (Ζημιές) προ φόρων		(42.326.731)	(34.948.871)	(55.985.853)	(34.625.353)
Φόρος εισοδήματος	30	-	(118.819)	-	-
Αναβαλλόμενος Φόρος	30	370.560	3.628.256	4.722.960	1.908.292
Κέρδη/ (Ζημιές) μετά φόρων		(41.956.171)	(31.439.434)	(51.262.892)	(32.717.061)
Λοιπά Συνολικά Έσοδα					
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους		(41.956.171)	(31.439.434)	(51.262.892)	(32.717.061)
Ποσά που δεν αναταξινομούνται στην Κατάσταση					
Αποτελεσμάτων:					
Αναλογιστικά Κέρδη/ (Ζημιές)		(55.192)	119.449	(55.192)	103.223
Αναβαλλόμενος Φόρος Αναλογιστικών Κερδών		(16.006)	(34.324)	(16.006)	(29.935)
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του εξωτερικού		48.342	(18.439)	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα περιόδου μετά φόρων		(22.855)	66.685	(71.197)	73.288
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα		(41.979.027)	(31.372.749)	(51.334.090)	(32.643.773)
Κέρδη/ (Ζημιές) μετά φόρων αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες της μητρικής		(41.601.130)	(30.282.439)	(51.262.892)	(32.717.061)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(355.041)	(1.156.995)	-	-
Συγκεντρωτικά Συνολικά Αποτελέσματα αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες της μητρικής		(41.984.180)	(31.375.651)	(51.334.090)	(32.643.773)
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		5.153	2.902	-	-
Κέρδη Ανά Μετοχή Από Συνεχιζόμενες Δραστηριότητες					
Αποδιδόμενα σε ιδιοκτήτες της μητρικής		(41.601.130)	(30.282.439)	(51.262.892)	(32.717.061)
Αριθμός Μετοχών		245.497.664	245.497.164	245.497.664	245.497.164
Κέρδη ανά μετοχή	40	(0,17)	(0,12)	(0,21)	(0,13)
Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων		(11.370.165)	(19.461.255)	(10.741.554)	(15.719.743)

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης (Ενοποιημένη και Εταιρική)

Οι επισυναπτόμενες σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

Ποσά σε (€)	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31/12/2017	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2016
Μη κυκλοφορούντα Στοιχεία Ενεργητικό					
Ενσώματα Πάγια	9	54.194.944	55.009.760	44.179.160	44.938.848
Επενδύσεις σε ακίνητα	10	8.298.000	8.624.000	0	0
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	11	1.034.778	471.191	1.034.778	471.191
Επενδύσεις σε θυγατρικές	12	0	0	12.803.346	17.671.096
Επενδύσεις σε Συγγενείς	12	2.575.728	1.793.624	5.405.563	5.389.963
Επενδύσεις Διαθέσιμες Προς Πώληση	13	232.451	232.451	232.451	232.451
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14	555.055	584.461	458.772	489.738
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	15	110.185	65.298	0	0
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	16	23.897.777	21.958.132	18.906.076	20.873.555
Σύνολο		90.898.917	88.738.917	83.020.145	90.066.841
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	16	121.648.846	128.244.438	104.044.851	114.042.705
Αποθέματα	17	8.846.545	7.193.715	7.496.912	6.175.202
Απαιτήσεις από Εμπορικές Δραστηριότητες	18	31.898.037	24.251.281	56.677.289	43.518.764
Λοιπές Απαιτήσεις & Προκαταβολές	19	15.039.076	17.587.198	12.076.531	15.486.395
Επενδύσεις Κατεχόμενες για Εμπορικούς Σκοπούς	20	174.976	110.063	173.478	108.564
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	21	5.802.861	9.903.601	3.661.577	9.067.792
Σύνολο		183.410.340	187.290.296	184.130.638	188.399.422
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		274.309.258	276.029.212	267.150.783	278.466.263
Ίδια κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	22	73.649.149	73.649.149	73.649.149	73.649.149
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	22	4.256.314	4.256.314	4.256.314	4.256.314
Αποθεματικά	23	35.187.924	35.187.924	35.173.695	35.173.695
Αποθεματικά εύλογης αξίας Παγίων	24	4.771.669	5.454.802	4.771.669	5.454.802
Αποθεματικά εύλογης αξίας	24	(1.378.874)	(557.287)	(821.587)	0
Συναλλαγματικές Διαφορές		(32.928)	(18.057)	0	0
Αδιανέμητα κέρδη		(112.151.600)	(110.044.945)	(101.665.540)	(91.477.160)
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		4.301.655	7.927.900	15.363.700	27.056.800
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(941.298)	(15.088)	0	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		3.360.357	7.912.812	15.363.700	27.056.800
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια Τραπεζών	25	162.581.661	131.421.462	150.673.625	119.476.837
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	15	7.891.197	12.093.455	7.417.187	10.022.000
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	26	2.285.339	2.065.518	2.133.554	1.937.535
Έσοδα επόμενων χρήσεων	27	3.214.330	3.498.830	2.874.283	3.121.258
Λοιπές Προβλέψεις	29	460.229	699.742	337.752	577.265
Σύνολο		176.432.756	149.779.007	163.436.402	135.134.896
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	28	83.563.713	72.723.648	78.353.582	70.326.156
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	25	2.940.278	4.122.311	2.932.355	3.862.497
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	29	1.158.579	928.796	1.004.979	655.817
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	30	5.960.732	5.433.939	5.271.029	6.301.399
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	25	892.843	35.128.699	788.737	35.128.699
Σύνολο		94.516.144	118.337.393	88.350.682	116.274.567
Σύνολο Υποχρεώσεων		270.948.900	268.116.400	251.787.083	251.409.463
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		274.309.258	276.029.212	267.150.783	278.466.263

Κατάσταση Συνολικών Εσόδων (Ενοποιημένη και Εταιρική)

Οι επισυναπτόμενες σημειώσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

Ποσά σε (€)	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/01 - 31/12/2017	01/01 - 31/12/2016	01/01 - 31/12/2017	01/01 - 31/12/2016
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων έναρξης χρήσης	16	(150.202.570)	(123.578.304)	(134.916.260)	(123.578.304)
Αποκτώμενα Βιολογικά Αποθέματα από Θυγατρικές Επιχειρήσεις	16	0	(14.635.377)	0	(1.760.350)
Αγορές κατά την Διάρκεια της Χρήσης	16	(2.460.490)	(3.325.342)	(2.168.712)	(2.996.310)
Πωλήσεις κατά τη Διάρκεια της Χρήσης	16	158.567.969	154.626.950	149.955.092	146.971.468
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων λήξης χρήσης	16	145.546.623	150.202.570	122.950.927	134.916.260
Κέρδη από μεταβολές στην Εύλογη Αξία των Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων λήξης χρήσης		151.451.531	163.290.497	135.821.047	153.552.763
Πωλήσεις Εμπορευμάτων & Λοιπού Υλικού	31	16.632.583	12.731.896	32.050.376	22.767.156
Πωλήσεις Ιγθυστροφών ιδιοπαργωγής	31	26.316	10.287	26.316	10.287
Πωλήσεις Υπηρεσιών	31	129.501	152.932	196.485	208.335
Κόστος Εμπορευμάτων και υπηρεσιών		(15.545.730)	(11.307.537)	(31.359.110)	(22.231.595)
Κόστος Αναλώσεων Α' & Β' υλών		(82.557.800)	(84.799.748)	(73.412.244)	(77.261.223)
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	32	(27.601.811)	(23.551.215)	(24.952.502)	(21.316.177)
Αμοιβές τρίτων & Παροχές Τρίτων	33	(18.963.033)	(21.649.547)	(17.527.128)	(20.910.158)
Λοιπά Έξοδα		(18.415.989)	(15.639.360)	(17.505.644)	(14.879.729)
Άλλα λειτουργικά Έσοδα/ (Έξοδα)	35	557.685	140.005	597.994	(1.121.705)
Αποσβέσεις		(5.199.328)	(4.990.026)	(4.631.947)	(4.541.018)
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	34	1.814	2.165	513	2.093
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	34	(8.709.192)	(8.346.021)	(8.337.731)	(8.093.022)
Αποτελέσματα Επενδυτικών Δραστηριοτήτων	36	(827.150)	1.098.418	(5.155.928)	6.375.573
Κέρδη/ (Ζημιές) από Συγγενείς Επιχειρήσεις	12	766.504	237.453	0	0
Ζημιά από επανεκτίμηση ακινήτων	10	(326.000)	(378.000)	0	0
Κέρδη/ (Ζημιές) προ φόρων		(8.580.098)	7.002.199	(14.189.501)	12.561.581
Φόρος εισοδήματος	37	0	0	0	0
Αναβαλλόμενος Φόρος	37	3.933.155	(4.585.118)	2.294.348	(3.774.366)
Διαφορές φορολογικού ελέγχου	37	0	0	0	0
Κέρδη/ (Ζημιές) μετά φόρων		(4.646.935)	2.417.081	(11.895.153)	8.787.214
Λοιπά Συνολικά Έσοδα					
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους		(4.646.935)	2.417.081	(11.895.153)	8.787.214
Ποσά που δεν αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων:					
Αποθεματικό από αναπροσαρμογή αξίας παγίων		0	(619.209)	0	(619.209)
Αναλογιστικά Κέρδη/ (Ζημιές)		(120.565)	(44.566)	(108.407)	(69.329)
Αναβαλλόμενος Φόρος Αναλογιστικών Κερδών		34.964	0	31.438	0
Φόροι σχετιζόμενοι με στοιχεία των λοιπών συνολικών εσόδων που δεν αναταξινομούνται		279.026	579.686	279.026	586.868
Ποσά που αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων:					
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του εξωτερικού		(16.646)	(59.850)	0	0
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού:					
- κέρδη/ (ζημιές) τρέχουσας περιόδου		0	0	0	0
- αναταξινόμηση στα αποτελέσματα		0	0	0	0
Μερίδιο στα λοιπά συνολικά έσοδα των επενδύσεων που ενοποιούνται με τη μέθοδο της καθαρής θέσης:					
- κέρδη/ (ζημιές) τρέχουσας περιόδου		0	(495.451)	0	0
- αναταξινόμηση στα αποτελέσματα		0	0	0	0
Λοιπά συνολικά έσοδα περιόδου μετά φόρων		176.779	(639.390)	202.058	(101.670)
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα		(4.470.156)	1.777.691	(11.693.096)	8.685.545
Κέρδη/ (Ζημιές) μετά φόρων αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες της μητρικής		(3.806.441)	1.820.168	(11.895.153)	8.787.215
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(840.494)	596.912	0	0
Συγκεντρωτικά Συνολικά Αποτελέσματα αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες της μητρικής		(4.467.824)	1.188.402	(11.693.096)	8.685.545
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(2.332)	589.289	0	0
Κέρδη ανά μετοχή					
Κέρδη Ανά Μετοχή Από Συνεχιζόμενες Δραστηριότητες					
Αποδιδόμενα σε ιδιοκτήτες της μητρικής		(3.806.441)	1.820.168	(11.895.153)	8.787.215
Αριθμός Μετοχών	40	245.497.164	232.383.768	245.497.164	232.383.768
Κέρδη ανά μετοχή		(0,0155)	0,0078	(0,0485)	0,0378
Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων		5.713.254	19.378.210	3.935.591	18.817.955

