

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ
«Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΕΠΙΠΛΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ»**

ΒΗΧΟΣ- ΦΟΡΑΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ

Διπλωματική Εργασία για το Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
στη Διοίκηση Επιχειρήσεων –Μάνατζμεντ Τουρισμού

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστημίου Πειραιά

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2005

ΕΥΧΑΡΙΣΤΗΡΙΟ

Η παρούσα διπλωματική εργασία ανατέθηκε από τον Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Γεώργιο Αρτίκη και εκπονήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος στη Διοίκηση Επιχειρήσεων- Management in tourism. Κατά τη διάρκεια του ακαδημαϊκού έτους 2004-2005.

Με την παρούσα διπλωματική εργασία ολοκληρώνεται μια δύσκολη αλλά παράλληλα όμορφη διαδρομή 1,5 έτους. Λίγο πριν πέσει η αυλαία είναι υποχρέωση μου και απέραντη χαρά μου να ευχαριστήσω τα άτομα που με βοήθησαν στη προσπάθειά μου αυτή.

Θέλω να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την ηθική και την υλική υποστήριξη δίχως την οποία θα ήταν αδύνατη η περάτωση των μεταπτυχιακών μου σπουδών.

Η βοήθεια του κ. Γεώργιο Αρτίκη ήταν υπερπολύτιμη με πλήθος εύστοχων στοχασμών και πολλές ενδιαφέρουσες συζητήσεις που θα μπορούσαν να κρατήσουν για ώρες. Όμως η αληθινή του συνεισφορά είναι βαθύτερη.

«Η όξυνση του κριτικού πνεύματος είναι το βασικότερο αγαθό που προσφέρεται απλόχερα από τον κ. Αρτίκη σε κάθε φοιτητή που στοχάζεται»

Δεν μπορώ να ξεχάσω την συνεισφορά των πραγματικών φίλων μου. Μίλτο Διονύση, Βενετία η βοήθειά σας ήταν πολύτιμη. Σας ευχαριστώ.

Πειραιάς 16/1/06

Βήχος Φόρας Βασίλειος

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ «Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΕΠΙΠΛΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ»

Βήχος –Φόρας Βασίλειος

Σημαντικοί όροι: Αξία επιχείρησης, Αξιολόγηση Εταιρικής Απόδοσης, Επενδυμένα κεφάλαια, Καθαρό Κέρδος Επιχείρησης, Λογιστική Αξία επιχείρησης, Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Πραγματική Αξία επιχείρησης.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία αποτελεί ένα εγχειρίδιο για την εισαγωγή στην έννοια της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και την εφαρμογή της στις Ελληνικές επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα:

- Παρουσιάζεται η έννοια της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας ως δείκτης μέτρησης της αξίας μιας επιχείρησης,
- Αναλύονται οι λόγοι για τους οποίους η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία θεωρείται πλέον ως μια από τις πιο αποτελεσματικές φιλοσοφίες διοίκησης και οργάνωσης, με απώτερο σκοπό τη δημιουργία αξίας για την επιχείρηση,
- Αφού παρουσιαστούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των παραδοσιακών δεικτών εταιρικής απόδοσης, γίνεται η σύγκριση τους με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία,
- Παρουσιάζεται ο τρόπος υπολογισμού της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας για τις επιχειρήσεις που εφαρμόζουν το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο
- Είναι απαραίτητη η πραγματοποίηση λογιστικών μετατροπών για την απεικόνιση της «πραγματικής αξίας» της επιχείρησης σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα,
- Παρουσιάζονται τα σημαντικότερα προβλήματα που προκύπτουν από τη χρήση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας,
- Γίνεται εφαρμογή της θεωρίας στον κλάδο των επίπλων και συγκεκριμένα στις εταιρίες με το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών. Οι εταιρίες που θα εξετάσουμε είναι η “Sato”, η “Dromeas”, η “Neoset” και τέλος η εταιρία “Βαράγκης”

Τέλος γίνεται παρουσίαση των συμπερασμάτων για την κάθε μία χωριστά και συνολικά για τις τέσσερες επιχειρήσεις και στη συνέχεια αναλύονται οι προοπτικές για το κλάδο των επίπλων στην Ελλάδα.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	6
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ	8
1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	10
1.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ	12
1.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ.....	14
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	16
2.1. Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	16
2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	17
2.3 ΟΙ ΧΡΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	18
2.4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ.....	21
ΛΟΙΠΑ ΜΕΤΡΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	22
3.1.ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΒΑΣΙΣΜΕΝΟΙ ΣΤΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ.....	23
3.1.1. ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	23
3.1.2 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	26
3.1.3. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	27
3.1.4 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	27
3.1.5. ΛΟΙΠΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	29
3.2 ΜΕΤΡΑ ΒΑΣΙΣΜΕΝΑ ΣΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ	30
3.2.1 ΚΑΘΑΡΑ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	30
3.2.2 ΑΓΟΡΑΙΑ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	31
3.2.3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	34
3.3.ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ.....	35
3.4.ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ	36
3.5.ΟΙ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.	38
ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ.....	41
4.1. ΥΠΕΡΑΞΙΑ.....	42
4.2. ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	43
4.3. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ.....	45
4.4. ΈΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.....	46
4.5. ΈΞΟΔΑ ΔΙΑΦΗΜΙΣΗΣ.....	47
4.6 ΈΞΟΔΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ -ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ ΈΞΟΔΑ.....	48

4.7. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	48
4.8. ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΥΠΟ ΕΚΤΕΛΕΣΗ.....	49
4.9. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ.....	50
4.10.ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ	50
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	51
5.1. ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	51
5.2. ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	54
5.3 ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	55
5.4. ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	56
5.5. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΕ ΜΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ.....	57
Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΠΛΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	60
6.1. ΓΕΝΙΚΑ.....	60
6.2. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΠΛΩΝ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ.....	62
6.3. ΟΙ ΥΠΟΚΛΑΔΟΙ ΕΠΙΠΛΟΥ	65
6.4. ΣΑΤΟ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ ΓΡΑΦΕΙΟΥ Α.Ε.....	67
6.5. ΔΡΟΜΕΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Α.	71
6.6. ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε.	75
6.7. ΝΕΟΣΕΤ	78
6.8. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.....	85
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΠΙΠΛΟΠΟΙΑΣ	88
7.1. ΤΥΠΟΛΟΓΙΑ.....	88
7.2. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	90
7.3. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗ ΣΑΤΟ.....	93
7.4. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗ ΝΕΟΣΕΤ.....	95
7.5. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΡΟΜΕΑΣ ΑΒΕΕΑ	97
7.6. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗ ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ.	99
7.7. ΣΥΝΟΨΗ.....	101
7.8. ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΘΕΜΑΤΑ ΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑ.....	104
ΑΡΤΙΚΟΛΕΞΟ.....	105
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	106
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	118

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	ΣΕΛΙΔΑ
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της αποδοτικότητας της επένδυσης	...26
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1. Υπολογισμός Επενδυμένων Κεφαλαίων	...54
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2. Υπολογισμός Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Προ Φόρων	...55
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1. Οι βασικότεροι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες	...107
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2. Εβδομαδιαίες τιμές μετοχών για τα έτη 2002-4.	...111
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.3. Οι βασικότεροι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες για τα έτη 2002-4 για τις εταιρίες της επιλοποίας	...114

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΣΕΛΙΔΑ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.

Η σχέση Οικονομικής και Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας34

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.

Διοίκηση για τη δημιουργία αξίας58

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2.

Ο χάρτης για τη δημιουργία αξίας59

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.

Διαχρονική εξέλιξη της αγοράς επίπλων οικιακής χρήσης64

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.8.

Κύκλος πωλήσεων και κέρδη επιχειρήσεων την τελευταία τριετία86

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.9.

Έσοδα κάθε εταιρείας επί του αθροίσματος των εσόδων όλων των εταιρειών87

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.7.

Η δημιουργία ή η καταστροφή αξίας για τις επιχειρήσεις του δείγματός μας103

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ

Οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μια σειρά μέτρων για να εκφράσουν τους οικονομικούς σκοπούς και στόχους τους. Τα στρατηγικά σχέδια είναι συχνά βασισμένα στην αύξηση των κερδών ή του μεριδίου αγοράς. Οι επιχειρήσεις, μπορούν να αξιολογήσουν τα μεμονωμένα προϊόντα ή τις γραμμές επιχείρησης βάσει των ακαθάριστων περιθωρίων ή των ταμειακών ροών. Τα περισσότερα μέτρα που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των επενδύσεων δεν λαμβάνουν υπόψη το κόστος του κεφαλαίου που απαιτήθηκε για την επένδυση. Ακόμα και τα επιδόματα που δίδονται στους διευθυντές είναι βασισμένα στο λογιστικό κέρδος.

Το αποτέλεσμα είναι ότι τα τελευταία έτη όλο και περισσότερα ανώτερα στελέχη θεωρούν ότι η αγορά ενδιαφέρεται μόνο για τα άμεσα κέρδη, παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχουν πειστικά στοιχεία που να τεκμηριώνουν ότι τα κέρδη που εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις δείχνουν και την επιτυχία μίας διοίκησης. Έτσι τα στελέχη προβαίνουν συχνά σε λανθασμένες ενέργειες που βλάπτουν μακροπρόθεσμα την εταιρία. Μερικές από τις ενέργειες αυτές είναι οι εξής:

- Νέες επενδύσεις αποφεύγονται εάν ένα μεγάλο ποσό υπεραξίας πρέπει να αποσβεστεί.
- Οι δαπάνες Έρευνας και Ανάπτυξης μειώνονται με μακροπρόθεσμα αρνητικά αποτελέσματα.
- Τα έξοδα που πρέπει να αφαιρεθούν για να εξοικονομηθούν φόροι αναβάλλονται για τις επόμενες χρήσεις.
- Το κλείσιμο των ετοιμοθάνατων επιχειρήσεων αναβάλλεται.
- Και ίσως το χειρότερο από όλα, η αύξηση κερδών στηρίζεται στην υπερεπένδυση σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο ωρίμανσης και όχι σε εταιρίες αστέρια.

Το άσχημο είναι ότι αρκετά συχνά τα ανώτερα εταιρικά στελέχη πληρώνονται για αυτό το σκοπό. Ακόμα και οι ίδιοι οι ιδιοκτήτες αδιαφορούν άθελά τους για τη

δημιουργία αξίας που είναι ίσως το βασικότερο αξίωμα της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Κατά συνέπεια, πολύ συχνά η αξία καταστρέφεται.

Την τελευταία δεκαετία, τα στελέχη έχουν βομβαρδιστεί με έναν μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών δεικτών που εστιάζονται μόνο στα λογιστικά κέρδη, όπως η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity), η Αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων (Return On Assets), κέρδη ανά μετοχή και αρκετά άλλα. Αν και οι υπερασπιστές ενός ιδιαίτερου μέτρου βεβαιώνουν την ανωτερότητά του, όλοι οι δείκτες οργανώνονται γύρω από τον ίδιο σκοπό. Όλα έχουν ως σκοπό να αξιολογήσουν τη διοικητική επιτυχία.

Σε κανένα όμως μέτρο δεν γίνεται αναφορά για το κόστος κεφαλαίων τόσο των ξένων όσο και των ιδίων. Τα θεωρούν ουσιαστικά «Δωρεάν». Έτσι λοιπόν δυο επιχειρήσεις που εμφανίζουν την ίδια κερδοφορία με τα παραδοσιακά μέτρα αποδοτικότητας θεωρούνται εξίσου επιτυχημένες. Διαφορώντας για το εάν το κόστος κεφαλαίου που επενδύθηκε στη μία είναι κατά πολύ μεγαλύτερο από την άλλη.

Αυτό που καθορίζει αληθινά τις τιμές των μετοχών και τελικά την αξία μιας επιχείρησης είναι ή θα έπρεπε να είναι (για τις ώριμες αγορές) τα μετρητά που δημιουργούνται από τα κεφάλαια επένδυσης λαμβανομένου του κινδύνου που εμπεριέχουν και του χρόνου πραγματοποίησης της επένδυσης. Αυτό που θέλει η αγορά δεν είναι λογιστικά κέρδη σήμερα, αλλά δημιουργία αξίας. Η ερώτηση είναι: Πώς μπορούν οι παρούσες αξίες ροών, οι όποιες είναι αληθινά η καρδιά της χρηματοοικονομικής αξιολόγησης, να γίνουν ο σωστός οδηγός για το χρηματοοικονομικό σύστημα διαχείρισης;

Η απάντηση, ως επί το πλείστον, είναι αρκετά απλή σύμφωνα με την αμερικάνικη εταιρία συμβούλων Stern Stewart & Company και λέγεται Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Σύμφωνα με την εταιρία συμβούλων το βασικό σκεπτικό της έννοιας είναι ότι το κέρδος μιας επένδυσης είναι το χρηματικό ποσό που δημιουργείται πάνω από το κόστος της επένδυσης. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία αποτρέπει τους διευθυντές από τη σκέψη ότι το κεφάλαιο είναι ελεύθερο (είτε ίδιο

είτε ξένο). Στο κεφάλαιο 2 γίνεται αναλυτική παρουσίαση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για το θεωρητικό πλαίσιο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας χρησιμοποιήσαμε κυρίως βιβλιογραφία. Μπορεί σαν έννοια η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία να έχει τις ρίζες της πίσω στο 1890 και στον Alfred Marshall, όμως μόλις τα τελευταία χρόνια η εταιρία συμβούλων “Stern Stewart & Company” χρησιμοποίησε τον όρο και αποσαφήνισε την όλη θεωρία. Για αυτόν το λόγο υπάρχει μόνο ξένη βιβλιογραφία η οποία φυσικά είναι βασισμένη κυρίως στα Αμερικάνικα λογιστικά πρότυπα.

Για την παρουσίαση των απαραίτητων λογιστικών μετατροπών (κεφάλαιο 4) σύμφωνα με την ελληνική πραγματικότητα, έγινε συνδυασμός της ξένης βιβλιογραφίας και προσεκτικής μελέτης του Ελληνικού Λογιστικού Σχεδίου. Οι μετατροπές που παρουσιάζονται έχουν ως στόχο να καλύψουν τα κενά από το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο. Η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων πρόκειται να λύσει πολλά από τα τωρινά προβλήματα.

Για τον υπολογισμό των επιμέρους στοιχείων του τύπου της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας χρησιμοποιήθηκαν

- Για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου την ελληνική βιβλιογραφία.
- Για να υπολογίσουμε το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσαμε το υπόδειγμα CAPM που βασίστηκε στη θεωρία του Harry Markowitz και του James Tobin.
- Για τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου υπολογίσαμε την παλινδρόμηση των αποδόσεων της μετοχής πάνω στην απόδοση της αγοράς. Λάβαμε υπόψη τις εβδομαδιαίες αποδόσεις των τιμών των μετοχών για διάστημα πενταετίας.

Για την εφαρμογή της θεωρίας της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας στην πράξη επιλέξαμε τον κλάδο των επίπλων ο οποίος είναι παραδοσιακά ένας σημαντικός κλάδος για την ελληνική οικονομία. Ο συγκεκριμένος κλάδος λόγω της διαχρονικότητας και της σημαντικότητας για την ελληνική οικονομία είναι ίσως ο

ιδανικότερος κλάδος για την καταρχήν αξιολόγηση των εταιριών με τη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Έτσι λοιπόν ο κλάδος των επίπλων:

- Την τελευταία δεκαετία παρουσίασε αλματώδη ανάπτυξη, απομένει λοιπόν να μετρήσουμε την πραγματική αξία που δημιουργήθηκε,
- Χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό και τα τελευταία έτη έχουν γίνει αρκετές προσπάθειες από τις ελληνικές επιχειρήσεις παραγωγής επίπλων για εξαγωγές σε γειτονικές χώρες,
- Επίσης ο κλάδος των επίπλων δεν επηρεάζεται τόσο έντονα από τις τεχνολογικές εξελίξεις και έτσι η δημιουργία αξίας μπορεί να επηρεαστεί καλύτερα από τις αποφάσεις των διοικήσεων,
- Τέλος πρέπει να αναφερθούμε και στο σημαντικό ρόλο που διαδραμάτισαν τρεις εταιρίες κατά τη διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων που πραγματοποιήθηκαν στην Αθήνα το 2004.

Έχουν όμως δημιουργήσει αξία οι επιχειρήσεις επίπλων; Η εφαρμογή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας θα μας δώσει την απάντηση σε αυτό το ερώτημα.