1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

(ποσά σε €)		Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31/12/2015	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημ				
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ					
Ενσώματα Πάγια	12.1	27.849.067	43.461.510	27.769.059	31.152.032
Επενδύσεις σε ακίνητα	12.2	9.002.000	11.392.000		0
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	12.4	453.097	422.595	453.097	392.929
Επενδύσεις σε θυγατρικές	12.5	0	0	17.753.373	22.992.046
Επενδύσεις σε Συνδεδεμένες	12.5	2.051.621	0	5.389.963	0
Επενδύσεις Διαθέσιμες Προς Πώληση	12.6	240.416	901.107	241.451	241.451
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	12.7	250.275	1.453.117	250.275	203.109
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	12.8	88.823	108.775		0
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	12.9	14.090.918	43.552.591	14.090.918	43.552.591
		54.026.217	101.291.696	65.948.135	98.534.157
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	12.9.1	109.487.386	62.430.330	109.487.386	62.430.330
Αποθέματα	12.10	5.929.186	7.078.388	5.785.994	4.889.995
Απαιτήσεις από Εμπορικές Δραστηριότητες	12.11	20.598.911	32.663.160	20.132.250	18.820.910
Λοιπές Απαιτήσεις & Προκαταβολές	12.12	10.521.491	9.689.116	10.436.732	5.072.326
Επενδύσεις κατεχόμενες για Εμπορικούς Σκοπούς	12.13				
		51.684	82.248	51.684	33
Διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθεσίμων	12.14	6.515.889	18.727.765	5.817.303	13.327.180
		153.104.546	130.671.008	151.711.347	104.540.775
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ		207.130.763	231.962.704	217.659.483	203.074.932
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό Κεφάλαιο	12.15	61.270.555	61.270.555	61.270.555	61.270.555
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		13.168.901	13.168.902	13.168.901	13.168.902
Αποθεματικά	12.16	36.804.837	36.626.131	35.173.696	35.173.696
Αποθεματικά Εύλογης Αξίας Παγίων		8.105.955	10.814.018	6.842.393	9.353.347
Αποθεματικά Εύλογης Αξίας	12.17	-175.318	13.438		0
Συναλλαγματικές Διαφορές		35.413	-10.848		0
Αδιανέμητα κέρδη		-115.764.516	-105.146.368	-101.377.953	-99.009.262
Ίδια Κεφάλαια αποδοδόμενα στους Μετόχους της Μητρικής		3.445.828	16.735.828	15.077.592	19.957.238
Μη ελέγχουσες συμμετοχές (β)		160.277	11.920.837	0	0
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων		3.606.105	28.656.665	15.077.592	19.957.238
Μη Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Δάνεια Τραπεζών	12.18	101.852.327	111.771.785	101.846.985	101.965.853
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις		7.893.740	10.894.387	6.834.501	7.182.186
Παροχές σε Εργαζομένους	12.19	1.388.796	1.365.948	1.388.796	1.138.986
Έσοδα επομένων χρήσεων/Επιχορηγήσεις	12.20	968.175	1.784.788	968.175	1.784.788
		112.103.037	125.816.909	111.038.456	112.071.813
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Εμπορικοί και άλλοι Πιστωτές	12.21	71.489.649	34.093.242	71.012.866	62.246.191
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	12.18	10.974.348	23.614.632	10.965.191	4.952.197
Τρέχουσες Φορολογικές Υποχρεώσεις	12.22	1.942.960	1.057.654	1.639.056	752.084
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	12.23	2.559.786	4.786.100	3.471.445	3.095.409
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Πληρωτέες την Επόμενη Χρήση	12.18	4.454.877	13.937.500	4.454.877	0
		91.421.620	77.489.129	91.543.434	71.045.881
Συνολικές Υποχρεώσεις		203.524.657	203.306.037	202.581.890	183.117.694
ΣΥΝΟΛΟ ΊΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		207.130.762	231.962.703	217.659.481	203.074.932

2. Κατάσταση Συνολικών Εσόδων

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ		
	Τρεχ.Περίοδος 01/01- 31/12/2015	Συγκρ.Περίοδος 01/01- 31/12/2014	Τρεχ.Περίοδος 01/01- 31/12/2015	Συγκρ.Περίοδος 01/01- 31/12/2014	
(ποσά σε €)					
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων 31.12.2014	12.9	-105.982.921	-96.940.372	-105.982.921	-96.934.578
Αγορές Κατά την Διάρκεια της Χρήσης	12.9	-17.847.701	-8.229.718	-17.766.801	-8.220.275
Πωλήσεις Κατά την Διάρκεια της Χρήσης	12.9	112.921.928	101.509.137	112.897.183	101.508.668
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων 31.12.2015	12.9	123.578.304	105.982.921	123.578.304	105.982.921
Κέρδη Ζημιές από μεταβολές στην Εύλογη Αξία των Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων 31/12/2014		112.669.610	102.321.968	112.725.765	102.336.737
Πωλήσεις Εμπορευμάτων & Λοιπού Υλικού	13	29.253.044	17.986.602	27.051.825	15.689.340
Πωλήσεις Ιχθυοτροφών	13	6.515.177	16.147.003	426.492	653.505
Πωλήσεις Υψηραίων	13	638	27.749	21.085	29.749
Κόστος πωληθέντων Εμπορευμάτων και υπηρεσιών		-29.103.583	-29.038.007	-25.651.351	-15.554.740
Κόστος Αναλύσεων Α' & Β' υλών		-59.707.096	-46.231.747	-65.431.785	-54.146.371
Αμοιβές και Έξοδα προσωπικού		-16.398.245	-15.345.310	-14.693.648	-13.907.473
Αμοιβές Τρίτων & Παροχές Τρίτων		-18.663.375	-13.865.403	-16.755.608	-11.749.186
Λοιπά Έξοδα		-11.055.123	-11.524.144	-10.237.082	-10.195.172
Άλλα Έσοδα/(Έξοδα)	13.2	-1.926.382	-440.413	-1.650.548	-860.440
Αποσβέσεις		-4.397.404	-3.288.948	-3.601.512	-2.564.939
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	13.1	127.402	7.199.749	41.224	7.085.739
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	13.1	-8.344.384	-13.003.083	-6.445.149	-10.360.162
Αποτελέσματα Επενδυτικών Δραστηριοτήτων		-7.069.553	-170.595	51.651	-451.902
Κέρδη (Ζημιές) από Συνδεδεμένες Εταιρίες		139.096	-11.652		0
Ζημιά από επανεκτίμηση ακινήτων		-2.390.000	-4.915.890		-3.684.577
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα		0	42.000.000		42.000.000
Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων		-10.350.179	47.847.877	-4.148.643	44.320.107
Φόρος εισοδήματος	18	-1.151.385	-934.685	0	0
Αναβαλλόμενος Φόρος Εισοδήματος	18	373.204	-389.316	-62.556	-783.878
Διαφορές φορολογικού ελέγχου	18	-378.727	0	-184.519	0
Κέρδη / (Ζημιές) μετά φόρων από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		-11.507.087	46.523.877	-4.395.718	43.536.230
Κέρδη / (Ζημιές) μετά φόρων από διακοπείσες δραστηριότητες			0	0	0
Κέρδη / (Ζημιές) περιόδου μετά φόρων		-11.507.087	46.523.877	-4.395.718	43.536.230
Λοιπά Συνολικά Έσοδα					
Ποσά που δεν αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων:					
Αποθεματικό από αναπροσαρμογή αξίας παγίων		-626.821	17.362.345	-626.821	12.639.658
Αναλογιστικά Κέρδη/ (Ζημιές)		-246.088	-240.476	-246.088	-240.476
Έξοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου		-21.160	-636.658	-21.160	-636.658
Φόροι σχετιζόμενοι με στοιχεία των λοιπών συνολικών εσόδων που δεν αναταξινομούνται		399.523	-4.247.631	410.241	-3.058.256
Ποσά που αναταξινομούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων:					
Συναλλαγματικές διαφορές μετατροπής επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του εξωτερικού		51.781	-7.534		
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού :					
- κέρδη / (ζημιές) τρέχουσας περιόδου		-235.967	-121.390		
- αναταξινόμηση στα κέρδη ή στις ζημιές περιόδου		-27.495	27.300		
Λοιπά συνολικά έσοδα περιόδου μετά φόρων		-706.227	12.135.956	-483.828	8.704.268
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα Από Συνεχιζόμενες Δραστηριότητες		-12.213.314	58.659.833	-4.879.546	52.240.498
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα Από Διακοπείσες Δραστηριότητες		0	0	0	0
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα		-12.213.314	58.659.833	-4.879.546	52.240.498

1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)		Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010
(ποσά σε €)					
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
	Σημ				
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ					
Ενσώματα Πάγια	8.7	41.357.935	58.034.027	12.679.851	13.854.811
Επενδύσεις σε ακίνητα	8.8	13.176.697	16.058.697	0	0
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	8.10.1	674.170	779.566	390.348	391.450
Υπεράσια επιχειρήσεων	8.10.2	2.259.847	4.391.506	0	0
Επενδύσεις σε θυγατρικές	8.11	0	0	26.958.635	33.051.741
Επενδύσεις σε Συνδεδεμένες	8.11	11.248.193	16.367.566	13.351.269	14.592.269
Επενδύσεις Διαθέσιμες Προς Πώληση	8.12	1.578.895	2.433.485	0	0
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	8.13	4.301.468	5.310.773	1.780.936	963.850
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	8.14	1.815.842	2.285.709	145.314	1.801.457
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	8.15	42.142.536	32.130.310	27.790.622	22.572.160
		118.555.583	137.791.639	83.096.975	87.227.738
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Βιολογικά Περιουσιακά Στοιχεία	8.15	84.715.557	137.329.004	48.661.053	79.157.365
Αποθέματα	8.16	8.133.054	5.603.692	2.647.724	2.318.903
Απαιτήσεις από Εμπορικές Δραστηριότητες	8.17	35.048.630	35.520.789	20.099.450	23.465.973
Λοιπές Απαιτήσεις & Προκαταβολές	8.18.1 & 8.18.2	21.143.975	24.103.370	11.822.888	13.051.132
Επενδύσεις κατεχόμενες για Εμπορικούς Σκοπούς	8.19	82.284	82.284	69	69
Διαθέσιμα και ισοδύναμα διαθέσιμων	8.20	5.987.955	9.985.985	3.671.187	2.765.648
		155.111.455	212.625.123	86.902.371	120.759.091
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ		273.667.038	350.416.762	169.999.346	207.986.829
ΊΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό Κεφάλαιο	8.21	29.281.594	29.281.594	29.281.594	29.281.594
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	8.21.2	17.674.828	17.674.828	17.674.828	17.674.828
Ίδιες Μετοχές	8.21.2	0	0	0	0
Αποθεματικά	8.21.2	13.007.666	13.008.004	11.593.817	11.593.817
Αποθεματικά Αντισταθμικής ροών	8.21.2	0	-453.017	0	-453.017
Αποθεματικά Εύλογης Αξίας	8.21.2	-64.913	-224.811	0	0
Συναλλαγματικές Διαφορές	8.21.2	-2.994.206	-1.611.868	0	0
Αδιανέμητα κέρδη	8.21.2	-33.078.026	7.393.467	-21.703.602	10.884.077
		23.826.943	65.068.197	36.846.637	68.981.299
Ίδια Κεφάλαια αποδιδόμενα στους Μετόχους της Μητρικής		23.826.943	65.068.197	36.846.637	68.981.299
Μη ελέγχουσες συμμετοχές (β)		14.341.414	23.728.811	0	0
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων		38.168.357	88.797.008	36.846.637	68.981.299
Μη Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Δάνεια Τραπεζών	8.22	93.905.468	113.289.211	34.794.874	45.688.212
Άλλες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	8.23.1	2.291.963	4.197.629	0	0
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	8.14	10.087.347	16.443.239	4.507.048	9.050.050
Παροχές σε Εργαζομένους	8.23.2	989.438	971.441	525.973	476.566
Έσοδα επομένων χρήσεων/Επιχορηγήσεις	8.23.3	3.470.790	9.645.767	875.241	1.058.619
Προβλέψεις		0	379.683	0	0
		110.745.006	144.926.970	40.703.136	56.273.447
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Εμπορικοί και άλλοι Πιστωτές	8.24	26.707.862	25.968.712	38.541.570	37.596.025
Βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις	8.22	68.255.981	77.290.708	37.247.034	39.862.658
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Μέσα	8.28	1.182.732	453.017	1.182.732	453.017
Τρέχουσες Φορολογικές Υποχρεώσεις	8.25	992.103	1.357.362	307.422	391.793
Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	8.26	4.462.044	4.435.406	1.955.030	1.404.263
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις Πληρωτέες την Επόμενη Χρήση	8.22	23.152.953	7.187.579	13.215.785	3.024.327
		124.753.675	116.692.784	92.449.573	82.732.083
Συνολικές Υποχρεώσεις		235.498.681	261.619.754	133.152.709	139.005.530
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		273.667.038	350.416.762	169.999.346	207.986.829

2. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένα, εταιρεία)		ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
(ποσό εκφρασμένο σε ευρώ)		Τρέχουσα Περίοδος	Συγκρίσιμη Περίοδος	Τρέχουσα Περίοδος	Συγκρίσιμη Περίοδος
		01/01-31/12/2011	01/01-31/12/2010	01/01-31/12/2011	01/01-31/12/2010
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων 31.12.2010	Σημ				
8.15		-167.551.308	-160.648.635	-101.729.525	-92.422.486
Αγορές Κατά την Διάρκεια της Χρήσης	8.15	-753.419	-725.271	-2.453.876	-1.664.708
Πωλήσεις Κατά την Διάρκεια της Χρήσης	8.29	92.700.902	82.982.326	66.552.715	52.041.995
Εύλογη Αξία Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων 31.12.2011	8.15	126.858.093	167.551.308	76.451.675	101.729.525
Κέρδη Ζημιές από μεταβολές στην Εύλογη Αξία των Βιολογικών περιουσιακών στοιχείων 31/12/2011	8.15	51.254.268	89.159.728	38.820.989	59.684.326
Πωλήσεις Εμπορευμάτων & Λοιπού Υλικού	8.29	24.247.708	24.705.603	36.567.347	40.797.268
Πωλήσεις Ιχθυοτροφών	8.29	11.025.455	11.058.262	0	0
Πωλήσεις Υψηροσίων	8.29	730.584	244.017	239.530	209.405
Κόστος πωληθέντων Εμπορευμάτων και υπηρεσιών		-25.044.809	-24.304.437	-33.270.378	-37.503.493
Κόστος Αναλώσεων Α' & Β' υλών		-41.159.490	-40.452.905	-29.690.241	-27.265.329
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού		-15.481.367	-15.048.998	-9.969.681	-10.217.463
Αμοιβές Τρίτων & Ποροχές Τρίτων		-15.198.193	-15.793.169	-10.982.932	-10.377.965
Λοιπά Έξοδα		-10.148.837	-11.344.765	-6.573.714	-6.731.557
Άλλα Έσοδα(Έξοδα)	8.31	-3.840.557	239.945	-4.407.881	-373.935
Αποσβέσεις		-4.341.494	-4.785.671	-1.548.786	-1.686.888
Χρηματοοικονομικά Έσοδα	8.30	181.970	530.626	48.159	334.338
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	8.30	-13.141.197	-11.135.630	-5.962.029	-5.955.335
Αποτελέσματα Επενδυτικών Δραστηριοτήτων		-4.286.365	-1.297.347	-1.328.946	-714.023
Κέρδη (Ζημιές) από Συνδεδεμένες Εταιρίες		-3.817.953	-15.216	0	8.400
Κέρδη/Ζημιές από Πώληση Συμμετοχών		-193.397	0	-7.415.975	0
Απεριμύηση Επενδυτικών Ακινήτων		-2.882.000	0	0	0
Κέρδη / (Ζημιές) προ φόρων	8.35	-52.096.674	1.760.043	-35.474.538	207.749
Φόροι		5.839.638	-1.085.510	2.886.859	-67.718
Κέρδη / (Ζημιές) μετά φόρων από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		-46.257.036	674.533	-32.587.679	140.031
Κέρδη / (Ζημιές) μετά φόρων από διακοπείσες δραστηριότητες		-3.431.326	-2.427.878	0	0
Κέρδη / (Ζημιές) περιόδου μετά φόρων		-49.688.362	-1.753.345	-32.587.679	140.031
Κέρδη/(Ζημιές) μετά φόρων αποδιδόμενα σε :					
Ιδιοκτήτες της μητρικής :					
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		-37.396.687	706.324		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από διακοπείσες δραστηριότητες		-1.715.663	-1.213.939		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		-39.112.350	-507.615		
Μη ελέγχουσες συμμετοχές:					
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		-8.860.349	-31.791		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από διακοπείσες δραστηριότητες		-1.715.663	-1.213.939		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης αποδιδόμενα στους μετόχους της μειοψηφίας		-10.576.012	-1.245.730		
Κέρδη / (Ζημιές) ανά μετοχή αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής	8.36	-1.3357	-0,0173	-1,1130	0,0050
Λοιπά Συνολικά Έσοδα					
Συνολλαγματικές διαφορές από τη μετατροπή των οικονομικών καταστάσεων επιχειρησιακών δραστηριοτήτων του εξωτερικού		-1.485.343	182.718		
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού		0	-37.403		
Ανταποθιβάσιμα ταμειακών ροών		607.237	315.703	453.017	315.703
Αναγνώριση μεταβολών συγγενών απευθείας στα ίδια κεφάλαια		0	0		
Αποθεματικά εύλογης αξίας		0	354.009		
Φόροι εισοδήματος στοιχείων των λοιπών συνολικών εσόδων		0	0		
Λοιπά συνολικά έσοδα περιόδου μετά φόρων		-878.106	815.027	453.017	315.703
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ		-50.566.468	-938.318	-32.134.662	455.734
Συγκεντρωτικά Συνολικά Αποτελέσματα αποδιδόμενα σε :					
Ιδιοκτήτες της μητρικής :					
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		-38.166.109	1.498.476		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από διακοπείσες δραστηριότητες		-1.715.663	-1.213.939		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		-39.881.772	284.537		
Μη ελέγχουσες συμμετοχές:					
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από συνεχιζόμενες δραστηριότητες		-8.969.033	-8.916		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης από διακοπείσες δραστηριότητες		-1.715.663	-1.213.939		
Κέρδη / (Ζημιές) χρήσης αποδιδόμενα στους μετόχους της μειοψηφίας		-10.684.696	-1.222.855		
Κέρδη / (Ζημιές) ανά μετοχή από συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα, αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		-1,3620	0,0097	-1,0970	0,0160

ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ

(ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)

Ποσά σε Ευρώ	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		01/01/2019- 31/12/2019	01/01/2018- 31/12/2018	01/01/2019- 31/12/2019	01/01/2018- 31/12/2018
Πωλήσεις	4.3	88.581.705,76	80.219.122,40	67.909.238,18	58.850.125,67
Κόστος Πωληθέντων	4.5	-52.017.522,09	-49.713.080,56	-39.323.585,55	-36.012.975,78
Μικτό Κέρδος		36.564.183,67	30.506.041,84	28.585.652,63	22.837.149,89
Λειτουργικά έξοδα - έσοδα (καθαρά)					
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας	4.5	-6.188.047,41	-4.938.877,39	-5.300.606,39	-3.985.419,49
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης	4.5	-26.447.335,77	-23.955.333,25	-19.726.074,47	-17.247.538,07
Έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	4.5	-237.621,86	-	-237.621,86	-
Λοιπά έσοδα	4.4	807.976,96	671.343,56	886.437,11	811.940,47
Λοιπά έξοδα	4.4	-112.737,55	-148.127,45	-80.380,47	-69.756,33
Σύνολο λειτουργικών εξόδων/ (εσόδων)		-32.177.765,63	-28.370.994,53	-24.458.246,08	-20.490.773,42
Λειτουργικά κέρδη/(ζημιές)		4.386.418,04	2.135.047,31	4.127.406,55	2.346.376,47
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων (ΕΒΙΤΔΑ)		12.631.085,01	9.457.661,66	9.361.062,39	7.513.189,73
Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα		-3.632.589,79	-3.449.486,49	-2.626.705,58	-2.721.569,23
Κέρδη/(Ζημιές) προ φόρων		753.828,25	-1.314.439,18	1.500.700,97	-375.192,76
Φόρος εισοδήματος	4.22	-375.262,17	-	-319.290,20	-
Αναβαλλόμενος φόρος	4.22	-558.540,56	453.056,38	-508.410,36	773.179,34
Κέρδη/(Ζημιές) περιόδου μετά από φόρους (Α)		-179.974,48	-861.382,80	673.000,41	397.986,58
Κατανέμονται σε :					
Ιδιοκτήτες μητρικής		-41.806,11	-663.717,07	673.000,41	397.986,58
Δικαιώματα Μειοψηφίας		-138.168,37	-197.665,73	-	-
Καθαρά κέρδη/(ζημιές) μετά το φόρο εισοδήματος που αναγνωρίστηκαν στην κατάσταση αποτελεσμάτων		-179.974,48	-861.382,80	673.000,41	397.986,58
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους					
Λοιπά αποτελέσματα Αναλογιστικά κέρδη προγραμμάτων καθορισμένων παροχών		28.479,74	-	47.485,00	-
Φόρος εισοδήματος		-6.835,14	-	-11.396,40	-
Κέρδος/(ζημιά) αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων		-	-	-2.160.000,00	-
Φόρος εισοδήματος		-	-	518.400,00	-
Συναλλαγματικές διαφορές από μετατροπή		14.237,00	1.264,13	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους		35.881,60	1.264,13	-1.605.511,40	-
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους		-144.092,88	-860.118,67	-932.510,99	397.986,58
Ιδιοκτήτες μητρικής		-1.204,64	-662.546,86	-932.510,99	397.986,58
Δικαιώματα Μειοψηφίας		-142.888,24	-197.571,81	-	-

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

(ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)

ΟΜΙΛΟΣ

Ποσά σε Ευρώ	ΣΗΜ.	31/12/2019	31/12/2018
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού			
Ενσώματα πάγια	<u>4.6</u>	74.414.272,20	77.117.489,98
Άυλα στοιχεία του ενεργητικού	<u>4.6</u>	1.164.992,00	1.258.374,24
Δικαιώματα χρήσης παγίων	<u>4.7</u>	4.262.622,68	
Υπεραξία		849.000,00	849.000,00
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες Επιχειρήσεις		-	-
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις		-	-
Απαιτήσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης (μακροπρόθεσμο μέρος)	<u>4.7</u>	454.851,03	
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	<u>4.9</u>	323.248,96	322.217,20
Σύνολο μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		81.468.986,87	79.547.081,42
Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία			
Αποθέματα	<u>4.10</u>	4.251.311,98	3.745.290,52
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	<u>4.11</u>	27.695.378,56	26.366.328,87
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων	<u>4.12</u>	3.808.745,00	3.566.231,79
Απαιτήσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης	<u>4.7</u>	55.456,63	
Έξοδα Επομένων χρήσεων		397.852,04	223.472,11
Ταμειακά διαθέσιμα	<u>4.13</u>	11.346.176,93	13.600.826,39
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		47.554.921,14	47.502.149,68
Σύνολο Ενεργητικού		129.023.908,01	127.049.231,10
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις			
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	<u>4.14</u>	3.897.168,00	3.897.168,00
Ίδιες Μετοχές	<u>4.14</u>	-494.908,06	-494.908,06
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	<u>4.14</u>	13.412.164,40	13.412.164,40
Λοιπά Αποθεματικά	<u>4.15</u>	15.717.277,74	15.716.926,46
Σύνολο		32.531.702,08	32.531.350,80
Αποτελέσματα εις νέον		-8.000.659,17	-7.988.818,69
Ίδια Κεφάλαια		24.531.042,91	24.542.532,11
Δικαιώματα Μειοψηφίας		1.134.504,38	1.265.844,12
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων		25.665.547,29	25.808.376,23
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	<u>4.16</u>	41.873.506,27	46.485.641,19
Υποχρεώσεις Μισθώσεων	<u>4.7</u>	3.393.237,56	
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	<u>4.17</u>	3.669.255,35	3.097.554,58
Διάφορες προβλέψεις	<u>4.18</u>	1.328.534,62	1.233.408,76
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	<u>4.19</u>	263.332,54	750.492,57
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		50.527.866,34	51.567.097,10
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές εμπορικές υποχρεώσεις	<u>4.20</u>	29.117.195,62	27.265.647,15
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	<u>4.16</u>	12.875.010,42	13.718.101,89
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	<u>4.22</u>	1.265.625,52	1.607.906,07
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	<u>4.16</u>	5.363.592,80	4.945.436,23
Λοιπές βραχυπρ. υποχρεώσεις χρηματοδ. χαρακτήρα	<u>4.7</u>	1.613.495,22	-
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	<u>4.21</u>	1.447.917,25	941.300,09
Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	<u>4.21</u>	1.147.657,55	1.195.366,34
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		52.830.494,38	49.673.757,77
Σύνολο Υποχρεώσεων		103.358.360,72	101.240.854,87
Σύνολο Παθητικού		129.023.908,01	127.049.231,10

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ

(ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)

ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

		01/01-31/12/2017	01/01-31/12/2016	01/01-31/12/2017	01/01-31/12/2016
	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
Ποσά σε Ευρώ					
Πωλήσεις	4.1	75.440.322,22	76.063.563,09	54.433.301,68	55.572.704,63
Κόστος Πωληθέντων		(46.057.487,06)	(44.532.456,11)	(33.099.767,99)	(32.348.662,80)
Μικτό Κέρδος		29.382.835,16	31.531.106,98	21.333.533,69	23.224.041,83
Λειτουργικά έξοδα - έσοδα (καθαρά)					
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	4.2	507.715,79	500.786,19	642.580,64	709.527,37
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας		(5.130.097,41)	(5.940.499,59)	(3.995.627,73)	(4.885.250,42)
Έξοδα Ερευνών		(38.399,13)	(69.180,45)	(38.399,13)	(69.180,45)
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης		(23.833.917,31)	(28.510.364,58)	(17.168.768,41)	(21.974.804,87)
Σύνολο Λειτουργικών εξόδων/ (εσόδων)		(28.494.698,06)	(34.019.258,43)	(20.560.214,63)	(26.219.708,37)
Λειτουργικά κέρδη		888.137,10	(2.488.151,45)	773.319,06	(2.995.666,54)
Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	4.5	(3.689.661,86)	(4.023.197,29)	(2.851.307,49)	(3.283.296,08)
Λοιπά Έσοδα/(Έξοδα) από μη λειτουργικές δραστηριότητες		-	-	-	-
Κέρδη προ φόρων		(2.801.524,76)	(6.511.348,74)	(2.077.988,43)	(6.278.962,62)
Φόρος εισοδήματος	4.4	359.896,65	1.796.575,72	602.616,64	1.820.899,16
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους (Α)		(2.441.628,11)	(4.714.773,02)	(1.475.371,79)	(4.458.063,46)
Κατανέμονται σε :					
Ιδιοκτήτες μητρικής		(2.312.594,71)	(4.666.801,06)	(1.475.371,79)	(4.458.063,46)
Δικαιώματα Μειοψηφίας		(129.033,40)	(47.971,96)	-	-
i) Μετακυλιόμενα στα αποτελέσματα					
Συναλλαγματικές διαφορές		82.374,00	20.548,67	-	-
ii) Μη μετακυλιόμενα στα αποτελέσματα					
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές)		-	-	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)		82.374,00	20.548,67	-	-
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα/ έξοδα μετά από φόρους (Α+ Β)		(2.359.254,11)	(4.694.224,35)	(1.475.371,79)	(4.458.063,46)
Ιδιοκτήτες μητρικής		(2.236.340,62)	(4.647.896,28)	-	-
Δικαιώματα Μειοψηφίας		(122.913,49)	(46.328,07)	-	-
Κέρδη ανά μετοχή που αναλογούν στους μετόχους της Μητρικής	4.9	(0,2428)	(0,4819)	(0,1523)	(0,4603)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	4.6	8.561.130,31	6.014.827,33	6.339.278,91	3.385.074,94