Από τον κλάδο των επίπλων θα αναλύσουμε τις εξής εταιρίες:

- 1 Την εταιρία “Sato”
- 2 Την εταιρία “Dromeas”
- 3 Την εταιρία “Neoset”
- 4 Και την εταιρία “Βαράγκης”

Η επιλογή αυτών των εταιριών έγινε λόγω του ότι οι εταιρίες αυτές είναι εκείνες με το μεγαλύτερο ύψος πωλήσεων στον Ελληνικό χώρο. Επίσης η επιλογή μικρού αριθμού εταιριών θα βοηθήσει στη καλύτερη κατανόηση της έννοιας της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Ο κλάδος των επίπλων στην Ελλάδα μετά το 2004 αναμένεται να παρουσιάσει σημαντική μείωση. Σημαντικές αποφάσεις πρέπει να ληφθούν από τους ιδιοκτήτες και από τους διοικούντες για την άμβλυνση αυτής της ύφεσης. Μέσα από αυτή τη διπλωματική θα εξετάσουμε κατά πόσο η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία μπορεί να βοηθήσει τις εταιρίες του κλάδου των επίπλων να ανταπεξέλθουν στις αντίξοες σύγχρονες συνθήκες.

1.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία αποτελεί μια σύγχρονη φιλοσοφία διοίκησης και οργάνωσης επιχειρήσεων. Κάτω από τις κατάλληλες προϋποθέσεις δημιουργεί ένα τρόπο σκέψης και λήψης αποφάσεων.

Στα κεφάλαια που θα ακολουθήσουν θα επιχειρήσω μέσω της ανάλυσης των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της καινούριας αυτής οικονομικής ανάλυσης να προσαρμόσω την έννοια, στην Ελληνική πραγματικότητα. Αυτό αποτελεί τη βασική πρόκληση και την απαρχή της επιλογής αυτού του θέματος για την διπλωματική μου εργασία.

Όπως έχει αποδειχτεί οι εταιρίες που δεν ακολουθούν τις εξελίξεις μένουν πίσω στο κυνήγι του καλύτερου μεριδίου αγοράς, και της ίδιας τους της επιβίωσης μακροχρόνια. Στον ελληνικό χώρο η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι σχεδόν άγνωστη. Η ξένη βιβλιογραφία μπορεί να βοηθήσει τον αναγνώστη μόνο να καταλάβει την έννοια της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Δεν θα μπορέσει όμως να την εφαρμόσει γιατί τα ξένα βιβλία είναι βασισμένα στα Αμερικάνικα Λογιστικά Πρότυπα. Ιδιαίτερος το κεφάλαιο 4, στο οποίο παρουσιάζονται οι λογιστικές προσαρμογές που προτείνονται στον Ελληνικό χώρο και για τις οποίες δεν υπάρχει αναφορά για προηγούμενη μελέτη στον ελληνικό χώρο. Οι παρατηρήσεις έχουν προσωρινό χαρακτήρα καθώς αναμένεται η χρήση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων να καλύψει αρκετά λογιστικά κενά.

Αυτά τα στοιχεία απευθύνονται σε ένα μεγάλο αριθμό ενδιαφερομένων, τους οποίους δε τους καλύπτουν πια τα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης. Μέτοχοι, ιδιοκτήτες, επενδυτές, εταιρίες συμβούλων είναι αυτοί που μπορούν να εφαρμόσουν την θεωρία προσαρμόζοντας την στην Ελληνική πραγματικότητα (με τη βοήθεια της συγκεκριμένης εργασίας), για χάρη των συμφερόντων τους (για περισσότερες πληροφορίες βλέπε 2.2).

Η χρησιμοποίηση της μοντέρνας αυτής μεθόδου μπορεί να βοηθήσει μια επιχείρηση με ποικίλους τρόπους.

- ✓ Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία στρέφει τους διευθυντές στη λήψη αποφάσεων με πρωταρχικό σκοπό τη δημιουργία πλούτου για τους μετόχους,
- ✓ Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει το πλεονέκτημα ότι εννοιολογικά είναι απλή και εύκολη να εξηγηθεί στους μη οικονομικούς διευθυντές,
- ✓ Εφαρμόζεται σε όλες τις επιχειρήσεις,
- ✓ Παροτρύνει την ανάληψη επικίνδυνων επενδυτικών σχεδίων,
- ✓ Αποβλέπει στη δημιουργία αξίας και όχι σε βραχυπρόθεσμα κέρδη,
- ✓ Η παροχή κινήτρων και τα επιδόματα στους εργαζομένους έχουν σαφή προσανατολισμό προς τη δημιουργία αξίας, δίνοντας έτσι έναν οδηγό λήψης αποφάσεων με έναν ξεκάθαρο προσανατολισμό,
- ✓ Τέλος η εταιρία που θα εφαρμόσει πρώτη την Οικονομική προστιθέμενη Αξία στην Ελλάδα θα αποκτήσει αυτόματα το πλεονέκτημα της πρωτοεφαρμογής (first moving advantage). Οι υπόλοιπες θα προσπαθήσουν να τη μιμηθούν και αναπόφευκτα θα γίνει μέτρο σύγκρισης.

Αυτή η προσέγγιση έχει αποδειχθεί αποτελεσματική σε ουσιαστικά όλους τους τύπους οργανώσεων κάτι το οποίο προκύπτει από τα πολλά παραδείγματα εταιριών που χρησιμοποίησαν επιτυχώς την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Η πρώτη επιχείρηση στην οποία εφαρμόστηκε η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία ήταν στα μέσα του 1980 η Coca-Cola Company. Ο Roberto Goizueta μετέτρεψε την Coca-Cola σε μία από τις πιο ραγδαία αυξανόμενες σε αξία εταιρίες (*Wheelen Hunger 2004. σελ. 250*).

Στον αντίποδα χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της ENRON η οποία στηριζόταν στον αριθμοδείκτη κέρδη ανά μετοχή (Earnings per Share) για την αξιολόγηση των λογιστικών της καταστάσεων, κρύβοντας έτσι την επερχόμενη χρεοκοπία της. Σε αυτό το περιβάλλον γίνεται όλο και πιο επιτακτική η ανάγκη χρησιμοποίησης ενός πιο αξιοκρατικού μεγέθους που να αναγνωρίζει την πραγματική πορεία μιας επιχείρησης.

1.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Στην παρούσα εργασία ο στόχος μας είναι διπλός: στο πρώτο σκέλος (κεφάλαια 2 έως 6) θα παρουσιάσουμε τα σημαντικότερα μέτρα εταιρικής απόδοσης. Θα συγκρίνουμε τα παραδοσιακά μέτρα εταιρικής απόδοσης με τη σύγχρονη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Στη συνέχεια θα γίνει λεπτομερής ανάλυση των σημαντικότερων λογιστικών προσαρμογών, οι οποίες είναι απαραίτητες ώστε να αντικατοπτριστεί η πραγματική αξία της επιχείρησης. Αφού παρουσιάσουμε το θεωρητικό πλαίσιο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας θα προχωρήσουμε στο δεύτερο σκέλος όπου θα υπολογίσουμε την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία για τέσσερις από τις εταιρίες του κλάδου των επίπλων. Οι εταιρίες που θα λάβουμε ως δείγμα είναι οι μεγαλύτερες του κλάδου στην Ελλάδα. Τέλος τα συμπεράσματα και οι προτάσεις θα εξεταστούν στο τελευταίο μέρος της εργασίας. Συγκεκριμένα:

- Στο κεφάλαιο 2 θα γίνει η παρουσίαση του θεωρητικού πλαισίου της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Αφού περιγράψουμε την εξέλιξη της έννοιας τον τελευταίο αιώνα, θα δούμε τις σημαντικότερες χρήσεις της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, έτσι όπως αυτή προσδιορίστηκε από την εταιρία συμβούλων “Stern Stewart & Company”.
- Στο κεφάλαιο 3 θα γίνει παρουσίαση των σημαντικότερων μέτρων αξιολόγησης της πορείας μιας επιχείρησης, πριν από τη δημιουργία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added). Τα μέτρα αξιολόγησης θα χωριστούν σε δύο κατηγορίες. Στα μέτρα που είναι βασισμένα στο λογιστικό κέρδος και στα μέτρα που βασίζονται στο οικονομικό κέρδος. Επίσης θα παρουσιάσουμε τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα και τις σημαντικότερες αδυναμίες της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

- Στο κεφάλαιο 4 θα γίνει παρουσίαση των κυριότερων λογιστικών προσαρμογών που γίνονται με σκοπό το αποτέλεσμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας να ανταποκρίνεται καλύτερα στην πραγματική αξία της επιχείρησης. Στόχος μας είναι να συνδυάσουμε τις προσαρμογές που προτείνει η “Stern Stewart & Company” με την ελληνική πραγματικότητα.
- Η ποσοτικοποίηση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας αναλύεται στο κεφάλαιο 5. Αναλυτικά αναφέρονται όλα τα μεγέθη που πρέπει να γνωρίζουμε ώστε να υπολογίσουμε την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τελικά να αξιολογήσουμε την πορεία μιας επιχείρησης. Αυτή η προσπάθεια θα βασίζεται στις λογιστικές προσαρμογές που προτείνονται στο κεφάλαιο 4.
- Στο κεφάλαιο 6 θα γίνει παρουσίαση του κλάδου των επίπλων στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία καθώς και των βασικότερων στοιχείων για τις εταιρίες του δείγματός μας. Το δείγμα μας θα είναι τέσσερις εταιρίες από το κλάδο των επίπλων. Η “Sato”, ο “Dromeas”, η “Neoset” και τέλος η εταιρία “Βαράγκης”.
- Ο υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας για τις επιχειρήσεις και η σύνοψη της μελέτης θα είναι το αντικείμενο που θα εξετάσει στο κεφάλαιο 7.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

2.1 Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Πρώτος ο Alfred Marshall, διάσημος βρετανικός οικονομολόγος, συλλαμβάνει την ουσία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας με την ακόλουθη δήλωση:

What remains of his profits after deducting interest on his capital at the current rate may be called his earnings of undertaking or management [1890, p. 142].

Σύμφωνα με τον Marshall, είναι σαφές ότι η έννοια του οικονομικού κέρδους είναι η διαφορά των εσόδων και των γενικών δαπανών. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία μπορεί να ερμηνευθεί ως το υπολειμματικό εισόδημα αφού συμπεριλάβουμε τα κεφάλαια που θα δοθούν στους δανειστές και στους ιδιοκτήτες της εταιρίας (*Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004*).

Σαν έννοια λοιπόν η EVA προϋπάρχει εδώ και 115 χρόνια. Μόλις το 1982 η εταιρία συμβούλων Stern Stewart & Company παρουσίασε την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία κατέχοντας από τότε και τα πνευματικά δικαιώματα της EVA.

2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Σύμφωνα με την Stern Stewart & Company η EVA ορίζεται ως η διαφορά των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων και του συνολικού κεφαλαιακού κόστους της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα υπάρχουν δύο τρόποι να οριστεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία: ο λογιστικός και ο χρηματοοικονομικός.

✓ Λογιστική ερμηνεία Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας:

Από λογιστικής πλευράς, η EVA είναι απλά το καθαρό λειτουργούν κέρδος μετά από τους φόρους μείον το κόστος κεφαλαίου:

$$EVA = NOPAT - WACC \times Ke$$

Όπου WACC είναι το σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου από την εταιρική χρηματοδότηση, το Ke δείχνει το ποσό καθαρού επενδυμένου κεφαλαίου και το NOPAT δείχνει το καθαρό λειτουργικό κέρδος προ φόρων (*Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004*).

Απλούστερα η EVA είναι το καθαρό λειτουργικό κέρδος μείον της κατάλληλης εκείνης δαπάνης για το κόστος ευκαιρίας όλου του κεφαλαίου που επενδύεται σε μια επιχείρηση. Υπό αυτήν τη μορφή, η EVA είναι το ποσό που υπερβαίνει το ελάχιστο ποσό που οι μέτοχοι και οι δανειστές θα μπορούσαν να πάρουν από μια επένδυση σε άλλους τίτλους συγκρίσιμου κινδύνου. Όταν το EVA είναι θετικό έχουμε δημιουργία αξίας και όταν το EVA είναι αρνητικό απορρίπτουμε την επένδυση (μείωση αξίας).

✓ Η χρηματοοικονομική ερμηνεία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας:

Η χρηματοοικονομική ερμηνεία της EVA είναι ιδιαίτερα ελκυστική για τους αναλυτές και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Σε γενικές γραμμές, η EVA συσχετίζεται άμεσα με τη δημιουργία πλούτου μέσω της καθαρής παρούσας αξίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η καθαρή παρούσα αξία (ή MVA, για την προστιθέμενη αγοραία αξία, βλέπε 3.2.2) μπορεί να εκφραστεί ως παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών EVA:

$$NPV = MVA = \text{Παρούσα αξία της αναμενόμενης EVA}$$

(*Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004*)

2.3 ΟΙ ΧΡΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η EVA αρχικά χρησιμοποιήθηκε το 1982 από τη Stern Stewart & Company ως συμβουλευτικό μέσο για τις επιχειρήσεις πελάτες της. Μάλιστα τα πνευματικά δικαιώματα του όρου EVA έχουν κατοχυρωθεί στην Stern Stewart & Company. Από το 1982 πολλές επιχειρήσεις έχουν υιοθετήσει τη προσέγγιση της EVA, δηλαδή, ότι μια επιχείρηση δεν είναι αληθινά κερδοφόρα εκτός αν η, μετά τη φορολόγηση, εισροή της στο κεφάλαιο είναι μεγαλύτερη από το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου (WACC). Οι γνωστότερες διεθνώς εταιρίες που έχουν εφαρμόσει την έννοια της EVA είναι η Coca-Cola, η Diageo, η Eli Lilly, η Guidant, η Nestle, η Volkswagen και άλλες προεξέχουσες επιχειρήσεις των ΗΠΑ και της Ευρώπης (Grant 2003 σελ.2).

Σήμερα μπορούμε να διακρίνουμε δύο βασικές χρήσεις της EVA την εσωτερική και την εξωτερική ("internal" και την "external"). Οι διευθυντές χρησιμοποιούν την EVA εσωτερικά ως ένα εργαλείο λήψης αποφάσεων ενώ η εξωτερική χρήση γίνεται από τους οικονομικούς αναλυτές και τους επενδυτές που χρησιμοποιούν την EVA για να λάβουν τις αποφάσεις για την τοποθέτηση ή όχι κεφαλαίων σε μία εταιρία.

- Εσωτερική χρήση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας:

Σαν διοικητικό εργαλείο, σκοπός της EVA είναι να κάνει τους διευθυντές να συμπεριφερθούν σαν να ήταν ιδιοκτήτες. Η παρότρυνση των εργαζομένων που ενδιαφέρονται για τη παραγωγή αξίας με παροχή οικονομικών κινήτρων, αποτελεί ένα σημαντικό συστατικό επιτυχίας της μεθόδου. Η χορήγηση μετοχών της εταιρίας αποτελεί έναν ακόμα ικανό τρόπο για να μπορέσουν κυρίως οι υπάλληλοι να αισθανθούν πιο κοντά στην επιχείρηση και να δημιουργήσουν αξία (Lefkowitz 1999 σελ 7).

Απώτερος σκοπός της εφαρμογής της EVA είναι να κάνει όλους τους εργαζόμενους μιας επιχείρησης, να ενεργήσουν προς όφελος της ίδιας της επιχείρησης και όχι τόσο για προσωπικό τους όφελος. Η σύγκρουση συμφερόντων

μπορεί να απαλειφθεί μόνο αν οι ιδιοκτήτες δώσουν την δυνατότητα στους διευθυντές να αισθανθούν ως ιδιοκτήτες και όταν τα επιδόματα που δίνονται είναι σύμφωνα μόνο με τη δημιουργία αξίας (Stewart. 1991σελ. 12). Αυτή η φιλοσοφία έρχεται να διορθώσει τις εσφαλμένες αποφάσεις που έπαιρναν τα τελευταία χρόνια ανώτερα διοικητικά στελέχη, που ενδιαφέρονταν μόνο για την αύξηση του κύκλου εργασιών και των λογιστικών κερδών. Κάτι το οποίο όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενη ενότητα δεν οδηγεί πάντα μια επιχείρηση στην επιτυχία.

- Εξωτερική χρήση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας:

Η εξωτερική χρήση της EVA έγκειται στην σωστή αξιολόγηση της αξίας μιας επιχείρησης. Το περιοδικό Fortune τα τελευταία πέντε έτη έχει δώσει μεγάλη βαρύτητα στη θεωρία της EVA όχι μόνο ως μέσο για το πώς πρέπει να διοικηθεί μια επιχείρηση αλλά και ως μέσο τιμολόγησης των μετοχών (Ιούλιος 1998, 164). Τα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης είναι επιρρεπή στις διαστρεβλώσεις που δημιουργούνται από τον νομοθέτη και από τα ανώτερα στελέχη, και μπορούν πολύ εύκολα να κρύψουν την πραγματικότητα μέσω κάποιων μικρών αλλά σημαντικών αλλαγών (Lefkowitz 1999 σελ 9).

Θυμίζουμε την περίπτωση της ENRON η οποία στηριζόταν στα Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per Share) κρύβοντας έτσι τις αδυναμίες της. Η τάση που ξεκίνησε από την Αμερική μετά την χρεοκοπία της ENRON για τη χρησιμοποίηση πιο αντικειμενικών κριτηρίων αξιολόγησης έχει καταλάβει και την Ευρώπη. Σε αυτό το οικονομικό σκηνικό η EVA αποτελεί την πιο μοντέρνα και αντικειμενική μέθοδος αξιολόγησης επιχειρήσεων.

Οι επενδυτές και οι αναλυτές μέσω της σύγκρισης εταιριών στη βάση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, μπορούν να «αποφύγουν» εταιρίες που μειώνουν αξία και να επενδύσουν τα χρήματά τους σε εταιρίες με ελπιδοφόρο μέλλον. Η μέθοδος της EVA έχει το πλεονέκτημα ότι αποβλέπει στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα σε σύγκριση με το βραχυχρόνιο ορίζοντα των υπολοίπων μεθόδων (E/S, ROI).

Η «κύρια» δαπάνη είναι η πιο διακριτική και σημαντική πτυχή της EVA. Λογιστικά οι περισσότερες επιχειρήσεις εμφανίζονται κερδοφόρες αλλά πολλές δεν είναι στην πραγματικότητα. Ο Peter Drucker έθεσε το θέμα ως εξής:

"Έως ότου επιστραφεί σε μια επιχείρηση ένα κέρδος που είναι μεγαλύτερο από το κόστος κεφαλαίου του, λειτουργεί με απώλεια. Μην απασχολήστε ποτέ με οτι πληρώνει τους φόρους σαν να είναι ένα γνήσιο κέρδος. Η επιχείρηση επιστρέφει ακόμα λιγότερο στην οικονομία και καταβροχθίζει τους πόρους. Μέχρι τότε δεν δημιουργεί πλούτο αλλά τον καταστρέφει. Η EVA διορθώνει αυτό το λάθος και αναγνωρίζει ότι όταν χρησιμοποιούν οι διευθυντές το κεφάλαιο πρέπει να πληρώσουν μια αμοιβή"(Drucker Harvard Business Review article.)

Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι είναι αυτοί που καθορίζουν το κέρδος της επιχείρησης. Εάν οι μέτοχοι αναμένουν, για παράδειγμα, μια επιστροφή 10% στην επένδυσή τους, θα "βγάλουν τα χρήματα" μόνο μέχρι το σημείο που το μερίδιο μετά τη φορολόγηση λειτουργικών κερδών τους υπερβαίνει 10% του κεφαλαίου που επένδυσαν.

Η Stern Stewart & Company ανέπτυξε την μεθοδολογία της EVA για να βοηθήσει τους διευθυντές να ενσωματώσουν δύο βασικές αρχές της χρηματοδότησης στη λήψη απόφασής τους.

1. Η πρώτη είναι ότι ο αρχικός οικονομικός στόχος οποιασδήποτε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων του,
2. Η δεύτερη είναι ότι η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από το βαθμό στον οποίο οι επενδυτές αναμένουν τα μελλοντικά κέρδη να υπερβούν και όχι να υποληφθούν του κόστους του κεφαλαίου.

2.4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι:

- A) Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, κερδών και λειτουργικού ενεργητικού,
- B) Τα επενδυμένα κεφάλαια,
- Γ) Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου,
- Δ) Το κόστος κεφαλαίου.

Προφανώς, μια επιχείρηση που αποδίδει υψηλότερο κέρδος σε κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί σε αυτή, θα αξίζει περισσότερο από κάποια άλλη μικρότερης απόδοσης. Όμοια, μια εταιρία με μικρούς ρυθμούς κερδοφορίας θα αξίζει λιγότερο από κάποια άλλη με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης.

Εάν μια επιχείρηση επιλέξει να εφαρμόσει την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία πρέπει η λήψη αποφάσεων να βασίζεται πρωταρχικά στη δημιουργία αξίας. Για να αυξήσει λοιπόν η διοίκηση μιας επιχείρησης τον πλούτο των μετόχων πρέπει να κάνει τα ακόλουθα:

- § Να αυξήσει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της.
- § Να εξασφαλίζει πως η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της, είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της.
- § Να αυξάνει τον ρυθμό ανάπτυξης της μόνο όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου. Στην αντίθετη περίπτωση, η αύξηση των μεγεθών θα καταστρέφει τον πλούτο των μετόχων.
- § Να μειώσει το κόστος του κεφαλαίου της.

(Κελεπούρης 2005 σελ78)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΛΟΙΠΑ ΜΕΤΡΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να παρουσιαστούν εν συντομία οι σημαντικότεροι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, προκειμένου στη συνέχεια να συγκρίνουμε την ανάλυση που στηρίζεται σε αυτούς με τη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Πρέπει όμως πάντα να έχουμε υπόψη από ποια οπτική πλευρά κρίνουμε κάθε δείκτη ως μέτρο αξιολόγησης της πορείας μιας επιχείρησης. Κάθε ενδιαφερόμενος σύμφωνα με τα συμφέροντά του, επιλεγεί να εφαρμόσει εκείνο το μέτρο που τον ικανοποιεί καλύτερα. Με άλλα λόγια μπορεί κάποιος να διαστρεβλώσει την πραγματικότητα εκμεταλλευόμενος τις αδυναμίες ενός μέτρου.

Παραδείγματος χάρι έστω ότι μια επιχείρηση παρουσιάζει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης για τα έτη 2004 και 2005.

	2004	2005
Καθαρά Κέρδη	3.000	4.000
Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης	2.000	100
Έξοδα Διαφήμισης	1.000	0

Εάν χρησιμοποιηθεί κάποιος δείκτης βασισμένος στα λογιστικά κέρδη τότε το συμπέρασμα θα είναι ότι η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης βελτιώθηκε αισθητά. Όμως έτσι δεν απεικονίζεται η πραγματική εικόνα της επιχείρησης. Εκ πρώτης όψεως τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν κατά 1000 Ευρώ. Παρατηρώντας τους λογαριασμούς Έρευνας & Ανάπτυξης και Εξόδων Διαφήμισης εμφανίζεται μείωση 2900 Ευρώ κατά πολύ μεγαλύτερη από τα 1000 Ευρώ της αύξησης των κερδών.

3.1. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΒΑΣΙΣΜΕΝΟΙ ΣΤΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στη συνέχεια παρατίθενται οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις για την απόδοση μιας επιχείρησης και στηρίζονται στα λογιστικά κέρδη.

3.1.1. ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Ένα από τα πιο δημοφιλή μέτρα εταιρικής αξιολόγησης, παρά τα όποια μειονεκτήματα που παρουσιάζει είναι τα κέρδη ανά μετοχή (EPS). Το βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου είναι η απλότητά της και το βασικό μειονέκτημα είναι η χρησιμοποίηση στον αριθμητή των λογιστικών κερδών, τα οποία κέρδη μπορούν πολύ εύκολα να διαστρεβλωθούν (Stewart, 1991. σελ 3).

$$\text{EPS} = \frac{\text{Earnings}}{\text{Number of Shares}}$$

Οι λογιστές άλλοτε στηριζόμενοι στο γράμμα του νόμου και άλλοτε παράνομα μεταβάλλουν το λογιστικό αποτέλεσμα στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης διαστρεβλώνοντας την οικονομική πραγματικότητα. Πώς όμως μπορούν να αυξηθούν (βραχυχρόνια) τα λογιστικά κέρδη μιας επιχείρησης;

1. Μία σημαντική δαπάνη που μειώνει τα κέρδη είναι τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (E&A). Η δαπάνη αυτή αφαιρείται από τα έσοδα στο τέλος του έτους και πολλοί διευθυντές αγνοώντας τα ευεργετικά αποτελέσματα των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης σε μακροχρόνιο κυρίως ορίζοντα μειώνουν το ύψος αυτής της κατηγορίας εξόδων. Ο βαθμός διαστρέβλωσης ποικίλλει φυσικά από επιχείρηση σε επιχείρηση. Μερικές μπορούν να έχουν ελάχιστα ή καθόλου έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, ενώ είναι ένα μεγάλο στοιχείο δαπανών για τις επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας και για τις φαρμακευτικές επιχειρήσεις, οι οποίες ξοδεύουν πολλά χρήματα ψάχνοντας για νέα φάρμακα. Αυτές οι επιχειρήσεις αξίζουν γενικά πολύ περισσότερο σε οικονομικούς όρους όσον αφορά τα κέρδη ανά μετοχή από ότι πράγματι δείχνουν (Stewart 1991 σελ 4).

2. Οι δαπάνες διαφήμισης και μάρκετινγκ αφαιρούνται επίσης στο έτος που γίνονται. Αυτό είναι άδικο, δεδομένου ότι η επίδραση της διαφήμισης έχει μακροπρόθεσμα αποτελέσματα. Σε μερικές περιπτώσεις η διαφήμιση και το μάρκετινγκ έχουν συχνά ένα σημαντικό ρόλο στην οικοδόμηση αξίας εμπορικών σημάτων σε βάθος χρόνου. Πολλά καταναλωτικά προϊόντα, από τα εμφιαλωμένα ποτά μέχρι τα τρόφιμα, έχουν παραγάγει τα αποτελέσματα των ονομάτων των εταιριών τους κατά τη διάρκεια του προηγούμενου αιώνα. Λογικά, αυτές οι δαπάνες πρέπει να κεφαλαιοποιηθούν και να κατανεμηθούν έπειτα κατά τη διάρκεια των αναμενόμενων χρήσιμων ετών της ζωής τους.

Στο σημείο αυτό πρέπει να γίνει κατανοητό ότι λόγω των διαφορών ανάμεσα στις διάφορες εταιρίες δεν πρέπει να χρησιμοποιούμε γενικά ένα συγκεκριμένο μέτρο και να βασιζόμαστε σε αυτό. Κάθε εταιρία πρέπει να έχει ένα διαφορετικό τρόπο αποτίμησης ανάλογα τον κλάδο που βρίσκεται και της οργάνωσής της.

3. Ακόμα και οι ίδιοι οι κανόνες της λογιστικής προκαλούν διαστρέβλωση στον ισολογισμό μιας επιχείρησης. Αρκεί να λάβουμε υπόψη ότι ένα κτίριο ή ένα μηχάνημα εμφανίζεται στον ισολογισμό με την τιμή κτήσης μείον την αποσβεστέα αξία και όχι με την πραγματική αξία του παγίου (αν λάβουμε υπ' όψη και τις όποιες αναπροσαρμογές που καθορίζονται από τους νόμους). Παραδείγματος χάρη έχει πληρώσει μία εταιρία 10 εκατομμύρια ευρώ για την αγορά ενός κτιρίου το οποίο έχει 20 χρόνια ωφέλιμη ζωή. Στο τρίτο έτος θα φαίνεται στον ισολογισμό το ποσό των 8.500.000 ως η αξία του κτιρίου, στοιχείο το οποίο είναι σχεδόν απίθανο να ισχύσει γιατί δε λαμβάνει υπόψη τον πληθωρισμό και τις υπόλοιπες προσαρμογές από το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης.

4. Ό,τι ισχύει για τα έξοδα διαφήμισης, ισχύει και για τις δαπάνες εκπαίδευσης προσωπικού, τα οποία έξοδα έχουν μακροπρόθεσμα θετικά αποτελέσματα για την εταιρία. Η εκπαίδευση προσωπικού είναι πάρα πολύ σημαντική τόσο σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας όσο και στο κλάδο των τραπεζών. Είναι πολύ εύκολο να περικοπούν αυτά τα έξοδα από τα υψηλόβαθμα στελέχη, ώστε να φανούν περισσότερα καθαρά κέρδη προς τέρψη της αγοράς και των ιδιοκτητών.

Οι παρατηρήσεις που παρουσιάστηκαν έχουν προσωρινό χαρακτήρα καθώς η χρήση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων αναμένεται να βελτιώσει σε αρκετά ικανοποιητικό βαθμό τα προβλήματα που παρουσιάστηκαν.

Υπάρχουν και άλλα τεχνάσματα τα οποία δεν είναι εύκολο να τα διακρίνει κάποιος που βρίσκεται εκτός της εταιρίας. Ένα ακόμα τέχνασμα που υιοθετείται συχνά στις επιχειρήσεις καταναλωτικών αγαθών είναι η πώληση μεγάλων ποσοτήτων αγαθών στο τέλος των λογιστικών χρήσεων, το "force-feeding". Πριν από το τέλος μιας λογιστικής περιόδου λοιπόν, οι πελάτες πείθονται για την αγορά περισσότερων εμπορευμάτων από αυτά που χρειάζονται. Και ως αντάλλαγμα τους δίνεται εκτεταμένη πίστωση. Έτσι δεν θα πληρώσουν πριν από το πέρας μιας μεγάλης χρονικής περιόδου. Και οι δύο πλευρές ωφελούνται φαινομενικά: ο κατασκευαστής μέσω διογκωμένου δείκτη κερδών ανά μετοχή και ο πελάτης μέσω των γενναιόδωρων όρων πίστωσης. Αλλά σαφώς είναι ένα παιχνίδι εντυπώσεων χωρίς καμία οικονομική αξία στην επιχείρηση. (Stewart, 1991 σελ 7).

Θα είναι δύσκολο, εντούτοις, να ξεφύγουμε από αυτά τα σφάλματα καθώς πολλές επιχειρήσεις καθορίζουν τα επιδόματα των στελεχών γενικά ή εν μέρει, στις βελτιώσεις των κερδών ανά μετοχή. Το πρόβλημα εντούτοις έχει αναγνωριστεί από καιρό. Διάφορες εταιρίες έχουν επιδιώξει να δραπετεύσουν από τη παγίδα των κερδών ανά μετοχή με τη στήριξη των επιδομάτων σε διαφορετικές μετρήσεις όπως στην αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROES) (βλέπε 3.1.3), στην αποδοτικότητα της επένδυσης (ROI) (βλέπε 3.1.2), ή στην αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων (RONA) (βλέπε 3.1.4).

3.1.2 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Ο καιρός κατά τον οποίο χρησιμοποιούσαμε μόνο απλά οικονομικά μέτρα όπως τα κέρδη ανά μετοχή για να αξιολογήσουμε τη γενική εταιρική απόδοση έχει τελειώσει. Οι αναλυτές συστήνουν τώρα μια ευρεία σειρά μεθόδων για να αξιολογήσουν την επιτυχία ή την αποτυχία μιας στρατηγικής. Αν και κάθε μια από αυτές τις μεθόδους έχει τους υποστηρικτές της, η σύγχρονη τάση είναι σαφώς προς τα πιο περίπλοκα οικονομικά μέτρα .

Το δημοφιλέστερο μέτρο της εταιρικής απόδοσης είναι η αποδοτικότητα της επένδυσης (Return On Investment). Είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης του καθαρού εισοδήματος πριν από τους φόρους με το άθροισμα των επενδύσεων.

$$\text{Return On Investment} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Investments}}$$

Αν και η αποδοτικότητα επί της επένδυσης έχει αρκετά πλεονεκτήματα, έχει επίσης αρκετούς ευδιάκριτους περιορισμούς. Αν και αρχικά το μέτρο δίνει την εντύπωση της αντικειμενικότητας και της ακρίβειας, μπορεί εύκολα να διαστρεβλωθεί (Wheelen, Hunger 2004 σελ 246).