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

(ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)

ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ

<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	<i>ΣΗΜ.</i>	<u>31/12/2017</u>	<u>31/12/2016</u>
<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>			
Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού			
Ασώματες Ακίνητοποιήσεις	4.8	604.699,44	824.699,42
Ενώματες Ακίνητοποιήσεις	4.8	51.115.715,19	51.895.397,11
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	4.10	12.987.325,99	12.027.325,99
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	4.11	76.533,22	77.148,13
Σύνολο μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		64.784.273,84	64.824.570,65
Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία			
Αποθέματα	4.12	1.860.195,12	1.536.239,13
Πελάτες και λοιποί χρεώστες	4.13	23.392.224,97	34.288.067,46
Χρεόγραφα		1.999.805,94	5.145,00
Έξοδα Επομένων χρήσεων		417.846,35	160.416,12
Ταμειακά διαθέσιμα & ταμειακά ισοδύναμα	4.17	14.520.675,70	9.845.040,89
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		42.190.748,08	45.834.908,60
Σύνολο Ενεργητικού		106.975.021,92	110.659.479,25
<u>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</u>			
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις			
Ίδια Κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	4.18	(3.897.168,00)	(3.897.168,00)
Ίδιες Μετοχές	4.18	491.303,36	96.314,92
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		(13.412.164,40)	(13.412.164,40)
Λοιπά Αποθεματικά		(15.572.616,79)	(15.572.616,79)
Σύνολο		(32.390.645,83)	(32.785.634,27)
Αποτελέσματα περιόδου		1.475.371,79	4.458.063,46
Υπόλοιπο κερδών εις νέον		(2.741.958,08)	(7.200.021,54)
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		(33.657.232,12)	(35.527.592,35)
Δικαιώματα Μειοψηφίας			
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		(33.657.232,12)	(35.527.592,35)
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	4.19	(45.000.000,00)	(20.070.979,34)
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	4.26	(2.495.020,40)	(3.097.637,04)
Διάφορες προβλέψεις	4.20	(966.346,00)	(936.436,47)
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.21	(1.106.852,54)	(1.553.612,54)
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		(49.568.218,94)	(25.658.665,39)
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιποί πιστωτές	4.23	(15.516.784,86)	(18.215.369,59)
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	4.22	(4.868.918,48)	(20.754.694,80)
Λοιπές βραχυπρ. υποχρεώσεις χρηματοδ. χαρακτήρα	4.22	-	(5.447.978,93)
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		(1.808.391,86)	(1.248.039,84)
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	4.19	-	(2.421.487,58)
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.24	(1.555.475,66)	(1.385.650,77)
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		(23.749.570,86)	(49.473.221,51)
Σύνολο Υποχρεώσεων		(73.317.789,80)	(75.131.886,90)
Σύνολο Παθητικού		(106.975.021,92)	(110.659.479,25)

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)

Ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

		01/01-31/12/2015	01/01-31/12/2014	01/01-31/12/2015	01/01-31/12/2014
Ποσά σε Ευρώ	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
Πωλήσεις	4.1	77.304.097,61	76.232.346,96	59.934.663,73	61.690.015,12
Κόστος Πωληθέντων		(45.621.925,64)	(43.310.306,01)	(34.771.877,79)	(34.925.770,63)
Μικτό Κέρδος		31.682.171,97	32.922.040,95	25.162.785,94	26.764.244,49
Λειτουργικά έξοδα - έσοδα (καθαρά)					
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	4.2	854.328,77	652.884,31	798.262,74	864.908,59
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας		(5.212.173,76)	(4.824.468,27)	(4.258.862,42)	(3.927.317,92)
Έξοδα Ερευνών		(58.129,31)	(79.537,21)	(58.129,31)	(79.537,21)
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης		(22.230.192,39)	(22.474.470,71)	(16.889.975,48)	(18.514.633,29)
Σύνολο Λειτουργικών εξόδων/ (εσόδων)		(26.646.166,69)	(26.725.591,88)	(20.408.704,47)	(21.656.579,83)
Λειτουργικά κέρδη		5.036.005,28	6.196.449,07	4.754.081,47	5.107.664,66
Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	4.5	(4.580.955,85)	(4.355.746,14)	(3.698.093,22)	(3.584.221,99)
Λοιπά Έσοδα/(Έξοδα) από μη λειτουργικές δραστηριότητες		-	(83.090,88)	-	-
Κέρδη προ φόρων		455.049,43	1.757.612,05	1.055.988,25	1.523.442,67
Φόρος εισοδήματος	4.4	(1.242.522,13)	(727.030,83)	(986.344,17)	(509.103,95)
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους (Α)		(787.472,70)	1.030.581,22	69.644,08	1.014.338,72
Κατανέμονται σε :					
Ιδιοκτήτες μητρικής		(486.850,66)	1.020.828,73	69.644,08	1.014.338,72
Δικαιώματα Μειοψηφίας		(300.622,04)	9.752,49	-	-
i) Μετακυλιόμενα στα αποτελέσματα					
Συναλλαγματικές διαφορές		(136.647,36)	-	-	-
ii) Μη μετακυλιόμενα στα αποτελέσματα					
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές)		-	(165.899,31)	-	(145.497,44)
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)		(136.647,36)	(165.899,31)	-	(145.497,44)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα/ έξοδα μετά από φόρους (Α+ Β)		(924.120,06)	864.681,91	69.644,08	868.841,28
Ιδιοκτήτες μητρικής		(612.566,23)	854.929,42	-	-
Δικαιώματα Μειοψηφίας		(311.553,83)	9.752,49	-	-
Κέρδη ανά μετοχή που αναλογούν στους μετόχους της Μητρικής	4.9	(0,0500)	0,1048	0,0071	0,1041
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	4.6	13.292.144,13	13.962.777,07	11.194.598,58	11.057.293,47

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)

Ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Ποσά σε Ευρώ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού

	<i>ΣΗΜ.</i>	<i>31/12/2015</i>	<i>31/12/2014</i>
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	4.8	55.599.613,14	54.136.690,07
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	4.10	12.027.325,99	12.027.325,99
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		76.980,88	93.610,57
Σύνολο μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		67.703.920,01	66.257.626,63
Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία			
Αποθέματα	4.12	1.212.184,97	1.198.531,93
Πελάτες και λοιποί χρεώστες	4.13	42.459.646,60	40.956.075,22
Χρεόγραφα		5.145,00	5.145,00
Έξοδα Επομένων χρήσεων		140.457,59	128.694,75
Ταμειακά διαθέσιμα & ταμειακά ισοδύναμα	4.17	8.308.332,95	1.379.528,31
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		52.125.767,11	43.667.975,21
Σύνολο Ενεργητικού		119.829.687,12	109.925.601,84

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις

Ίδια Κεφάλαια

Μετοχικό κεφάλαιο	4.18	(3.897.168,00)	(3.897.168,00)
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		(13.412.164,40)	(13.412.164,40)
Λοιπά Αποθεματικά		(15.569.134,59)	(15.477.558,67)
Σύνολο		(32.878.466,99)	(32.786.891,07)
Αποτελέσματα περιόδου		(69.644,08)	(1.014.338,72)
Υπόλοιπο κερδών εις νέον		(7.231.288,86)	(6.313.720,27)
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		(40.179.399,93)	(40.114.950,06)
Δικαιώματα Μειοψηφίας			
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		(40.179.399,93)	(40.114.950,06)

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	4.19	(20.358.689,50)	(16.234.390,00)
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις		(4.918.536,20)	(4.553.172,46)
Διάφορες προβλέψεις	4.20	(904.308,27)	(955.790,58)
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.21	(33.639,08)	(624.278,71)
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		(26.215.173,05)	(22.367.631,75)

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Προμηθευτές και λοιποί πιστωτές	4.23	(16.476.045,05)	(17.325.129,15)
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	4.22	(24.840.570,86)	(20.031.589,52)
Λοιπές βραχυπρ. υποχρεώσεις χρηματοδ. χαρακτήρα	4.22	(5.804.562,63)	(4.085.742,31)
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		(2.127.461,39)	(1.680.153,97)
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	4.19	(2.397.148,15)	(2.766.660,00)
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.24	(1.789.326,06)	(1.553.745,08)
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		(53.435.114,14)	(47.443.020,03)
Σύνολο Υποχρεώσεων		(79.650.287,19)	(69.810.651,78)
Σύνολο Παθητικού		(119.829.687,12)	(109.925.601,84)

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)
Ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

		01/01-31/12/2013	01/01-31/12/2012	01/01-31/12/2013	01/01-31/12/2012
Ποσά σε Ευρώ	ΣΗΜ.	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
Πωλήσεις	4.1	74.976.659,10	77.309.770,83	61.021.339,51	64.317.740,25
Κόστος Πωληθέντων		(41.813.608,71)	(41.500.680,51)	(34.459.599,44)	(34.164.611,50)
Μικτό Κέρδος		33.163.050,39	35.809.090,32	26.561.740,07	30.153.128,75
Λειτουργικά έξοδα - έσοδα (καθαρά)					
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	4.2	752.916,67	694.850,25	820.143,59	643.641,48
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας		(5.171.064,86)	(5.913.722,09)	(4.135.997,19)	(4.900.292,93)
Έξοδα Ερευνών		(56.536,68)	(72.542,83)	(56.536,68)	(72.542,83)
Έξοδα Λειτουργίας διάθεσης		(21.955.109,52)	(23.229.248,91)	(17.270.649,16)	(19.382.287,58)
Σύνολο λειτουργικών εξόδων/ (εσόδων)		(26.429.794,39)	(28.520.663,58)	(20.643.039,44)	(23.711.481,86)
Λειτουργικά κέρδη		6.733.256,00	7.288.426,74	5.918.700,63	6.441.646,89
Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα		(4.282.987,21)	(4.157.066,82)	(3.395.810,80)	(3.136.693,25)
Λοιπά Έξοδα από μη λειτουργικές δραστηριότητες		-	(150.000,00)		
Κέρδη προ φόρων		2.450.268,79	2.981.359,92	2.522.889,83	3.304.953,64
Φόρος εισοδήματος	4.4	(3.061.469,87)	(944.499,73)	(2.707.537,22)	(797.697,34)
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους (Α)		(611.201,08)	2.036.860,19	(184.647,39)	2.507.256,30
Κατανέμονται σε :					
Ιδιοκτήτες μητρικής		(459.435,15)	2.178.451,47	(184.647,39)	2.507.256,30
Δικαιώματα Μειοψηφίας		(151.765,92)	(141.591,28)	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)					
i) Μετακυλιόμενα στα αποτελέσματα					
Συναλλαγματικές διαφορές		62.409,14	38.436,10		
ii) Μη μετακυλιόμενα στα αποτελέσματα					
Αναλογιστικά Κέρδη/(Ζημιές)		(31.613,38)	(37.114,57)	(22.045,23)	(25.593,57)
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)		30.795,76	1.321,53	(22.045,23)	(25.593,57)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα/ έξοδα μετά από φόρους (Α+ Β)		(580.405,32)	2.038.181,72	(206.692,62)	2.481.662,73
Κατανέμονται σε :					
Ιδιοκτήτες μητρικής		(433.632,12)	2.176.780,04	(206.692,62)	2.481.662,73
Δικαιώματα Μειοψηφίας		(146.773,20)	(138.598,32)		
Κέρδη ανά μετοχή που αναλογούν στους μετόχους της Μητρικής		(0,0445)	0,2234	(0,0212)	0,2547
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	4.6	13.169.159,09	13.396.246,88	10.572.854,03	10.956.004,52

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)

Ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
<i>Ποσά σε Ευρώ</i>	ΣΗΜ.	<u>31/12/2013</u>	<u>31/12/2012</u>
<u>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</u>			
Μη Κυκλοφοριακά Στοιχεία Ενεργητικού			
Ασώματες Ακίνητοποιήσεις			
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	<u>4.8</u>	55.353.254,92	50.620.516,12
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	<u>4.10</u>	12.027.325,99	12.027.325,99
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		91.958,57	80.735,57
Σύνολο μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		67.472.539,48	62.728.577,68
Κυκλοφοριακά Περιουσιακά Στοιχεία			
Αποθέματα	<u>4.12</u>	1.234.741,27	1.158.242,06
Πελάτες και λοιποί χρεώστες	<u>4.13</u>	42.799.100,31	40.950.894,73
Χρεόγραφα		5.145,00	5.145,00
Έξοδα Επομένων χρήσεων		94.216,71	100.729,00
Ταμειακά διαθέσιμα & ταμειακά ισοδύναμα	<u>4.17</u>	2.653.312,63	2.548.353,05
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού		46.786.515,92	44.763.363,84
Σύνολο Ενεργητικού		114.259.055,40	107.491.941,52
<u>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</u>			
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις			
Ίδια Κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο		(3.897.168,00)	(3.897.168,00)
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		(13.412.164,40)	(13.412.164,40)
Λοιπά Αποθεματικά		(15.623.056,11)	(15.312.903,19)
Σύνολο		(32.932.388,51)	(32.622.235,59)
Αποτελέσματα περιόδου		184.647,40	(2.507.256,30)
Υπόλοιπο κερδών εις νέον		(6.595.796,87)	(4.518.167,92)
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		(39.343.537,98)	(39.647.659,81)
Δικαιώματα Μειοψηφίας			
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		(39.343.537,98)	(39.647.659,81)
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις		(18.840.396,50)	(18.179.622,52)
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις		(4.904.838,15)	(3.889.365,19)
Διάφορες προβλέψεις	<u>4.20</u>	(728.791,83)	(869.000,98)
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	<u>4.21</u>	(1.230.684,68)	(1.694.775,89)
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		(25.704.711,16)	(24.632.764,58)
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιποί πιστωτές	<u>4.23</u>	(17.889.807,52)	(17.585.787,79)
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	<u>4.22</u>	(20.446.332,11)	(21.293.579,41)
Λοιπές βραχυπρ. υποχρεώσεις χρηματοδ. χαρακτήρα	<u>4.22</u>	(4.734.562,97)	
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		(2.078.056,67)	(1.008.639,60)
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	<u>4.22</u>	(2.097.561,04)	(2.589.080,00)
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		(1.964.485,95)	(734.430,33)
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων		(49.210.806,26)	(43.211.517,13)
Σύνολο Υποχρεώσεων		(74.915.517,42)	(67.844.281,71)
Σύνολο Παθητικού		(114.259.055,40)	(107.491.941,52)