Στο πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της αποδοτικότητας επί της επένδυσης,

Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα
<i>Παρέχει ευρύ φάσμα πληροφοριών</i>	<i>Βασίζεται στην λογιστική αξία</i>
<i>Αξιολόγηση πορείας επένδυσης</i>	<i>Ευαίσθητο μέτρο σε περιπτώσεις υποτίμησης</i>
<i>Ιδανική μέθοδος σύγκρισης μεταξύ εταιριών</i>	<i>Σε επιχειρήσεις με πολλά τμήματα παραγωγής που το ένα πουλάει στο άλλο δεν είναι εύκολη η τιμολόγηση</i>
<i>Νέα πάγια αποκτώνται μόνο αν αυτό θα αυξήσει τα κέρδη</i>	<i>Ενδιαφέρεται κυρίως για τα βραχυχρόνια αποτελέσματα χωρίς να κάνει καμία αναφορά στα μακροχρόνια</i>
<i>Παρέχει κίνητρο για να χρησιμοποιηθούν τα υπάρχοντα πάγια αποτελεσματικά.</i>	<i>Ο επιχειρηματικός κύκλος έχει έντονες επιπτώσεις στην αποδοτικότητα της επένδυσης</i>

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1.Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της αποδοτικότητας της επένδυσης (James M. Higgins 1983)

3.1.3. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE), είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης του καθαρού εισοδήματος δια του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων. Έχει επίσης τα ίδια μειονεκτήματα που περιγράψαμε για τα προηγούμενα μέτρα επειδή χρησιμοποιεί λογιστικά στοιχεία. Παρόλα αυτά ένα σημαντικό πλεονέκτημα που συναντάμε τόσο στην αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων είναι ότι μένει ανεξάρτητη από την τιμή των αποθεμάτων μιας επιχείρησης (Wheelen, Hunger 2004 σελ 247).

$$= \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

Ουσιαστικά, η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων αποκαλύπτει το κέρδος που παράγει μια επιχείρηση για το ποσό χρημάτων που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην εταιρία.

Επίσης η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων είναι ένα πολύ χρήσιμο μέτρο σύγκρισης της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης με άλλες εταιρίες στον ίδιο κλάδο.

3.1.4 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ένας άλλος χρήσιμος δείκτης για το πόσο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση είναι η αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων (ROA). Υπολογίζεται εάν διαρέσουμε το καθαρό κέρδος μιας επιχείρησης δια του συνόλου των κεφαλαίων.

$$\text{Return On Assets} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \quad (\text{Grant 2003 σελ 151})$$

Η αποδοτικότητα συνόλου των κεφαλαίων μας λέει ποια κέρδη παρήχθησαν από το σύνολο των στοιχείων του ισολογισμού.

Μερικοί επενδυτές προσθέτουν τους χρεωστικούς τόκους στο καθαρό εισόδημα κατά τον υπολογισμό αυτού του δείκτη επειδή επιθυμούν να βρουν την απόδοση χωρίς τα έξοδα δανεισμού.

Συμπερασματικά καλό είναι όταν εξετάζουμε μια επιχείρηση να υπολογίζουμε τόσο την αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων καθώς και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Είναι διαφορετικά μεταξύ τους μέτρα, αλλά

μαζί παρέχουν μια σαφή εικόνα της διοικητικής αποτελεσματικότητας. Εάν η αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων (ROA) είναι υγιής και τα επίπεδα χρέους είναι λογικά, μια υψηλή τιμή του δείκτη αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) είναι ένα δείγμα ότι οι διευθυντές παρέχουν καλές αποδόσεις για τα επενδυμένα κεφάλαια. Αυτοί οι δείκτες είναι καλύτεροι σε σύγκριση με τα κέρδη ανά μετοχή επειδή περιλαμβάνουν στοιχεία του ισολογισμού. Έχουν όμως το ίδιο σημαντικό μειονέκτημα, μπορούν επίσης να διαστρεβλωθούν.

Εάν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE) είναι η χρησιμοποιούμενη μέθοδος, υπάρχουν δύο τρόποι να βελτιωθεί. Ο πρώτος είναι από την βελτίωση της απόδοσης της εταιρίας διαχρονικά. Αλλά εάν αυτό δεν είναι εφικτό, υπάρχει μια άλλη στρατηγική. Η μείωση των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό μπορεί να το πετύχει με την αγορά μετοχών της, είτε με μετρητά είτε με ξένα κεφάλαια. Με λιγότερες μετοχές, και το ίδιο επίπεδο κέρδους η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE) αυξάνεται. Φαινομενικά η κατάσταση βελτιώνεται, αλλά όχι απαραίτητα και το συμφέρον των μετόχων (www.investopedia.com Ben McClure).

Το ίδιο μπορεί να γίνει και με την αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων (ROA). Εάν πωληθούν μερικά πάγια, ακόμα κι αν να αξίζουν περισσότερο εάν κρατηθούν το αποτέλεσμα θα είναι μια υψηλότερη απόδοση στα υπόλοιπα πάγια. Η αποθάρρυνση μιας κερδοφόρας μελλοντικής αγοράς ενός παγίου είναι η άλλη πιθανή λύση για τη βελτίωση του δείκτη σε βραχυχρόνια βάση.

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων λοιπόν εξετάζει το καθαρό εισόδημα μόνο ενάντια στα ίδια κεφάλαια των ιδιοκτητών, δεν λέει τίποτα όμως για το πώς μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τη χρηματοδότησή της από το δανεισμό. Μια τέτοια επιχείρηση μπορεί να εμφανίσει μία εντυπωσιακή τιμή στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων χωρίς πραγματικά την ύπαρξη αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων.

Όσον αφορά την αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων, επειδή ο παρονομαστής του περιλαμβάνει και τα ίδια και τα ξένα κεφάλαια, μπορεί να μας βοηθήσει να ερευνήσουμε καλύτερα το πόσο καλά μια επιχείρηση βάζει και τις δύο αυτές τις μορφές χρηματοδότησης σε λειτουργία.

3.1.5. ΛΟΙΠΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Στο παράρτημα της εργασίας παρουσιάζονται εν συντομία μια σειρά από αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται σπανιότερα.

Κάθε αριθμοδείκτης μπορεί να μας προσφέρει μια σημαντική πληροφορία για ένα συγκεκριμένο τμήμα της επιχείρησης. Παραδείγματος χάριν ο αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους μας παρουσιάζει το ποσοστό του κύκλου εργασιών της εταιρίας που μένει στην επιχείρηση ως καθαρά κέρδη.

Κάθε αριθμοδείκτης πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή λαμβάνοντας πάντα υπόψη τις όποιες αδυναμίες του. Ίσως η πιο σωστή αξιολόγηση μιας επιχείρησης θα πραγματοποιούταν εάν υπολογίσουμε όλους τους δείκτες και χρησιμοποιούσαμε έπειτα όλες τις πληροφορίες που θα μας δίνονταν. Κάτι τέτοιο όμως θα ήταν αρκετά δύσκολο και χρονοβόρο.

Πέρα από αυτή τη δυσκολία, οι περισσότεροι δείκτες έχουν το μειονέκτημα ότι χρησιμοποιούν αριθμούς από τους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσεως, με τις όποιες αδυναμίες παρουσιάσαμε στην αρχή του κεφαλαίου.

Εδώ έγκειται η χρησιμοποίηση ενός πιο μοντέρνου δείκτη το οποίο να χρησιμοποιεί κάποιες λογιστικές προσαρμογές και να εμφανίζει αρκετά από τα πλεονεκτήματα των παραδοσιακών μέτρων αξιολόγησης. Αυτά ήταν τα στοιχεία τα οποία διέκρινε η Stern Stewart & Company και δημιούργησε την EVA. Προσοχή όμως, σκοπός αυτής της εργασίας δεν θα είναι σε καμία περίπτωση η παρουσίαση της EVA ως της καλύτερης μεθόδου. Όπως θα δούμε στη παράγραφο 3.4. μπορεί η EVA να δημιουργεί ένα καινούριο τρόπο διοίκησης αλλά παρουσιάζει και αρκετές αδυναμίες που πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη.

3.2. ΜΕΤΡΑ ΒΑΣΙΣΜΕΝΑ ΣΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΕΡΑΙΟΣ

3.2.1 ΚΑΘΑΡΑ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ

Η διαφορά μεταξύ της παρούσας αξίας των εισροών και της παρούσας αξίας των εκροών μετρητών ισούται με την καθαρή παρούσα αξία της επιχείρησης. Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας χρησιμοποιεί το επενδυμένο κεφάλαιο προϋπολογίζοντας το, για να αναλύσει την αποδοτικότητα μιας επένδυσης ή ενός προγράμματος. Η ανάλυση της καθαρής παρούσας αξίας είναι ευαίσθητη στην αξιολογία των μελλοντικών εισροών που μια επένδυση ή ένα πρόγραμμα θα παραγάγει.

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+r)^t} - C_0$$

(<http://www.investopedia.com>)

Με άλλα λόγια η καθαρή παρούσα αξία συγκρίνει την αξία ενός ευρώ σήμερα με την αξία του ίδιου ευρώ στο μέλλον και λαμβάνει υπόψη τον πληθωρισμό και τις αποδόσεις. Εάν η καθαρή παρούσα αξία μιας ενδεχόμενης επένδυσης είναι θετική, πρέπει να γίνει αποδεκτή. Αντίθετα, εάν η καθαρή παρούσα αξία είναι αρνητική, η επένδυση πρέπει να απορριφθεί.

Σύμφωνα με τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας, η αξία κάθε επιχείρησης εξαρτάται από:

1. το μέγεθος των ταμιακών ροών
2. τη χρονική στιγμή που παράγονται
3. και το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Η τεχνική της καθαρής παρούσας αξίας είναι ιδιαίτερα χρήσιμη όταν εφαρμόζεται σε εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να σημειώσουμε ότι υπάρχει άμεσως συσχετισμός μεταξύ της EVA και της καθαρής παρούσας αξίας. Η αξία μιας επιχείρησης (V)

μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί (C)και της καθαρής παρούσας αξίας (NPV)των μελλοντικών ταμειακών ροών.

$$V = C + NPV \text{ (Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004)}$$

Έτσι λοιπόν αν το επιτόκιο προεξόφλησης που χρησιμοποιείται στη καθαρή παρούσα αξία είναι ίσο με το επιτόκιο που ζητάνε οι ιδιοκτήτες κατά τον υπολογισμό της EVA τότε οι δύο μέθοδοι καταλήγουν στα ίδια ακριβώς αποτελέσματα .

Επιχειρήσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία μειώνουν την αξία, ενώ όταν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική δημιουργείται αξία για την επιχείρηση.

3.2.2 ΑΓΟΡΑΙΑ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Αξίζει να ρίξουμε μία σύντομη ματιά, σε ένα μέτρο το οποίο παρουσιάζει αρκετές ομοιότητες με την EVA. Την Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (Market Value Added). Η βασικότερη ομοιότητα της EVA & της Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας (MVA) είναι ότι και οι δυο μέθοδοι στοχεύουν στη δημιουργία αξίας. Ενώ η EVA αξιολογεί τόσο επενδύσεις όσο και ολόκληρες επιχειρήσεις, η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (Market Value Added) αναφέρεται μόνο στην αξία ολόκληρης της επιχείρησης.

Η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία είναι η διαφορά μεταξύ της αξίας αγοράς μιας επιχείρησης και του κεφαλαίου που έχουν εισφέρει οι δανειστές και οι ιδιοκτήτες της. Πώς όμως ξέρουμε εάν μια επιχείρηση είναι δημιουργός αξίας. Όπως και στη καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present Value), η αξία αγοράς υπολογίζεται από το άθροισμα των προεξοφλημένων εσόδων από τα μελλοντικά προγράμματα και από τα έσοδα από πωλήσεις του παρελθόντος. Οπότε η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών EVA .

$$MVA = \text{αγοραστική αξία} - \text{κεφάλαιο}$$

ή

$$MVA = \text{παρούσα αξία όλης της μελλοντικής EVA}$$

Το MVA υπολογίζεται ως εξής

1. Αρχικά προσθέτουμε όλο το κεφάλαιο που έχει δοθεί στην επιχείρηση από τους μετόχους
2. Αναταξινομούμε στην συνέχεια ορισμένες λογιστικές δαπάνες, όπως η E&A, για να απεικονισθεί η αληθινή εικόνα της επιχείρησης. Μέχρι τώρα, αυτή είναι η ίδια διαδικασία που υιοθετείται και στον υπολογισμό της EVA.
3. Υπολογίζεται έπειτα η αγοραστική αξία της επιχείρησης. Εάν η τιμή αγοράς της επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από όλο το κεφάλαιο τότε η εταιρία έχει θετική διαχείριση της Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας (MVA) και η στρατηγική που ακολουθείται έχει δημιουργήσει πλούτο. Στις αντίθετες περιπτώσεις η αξία καταστρέφεται (Wheelen, Hunger 2004 σελ 248).

Η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία είναι ένα συσσωρευτικό μέτρο της εταιρικής απόδοσης. Απεικονίζει πόσο επιτυχώς μια επιχείρηση έχει επενδύσει κατά το παρελθόν το κεφάλαιο της. Η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία πρέπει να είναι ο αρχικός στόχος για οποιαδήποτε επιχείρηση που ανησυχεί για την ευημερία των μετόχων της,

Προσοχή όμως, αύξηση στη Προστιθέμενη Αγοραία Αξία δεν ταυτίζεται απαραίτητως και με την επιτυχία μιας διοίκησης .

Παραδείγματος χάριν, ας υποθέσουμε ότι \$100 εκατομμύρια επενδύθηκαν σε μια εταιρία ABC πριν από πέντε έτη και έστω ότι το κόστος κεφαλαίου είναι 12%. Αυτό σημαίνει ότι μια τέτοια επένδυση θα αναμενόταν να κερδίζει 12 % ετησίως. Δηλαδή μετά από 5 έτη τα \$100 εκατομμύρια θα είχαμε

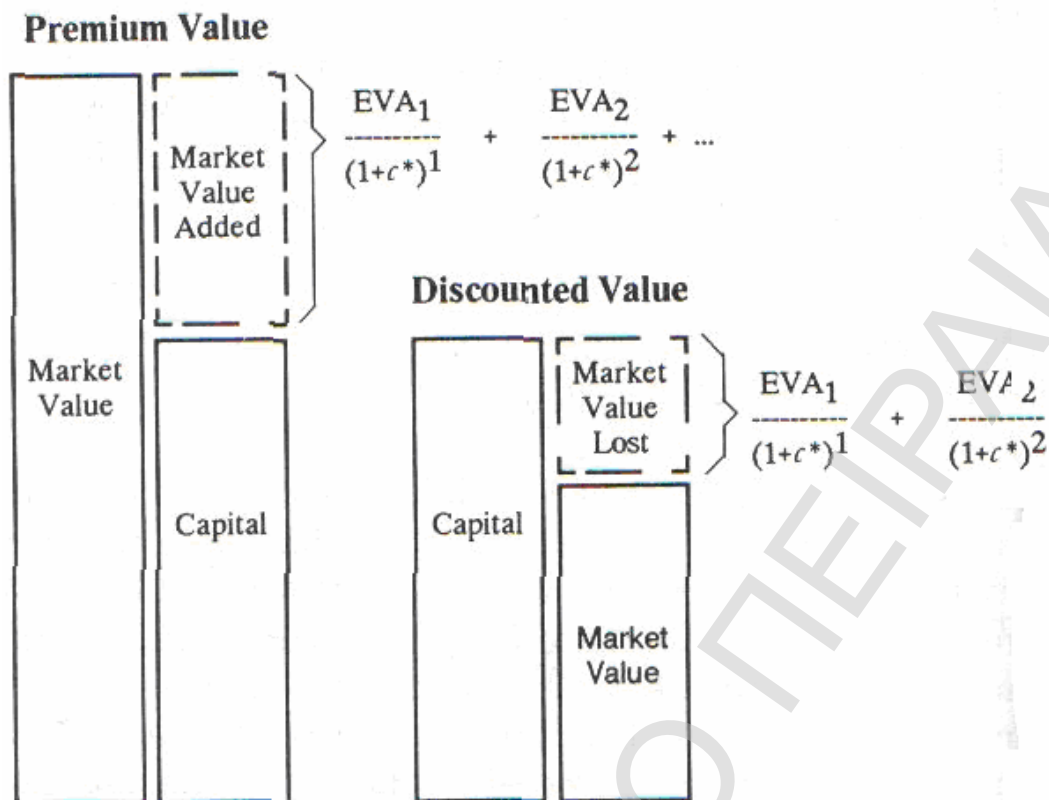
$$\$100 \mu \times (1.12)^5 = \$176.23 \mu$$

Αλλά η επιχείρησή μας τώρα αξίζει μόνο \$140 εκατομμύρια. Άρα η εταιρία ABC κατάστρεψε πάνω από \$36 εκατομμύρια από τον πλούτο των μετόχων. Το πρόβλημα εδώ είναι ότι η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία παραμελεί το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου που επενδύεται στην επιχείρηση (Young, O'Byrne 2000 σελ 30).