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα)
Ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

Ποσά σε Ευρώ	Σημ.	01/01- 31/12/2011	01/01- 31/12/2010	01/01- 31/12/2011	01/01- 31/12/2010
		<u>ΟΜΙΛΟΣ</u>		<u>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</u>	
Πωλήσεις	4.1	78.306.218,38	67.085.613,85	64.890.077,75	54.508.168,06
Κόστος Πωληθέντων		<u>-42.466.197,55</u>	<u>-35.887.268,97</u>	<u>-35.008.508,07</u>	<u>-28.215.751,00</u>
Μικτό Κέρδος		35.840.020,83	31.198.344,88	29.881.569,68	26.292.417,06
Λειτουργικά έξοδα - έσοδα (καθαρά)					
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	4.2	866.173,77	882.236,34	974.788,70	786.350,27
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας		<u>-5.298.258,97</u>	<u>-4.486.387,74</u>	<u>-4.930.212,36</u>	<u>-4.162.836,48</u>
Έξοδα Ερευνών		<u>-82.794,44</u>	<u>-81.016,22</u>	<u>-82.794,44</u>	<u>-81.016,22</u>
Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης		<u>-22.926.550,77</u>	<u>-21.002.457,89</u>	<u>-18.332.505,91</u>	<u>-16.952.892,94</u>
Σύνολο Λειτουργικών εξόδων/ (εσόδων)		<u>-27.441.430,41</u>	<u>-24.687.625,51</u>	<u>-22.370.724,01</u>	<u>-20.410.395,37</u>
Λειτουργικά κέρδη		8.398.590,42	6.510.719,37	7.510.845,67	5.882.021,69
Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα	4.5	-5.021.572,55	-3.875.964,12	-4.219.710,64	-2.906.470,72
Κέρδη προ φόρων		<u>3.377.017,87</u>	<u>2.634.755,25</u>	<u>3.291.135,03</u>	<u>2.975.550,97</u>
Φόρος εισοδήματος	4.4	<u>-877.787,86</u>	<u>-1.292.586,11</u>	<u>-788.138,23</u>	<u>-935.848,81</u>
Κέρδη περιόδου μετά από φόρους (Α)		<u>2.499.230,01</u>	<u>1.342.169,14</u>	<u>2.502.996,80</u>	<u>2.039.702,16</u>
Κατανέμονται σε :					
Ιδιοκτήτες μητρικής		2.556.094,56	1.547.509,36	2.502.996,80	2.039.702,16
Δικαιώματα Μειοψηφίας		<u>-56.864,55</u>	<u>-205.340,22</u>	-	-
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)		-1.617.513,83	129.022,94		
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα/ έξοδα μετά από φόρους (Α+ Β)		881.716,18	1.471.192,08		
Ιδιοκτήτες μητρικής		1.067.750,77	1.631.025,37		
Δικαιώματα Μειοψηφίας		<u>-186.034,59</u>	<u>-159.833,29</u>		
Κέρδη ανά μετοχή που αναλογούν στους μετόχους της Μητρικής		0,2624	0,1588	0,2569	0,2094
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	4.6	14.715.400,17	11.681.694,11	12.206.183,44	9.472.853,44

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένα και μη ενοποιημένα) Ποσά εκφρασμένα σε ευρώ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Ποσά σε Ευρώ	Σημ.	<u>31/12/2011</u>	<u>31/12/2010</u>
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού			
Ασώματες Ακίνητοποιήσεις			
Ενώματες ακίνητοποιήσεις	4.8	50.585.957,63	53.369.564,08
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	4.10	12.027.325,99	11.127.325,99
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	4.11	<u>80.735,57</u>	<u>76.853,57</u>
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		<u>62.694.019,19</u>	<u>64.573.743,64</u>
Κυκλοφοριακά περιουσιακά στοιχεία			
Αποθέματα	4.12	1.305.650,57	1.103.922,41
Πελάτες και λοιποί χρεώστες	4.13	43.520.673,35	34.469.213,00
Χρεόγραφα		145,00	145,00
Έξοδα Επομένων χρήσεων		158.707,01	310.655,51
Ταμειακά διαθέσιμα & ταμιακά ισοδύναμα	4.17	<u>244.597,35</u>	<u>50.863,74</u>
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		<u>45.229.773,28</u>	<u>35.934.799,66</u>
Σύνολο ενεργητικού		<u>107.923.792,47</u>	<u>100.508.543,30</u>
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις			
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	4.18	- 3.897.168,00	- 3.897.168,00
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο		- 13.412.164,40	- 13.412.164,40
Λοιπά Αποθεματικά		<u>- 13.523.024,18</u>	<u>- 12.253.042,29</u>
Σύνολο		<u>- 30.832.356,58</u>	<u>- 29.562.374,69</u>
Αποτελέσματα περιόδου		- 2.502.996,80	- 2.039.702,16
Υπόλοιπο κερδών εις νέον		<u>- 3.994.245,72</u>	<u>- 3.321.954,65</u>
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων		<u>- 37.329.599,10</u>	<u>- 34.924.031,50</u>
Δικαιώματα Μειοψηφίας			
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		- 37.329.599,10	- 34.924.031,50
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	4.19	- 21.243.623,14	- 23.329.157,50
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	4.26	- 3.737.802,82	- 3.628.491,83
Διάφορες προβλέψεις	4.20	- 670.520,70	- 636.903,41
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.21	<u>- 1.959.560,56</u>	<u>- 2.373.787,01</u>
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		<u>- 27.611.507,22</u>	<u>- 29.968.339,75</u>
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιποί πιστωτές	4.23	- 16.275.818,21	- 14.135.272,96
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	4.22	- 21.948.371,60	- 17.405.838,89
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις		- 992.599,41	- 810.189,98
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	4.19	- 3.039.080,00	- 2.739.080,00
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.25	<u>- 726.816,93</u>	<u>- 525.790,22</u>
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		<u>- 42.982.686,15</u>	<u>- 35.616.172,05</u>
Σύνολο υποχρεώσεων		<u>- 70.594.193,37</u>	<u>- 65.584.511,80</u>
Σύνολο Παθητικού		<u>- 107.923.792,47</u>	<u>- 100.508.543,30</u>

ΚΡΙ ΚΡΙ

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	Σημ.	1/1-31/12/2019	1/1-31/12/2018
Κύκλος εργασιών	Γ.26	112.902.961	94.234.441
Κόστος πωληθέντων	Γ.19	(73.801.169)	(57.571.058)
Μικτό κέρδος	Γ.26	39.101.792	36.663.383
Έξοδα διάθεσης	Γ.19, Γ.26	(19.026.084)	(19.842.619)
Έξοδα διοίκησης	Γ.19	(3.175.104)	(2.960.753)
Έξοδα έρευνας & ανάπτυξης	Γ.19	(247.513)	(208.936)
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	Γ.20	794.718	713.352
Λοιπά κέρδη/(ζημιές) καθαρά	Γ.21	387.111	112.426
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	Γ.26	17.834.920	14.476.852
Χρηματοοικονομικά έσοδα	Γ.22	203.248	144.354
Χρηματοοικονομικά έξοδα	Γ.22	(434.720)	(381.191)
Χρηματοοικονομικά έσοδα μισθώσεων	Γ.22	(33.859)	0
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (καθαρά)		(265.331)	(236.838)
Κέρδη προ φόρων		17.569.589	14.240.014
Φόρος εισοδήματος	Γ.23	(2.554.405)	(4.117.847)
Κέρδη μετά από φόρους (Α)		15.015.184	10.122.167
Λοιπά συνολικά εισοδήματα:			
Στοιχεία που δεν θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα			
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές)		288.029	0
Αναβαλλόμενοι φόροι επί των αναλογιστικών κερδών / (ζημιών)		(68.058)	(311)
Συνολικά λοιπά εισοδήματα μετά από φόρους (Β)		219.971	(311)
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Α) + (Β)		15.235.155	10.121.856

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31/12/2019	31/12/2018
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Ενσώματα Πάγια	Γ.1	57.418.896	45.224.285
Δικαιώματα χρήσης παγίων	Γ.2	578.592	0
Επενδύσεις σε ακίνητα	Γ.3	10.082	10.082
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	Γ.4	480.025	552.324
Περιουσιακά Στοιχεία Κατεχόμενα προς πώληση		0	52.000
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	Γ.5	64.306	197.346
		58.551.901	46.036.037
Κυκλοφορούντα Στοιχεία του Ενεργητικού			
Αποθέματα	Γ.6	10.346.210	8.764.680
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	Γ.7	26.244.962	20.934.450
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	Γ.18	1.167.828	0
Χρηματοοικονομικά μέσα	Γ.8	110.940	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	Γ.9	10.916.735	14.278.310
		48.786.675	43.977.440
Σύνολο ενεργητικού		107.338.576	90.013.477
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	Γ.10	12.564.752	12.564.752
Αποθεματικά	Γ.11	20.575.835	19.851.847
Κέρδη εις νέον		32.965.833	23.414.438
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		66.106.420	55.831.036
Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	Γ.12	10.030.000	8.000.000
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	Γ.13	353.580	0
Υποχρεώσεις παροχών συνταξιοδότησης	Γ.14	599.942	805.155
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	Γ.15	2.924.045	2.671.403
Επιχορηγήσεις	Γ.16	6.780.583	7.268.843
		20.688.150	18.745.401
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	Γ.12	2.192.565	1.200.061
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μισθώσεων	Γ.13	238.089	0
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	Γ.17	18.113.352	11.848.831
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	Γ.18	0	2.388.148
		20.544.006	15.437.040
Σύνολο υποχρεώσεων		41.232.156	34.182.441
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		107.338.576	90.013.477

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

	Σημ.	1/1-31/12/2017	1/1-31/12/2016
Κύκλος εργασιών		79.246.189	66.570.168
Κόστος πωληθέντων	Γ.17	(50.831.743)	(40.826.176)
Μικτό κέρδος		28.414.447	25.743.992
Έξοδα διάθεσης	Γ.17	(16.444.502)	(15.418.351)
Έξοδα διοίκησης	Γ.17	(2.655.569)	(2.598.539)
Έξοδα έρευνας & ανάπτυξης	Γ.17	(161.722)	(133.746)
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	Γ.18	721.358	1.098.706
Λοιπά κέρδη/(ζημιές) καθαρά	Γ.19	56.659	180.742
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		9.930.672	8.872.804
Χρηματοοικονομικά έσοδα	Γ.20	368.627	32.340
Χρηματοοικονομικά έξοδα	Γ.20	(408.775)	(743.615)
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (καθαρά)		(40.147)	(711.275)
Κέρδη προ φόρων		9.890.525	8.161.529
Φόρος εισοδήματος	Γ.21	(2.553.864)	(1.925.186)
Κέρδη μετά από φόρους (Α)		7.336.662	6.236.343
Λοιπά συνολικά εισοδήματα:			
Στοιχεία που δεν θα μεταφερθούν στα αποτελέσματα			
Επανεκτίμηση υποχρέωσης παροχών προσωπικού		(40.613)	0
Συνολικά λοιπά εισοδήματα μετά από φόρους (Β)		(40.613)	0
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Α) + (Β)		7.296.048	6.236.343

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31/12/2017	31/12/2016
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό			
Ενσώματα Πάγια	Γ.1	40.255.263	37.814.391
Επενδύσεις σε ακίνητα	Γ.2	120.756	123.443
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	Γ.3	618.065	632.231
Επενδύσεις σε συγγενείς	Γ.4	0	0
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	Γ.5	54.856	1.601.829
		41.048.940	40.171.894
Κυκλοφορούντα Στοιχεία του Ενεργητικού			
Αποθέματα	Γ.6	8.522.546	7.377.290
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	Γ.7	22.145.968	21.932.096
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	Γ.16	560.170	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	Γ.8	10.141.839	6.839.970
		41.370.523	36.149.356
Σύνολο ενεργητικού		82.419.463	76.321.250
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Ίδια κεφάλαια			
Μετοχικό κεφάλαιο	Γ.9	12.564.752	12.564.752
Αποθεματικά	Γ.10	19.499.501	17.885.880
Κέρδη εις νέον		17.447.418	14.740.854
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		49.511.671	45.191.485
Υποχρεώσεις			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	Γ.11	4.200.000	7.253.173
Υποχρεώσεις παροχών συνταξιοδότησης	Γ.12	777.304	649.680
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	Γ.13	2.227.396	1.738.096
Επιχορηγήσεις	Γ.14	7.802.690	8.397.783
		15.007.390	18.038.731
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	Γ.11	6.200.061	1.814.075
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	Γ.15	11.700.341	10.544.135
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	Γ.16	0	732.825
		17.900.402	13.091.034
Σύνολο υποχρεώσεων		32.907.792	31.129.765
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		82.419.463	76.321.250

ΕΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ			Τόκος Δημόσιος		
(Τα ποσά εκφραζόμενα σε €)			(Τα ποσά εκφραζόμενα σε €)		
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	31/12/2015	31/12/2014	1/1-31/12/2015	1/1-31/12/2014	
Πάγια στοιχεία ενεργητικού			Κόστος εργασιών	66.950.798	77.148.840
Απογραφή/απομειωμένα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	37.333.085	37.625.020	Μικτά κέρδη / (ζημιές)	22.371.325	18.828.587
Επιπλώσεις σε ακίνητα	116.049	118.737	Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	4.865.111	4.560.899
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	593.837	237.862	Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	4.294.909	4.658.991
Επιπλώσεις σε συγγενείς εταιρείες	0	72.555	Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	3.843.293	3.971.946
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	119.870	0	Κοπή συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Β)	22.533	11.649
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	38.162.842	38.064.188	Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (Α) + (Β)	3.865.798	3.589.397
Κυκλοφορούν ενεργητικό			Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή - Βασικά και μειωμένα (σε €)	0,1182	0,1080
Αποθέματα	6.876.461	8.031.847	Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή (σε €)	0,0600	0,0600
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	19.214.036	22.443.319	Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποβλήτων	7.311.446	6.192.022
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	0	24.135			
Τομιακά διαθέσιμα και ισόδονα	5.456.079	1.437.441			
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	31.546.576	31.936.742			
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	69.709.218	69.999.930			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΠΟΣΩΝ		
Ίδια Κεφάλαια			(Τα ποσά εκφραζόμενα σε €)		
Μετοχικό κεφάλαιο	12.564.752	12.564.752	Εμμεση μέθοδος	1/1-31/12/2015	1/1-31/12/2014
Αποθεματικά	15.424.418	15.229.606	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ		
Κέρδη εις νέον	12.949.880	11.282.804	Αποτελέσματα προ φόρων	4.294.909	4.656.991
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων	40.939.050	39.057.161	Πλέον/Μείον προσαρμογές για:		
Υποχρεώσεις			Αποβλήτων	2.994.444	2.126.433
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			Προβλέψεις	1.117.879	137.501
Δάνεια	7.755.455	5.425.000	Συναλλαγμιακές διαφορές	0	(4.596)
Υποχρεώσεις παροχών συνταξιοδότησης	641.957	610.780	Ανατοκισμός στη χρήση επιχειρηγίσιμων πάγιων περιουσιακών στοιχείων	(548.109)	(495.270)
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	1.096.575	1.388.610	Αποτελέσματα (εσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας	(75.186)	(974.676)
Επιχορηγήσεις	1.679.368	2.227.478	Χρεωστικά τόκα και συναφή έξοδα	692.757	99.879
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	11.173.384	9.571.866	Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης:	8.376.715	5.546.462
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			Μείωση (αύξηση) αποθεμάτων	1.860.196	(3.517.455)
Δάνεια	3.423.359	2.088.764	Μείωση (αύξηση) απαιτήσεων	1.462.491	(2.108.968)
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	13.873.028	19.273.140	Μείωση (αύξηση) υποχρεώσεων (πλην δανειακών)	(2.849.641)	2.437.747
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	300.427	0	Μείον:		
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	17.596.814	21.361.904	Χρεωστικά τόκα και συναφή έξοδα καταβλητέα	(610.472)	(340.995)
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	28.770.198	30.933.770	Καταβλητέα φόρα	(348.280)	(445.454)
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	69.709.218	69.999.930	Σύνολο εισορών/εξορών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	7.891.008	1.571.337
			ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ		
			Αγορά ενσώματων και άυλων πάγιων στοιχείων	(7.324.249)	(22.550.729)
			Κεφαλαιωθέν κόστος δανειακού	0	(252.309)
			Εισπραχές από πωλήσεις ενσώματων και άυλων πάγιων στοιχείων	55.998	34.614
			Εισπραχές ασφαλιστικών αποζημιώσεων	0	9.092.950
			Τόκα εισπραχθέντες	22.556	198.290
			Εισπραχές επιχειρηγίσιμων	1.502.030	1.502.030
			Σύνολο εισορών/εξορών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	(6.743.665)	(11.975.171)
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ			ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ		
(Τα ποσά εκφραζόμενα σε €)			Εισπραχές από εκδοθέντα/αναληθέντα δάνεια	8.008.128	2.500.000
	31/12/2015	31/12/2014	Εισπραχές δανείων	(4.341.974)	(1.972.166)
Είσοδο ιδίων κεφαλαίων έναρξης χρήσης	39.087.161	35.487.765	Μερίσματα πληρωθέντα	(1.794.860)	0
(1.1.2015 και 1.1.2014 αντίστοιχα)			Σύνολο εισορών/εξορών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	1.871.294	527.834
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους (ενσωματωμένες δραστηριότητες)	3.865.798	3.569.397	Καθαρή αύξηση/μείωση στα τομιακά διαθέσιμα και ισόδονα χρήσης (α+β+γ)	4.019.638	(9.876.000)
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	0	0	Τομιακά διαθέσιμα και ισόδονα έναρξης χρήσης	1.437.441	11.313.441
Εγκριθέντα μερίσματα	(1.983.908)	0	Τομιακά διαθέσιμα και ισόδονα λήξης χρήσης	6.486.079	1.437.441
Αγορές πωλήσεις ιδίων μετοχών	0	0			
Είσοδο ιδίων κεφαλαίων λήξης χρήσης	40.939.050	39.057.161			
(31.12.2015 και 31.12.2014 αντίστοιχα)					

Table with multiple columns: ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (Ενεργήτοιχο), ΟΜΙΛΟΣ (Shareholders), ΕΤΑΙΡΕΙΑ (Company), ΕΤΡΑΠΕΙΑ (Operating), and ΣΥΝΟΛΟ (Total). It details financial data for various companies like Ηλεκτρική, Διακίνηση Ηλεκτρικής Ενέργειας, and others, including assets, liabilities, and equity. Includes sub-sections for 'ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΒΕΒΗ' and 'ΕΤΡΑΠΕΙΑ'.

7. Ο πίνακας αυτός των προβλεπόμενων και ενοχλητικών ενοχλητικών κινήσεων ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες, εκπονήθηκε από την Εταιρεία και τη εταιρεία συνδεδεμένη με αυτήν.

Table with multiple columns: ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ, ΟΜΙΛΟΣ, ΕΤΑΙΡΕΙΑ, ΕΤΡΑΠΕΙΑ, and ΣΥΝΟΛΟ. It details financial data for various companies including Ηλεκτρική, Διακίνηση Ηλεκτρικής Ενέργειας, and others. Includes sub-sections for 'ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΒΕΒΗ', 'ΕΤΡΑΠΕΙΑ', 'ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ', and 'ΕΤΡΑΠΕΙΑ'. Includes sub-sections for 'ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ', 'ΕΤΡΑΠΕΙΑ', and 'ΠΡΟΒΛΕΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΗΣΟΡΕΙΕΣ'.

ΚΤΗΜΑ Κ.ΛΑΖΑΡΙΔΗ

Ι. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

<u>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</u>	Σημ.	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
		31/12/2019	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2018
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	6.1	26.885.308,26	24.777.574,53	26.885.308,26	24.777.465,67
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.042.424,71	2.087.617,67	2.042.424,71	2.087.617,67
Δικαιώματα χρήσης παγίων	6.3	117.118,74	0,00	117.118,74	0,00
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	6.4	520.000,00	360.000,00	520.000,00	360.000,00
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	6.5	41.315,46	2.309,06	41.315,46	2.309,06
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	6.6	0,00	0,00	10.000,00	10.000,00
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω λοιπών εισοδημάτων		9.865,97	9.865,97	9.865,97	9.865,97
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		14.673,51	13.245,24	14.673,51	13.245,24
		29.630.706,65	27.250.612,47	29.640.706,65	27.260.503,61
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	6.7	4.690.785,91	4.284.184,34	4.576.432,08	4.157.685,25
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	6.8	3.110.129,09	2.817.885,34	3.289.192,11	3.042.847,11
Λοιπές απαιτήσεις	6.9	767.325,03	610.342,70	721.014,62	551.485,02
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.10	4.594.594,35	813.837,61	4.575.910,18	778.582,67
		13.162.834,38	8.526.249,99	13.162.548,99	8.530.600,05
Σύνολο Περιουσιακών Στοιχείων		42.793.541,03	35.776.862,46	42.803.255,64	35.791.103,66
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.11	6.486.289,92	6.486.289,92	6.486.289,92	6.486.289,92
Υπέρ το άρτιο	6.11	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39
Λοιπά αποθεματικά		8.040.955,00	7.060.235,04	8.040.955,00	7.060.235,04
Αποτελέσματα εις νέον		7.878.325,96	6.918.053,74	7.919.145,65	6.971.550,55
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		26.053.955,27	24.112.963,09	26.094.774,96	24.166.459,90
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	6.12	9.998.996,00	6.489.000,00	9.998.996,00	6.489.000,00
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.13	1.427.438,04	875.282,08	1.433.860,41	875.413,74
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	6.14	164.125,00	156.176,00	164.125,00	156.176,00
Υποχρεώσεις μισθώσεων	6.3	94.727,76	0,00	94.727,76	0,00
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	6.15	1.515.481,38	1.523.269,82	1.515.481,38	1.523.269,82
		13.200.768,18	9.043.727,90	13.207.190,55	9.043.859,56
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6.16	2.063.380,21	1.920.171,47	2.025.852,76	1.880.784,20
Τρέχων φόρος εισοδήματος		47.174,14	0,00	47.174,14	0,00
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	6.12	1.404.004,00	700.000,00	1.404.004,00	700.000,00
Υποχρεώσεις μισθώσεων	6.3	24.259,23	0,00	24.259,23	0,00
		3.538.817,58	2.620.171,47	3.501.290,13	2.580.784,20
Σύνολο υποχρεώσεων		16.739.585,76	11.663.899,37	16.708.480,68	11.624.643,76
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		42.793.541,03	35.776.862,46	42.803.255,64	35.791.103,66

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

	Σημ.	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
		1.1-31.12.2019	1.1-31.12.2018	1.1-31.12.2019	1.1-31.12.2018
Πωλήσεις		13.176.199,60	11.147.076,63	13.055.187,35	11.066.322,43
Κόστος πωλήσεων	6.17	-7.738.830,81	-6.614.920,02	-7.704.306,71	-6.607.282,20
Μικτό κέρδος		5.437.368,79	4.532.156,61	5.350.880,64	4.459.040,23
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	6.18	2.280.247,67	1.537.589,20	2.280.247,67	1.537.589,20
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής	6.19	-2.120.247,67	-1.492.160,38	-2.120.247,67	-1.492.160,38
Μικτό κέρδος από τις δραστηριότητες		5.597.368,79	4.577.585,43	5.510.880,64	4.504.469,05
Άλλα έσοδα	6.20	640.775,80	641.461,13	642.171,75	641.451,18
Έξοδα διαθέσεως	6.21	-1.620.254,23	-1.769.181,94	-1.550.468,89	-1.699.569,25
Έξοδα διοικήσεως	6.22	-1.278.365,14	-1.110.990,14	-1.274.864,56	-1.104.604,46
Άλλα έξοδα	6.23	-454.551,98	-482.768,65	-449.904,06	-480.636,37
Χρηματοοικονομικά έξοδα	6.24	-339.025,98	-389.075,09	-338.254,02	-388.624,88
Ζημία από απομείωση ακινήτων		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη προ φόρων		2.545.947,26	1.467.030,74	2.539.560,86	1.472.485,27
Φόρος εισοδήματος	6.25	-600.879,91	344.696,27	-607.170,63	344.667,76
Κέρδη μετά από φόρους (Α)		1.945.067,35	1.811.727,01	1.932.390,23	1.817.153,03
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)					
Στοιχεία που δεν θα ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα					
Επαναεπιμετρήσεις προγραμμάτων καθορισμένων παροχών		-5.625,00	840,00	-5.625,00	840,00
Φόρος εισοδήματος		1.350,00	-210,00	1.350,00	-210,00
Επίδραση από αλλαγή συντελεστή		199,82	-33,60	199,82	-33,60
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)		1.940.992,17	1.812.323,41	1.928.315,05	1.817.749,43

ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.