Ένα άλλο πρόβλημα δημιουργείται όταν η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία αγνοεί τη πραγματοποίηση διαφορετικής απόδοσης για τους μετόχους. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε δύο εταιρίες, την ABC και την XYZ. Η κάθε μία έχει μια αγοραστική αξία \$10 δισεκατομμυρίων και το επενδυμένο κεφάλαιο είναι \$8 δισεκατομμυρίων. Και οι δύο επιχειρήσεις έχουν ένα δείκτη Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας \$2 δισεκατομμυρίων και σύμφωνα με τη θεωρία της Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας θα εμφανίζονταν σαν να είναι ισοδύναμες. Αλλά η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία είναι ένας δείκτης "στιγμιότυπων", που μετρά τη διαφορά μεταξύ της αγοραστικής αξίας και του επενδυμένου κεφαλαίου κατά μια ιδιαίτερη ημερομηνία.

Ας υποθέσουμε ότι η ABC δεν έχει πληρώσει κανένα μέρισμα στην ιστορία της, ενώ η XYZ μοιράζει ετησίως ένα πολύ σημαντικό μέρισμα στους μετόχους της. Θα θεωρούσατε ακόμα ίδια την απόδοση των δύο επιχειρήσεων ίδια; Βεβαίως όχι. Η XYZ έχει παραγάγει σαφώς περισσότερο πλούτο για τους μετόχους του από την ABC (*Young, O'Byrne 2000 σελ 30*).

Στο γράφημα που ακολουθεί γίνεται κατανοητή η έννοια της Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.

Η σχέση Οικονομικής και Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας
(Stewart, 1991 σελ.141)

3.2.3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Η τελευταία μέθοδος αξιολόγησης της εταιρικής απόδοσης που λαμβάνει υπόψη το οικονομικό κέρδος είναι η οικονομική προστιθέμενη αξία. Η μέθοδος αυτή, αναφέρεται για λόγους συνέχειας στη παρούσα παράγραφο αλλά αναλύθηκε διεξοδικά στο κεφάλαιο 2.

3.3. ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Μεταξύ της προστιθέμενης αγοραίας αξίας (MVA) και οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) υπάρχει έμμεση και όχι άμεση σχέση. Αυτό συμβαίνει διότι η MVA έχει ως κύριο παράγοντα καθορισμού της, την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, η οποία όμως εξαρτάται περισσότερο από τις προσδοκίες για τις μελλοντικές ελεύθερες ταμιακές ροές που θα παράγει η επιχείρηση.

Έτσι για παράδειγμα, σε μια οικονομική χρήση είναι δυνατόν να παράγεται οικονομική προστιθέμενη αξία ίση με 1,3 εκατ. € αλλά η χρηματιστηριακή αξία να ανεβαίνει κατά 2,8€ διότι η αγορά προεξοφλεί μεγαλύτερες προσδοκίες για τις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης.

Μόνο στην περίπτωση που δεν μεταβληθούν οι προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές αποδόσεις (δηλαδή η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμιακών ροών παραμένει η ίδια) τότε η αύξηση της MVA θα είναι ίση με το ποσό της EVA που αντιστοιχεί στους μετόχους.

Συμπερασματικά, η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) αντανακλά τις παρελθούσες επιδόσεις της επιχείρησης. Αντίθετα η οικονομική προστιθέμενη αξία δείχνει την αξία που παρήχθη στη διάρκεια μιας χρήσης (Κελεπούρης 2005 σελ 79).

Η βασικότερη ομοιότητα της EVA & της Προστιθέμενης Αγοραίας Αξίας (MVA) είναι ότι και οι δυο μέθοδοι στοχεύουν στη δημιουργία αξίας. Ενώ η EVA αξιολογεί τόσο επενδύσεις όσο και ολόκληρες επιχειρήσεις, η Προστιθέμενη Αγοραία Αξία (Market Value Added) αναφέρεται μόνο στην αξία ολόκληρης της επιχείρησης.

Τέλος η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να εφαρμοστεί σε επίπεδο επιχειρησιακής μονάδας ενώ η προστιθέμενη αγοραία αξία εφαρμόζεται μόνο σε επίπεδο επιχείρησης.

3.4. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Συνοψίζοντας αναφέρουμε κάποια από τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία κατά την εφαρμογή της:

1. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι απλή στη χρήση.

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία στρέφει τους διευθυντές στην ερώτηση, "για κάθε επένδυση, η επιχείρηση παράγει αποδόσεις μεγαλύτερες από το κόστος του κεφαλαίου;". Οι επιχειρήσεις που αγκαλιάζουν την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχουν συνδέσει τα επιδόματα για την ανταμοιβή των στελεχών με την προσθήκη αξίας στην επιχείρηση.

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία έχει το πλεονέκτημα ότι εννοιολογικά είναι απλή και εύκολη να εξηγηθεί στους μη οικονομικούς διευθυντές, δεδομένου ότι αρχίζει με τα γνωστά λειτουργικά κέρδη και αφαιρεί απλά μια δαπάνη για το κεφάλαιο που επενδύεται. Αυτός ο υπολογισμός μπορεί να εφαρμοστεί στην επιχείρηση συνολικά, σε μια επιχειρησιακή μονάδα, ή ακόμα και σε μια μεμονωμένη επενδυτική προσπάθεια.

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία κάνει τους διευθυντές να φροντίσουν για την καλύτερη διαχείριση των στοιχείων τους. Αυτή η άποψη για την οικονομική διαχείριση μιας επιχείρησης μπορεί να φέρει δραματικές διαφορές στην απόδοσή της.

2. Συμφέροντα ιδιοκτητών και διευθυντών ταυτίζονται.

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις είναι η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών και των διευθυντών. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία θέτει μια βάση πάνω στην οποία τα συμφέροντα των ιδιοκτητών είναι σύμφωνα με τις αποφάσεις της διοίκησης. Οι αποφάσεις της διοίκησης που εφαρμόζει την EVA έχουν ως πρωταρχικό σκοπό να αυξήσουν τον πλούτο των μετόχων.

3. Εφαρμόζεται σε όλες τις επιχειρήσεις.

Η χρησιμοποίηση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας δεν περιορίζεται μόνο στις ιδιωτικές επιχειρήσεις αλλά και στο δημόσιο τομέα και

σε επιχειρήσεις μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Παραδείγματος χάριν, το Us-Postal που προσέλαβε την Stern Stewart & Company για την εφαρμογή της EVA επέφερε στην εταιρία θεαματικά αποτελέσματα (Burkette and Gary, Hedley 1997. σελ. 46-50).

4. Τελείωμα της σύγχυσης των πολλαπλάσιων στόχων.

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία αποβάλλει την σύγχυση με τη χρησιμοποίηση ενός ενιαίου οικονομικού μέτρου που θέτει τη λήψη απόφασης σε μια κοινή εστίαση: Πώς να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης; Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι το μόνο σύστημα οικονομικής διαχείρισης που παρέχει μια κοινή γλώσσα για τους υπαλλήλους σε όλα τα τμήματα της επιχείρησης.

5. Παροτρύνει την ανάληψη επικίνδυνων επενδυτικών σχεδίων τα οποία μπορεί να μη πραγματοποιούνταν ποτέ.

Στο κυνήγι δημιουργίας πλούτου για τους μετόχους, τα ανώτερα στελέχη έχουν σημαντικά κίνητρα να δοκιμάσουν και πιο επιθετικά σχέδια.

6. Αποβλέπει στη δημιουργία αξίας και όχι μόνο σε βραχυπρόθεσμα κέρδη.

Η λήψη αποφάσεων με γνώμονα τον μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι σημαντικός παράγοντας όχι μόνο επιτυχίας αλλά και επιβίωσης μιας επιχείρησης. Η βασική θεωρία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας που δεν είναι άλλη από τη δημιουργία αξίας στοχεύει σε θετικά αποτελέσματα σε βάθος χρόνου, χωρίς παρόλα αυτά να παραβλέπει και το άμεσο κέρδος.

7. Τέλος η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να χρησιμοποιηθεί τόσο στα τμήματα της εταιρίας όσο και συνολικά σε όλη την επιχείρηση. Έτσι καθίσταται ένα χρήσιμο εργαλείο για τον υπολογισμό της απόδοσης των στελεχών σε όλα τα επίπεδα. Για τον λόγο αυτό, ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις συνδέουν τα επιδόματα και τις παροχές προς τα στελέχη με την οικονομική προστιθέμενη αξία που παράγουν οι μονάδες των οποίων προϊστανται.

3.5. ΟΙ ΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Όμως παρόλα τα πλεονεκτήματα, υπάρχουν και αρκετά σημεία προβληματισμού γύρω από την υιοθέτηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Τα σημαντικότερα είναι τα εξής:

1. Όπως με κάθε άλλο μέτρο, είναι δύσκολο να συνδεθούν επακριβώς οι συνεισφορές σε Οικονομική Προστιθέμενη Αξία με μια συγκεκριμένη επένδυση. Εάν μια επιχείρηση επενδύσει στην κατασκευή π.χ. μιας αποθήκης εμπορευμάτων, πόσο πρόσθετο κέρδος θα δημιουργηθεί; Οι διευθυντές γνωρίζουν διαισθητικά τη σπουδαιότητα της δημιουργίας αξίας στις επιχειρήσεις τους. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι μια διοικητική φιλοσοφία που μεταφέρει το ενδιαφέρον από τη διαίσθηση στην αυστηρή ανάλυση και εξασφαλίζει ότι καμία επένδυση δεν θα αποφύγει τη διερεύνηση.

Έτσι λοιπόν η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία μπορεί να μετρήσει την συσσώρευση χρημάτων από μία επένδυση αλλά δε λαμβάνει υπόψη την επιρροή της επένδυσης σε μη μετρήσιμους δείκτες και υπηρεσίες όπως,

- A) την ικανοποίηση πελατών,
- B) τη βελτίωση προϊόντων και υπηρεσιών,
- Γ) τη μελλοντική αύξηση μεριδίου αγοράς.

2. Μια ακόμα αδυναμία που παρουσιάζει η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, είναι η δυσκολία κατά τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Τα νούμερα που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του κόστους δεν είναι δημοσιευμένα και η μόνη δυνατότητα να τα μάθουμε είναι μέσω της εσωτερικής πληροφόρησης. Κάτι τέτοιο όμως είναι ριψοκίνδυνο γιατί δε γνωρίζουμε αν τα ποσά που θα μας δοθούν είναι τα πραγματικά.

3. Ο David Young και ο *Stephen O'Byrne* υποστηρίζουν ότι η εφαρμογή της η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία παρουσιάζει ένα αρκετά σημαντικό μειονέκτημα. Ενώ στις επιχειρήσεις με μία μονάδα παραγωγής η θεωρία εφαρμόζεται με επιτυχία, αυτό δεν ισχύει στις επιχειρήσεις με αρκετά τμήματα (business-units). Το πρόβλημα γίνεται εντονότερο ειδικά όταν το ένα τμήμα παρέχει το τελικό του προϊόν στο επόμενο τμήμα. Σε αυτή τη περίπτωση αντιμετωπίζουμε την δυσκολία της τιμολόγησης του ενδιάμεσου προϊόντος (Young, *O'Byrne* έτος 2000 σελ 96,269)
4. Αν και στόχος της θεωρίας της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας είναι να δώσει κίνητρα στους διευθυντές για νέες επενδύσεις, κάποιες φορές δε τα καταφέρνει. Κατά την εφαρμογή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας σε μία επιχείρηση τα επιδόματα των στελεχών καθορίζονται από τη βελτίωση της τιμής της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Όμως νέες επενδύσεις μειώνουν τα κέρδη με αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Βέβαια αυτό το πρόβλημα έχει αμβλυνηθεί αρκετά με τις λογιστικές προσαρμογές που θα προτείνουμε στο κεφάλαιο 4 (Young, *O'Byrne* 2000 σελ 95).
5. Δεν είναι εύκολη η εφαρμογή της θεωρίας σε μικρές εταιρίες.
6. Υφίσταται προβληματισμός για το επίπεδο μέσα στην επιχείρηση που θα φθάσει η χρήση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Δηλαδή, αν η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία μπορεί να υπολογισθεί για ολόκληρη την εταιρία, τις θυγατρικές της, τα στρατηγικά τμήματα κάθε θυγατρικής ή ακόμα και τα κέντρα επενδύσεων κάθε στρατηγικού τμήματος. Γενεσιουργός αιτία της ανησυχίας αυτής, είναι οι συνέργιες που υφίστανται μεταξύ των τμημάτων μιας επιχείρησης.

Για παράδειγμα, δύο στρατηγικά τμήματα μπορεί να χρησιμοποιούν το ίδιο δίκτυο διανομής ή δύο διευθύνσεις να χρησιμοποιούν την ίδια Διεύθυνση Πληροφορικής. Οι συνέργιες και οι αλληλεπιδράσεις αυτές απαιτούν τον επιμερισμό έμμεσων ειδών κόστους και τη χρήση τεχνικών τιμών μεταβίβασης,

διαδικασίες οι οποίες στην πράξη πάντα δημιουργούν προστριβές και περιέχουν σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό συμβιβασμούς ή και ατέλειες.

7. Η εφαρμογή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας προϋποθέτει την πραγματοποίηση ριζικών αλλαγών. Σε μια παλαιών αρχών εταιρία με άτομα μεγάλα σε ηλικία θα είναι αρκετά δύσκολο να εφαρμόσουμε μία μέθοδο που οδηγεί σε μια εντελώς διαφορετική θεώρηση της λειτουργίας της επιχείρησης. Επίσης σημαντικά εμπόδια θα υπάρξουν από τα στελέχη εκείνα τα οποία αντιλαμβάνονται ότι δε προσφέρουν αξία στην επιχείρηση και η εφαρμογή της EVA θα έχει ως αποτέλεσμα να φανούν οι όποιες αδυναμίες τους.
8. Η εφαρμογή της φιλοσοφίας της EVA προϋποθέτει την ύπαρξη ενός ηγέτη στην επιχείρηση που θα θέσει τα πρότυπα και τις οδηγίες. Μια πιθανή αποχώρηση του ηγέτη μπορεί να οδηγήσει σε κακή λειτουργία ή ακόμα και σε κατάργηση της μεθόδου με αρνητικά αποτελέσματα (*Young, O'Byrne 2000 σελ.162*).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα παρουσιάσουμε τις κυριότερες λογιστικές προσαρμογές που γίνονται με σκοπό το αποτέλεσμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας να ανταποκρίνεται καλύτερα στη πραγματικότητα. Αρχικά αυτές οι προσαρμογές σχεδιάστηκαν από τη Stern Stewart & Company για το Αμερικάνικο Λογιστικό Σχέδιο. Στόχος μας είναι να συνδυάσουμε τις προσαρμογές αυτές με το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο λαμβάνοντας υπόψη την Ελληνική πραγματικότητα. Η Stern Stewart & Company προτείνει μια πληθώρα λογιστικών προσαρμογών για την όσο πιο ρεαλιστική απεικόνιση της κατάστασης μιας εταιρίας. Στην πραγματικότητα ελάχιστες χρησιμοποιούνται. Αυτές που θα αναλύσουμε στην συνέχεια είναι οι εξής

1. **Υπεραξία**
2. **Αποσβέσεις**
3. **Προβλέψεις**
4. **Έξοδα έρευνας και Ανάπτυξης**
5. **Έξοδα διαφήμισης**
6. **Έξοδα πληρωτέα - Έξοδα Δεδουλευμένα**
7. **Αποθέματα**
8. **Κατασκευές υπό εκτέλεση**
9. **Λειτουργική μίσθωση**
10. **Αναβαλλόμενη Φορολογία**

Η Stewart συστήνει, οι λογιστικές προσαρμογές να πραγματοποιούνται κάτω από τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

1. Εάν τα νούμερα που θα προκύψουν από τις προσαρμογές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας,
2. Εάν οι διευθυντές μπορούν να επηρεάσουν το αποτέλεσμα,
3. Εάν τα στελέχη μπορούν να τις κατανοήσουν,
4. Εάν οι απαιτούμενες πληροφορίες είναι διαθέσιμες (*Chew Donald H. 1997* σελ.363).