Ετήσια Οικονομική Έκθεση χρήσεως 2017 (1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου 2017) – (ποσά σε ευρώ)

I. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

	Σημ.	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
		31/12/2017	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2016
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	6.1	23.408.788,36	23.008.186,79	23.408.495,49	23.007.709,91
Επενδύσεις σε ακίνητα	6.2	2.132.810,62	2.178.003,57	2.132.810,62	2.178.003,57
Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία	6.3	360.000,00	360.000,00	360.000,00	360.000,00
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	6.4	2.999,98	537,14	2.999,98	537,14
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	6.5	0,00	0,00	10.000,00	10.000,00
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος Διαθέσιμα για πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	6.11	0,00	49,78	0,00	0,00
		9.865,97	31.477,38	9.865,97	31.477,38
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		10.865,25	10.865,25	10.865,25	10.865,25
		25.925.330,18	25.589.119,91	25.935.037,31	25.598.593,25
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	6.6	4.496.122,77	5.040.756,19	4.376.520,85	4.866.613,30
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	6.7	3.251.528,96	3.414.319,33	3.405.474,56	3.578.673,91
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.8	1.202.375,43	813.635,44	1.173.665,93	787.457,25
		8.950.027,16	9.268.710,96	8.955.661,34	9.232.744,46
Σύνολο Ενεργητικού		34.875.357,34	34.857.830,87	34.890.698,65	34.831.337,71
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.9	6.486.289,92	5.689.728,00	6.486.289,92	5.689.728,00
Υπέρ το άρτιο	6.9	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39	3.648.384,39
Λοιπά αποθεματικά		7.060.235,04	7.914.065,37	7.060.235,04	7.914.065,37
Αποτελέσματα εις νέον		5.146.302,94	4.771.202,01	5.183.460,31	4.772.674,11
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		22.341.212,29	22.023.379,77	22.378.369,66	22.024.851,87
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	6.10	5.727.602,64	7.159.503,31	5.727.602,64	7.159.503,31
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	6.11	1.219.734,76	1.315.506,31	1.219.837,91	1.315.506,31
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	6.12	145.141,00	147.120,00	145.141,00	147.120,00
Επιχορηγήσεις περιουσιακών στοιχείων	6.13	1.491.299,50	1.563.845,87	1.491.299,50	1.563.845,87
		8.583.777,90	10.185.975,49	8.583.881,05	10.185.975,49
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	6.14	1.715.805,30	1.455.741,85	1.693.886,09	1.427.776,59
Τρέχων φόρος εισοδήματος		0,00	0,00	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	6.10	2.234.561,85	1.192.733,76	2.234.561,85	1.192.733,76
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις		0,00	0,00	0,00	0,00
		3.950.367,15	2.648.475,61	3.928.447,94	2.620.510,35
Σύνολο υποχρεώσεων		12.534.145,05	12.834.451,10	12.512.328,99	12.806.485,84
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		34.875.357,34	34.857.830,87	34.890.698,65	34.831.337,71

ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.

Ετήσια Οικονομική Έκθεση χρήσεως 2017 (1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου 2017) – (ποσά σε ευρώ)

II. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Σημ.	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	1.1-31.12.2017	1.1-31.12.2016	1.1-31.12.2017	1.1-31.12.2016
Πωλήσεις (μη βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)	9.646.989,41	8.507.142,08	9.546.263,57	8.292.135,22
Πωλήσεις (βιολογικών περιουσιακών στοιχείων)	0,00	0,00	0,00	0,00
Σύνολο Πωλήσεων	9.646.989,41	8.507.142,08	9.546.263,57	8.292.135,22
Κόστος πωλήσεων	-5.882.275,70	-5.789.436,30	-5.848.083,78	-5.636.451,38
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)	3.764.713,71	2.717.705,78	3.698.179,79	2.655.683,84
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	6.15 1.339.299,34	1.363.598,40	1.339.299,34	1.363.598,40
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	-1.508.401,12	-1.445.759,86	-1.508.401,12	-1.445.759,86
Μικτό κέρδος από τις δραστηριότητες	3.595.611,93	2.635.544,32	3.529.078,01	2.573.522,38
Άλλα έσοδα	6.16 265.945,88	400.901,29	265.914,23	399.824,98
Έξοδα διαθέσεως	-1.633.493,43	-1.474.934,86	-1.572.540,53	-1.418.373,36
Έξοδα διοικήσεως	-934.491,96	-836.359,03	-926.091,84	-828.177,51
Άλλα έξοδα	-515.875,57	-131.860,89	-483.360,77	-131.608,65
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-492.601,37	-596.316,37	-492.164,99	-596.030,89
Ζημία από απομείωση ακινήτων	0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδος / Ζημία προ φόρων	285.095,48	-3.025,54	320.834,11	-843,05
Φόρος εισοδήματος	6.17 89.614,24	-144.636,26	89.560,88	-144.877,69
Καθαρό κέρδος / ζημία από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	374.709,72	-147.661,80	410.394,99	-145.720,74
Κέρδος από διακοπείσες δραστηριότητες	0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη / Ζημίες μετά από φόρους (Α)	374.709,72	-147.661,80	410.394,99	-145.720,74
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)				
Στοιχεία που ανακατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα				
Διαφορά από απομείωση αξίας διαθέσιμων για πώληση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	-21.611,41	0,00	-21.611,41	0,00
Φόρος εισοδήματος	6.267,31	0,00	6.267,31	0,00
Στοιχεία που δεν θα ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα				
Επαναεπιμετρήσεις προγραμμάτων καθορισμένων παροχών	551,00	5.635,00	551,00	5.635,00
Φόρος εισοδήματος	-159,79	-1.634,15	-159,79	-1.634,15
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	359.756,83	-143.660,95	395.442,10	-141.719,89

1.1. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ - Ποσά εκφρασμένα σε Ευρώ				
	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	23.832.236,34	27.234.100,89	23.831.575,45	27.233.708,89
Επενδύσεις σε ακίνητα	2.223.196,52	-	2.223.196,52	-
Αυλα περιουσιακά στοιχεία	989,58	1.264,36	989,58	1.264,36
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	48.262,43	48.224,05	58.262,43	58.202,43
Αποθέματα	5.780.161,30	6.419.278,70	5.453.175,06	6.346.518,78
Απαιτήσεις από πελάτες	2.388.396,19	1.856.103,92	2.797.894,73	1.935.541,89
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	1.157.901,58	1.051.043,37	1.021.610,48	1.020.441,68
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	35.431.143,94	36.610.015,29	35.386.704,25	36.595.678,03
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό Κεφάλαιο	5.215.584,00	5.215.584,00	5.215.584,00	5.215.584,00
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	16.938.232,22	18.137.596,94	16.937.763,26	18.138.169,63
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (α)	22.153.816,22	23.353.180,94	22.153.347,26	23.353.753,63
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	7.086.315,43	7.159.503,31	7.086.315,43	7.159.503,31
Προβλέψεις/Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.958.683,40	2.931.914,12	2.958.491,76	2.931.914,12
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	1.930.617,65	1.916.263,02	1.930.617,65	1.916.263,02
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.301.711,24	1.249.153,90	1.257.932,15	1.234.243,95
Σύνολο υποχρεώσεων (β)	13.277.327,72	13.256.834,35	13.233.356,99	13.241.924,40
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (α)+(β)	35.431.143,94	36.610.015,29	35.386.704,25	36.595.678,03

1.2 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ - Ποσά εκφρασμένα σε Ευρώ				
	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	1/1-31/12/2015	1/1-31/12/2014	1/1-31/12/2015	1/1-31/12/2014
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	7.361.430,05	6.475.113,77	7.533.710,59	6.398.217,34
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	-	-	-	-
Σύνολο πωλήσεων	7.361.430,05	6.475.113,77	7.533.710,59	6.398.217,34
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)	2.170.156,45	1.788.059,38	2.129.133,73	1.761.832,16
Επίπτωση επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αξία	(213.016,50)	(112.296,15)	(213.016,50)	(112.296,15)
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	1.288.789,00	976.356,00	1.288.789,00	976.356,00
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	(1.205.989,70)	(1.107.060,54)	(1.205.989,70)	(1.107.060,54)
Μικτό αποτέλεσμα από τις δραστηριότητες	2.039.939,25	1.545.058,69	1.998.916,53	1.518.831,47
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	215.597,08	(98.763,35)	213.628,17	(101.922,74)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(1.071.421,56)	(942.770,80)	(1.073.211,93)	(945.884,54)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (α)	(1.202.900,52)	(1.721.504,81)	(1.203.942,17)	(1.723.676,07)
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (β)	3.535,80	4.517,70	3.535,80	4.517,70
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (α) + (β)	(1.199.364,72)	(1.716.987,11)	(1.200.406,37)	(1.719.158,37)
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή-Βασικά (σε €)	(0,0761)	(0,1089)	(0,0762)	(0,1091)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	845.220,97	525.560,74	843.090,88	522.303,35

1.1. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ - Ποσά εκφρασμένα σε Ευρώ				
	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2012
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	27.798.717,67	28.304.342,68	27.798.227,67	28.304.342,68
Αυλα περιουσιακά στοιχεία	1.685,88	301,99	1.685,88	301,99
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	48.202,43	48.202,43	58.202,43	48.202,43
Αποθέματα	6.999.282,44	7.606.907,59	6.898.953,77	7.606.907,59
Απαιτήσεις από πελάτες	1.770.118,82	1.635.403,46	1.874.608,50	1.635.403,46
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	601.471,26	830.694,08	563.104,25	830.694,08
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	37.219.478,50	38.425.852,23	37.194.782,50	38.425.852,23
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μετοχικό Κεφάλαιο	5.215.584,00	5.215.584,00	5.215.584,00	5.215.584,00
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	19.854.584,04	20.797.649,45	19.857.328,00	20.797.649,45
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (α)	25.070.168,04	26.013.233,45	25.072.912,00	26.013.233,45
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	7.636.803,53	8.591.403,97	7.636.803,53	8.591.403,97
Προβλέψεις/Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.298.811,14	2.416.346,80	2.299.775,23	2.416.346,80
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	1.138.962,74	184.362,77	1.138.962,74	184.362,77
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.074.733,05	1.220.505,24	1.046.329,00	1.220.505,24
Σύνολο υποχρεώσεων (β)	12.149.310,46	12.412.618,78	12.121.870,50	12.412.618,78
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (α)+(β)	37.219.478,50	38.425.852,23	37.194.782,50	38.425.852,23

1.2 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ - Ποσά εκφρασμένα σε Ευρώ				
	Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	1/1-31/12/2013	1/1-31/12/2012	1/1-31/12/2013	1/1-31/12/2012
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	5.806.859,24	5.459.990,30	5.886.165,44	5.459.990,30
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	-	-	-	-
Σύνολο πωλήσεων	5.806.859,24	5.459.990,30	5.886.165,44	5.459.990,30
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)	2.383.275,23	2.175.762,68	2.386.651,61	2.175.762,68
Επίπτωση επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αξία	43.930,00	220.160,00	43.930,00	220.160,00
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	574.532,00	787.466,00	574.532,00	787.466,00
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	(1.025.701,73)	(1.213.253,25)	(1.025.701,73)	(1.213.253,25)
Μικτό αποτέλεσμα από τις δραστηριότητες	1.976.035,50	1.970.135,43	1.979.411,88	1.970.135,43
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	(297.081,11)	(347.507,39)	(293.364,73)	(347.507,39)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(1.102.768,45)	(1.137.578,34)	(1.099.060,40)	(1.137.578,34)
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (α)	(944.449,94)	(923.287,03)	(941.705,98)	(923.287,03)
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (β)	1.384,53	(4.320,23)	1.384,53	(4.320,23)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (α) + (β)	(943.065,41)	(927.607,26)	(940.321,45)	(927.607,26)
Κέρδη/(ζημιές) μετά από φόρους ανά μετοχή-Βασικά (σε €)	(0,0598)	(0,06)	(0,0596)	(0,0585)
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	(272.447,59)	581.618,63	276.163,97	581.618,63

1.1. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (Ποσά εκφρασμένα σε Ευρώ)		
	31.12.2011	31.12.2010
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	28.775.055,87	29.479.737,93
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	563,05	1.857,16
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	55.091,86	83.726,66
Αποθέματα	7.730.580,49	7.408.405,66
Απατήσεις από πελάτες	2.064.387,49	2.332.799,97
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	1.040.144,00	1.650.901,66
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	39.665.822,76	40.957.429,04
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Μετοχικό Κεφάλαιο	4.741.440,00	4.741.440,00
Λοιπά στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	22.211.967,11	22.909.398,55
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (α)	26.953.407,11	27.650.838,55
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	8.591.403,97	7.159.503,31
Προβλέψεις/Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.699.505,60	2.951.017,28
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	184.451,44	1.631.502,25
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.237.054,64	1.564.567,65
Σύνολο υποχρεώσεων (β)	12.712.415,65	13.306.590,49
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (α)+(β)	39.665.822,76	40.957.429,04
1.2. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (Ποσά εκφρασμένα σε Ευρώ)		
	1.1-31.12.2011	1.1-31.12.2010
Πωλήσεις (Μη βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	6.239.867,37	6.644.964,77
Πωλήσεις (Βιολογικά περιουσιακά στοιχεία)	-	-
Σύνολο πωλήσεων	6.239.867,37	6.644.964,77
Μικτό κέρδος (των μη βιολογικών στοιχείων)	2.441.175,34	3.040.627,21
Επίπτωση επιμέτρησης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αξία	(80.480,00)	(366.285,00)
Επιμέτρηση βιολογικής (γεωργικής) παραγωγής στην εύλογη αξία	1.324.000,00	1.906.496,25
Δαπάνες ανάπτυξης βιολογικών περιουσιακών στοιχείων	(1.533.641,67)	(1.516.344,93)
Μικτό αποτέλεσμα από τις δραστηριότητες	2.151.053,67	3.064.493,53
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	23.113,40	871.934,00
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	(774.620,21)	396.232,17
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (α)	(670.632,64)	153.303,26
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (β)	(26.798,80)	(38.901,06)
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (α) + (β)	(697.431,44)	114.402,20
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή-βασικά (σε €)	(0,0424)	0,0097
Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή - (σε ευρώ)	-	-
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποβέσεων	1.028.327,85	1.924.745,36