Περισσότερες από 150 πιθανές λογιστικές προσαρμογές έχουν δημιουργηθεί από τους συμβούλους της Stern Stewart & Company, αλλά ακόμη και οι πιο θερμοί υποστηρικτές παραδέχονται ότι καμία επιχείρηση δεν πρέπει να κάνει περισσότερες από 15 προσαρμογές (adjustments). Μάλιστα ο αριθμός των συνιστώμενων ρυθμίσεων φαίνεται να μειώνεται καθώς από τις προτεινόμενες προσαρμογές, αρκετές ασκούν ελάχιστη ή καμία ποιοτική επίδραση στα κέρδη και κατ'έκταση στο αποτέλεσμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Έτσι λοιπόν περιορίζεται ο αριθμός σε λιγότερες από δέκα.

Δεν υπάρχει κανένας αποδεκτός κανόνας για τη χρησιμοποίηση αυτών των ρυθμίσεων. Ανάλογα με το κλάδο που ανήκει η κάθε επιχείρηση, καθώς επίσης και ανάλογα με τις όποιες ιδιαιτερότητες που παρουσιάζει, πρέπει να είναι και διαφορετική η χρήση των λογιστικών μετατροπών.

Ο γενικός στόχος είναι να διορθωθούν οι στρεβλώσεις που προκύπτουν είτε λόγω της τάσης των διευθυντών να τιθασεύσουν τα λογιστικά νούμερα είτε λόγω των στρεβλώσεων που προκαλούνται από τη θετική αντιμετώπιση των εταιριών από τους νομοθέτες του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου (Young, O'Byrne 2000 σελ 247).

4.1. Υπεραξία

Η υπεραξία δημιουργείται όταν μια εταιρία αγοράσει κάποια άλλη επιχείρηση σε τιμή μεγαλύτερη της πραγματικής αξίας (όπως αυτή προκύπτει εάν ρευστοποιήσουμε όλα τα περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων και των προβλεπόμενων μελλοντικών εσόδων). Στο Γενικό Λογιστικό Σχέδιο η υπεραξία καταγράφεται ως περιουσιακό στοιχείο (λογαριασμός 16.00). Πιο συγκεκριμένα, το Γ.Λ.Σ. ορίζει ότι η φήμη και πελατεία (υπεραξία) αποσβένεται είτε εφάπαξ είτε τμηματικά και ισόποσα σε περισσότερες από μία χρήσεις, οι οποίες δεν είναι δυνατό να υπερβαίνουν τα πέντε έτη (Παπάς ,Τόμος Α ,1998 σελ207). Η απόσβεση αυτή γίνεται για να παρακρατηθούν από τα κέρδη τα επιπλέον χρήματα που δόθηκαν για την απόκτηση της εταιρίας.

Σύμφωνα με την Stern Stewart & Company η υπεραξία δεν θα πρέπει να αποσβένεται. Εάν αποσβεσθεί κάποιο ποσό θα πρέπει να προστεθεί έπειτα στα λειτουργικά κέρδη. Η αιτιολογία είναι ότι τα άυλα στοιχεία δεν μπορούν να μετρηθούν διαχρονικά και κανείς δε μπορεί να υπολογίσει εάν η αξία της υπεραξίας φθίνει ή αυξάνει. Εάν δεν ίσχυε αυτή η λογιστική προσαρμογή τότε οι ιδιοκτήτες

δύσκολα θα προχωρούσαν στην εξαγορά μιας άλλης εταιρίας γιατί κάτι τέτοιο θα μείωνε αισθητά τα κέρδη της υπάρχουσας επιχείρησης (Stewart 1991. σελ 114).

4.2. Αποσβέσεις

Από λογιστική άποψη, η απόσβεση είναι μία διαδικασία χρονικής κατανομής του κόστους κτήσης κάθε αποσβέσιμου παγίου. Είναι επίσης, μια διαδικασία μέτρησης του κόστους κτήσης των υπηρεσιών του παγίου που μετατρέπεται σε λειτουργικό έξοδο. Η *αποσβεστέα αξία* είναι το κόστος κτήσης μειωμένο κατά την *υπολειμματική αξία* (Παπάς, Τόμος Α1998 σελ175).

Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι υπολογισμού του ύψους της ετήσιας απόσβεσης. Οι πιο γνωστές και οι πιο σωστά τεκμηριωμένες από θεωρητική άποψη είναι

- A. Η μέθοδος της σταθερής ετήσιας απόσβεσης
- B. Η μέθοδος των ωρών λειτουργίας
- Γ. Η μέθοδος της αυξανόμενης ετήσιας απόσβεσης
- Δ. Η μέθοδος της μειούμενης ετήσιας απόσβεσης
- E. Η μέθοδος παραγωγής
- ΣΤ. Η μέθοδος φυσικής απογραφής
- Z. Η μέθοδος του ενιαίου ή σύνθετου συντελεστή απόσβεσης ομάδας παγίων

Στη χώρα μας, ο νομοθέτης προσπάθησε να περιορίσει την υποκειμενικότητα που χαρακτηρίζει τις μεθόδους υπολογισμού του εξόδου της ετήσιας απόσβεσης, θεώρησε ασήμαντο το στοιχείο της υπολειμματικής αξίας και εξίσωσε έτσι, το κόστος των παγίων με την αποσβεστέα αξία τους. Στη συνέχεια, ομαδοποίησε τα πάγια κατά οικονομικό κλάδο και καθιέρωσε "αντικειμενικούς" συντελεστές ετήσιας απόσβεσης για κάθε κατηγορία παγίων. Οι συντελεστές αυτοί εφαρμόζονται στο κόστος κτήσης των παγίων και το γινόμενο τους αποδίδει την ετήσια απόσβεση.

Οι συντελεστές της ετήσιας απόσβεσης περιέχονται στο Π.Δ. 100 του 1998. Έτσι, ο συντελεστής της ετήσιας απόσβεσης των ηλεκτρονικών υπολογιστών είναι 8% για ακίνητα, 20%, για ψυκτικά μηχανημάτων 10%, για μηχανήματα παραγωγής πλαστικών ειδών 12%, για φορτηγά 20%, για κτίρια ξενοδοχείων 8% κ.λπ. Αυτούς τους συντελεστές έχουν υιοθετήσει το Γ.Λ.Σ και ο Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων (Παπάς, Τόμος Α 1998 σελ205).

Η "αντικειμενικοποίηση" των συντελεστών της ετήσιας απόσβεσης επιβάλλει μια ομοιόμορφη διαδικασία υπολογισμού του ύψους του εξόδου της απόσβεσης χωρίς όμως να ελαχιστοποιεί την υποκειμενικότητα της. Αυτό συμβαίνει γιατί ο ενιαίος συντελεστής απόσβεσης είναι αυθαίρετος σε μεγάλο βαθμό και αφορά μια μεγάλη κατηγορία παγίων, τα οποία διαφέρουν μεταξύ τους ως προς την ποιότητα της κατασκευής τους, την ένταση και το χρόνο λειτουργίας τους, την αποτελεσματικότητα της συντήρησής τους, την παλαιότητα τους κ.λ.π.

Η σπουδαιότητα της απόσβεσης έγκειται στο ότι:

- α. Επηρεάζει καθοριστικά τη διαμόρφωση της αποδοτικότητας των κεφαλαίων που απασχολεί η επιχείρηση,
- β. Συμβάλλει κατά τρόπο μοναδικό στην επανείσπραξη του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε αποσβέσιμα πάγια στοιχεία,
- γ. Ενισχύει σημαντικά τη ρευστότητα της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την Stern Stewart & Company η μέθοδος που πρέπει να χρησιμοποιείται είναι η αύξουσα μέθοδος απόσβεσης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, το ποσό της ετήσιας απόσβεσης αυξάνει σταδιακά από χρήση σε χρήση. Στα πρώτα χρόνια της ζωής του παγίου οι αποσβέσεις είναι μειωμένες με αποτέλεσμα τα κέρδη της επιχείρησης να εμφανίζονται αυξημένα. Έτσι οι επιχειρήσεις αναγκάζονται να προκαταβάλουν το φόρο που αναλογεί σε κέρδη που πιθανώς να πραγματοποιηθούν σε επόμενες χρήσεις (και το αντίστροφο) (Stewart, 1991 σελ 113).

Παρόλο που συμφωνώ για τη αλλαγή της μεθόδου της σταθερής ετήσιας απόσβεσης επειδή δεν αντιπροσωπεύει την πραγματική μείωση της αξίας του παγίου, θα διαφωνήσω όσον αφορά τη μετατροπή του στη μέθοδο της αυξανόμενης μεθόδου απόσβεσης. Η μέθοδος αυτή μπορεί να είναι ιδανική για τα περισσότερα πάγια όπως τα κτίρια, τα οικόπεδα και τα έπιπλα όμως δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα όσον αφορά το μηχανολογικό εξοπλισμό λόγω της ταχύτατης απαξίωσης του με τη πάροδο του χρόνου. Έτσι λοιπόν εάν αγοράσει ένα ηλεκτρονικό υπολογιστή μια επιχείρηση, πρέπει να χρησιμοποιήσει την μειούμενη μέθοδο απόσβεσης γιατί μέσα σε λίγες βδομάδες η αξία του έχει μειωθεί δραματικά καθώς νέα τεχνολογία εμφανίζεται καθημερινά στην αγορά.

Η μετατροπή καθίσταται πιο αναγκαία σε εταιρίες υψηλής τεχνολογίας. Η μείωση της αξίας των μηχανημάτων πρέπει να παρουσιάζεται κατά τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Η μείωση είναι πιο έντονη τα πρώτα χρόνια της ζωής ενός μηχανήματος.

4.3. Προβλέψεις

Ως πρόβλεψη θεωρείται οποιαδήποτε προληπτική ενέργεια της διοίκησης της επιχείρησης, η οποία αποσκοπεί στην έγκαιρη κάλυψη πιθανών ζημιών και ενδεχόμενων εξόδων (ΓΛΣ Λογαριασμός 44). Επιβάλλεται δε, από τη λογιστική παραδοχή της συντηρητικότητας, σύμφωνα με την οποία οι πιθανές ζημιές και τα ενδεχόμενα έξοδα πρέπει να θεωρούνται λογιστικά γεγονότα, δηλαδή, πραγματοποιημένες ζημιές και δεδουλευμένα έξοδα (Παπάς, Τόμος Β 1998 σελ751).

Ο μοναδικός σκοπός του σχηματισμού των προβλέψεων είναι η έγκαιρη αντιμετώπιση ζημιογόνων γεγονότων, τα οποία αναμένεται να συμβούν στο άμεσο μέλλον. Η επίτευξη του προϋποθέτει πρώτα τη σωστή εκτίμηση του χρόνου επέλευσης του γεγονότος και κατόπιν του μεγέθους της αναμενόμενης ζημιάς.

Η κράτηση γίνεται κατά το κλείσιμο του ισολογισμού και προορίζεται να καλύψει ζημιές, έξοδα και υποτιμήσεις στοιχείων του ενεργητικού, οι οποίες προβλέπεται ότι θα συμβούν στην επόμενη χρήση, χωρίς όμως να είναι γνωστό το μέγεθος τους ή το πότε θα εκδηλωθούν, εάν ποτέ εκδηλωθούν. Έτσι, το ακριβές μέγεθος της κράτησης δεν είναι γνωστό κατά το χρόνο της κατάρτισης των λογιστικών καταστάσεων.

Η κράτηση ποσών για το σχηματισμό της πρόβλεψης συνεπάγεται την άμεση μείωση των κερδών της χρήσης και κατ' επέκταση της αντίστοιχης φορολογικής επιβάρυνσης και του ποσού των διανεμητών κερδών. Οι μεταβολές αυτές, οδηγούν σε προσωρινή βελτίωση της ρευστότητας και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Το όφελος από το σχηματισμό της πρόβλεψης είναι προσωρινό γιατί την επόμενη χρήση η σχηματισμένη πρόβλεψη είτε θα χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη

της ζημιάς (εάν εκδηλωθεί) είτε θα παραμείνει αχρησιμοποίητη (εάν η ζημιά δεν εκδηλωθεί). Στην πρώτη περίπτωση, τα κέρδη της (επόμενης) χρήσης δε θα επηρεασθούν από τη ζημιά, ενώ στη δεύτερη θα αυξηθούν κατά το ποσό του έκτακτου εσόδου, δηλαδή της αχρησιμοποίητης πρόβλεψης. Τα βελτιωμένα αποτελέσματα θα εξουδετερώσουν τα φορολογικά οφέλη της προηγούμενης χρήσης και την ενίσχυση της ρευστότητας.

Η δυνατότητα της διοίκησης των επιχειρήσεων να επηρεάζει τη διαμόρφωση των αποτελεσμάτων της χρήσης μέσω του σχηματισμού προβλέψεων έχει ιδιαίτερη σημασία για τους πιστωτές της. Οι τελευταίοι αδυνατούν να αξιολογήσουν σωστά τον πιστωτικό της κίνδυνο και τη ικανότητα της να αποφέρει κέρδη.

Τη σημασία των προβλέψεων έχει αναγνωρίσει ο νομοθέτης, ο οποίος ορίζει (άρθρο 43 του νόμου 2190) ότι κατά την αποτίμηση των στοιχείων του ισολογισμού λαμβάνονται υπόψη όλοι οι πιθανοί κίνδυνοι και όλες οι πιθανές ζημιές και λογίζονται οι απαραίτητες προβλέψεις ανεξάρτητα από το αν κατά τη χρήση προκύπτει καθαρό κέρδος ή ζημιά. Επίσης, στο άρθρο 42 του ίδιου νόμου διευκρινίζεται ότι οι προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα προορίζονται να καλύψουν ζημιές, δαπάνες ή υποχρεώσεις της κλεισμένης και των προηγούμενων χρήσεων, που διαφαίνονται σαν πιθανές κατά την ημέρα σύνταξης του ισολογισμού, αλλά δεν είναι γνωστό το ακριβές μέγεθος τους ή ο χρόνος στον οποίο θα προκύψουν (Παπάς, Τόμος Β σελ752).

Έτσι λοιπόν για τον υπολογισμό της EVA το σύνολο των προβλέψεων πρέπει να προστεθεί στα επενδυμένα κεφάλαια ώστε να αποφεύγεται το φαινόμενο κατά το οποίο οι ιδιοκτήτες εμφάνιζαν αυξημένες προβλέψεις σε περιόδους υψηλής κερδοφορίας για να αυξήσουν μελλοντικά κέρδη σε περιόδους ύφεσης (Stewart 1991σελ 115).

4.4. Έξοδα έρευνας και Ανάπτυξης

Στο ΕΛΣ τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης περιλαμβάνονται στα αποτελέσματα εκμετάλλευσης (λογαριαμός 86.00.03).

Πολλοί υπερασπιστές της EVA τάσσονται υπέρ της κεφαλαιοποίησης των εξόδων για τα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης. Η βασική αρχή της ρύθμισης είναι να κεφαλαιοποιηθεί οποιοδήποτε έξοδο λειτουργίας, δεν προορίζεται να δημιουργήσει εισόδημα στην τρέχουσα περίοδο αλλά έχει ως σκοπό να δημιουργήσει εισόδημα σε μελλοντικές περιόδους. Ένα άλλο επιχείρημα για την κεφαλαιοποίηση των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης είναι ότι οι διευθυντές ειδάλλως θα είχαν τη δυνατότητα να μειώσουν βραχυπρόθεσμα αυτά τα έξοδα. Με τη δημιουργία εξόδων έρευνας και ανάπτυξης τα βραχυπρόθεσμα κέρδη επηρεάζονται αρνητικά ενώ τα οφέλη δεν θα πραγματοποιηθούν παρά μόνο σε μελλοντικές περιόδους.

Έτσι λοιπόν για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας προσθέτουμε πίσω τις δαπάνες των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης στα κέρδη. Οι κεφαλαιοποιημένες δαπάνες γράφονται έπειτα βαθμιαία, με μια περίοδο χρεολυσίας ίση με τον αριθμό ετών που αναμένονται για να ωφεληθούν από οτιδήποτε προϊόντα ή υπηρεσίες αναπτύσσονται από τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης. Φυσικά, ένα προφανές πρόβλημα είναι να επιλεγεί η κατάλληλη περίοδος χρεολυσίας. Η περίοδος χρεολυσίας μπορεί να βασιστεί στο ποσό της μέσης οικονομικής ζωής των προϊόντων και του μέσου χρονικού διαστήματος που απαιτείται για να μετασχηματιστούν τα έξοδα έρευνας και Ανάπτυξης σε διπλώματα ευρεσιτεχνίας (*S David Young, O'Byrne 2000 σελ 216*).

Τα αποσβεσμένα ποσά των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης προστίθενται έπειτα στο επενδυμένο κεφάλαιο (όπως συμβαίνει και με τα πάγια μιας επιχείρησης) (*Stewart, 1991 σελ 118*).