ΜΕΒΓΑΛ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019

(Τα ποσά σε όλους τους πίνακες και τις σημειώσεις είναι σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		Από 1 ^η Ιανουαρίου έως		Από 1 ^η Ιανουαρίου έως	
		31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
Πωλήσεις	5	113.667	111.794	113.667	111.794
Κόστος πωλήσεων	8	(83.969)	(81.768)	(83.969)	(81.768)
Μικτό κέρδος		29.699	30.026	29.699	30.026
Έξοδα διοίκησης/διάθεσης & Ερευνών	8	(23.882)	(23.550)	(24.094)	(24.156)
Λοιπά έσοδα/(έξοδα) εκμετάλλευσης	9	(193)	(621)	(165)	(633)
Κέρδη/(ζημιές) συμμετοχών σε συγγενείς	15	1	(5)	-	-
Χρηματοοικονομικά έσοδα/(έξοδα)	10	(2.498)	(2.485)	(2.498)	(2.485)
Κέρδη/ (Ζημιές) προ φόρων		3.125	3.364	2.942	2.751
Φόρος εισοδήματος	11	(1.088)	(2.620)	(1.086)	(2.556)
Καθαρά κέρδη/ (ζημιές) χρήσεως		2.037	745	1.855	195
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της εταιρείας		2.037	745	1.855	195
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	-	-	-
		2.037	745	1.855	195
Κατάσταση συνολικού εισοδήματος					
Καθαρά κέρδη/(ζημιές) χρήσεως μετά το φόρο εισοδήματος		2.037	745	1.855	195
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά το φόρο εισοδήματος που καταχωρήθηκαν απευθείας στην καθαρή θέση		30	369	30	369
Συναλλαγματικές Διαφορές		(68)	67	-	-
Συνολικό αποτέλεσμα χρήσεως μετά το φόρο εισοδήματος		1.999	1.181	1.885	564
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της εταιρείας		1.999	1.181	1.885	564
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	-	-	-
		1.999	1.181	1.885	564

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ
ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2019
(Τα ποσά σε όλους τους πίνακες και τις σημειώσεις είναι σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31.12.2019	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2018
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό					
Ενσώματα πάγια στοιχεία	12	45.603	47.246	45.421	47.032
Ασώματα πάγια στοιχεία	13	186	198	186	198
Δικαιώματα Χρήσης Στοιχείων Ενεργητικού	3γ	676	-	676	-
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	14	-	-	1	1
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρείες	15	159	158	233	233
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού	16	88	88	88	88
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	11	-	-	-	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	19	213	211	210	208
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		46.925	47.901	46.815	47.760
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Αποθέματα	18	9.297	10.377	9.297	10.374
Εμπορικές και Λοιπές απαιτήσεις	19	31.163	27.879	35.721	32.419
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	17	19	0	19	0
Χρηματικά διαθέσιμα	20	1.223	1.673	1.220	1.671
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		41.701	39.928	46.257	44.464
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		88.626	87.829	93.071	92.223
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής					
Μετοχικό Κεφάλαιο	21	6.565	19.235	6.565	19.235
Λοιπά αποθεματικά	22	18.336	18.336	18.336	18.336
Συναλλαγματικές Διαφορές	22	11	79	-	-
Αποτελέσματα εις νέο		(21.591)	(36.328)	(17.873)	(32.428)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		3.321	1.321	7.027	5.142
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		3.321	1.321	7.027	5.142
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις Χρηματοδοτικών Μισθώσεων	3γ	459	-	459	-
Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση	11	1.037	511	1.037	511
Επιχορηγήσεις	24	241	381	241	381
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		53.414	54.730	53.414	54.730
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	25	24.694	24.106	25.433	24.679
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	26	2.174	1.630	2.174	1.630
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	26	4.266	6.041	4.266	6.041
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χρηματοδοτικών μισθώσεων	3γ	227	-	227	-
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι		531	-	530	-
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		31.891	31.778	32.629	32.350
Σύνολο υποχρεώσεων		85.305	86.508	86.044	87.081
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		88.626	87.829	93.071	92.223

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2017**

(Τα ποσά σε όλους τους πίνακες και τις σημειώσεις είναι σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		Από 1 ^η Ιανουαρίου έως		Από 1 ^η Ιανουαρίου έως	
		31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016
Πωλήσεις	5	107.368	109.608	107.368	109.599
Κόστος πωλήσεων	8	(79.436)	(77.646)	(79.436)	(77.646)
Μικτό Κέρδος		27.932	31.962	27.932	31.953
Έξοδα διοίκησης και διάθεσης Λοιπά έσοδα/(έξοδα)	8	(23.470)	(23.306)	(24.066)	(23.647)
εκμετάλλευσης	9	266	(3.140)	269	(3.098)
Κέρδη/(ζημίες) συμμετοχών σε συγγενείς	15	(7)	(26)	-	-
Χρηματοοικονομικά έσοδα/(έξοδα)	10	(2.001)	(4.775)	(2.872)	(4.783)
Κέρδη/ (Ζημίες) προ φόρων		2.720	716	1.264	425
Φόρος εισοδήματος	11	(739)	291	(655)	365
Καθαρά κέρδη/ (ζημίες) χρήσεως		1.981	1.007	609	790
Κατανεμημένα σε :					
Μετόχους της εταιρείας		1.981	1.007	609	790
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	-	-	-
		1.981	1.007	609	790

Κατάσταση συνολικού αποτελέσματος

	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	Από 1 ^η Ιανουαρίου έως		Από 1 ^η Ιανουαρίου έως	
	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016
Καθαρά κέρδη/(ζημίες) χρήσεως μετά το φόρο εισοδήματος	1.981	1.007	609	790
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά το φόρο εισοδήματος που καταχωρήθηκαν απευθείας στην καθαρή θέση	24	11	24	11
Συναλλαγματικές Διαφορές	(241)	1094	-	-
Συνολικό αποτέλεσμα χρήσεως μετά το φόρο εισοδήματος	1.764	2.112	633	802
Κατανεμημένα σε :				
Μετόχους της εταιρείας	1.764	2.112	633	802
Δικαιώματα μειοψηφίας	-	-	-	-
	1.764	2.112	633	802

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ
ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2017**

(Τα ποσά σε όλους τους πίνακες και τις σημειώσεις είναι σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

	Σημ.	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
		31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό					
Ενσώματα πάγια στοιχεία	12	47.665	48.435	47.417	48.139
Ασώματα πάγια στοιχεία	13	242	263	242	263
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	14	-	-	1	1
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρείες	15	163	171	233	233
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	16	88	88	88	88
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	11	2.184	2.849	2.183	2.848
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	19	225	237	224	235
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού		50.568	52.042	50.388	51.806
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Αποθέματα	18	11.221	9.501	11.218	9.498
Εμπορικές και Λοιπές απαιτήσεις	19	31.671	33.622	37.931	38.382
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	17	2	1	2	1
Χρηματικά διαθέσιμα	20	2.138	5.376	2.137	5.346
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		45.032	48.501	51.287	53.228
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		95.600	100.543	101.674	105.034
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής					
Μετοχικό Κεφάλαιο	21	19.235	19.235	19.235	19.235
Λοιπά αποθεματικά	22	18.336	18.336	18.336	18.336
Συναλλαγματικές Διαφορές	22	853	1.094	-	-
Αποτελέσματα εις νέο		(38.284)	(40.288)	(32.993)	(33.626)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		140	(1.624)	4.578	3.945
Δικαιώματα μειοψηφίας		-	-	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		140	(1.624)	4.578	3.945
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	23	2.717	2.889	2.717	2.889
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	26	53.251	-	53.251	-
Επιχορηγήσεις	24	527	674	527	674
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		56.495	3.564	56.495	3.564
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	25	28.832	34.076	30.468	33.911
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	26	1.087	-	1.087	-
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	26	9.045	64.527	9.045	63.615
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		38.964	98.603	40.601	97.526
Σύνολο υποχρεώσεων		95.459	102.167	97.096	101.089
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		95.600	100.543	101.674	105.034

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ					ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΣΥΝΘΑΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ				
Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ					Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ				
ΕΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ		ΕΤΑΙΡΙΑ		ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ		ΕΤΑΙΡΙΑ		ΣΥΝΟΛΟ
	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	
ΕΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011
Βασισμένη/επιβατική ενσωμάτωση νέων εταιριών	71.260	19.237	69.304	74.215	Ακίνητα εισοδήματα	186.337	184.172	185.768	183.442
Άλλο προσωπικό στοιχεία	101	88	88	80	Μισθός κέρδη / (ζημιά)	43.826	47.935	43.522	47.382
Λογές μη εκκαθαρωμένα προσωπικά στοιχεία	474	495	694	715	Κέρδη / (ζημιά) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών				
Αποθέματα	19.194	21.135	19.585	21.089	συνολικών	-3.047	-6.915	-2.550	-6.393
Απαιτήσεις από πελάτες	69.087	74.589	67.022	76.117	συνολικών	9.980	-9.736	-9.015	-9.564
Άλλα εκκαθαρωμένα προσωπικά στοιχεία	4.211	4.085	4.238	4.238	Κέρδη / (ζημιά) προ φόρων	-8.131	-8.042	-7.528	-7.865
Τραπεζικά διαθέσιμα και ομόλογα	2.237	1.349	1.992	1.120	Κέρδη / (ζημιά) μετά από φόρους (Α)				
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΡΙΓΡΑΦΩΝ	182.264	177.987	182.433	177.672	Καταβάτωση σε:				
ΛΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					Ισοκλήτες Μισθωτές	-8.131	-8.042	-7.528	-7.865
Μισθωτά Κεφάλαια	9.181	9.181	9.181	9.181	Διακείμενα Μισθωτές	0	0	0	0
Άλλα στοιχεία θύλων κεφαλαίων	26.157	24.277	27.476	24.965	Αυτή τα στοιχεία εσοδα μετά από φόρους (Β)	11	7	0	0
Σύνολο θύλων κεφαλαίων Οικονομικών Μεταβολών (Α)	35.338	43.458	36.610	44.137	Συνολικά στοιχεία εσοδα μετά από φόρους (Α+Β)	-8.120	-8.035	-7.528	-7.865
Διακείμενα Μισθωτές (Β)	0	0	0	0	Καταβάτωση σε:				
Σύνολο θύλων κεφαλαίων (Α+Β)	35.338	43.458	36.610	44.137	Ισοκλήτες Μισθωτές	-8.120	-8.035	-7.527	-7.865
Μακροπρόθεσμες θανατικές υποχρεώσεις	800	4.275	800	4.275	Διακείμενα Μισθωτές	0	0	0	0
Προβλέψεις Πλατφόρμας (Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις)	10.706	12.917	10.205	12.061	Κέρδη/(ζημιά) μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά σε ευρώ	-2,99	-2,57	-2,40	-2,51
Μακροπρόθεσμες θανατικές υποχρεώσεις	79.052	69.836	78.248	69.097	Κέρδη/(ζημιά) προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών				
Άλλες Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	56.498	47.901	56.510	48.542	συνολικών και συνολικών αποδόσεων (ΕΒΠ/ΔΑ)	2.498	1.320	2.937	1.411
Σύνολο υποχρεώσεων (Α)	147.096	134.829	145.823	133.535					
ΣΥΝΟΛΟ ΙΣΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (Α+Β)	182.264	177.987	182.433	177.672					
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΣΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΠΟΩΝ (ΕΜΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ)				
Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ					Ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ				
ΕΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ		ΕΤΑΙΡΙΑ		ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ		ΕΤΑΙΡΙΑ		ΣΥΝΟΛΟ
	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2010	
Σύνολο θύλων κεφαλαίων έναρξης χρήσης (1/1/2011 και 1/1/2010 αντίστοιχα)	43.458	51.493	44.137	52.001	Απομνημόνια Απομνημόνιστες				
Συνεχιζόμενα συνολικά έσοδα μετά από φόρους(Α) (Ζημιές & Βασιστικές Προσαρμογές)	-8.120	-8.035	-7.527	-7.864	Κέρδη/(Ζημιές προ φόρων) συνολικών/συνολικών Προσαρμογές για:	-9.980	-9.736	-9.015	-9.564
Διαμορφωμένα μερίσματα	0	0	0	0	Αποδοχές	5.823	5.454	5.945	5.419
Σύνολο θύλων κεφαλαίων λήξης χρήσης (31/12/2011 και 31/12/2010 αντίστοιχα)	35.338	43.458	36.610	44.137	Αποδοχές επιδομημάτων	-387	-374	-364	-350
					Χαριστική θέση και συναφή έσοδα	6.533	4.220	6.466	4.170