4.5. Έξοδα διαφήμισης

Με την ίδια αρχή στο μυαλό, η ανάπτυξη νέων προϊόντων και τα up-front marketing costs που αναλαμβάνονται για να δημιουργήσουν ένα αρχικό μερίδιο αγοράς πρέπει επίσης να κεφαλαιοποιηθούν και να αποσβεστούν κατά τη διάρκεια των ζωών των επιτυχών νέων προϊόντων (*Stewart, σελ 116*).

4.6 Έξοδα πληρωτέα -Δεδουλευμένα Έξοδα

Τόσο τα έξοδα πληρωτέα όσο και τα δεδουλευμένα έξοδα πρέπει να αφαιρεθούν από τα επενδυμένα κεφάλαια. Ο λόγος είναι ότι αυξάνουν τα έσοδα της τρέχουσας χρονιάς (αφού δεν αφαιρούνται από τα κέρδη, έξοδα που έχουν γίνει) με αποτέλεσμα να επιβαρύνεται επόμενη χρήση.

4.7.Αποθέματα

Τα αποθέματα ανήκουν στη δεύτερη ομάδα σύμφωνα με το Ε.Γ.Λ.Σ (Λογαριασμοί 20-29) και αποτιμώνται χωριστά για κάθε είδος, στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ της τιμής κτήσεως και της τιμής στην οποία η εταιρία μπορεί να αγοράσει ή να παράγει κατά την ημέρα κλεισίματος του ισολογισμού (έδαφ.α, παραγ 7, άρθρο 43 1998 Χέβας 243).

Σύμφωνα με το ΕΓΛΣ οι εταιρίες για τον προσδιορισμό της τιμής κτήσεως των αποθεμάτων μπορούν να χρησιμοποιήσουν όποια μέθοδο επιθυμούν από τις ακόλουθες.

- A) First In First Out (για συντομία FIFO),
- B) Last In First Out (για συντομία LIFO),
- Γ) Τη μέθοδο του Μέσου σταθμικού κόστους,
- Δ) Τη μέθοδος του βασικού αποθέματος,
- E) Τη μέθοδος του εξατομικευμένου κόστους,
- ΣΤ) Και τη μέθοδο του πρότυπου κόστους.

Όποια μέθοδος όμως επιλεγεί πρέπει να εφαρμοστεί πάγια, από χρήση σε χρήση (έδαφ.β, παραγ 7, άρθρο 43 1998 Χέβας 243).

Οι επιχειρήσεις μπορούν ακόμα να χρησιμοποιήσουν διαφορετική μέθοδο για τον προσδιορισμό του κόστους διαφορετικών κατηγοριών αποθεμάτων π.χ FIFO για εμπορεύματα, LIFO για υλικά συσκευασίας.

Ποια όμως από τις μεθόδους αυτές είναι η πιο κατάλληλη για το συγκεκριμένο σκοπό; Καταλληλότερη θεωρείται εκείνη που συμβάλλει όσο το δυνατό περισσότερο στη συγκέντρωση και την έγκαιρη παροχή χρήσιμων πληροφοριών για το ακριβές ύψος του κόστους των πωληθέντων, του αποτελέσματος από την εκμετάλλευση των αποθεμάτων και του κόστους του τελικού αποθέματος.

Επειδή η αξιολόγηση της καταλληλότητας κάθε μεθόδου παρουσιάζει ορισμένα δισεπίλυτα προβλήματα ως προς τον αντικειμενικό προσδιορισμό της χρησιμότητας των λογιστικών πληροφοριών, στην πράξη έχουν υιοθετηθεί διάφορα άλλα κριτήρια καταλληλότητας. Έτσι, κατάλληλη θεωρείται η μέθοδος που επιτρέπει την επίτευξη του σκοπού της διαχείρισης των αποθεμάτων και ιδιαίτερα της παρουσίασης στα λογιστικά βιβλία:

- α. Χαμηλότερων ή υψηλότερων κερδών από τα πραγματοποιημένα,
- β. Χαμηλότερου ή υψηλότερου κόστους τελικού αποθέματος από το τρέχον,
- γ. Ελάχιστου φορολογητέου εισοδήματος.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις εφαρμόζουν στην πλειοψηφία τους τη μέθοδο του σταθμικού μέσου όρου (κόστους) στα πλαίσια του Γ.Λ.Σ.

Αναγνωρίζοντας τα μειονεκτήματα και τα πλεονεκτήματα κάθε μεθόδου η Stern Stewart & Company προτείνει τη χρησιμοποίηση της FIFO ως της εκείνης που έρχεται πιο κοντά στη πραγματικότητα. Έτσι λοιπόν κατά τον υπολογισμό της EVA θα προσθέτουμε ή θα αφαιρούμε τη διαφορά μεταξύ της κοστολόγησης που χρησιμοποιεί η κάθε εταιρία με τη μέθοδο της FIFO. Στην βιβλιογραφία αυτή η διαφορά αναφέρεται ως Lifo Reserve. Τέλος είναι αυτονόητο ότι αν η χρησιμοποιούμενη μέθοδος είναι η FIFO δεν θα κάνουμε καμία λογιστική μετατροπή όσον αφορά τα αποθέματα (Stewart, 1991. σελ 113).

4.8. Ακίνητοποιήσεις υπό εκτέλεση

Οι ακίνητοποιήσεις υπό εκτέλεση καταγράφονται ως περιουσιακό στοιχείο στο ΕΛΣ (Λογαριασμός 15). Επειδή όμως επιβαρύνουν τα τρέχοντα κέρδη της επιχείρησης ενώ έχουν μακροχρόνιες θετικές επιδράσεις πρέπει να γίνουν η εξής λογιστική μετατροπή για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας σύμφωνα με τη Stern Stewart & Company .

Να αφαιρεθούν από τα επενδυμένα κεφάλαια και να προστεθούν στη χρήση που θα παράγουν αξία. Η επιλογή της κατάλληλης περιόδου χρεολυσίας, η οποία θα είναι ίση με τον αριθμό ετών που αναμένονται να ωφεληθούν από τις κατασκευές υπό εκτέλεση και η μετέπειτα κεφαλαιοποίηση των εξόδων είναι η κατάλληλη προσαρμογή για αυτόν τον λογαριασμό.

4.9. Λειτουργική μίσθωση

Στη χώρα μας, η μακροπρόθεσμη μίσθωση θεσμοθετήθηκε μόλις το 1986 με την ψήφιση του νόμου 1665. Τελευταία (1995), ο νόμος αυτός τροποποιήθηκε σε ορισμένα σημεία από το νόμο 2367. Το μίσθωμα θεωρείται λειτουργικό έξοδο (ενοίκιο) για το μισθωτή.

Τα μισθώματα που καταβάλλει ο μισθωτής αναγράφονται στη χρέωση του λογαριασμού 62.04 *Ενοίκια*. Ο λογαριασμός αυτός αναπτύσσεται σε αναλυτικούς λογαριασμούς για κάθε μισθωμένο στοιχείο π.χ. 62.04.20 *Ενοίκια μισθώσεως μηχανημάτων*, κ.λπ. Η αναγνώριση του εξόδου του μισθώματος γίνεται κατά το χρόνο της χρήσης του μισθίου.

Η λογιστική μετατροπή που προτείνει ο David Young στο βιβλίο του EVA and Value-Based Management (σελ.248) είναι να προσθέσουμε στα επενδυμένα κεφάλαια την Παρούσα Αξία των μισθώσεων, προεξοφλημένη κατά το επιτόκιο δανεισμού. Η συγκεκριμένη μετατροπή είναι σύμφωνη και με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

4.10. Αναβαλλόμενη φορολογία

Σύμφωνα με τα Αμερικάνικα Λογιστικά Πρότυπα η Αναβαλλόμενη φορολογία προκύπτει εξαιτίας της διαφοράς μεταξύ λογιστικών και πραγματικών φορολογητέων κερδών. Μια από τις κύριες αιτίες δημιουργίας αυτής της διαφοράς είναι η χρησιμοποίηση διαφορετικών συντελεστών απόσβεσης για φορολογικούς και λογιστικούς σκοπούς. Λογαριασμός με αντίστοιχο περιεχόμενο στο ΕΛΣ δεν υπάρχει. Για αυτόν ακριβώς το λόγο και εξαιτίας του ότι αυτή η διαφορά είναι συνήθως αρκετά μικρή για να επηρεάσει την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, στις προσαρμογές δε θα υπολογίσουμε την αναβαλλόμενη φορολογία (*Young, O'Byrne 2000 σελ 218*). Για την αναβαλλόμενη φορολογία γίνεται λόγος στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας για τις επιχειρήσεις πρέπει να μετρήσουμε αριθμητικά

- A. Το κόστος κεφαλαίου
- B. Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη προ φόρων
- Γ. Τα επενδυμένα κεφάλαια

Στη συνέχεια παραθέτουμε τους τύπους που θα χρησιμοποιήσουμε για τον υπολογισμό αυτών των μεγεθών.

5.1. ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Οι εταιρίες δημιουργούν αξία για τους μετόχους όταν δημιουργούν περισσότερα έσοδα από ότι τα κεφάλαια που επένδυσαν συμπεριλαμβανομένου και του κόστους κεφαλαίου. Γνωρίζουν όμως τα στελέχη το κόστος κεφαλαίου; Το σίγουρο είναι ότι γνωρίζουν το πόσο πληρώνουν στα τράπεζες για τα δάνεια τους. Πόσο είναι όμως το κόστος των Ιδίων κεφαλαίων; Πολλοί διευθυντές συμπεριφέρονται σαν να είναι χωρίς χρέωση.

Με τον όρο κόστος κεφαλαίου μίας επένδυσης εννοούμε την επιτόκιο επιστροφής που αναμένει να λάβει ο επενδυτής από άλλη επένδυση παρόμοιου κινδύνου.

Στη πραγματικότητα όμως το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων είναι πιο ακριβό από το κόστος δανεισμού. Στο κόστος Ίδια Κεφάλαια πρέπει να πληρώσουμε και ένα επιπλέον ποσό κινδύνου(στο εξής risk premium). Πόσο όμως είναι αυτό το risk premium (*S David Young –Stephen O;Byrne 2000 σελ 163*);

Για τον προσδιορισμό του συνολικού κεφαλαίου της εταιρίας χρησιμοποιούμε τον ακόλουθο τύπο:

$$WACC = K_{\mu} *MK/ MK+\Delta K + \kappa\delta(1-\Phi\Sigma) * \Delta K/ MK + \Delta K$$

όπου: WACC = το συνολικό κόστος της εταιρίας(Weighted-averaged cost of capital)

Όπου :

κμ = το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου

κδ = το κόστος του ομολογιακού κεφαλαίου

ΜΚ = η αξία του μετοχικού κεφαλαίου

ΔΚ = η αξία του δανειακού κεφαλαίου

ΦΣ = ο φορολογικός συντελεστής των κερδών

(Καραθανάσης 325 Σελ. 2000)

Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στο ότι το κόστος κεφαλαίου είναι βασισμένο στην τρέχουσα αξία αγοράς και όχι στη λογιστική αξία.

Το κόστος δανεισμού μπορεί πολύ εύκολα να υπολογιστεί από τα δάνεια που έχει λάβει η επιχείρηση. Εάν έχει πάρει ένα δάνειο είναι το επιτόκιο του δανείου. Αν έχει πάρει περισσότερα βρίσκουμε το μέσο σταθμικό επιτόκιο των επιμέρους δανείων. Κάθε δάνειο ανάλογα με το ύψος του θα έχει και διαφορετική στάθμιση στο συνολικό κόστος.

Το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων όμως είναι δυσκολότερο στον υπολογισμό του. Κάποιος πολύ απλά θα πρότεινε να ρωτήσουμε τους μετόχους τι αποδόσεις ζητάνε από τα κεφάλαια που επένδυσαν. Όμως η απάντηση που θα πάρουμε θα είναι 'η μεγαλύτερη δυνατή'. Η λογική κατά τα άλλα απάντηση δε προσφέρει καμία πληροφορία για το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων. Επιπλέον στις μεγάλες εταιρίες οι μέτοχοι είναι πάρα πολλοί και μία προσπάθεια να ερωτηθούν όλοι θα ήταν ανούσια.

Για να υπολογίσουμε το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα CAPM που βασίστηκε στη θεωρία του Harry Markowitz και του James Tobin.

Έτσι λοιπόν

$$E(R) = R_f + \beta [(E(R_m) - R_f)]$$

Όπου $E(R)$ είναι η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης ,

R_f η απόδοση μιας risk-free επένδυσης (π.χ. ομόλογο ελληνικού δημοσίου)

β ο συσχετισμένος κίνδυνος της εταιρίας

$E(R_m)$ η αναμενόμενη απόδοση αγοράς

(Young, O'Byrne 2000 σελ 165)

Η βασική ιδέα πίσω από το υπόδειγμα είναι ότι, όταν η αγορά ισορροπεί, η απόδοση κάθε επένδυσης πρέπει να είναι ανάλογη του συντελεστή β , δηλαδή του *συστηματικού κινδύνου* της επένδυσης. Με άλλα λόγια, επειδή στην εξίσωση η απόδοση της αγοράς και η απόδοση του αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου, δηλαδή το επιτόκιο, είναι τα ανεξάρτητα από την μετοχή, η απόδοση κάθε μετοχής ή στοιχείου επενδύσεως θα εξαρτάται μόνον από τον συντελεστή β . Ο συστηματικός κίνδυνος μίας μετοχής μπορεί εύκολα να υπολογιστεί από μία παλινδρόμηση των αποδόσεων της μετοχής πάνω στην απόδοση της αγοράς.

Η εκτίμηση του **Beta** πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία για την απόδοση κάποιας μετοχής και του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για τις ανάγκες της εργασίας θα λάβουμε υπόψη τις εβδομαδιαίες αποδόσεις των τιμών των μετοχών για το διάστημα της τελευταίας τριετίας.

Ο τύπος που θα χρησιμοποιήσουμε είναι ο ακόλουθος

$$\hat{\beta}_j = \frac{\text{Cov}(R_j, R_M)}{\sigma(R_M)^2}$$

Όπου

$$\sigma(R_M)^2 = \sum_{t=1}^N \frac{(R_{Mt} - \bar{R}_M)^2}{N-1}$$

Είναι η διακύμανση της αγοράς

$$\text{Cov}(R_j, R_M) = \frac{\sum_{t=1}^N [(R_{jt} - \bar{R}_j)(R_{Mt} - \bar{R}_M)]}{N-1}$$

είναι η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων του χρεογράφου j και της αγοράς M (Καραθανάσης 2000 σελ 208)

Στόχος κάθε διοίκησης είναι να μειώσει το κόστος κεφαλαίου και λειτουργώντας πιο αποτελεσματικά τα πάγιά της. Δεν υπάρχει κάποιος χρυσός κανόνας που να μας καθορίζει το ποσοστό των Ιδίων Κεφαλαίων και των Ξένων Κεφαλαίων ώστε να ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου. Η απόφαση για την επιλογή της σωστής αναλογίας μεταξύ Ιδίων Κεφαλαίων και Ξένων Κεφαλαίων βασίζεται στην εμπειρία των στελεχών και στη σωστή διερεύνηση των συνθηκών αγοράς.

5.2. ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Σύμφωνα με τον James I .Grant για τον υπολογισμό των επενδυμένων κεφαλαίων υπάρχουν δύο τρόποι (*Foundations of EVA. 2003, σελ. 176*)¹.

Εφαρμόζοντας τις λογιστικές μετατροπές που παρουσιάσαμε στη προηγούμενη υποενότητα (σύμφωνα πάντα με το ΕΓΛΣ) έχουμε την Asset approach και την financing approach για τον υπολογισμό των επενδυμένων κεφαλαίων.

<u>1. Asset approach</u>	<u>2. Financing approach</u>
Πάγιο ενεργητικό +κυκλοφορούν ενεργητικό +Κεφαλαιοποιημένα έξοδα E&A +Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων +Προβλέψεις - Έξοδα πληρωτέα -Ακίνητοποιήσεις υπό εξέλιξη -Δεδουλευμένα Έξοδα =Επενδυμένα Κεφάλαια	Μετοχικό κεφάλαιο (λογιστική αξία) Μακροπρόθεσμο χρέος (λογιστική αξία) Βραχυπρόθεσμο χρέος (λογιστική αξία) +Κεφαλαιοποιημένα έξοδα E&A + Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων +Προβλέψεις - Έξοδα πληρωτέα -Ακίνητοποιήσεις υπό εξέλιξη -Δεδουλευμένα Έξοδα =Επενδυμένα Κεφάλαια

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1.Υπολογισμός Επενδυμένων Κεφαλαίων

Στη παρούσα διπλωματική θα χρησιμοποιηθεί η Asset approach

¹ Οι τύποι που προτείνονται είναι σύμφωνες με τα αμερικάνικα λογιστικά σχέδια . Για τη σύγκριση αυτών με τις προσαρμογές που προτείνουμε εμείς , παρουσιάζουμε στη συνέχεια τους αρχικούς τύπους

A. <i>Asset approach</i> Begin: Net (short term) operating assets Add: Net plant, property, and equipment Intangibles Other assets LIFO reserve Accumulated goodwill amortization Bad-debt reserve Capitalized research and development Cumulative write-offs of special items Present value of operating leases Equals: Capital	B. <i>Sources of financing approach</i> Begin: Book value of common equity Add equity equivalents: Preferred stock Minority interest — - Deferred income tax Equity reserve accounts (see above listing) Add debt and debt equivalents: Interest-bearing short-term debt Current portion of long-term debt Long-term debt Capitalized lease obligations Present value of operating leases Equals: Capital
---	--

5.3 ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

Σύμφωνα με τον James I .Grant για τον υπολογισμό των Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων (στο εξής Net Operating Profits After Taxes ή NOPAT) υπάρχουν δύο τρόποι (Foundations of EVA 2003.σελ. 176)². Η bottom-up approach και η top down approach.

<u>Bottom-up approach</u>	<u>Top down approach</u>
Καθαρά κέρδη μετά φόρων + Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης +Απόσβεση goodwill - Φόροι λειτουργικοί	Πωλήσεις, -κόστος πωληθέντων -έξοδα διοίκησης -αποσβέσεις +άλλα λειτουργικά κέρδη +Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης +Απόσβεση goodwill - Φόροι λειτουργικοί
Οι οποίοι είναι Φόροι ισούνται =Φόροι χρήσης –φόροι μη λειτουργικών δραστηριοτήτων ³ +Φοροαπαλλαγές από τόκους James I .Grant(Foundations of EVA .2003 σελ. 173)	
=NOPAT	=NOPAT

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2.Υπολογισμός Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων.

Στη παρούσα διπλωματική θα χρησιμοποιηθεί η Bottom-up approach.

² Οι τύποι που προτείνονται είναι σύμφωνες με τα αμερικάνικα λογιστικά σχέδια . Για τη σύγκριση αυτών με τις προσαρμογές που προτείνουμε εμείς , παρουσιάζουμε στη συνέχεια τους αρχικούς τύπους

<p><i>A. Bottom-up approach Begin:</i> Operating profit after depreciation and amortization Add: Implied interest expense on operating leases <i>Increase in LIFO reserve</i> <i>Increase in accumulated goodwill amortization</i> <i>Increase in bad-debt reserve</i> <i>Increase in capitalized research and development</i> <i>Increase in cumulative write-offs of special items""</i> Equals: Adjusted operating profit before taxes Subtract: Cash operating taxes Equals: NOPAT</p>	<p><i>B. Top-down approach Begin:</i> Sales Subtract: Cost of goods sold Selling, general, and administrative expenses Depreciation Add: Implied interest expense on operating leases <i>Increase in equity reserve accounts (see above listing)</i> Other operating income Equals: Adjusted operating profit before taxes Subtract: Cash operating taxes Equals: NOPAT</p>
--	---

³ Οι φόροι μη λειτουργικών δραστηριοτήτων είναι το γινόμενο των εσόδων από χρεόγραφα συν των Έκτακτων εσόδων επί του Φορολογικού Συντελεστή

5.4. ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Για τη βελτίωση του δείκτη της οικονομικής προστιθέμενης αξίας πρέπει

1. Να μειωθεί το κόστος κεφαλαίου
2. Να αυξηθούν τα έσοδα
3. Να αυξηθεί η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων
4. Να αυξηθεί το επενδυμένο κεφάλαιο(εάν το νέο κεφάλαιο δημιουργεί αξία)
5. Να μειωθεί το επενδυμένο κεφάλαιο(εάν μέρος του παλαιού κεφαλαίου καταστρέφει αξία) (Grant 2003 σελ77).

Οι ενέργειες που πρέπει να πραγματοποιήσουν τα στελέχη μιας επιχείρησης για να βελτιώσει την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι οι εξής:

- ✓ Αποεπένδυση από επενδύσεις που δε παράγουν αξία(θυγατρικές)
- ✓ Αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού
- ✓ Επιδιόρθωση υφιστάμενων παγίων αντί αντικατάστασή τους, όπου αυτό είναι εφικτό
- ✓ Επιδίωξη στρατηγικών συνεργιών
- ✓ Επίτευξη του καλύτερου ποσοστού μόχλευσης. Το ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων και Ξένων Κεφαλαίων πρέπει να είναι τέτοιο ώστε να μειωθεί στο ελάχιστο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. (Grant 2003 σελ77-78).

5.5. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΕ ΜΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Στην συνέχεια αναφέρονται τα πέντε κυριότερα βήματα που θα οδηγήσουν μια επιχείρηση στην επιτυχή εφαρμογή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

- 1ο. Η ύπαρξη στρατηγικής και δομής είναι τα βασικά χαρακτηριστικά που πρέπει να έχει μία επιχείρηση πριν την εφαρμογή της EVA.
- 2ο. Η EVA δε πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο ως μετρητής αξίας αλλά πρέπει να εφαρμοστούν συγχρόνως όλα τα επιμέρους στοιχεία της EVA. Συγκεκριμένα να συλλειτουργήσει η EVA ως
 - a) Σύστημα μέτρησης
 - b) Σύστημα διοίκησης
 - c) Και σύστημα απόδοσης κινήτρων

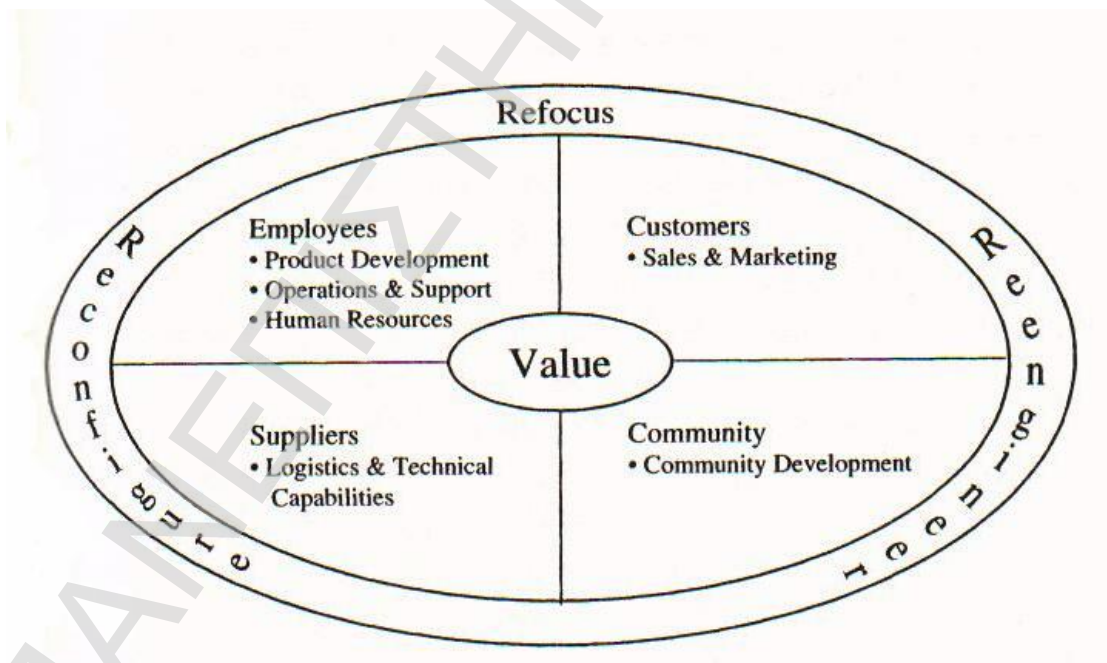
Η ύπαρξη και των τριών στοιχείων της EVA σε συνδυασμό, δύναται να οδηγήσει στην αύξηση του πλούτου των μετόχων.

- 3ο. Ο σχεδιασμός ενός πλάνου παροχής κινήτρων για τα στελέχη είναι απαραίτητο στοιχείο για την επιτυχή εφαρμογή της EVA. Δεν υπάρχει πιο σωστός οδηγός επιτυχίας για έναν άνθρωπο από την ύπαρξη ενός κινήτρου και μιας γενναιόδωρης ανταπόδοσης για τις προσπάθειες που κατέβαλλε.
- 4ο. Ένα πρόγραμμα εκπαίδευσης είναι αναγκαίο ώστε να κατευθύνουμε τους εργαζόμενους μιας επιχείρησης. Μάλιστα η εκπαίδευση δεν πρέπει να απευθύνεται μόνο στα στελέχη αλλά πρέπει να φτάνει ως τους πιο χαμηλά στη κλίμακα ιεραρχίας εργαζόμενους.
- 5ο. Το πρόγραμμα της EVA θα πρέπει να υποστηρίζεται με θέρμη από την διοίκηση της επιχείρησης κατά κύριο ρόλο και έπειτα από τα υπόλοιπα ανώτερα στελέχη. Ο έχων την κύρια ευθύνη της διοίκησης εκτός του ότι πρέπει να είναι πολύ καλός γνώστης όλης της θεωρίας της EVA πρέπει να

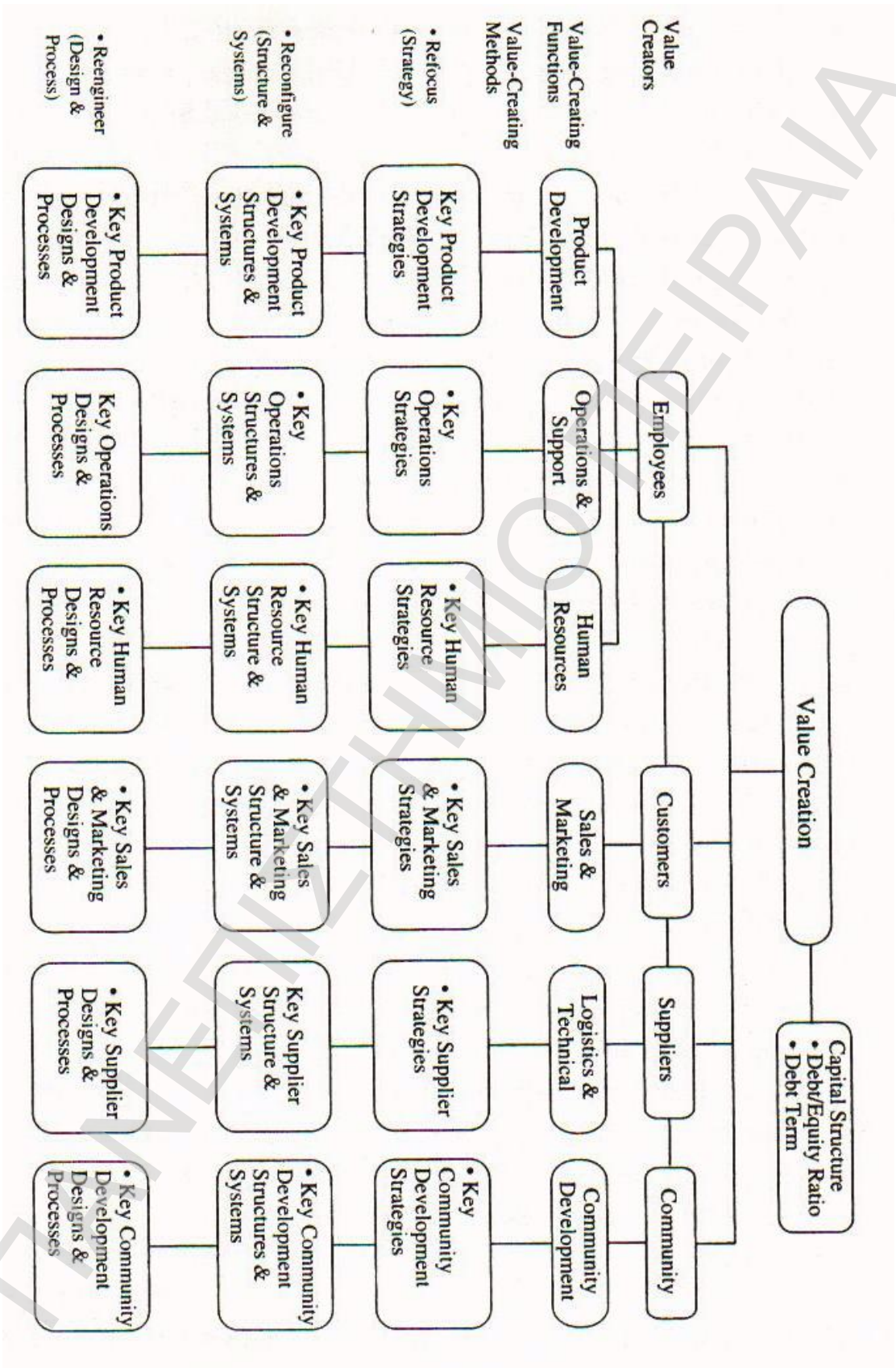
κατευθύνει όλη τη πορεία του προγράμματος εφαρμογής μέσα στην επιχείρηση. Εκείνος δίνει τις κατευθύνσεις, τις οδηγίες, τα πρότυπα και τα κίνητρα για την εφαρμογή της EVA στην επιχείρηση.

Κανένα από τα βήματα που παρουσιάσαμε δεν είναι εύκολο κατά την εφαρμογή του. Βαθιές αλλαγές πρέπει να γίνουν με κόστος σε χρήμα, σε χρόνο και σε κόπο. Τα αποτελέσματα όμως αξίζουν τον κόπο σύμφωνα με την έρευνα της Stern Stewart & Company το 2000 στην Αμερική. Οι εταιρίες που είχαν εφαρμόσει την EVA σε μία χρονική περίοδο 5 ετών δημιούργησαν κατά μέσο όρο 49% περισσότερη αξία στους μετόχους από τους ανταγωνιστές τους.(Young S David –Stephen O Byrne2000σελ.207)

Στα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζονται σύμφωνα με τους Young S David και Stephen O'Byrne στο βιβλίο τους «The EVA Challenge» (2000) τα τμήματα της επιχείρησης που μπορούν να μεταβληθούν ώστε να παραχθεί αξία (Young, O'Byrne 2000, σελ 55-58).



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1. Διοίκηση για τη δημιουργία αξίας
Briggs & Stratton Model



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2. Ο χάρτης για τη δημιουργία αξίας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΠΛΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

6.1. ΓΕΝΙΚΑ

Ο κλάδος επίπλων περιλαμβάνει το εμπορικό τμήμα (εισαγωγές) και το κατασκευαστικό τμήμα. Ο κλάδος των επίπλων αποτελεί έναν παραδοσιακό κλάδο της ελληνικής μεταποίησης, ο οποίος πρόσφατα επέδειξε σημεία ανάκαμψης, μετά τη συνεχή κρίση της περιόδου 1988-1995 που οφειλόταν κυρίως σε:

- ✓ Στη μειωμένη αγοραστική δύναμη των καταναλωτών
- ✓ Στο κλείσιμο μικρών επιχειρήσεων του χώρου
- ✓ Στην ύφεση της οικοδομικής δραστηριότητας

Στην πλειοψηφία του ο κλάδος επίπλων στον τομέα κατασκευής κυριαρχείται από επιπλοποιούς και μικρές βιοτεχνίες οι οποίες δουλεύουν κατόπιν παραγγελιών. Σύμφωνα με εκτιμήσεις παραγόντων του κλάδου, σήμερα στην Ελλάδα ασχολούνται με τα έπιπλα 9.000 εταιρίες, συμπεριλαμβανομένων και των μαραγκών, με προσωπικό 32.000 ατόμων (Ε.Σ.Υ.Ε.).

Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της ζήτησης θεωρούνται

- ü Η εξέλιξη της οικοδομικής δραστηριότητας
- ü Το διαθέσιμο εισόδημα του καταναλωτή
- ü Ο ρυθμός αύξησης των νέων νοικοκυριών

Το εξωτερικό εμπόριο του κλάδου είναι ελλειμματικό, με τον μεγαλύτερο όγκο εισαγωγών επίπλου να προέρχονται από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ιταλία και Ισπανία). Οι εισαγωγές εκτιμάται ότι καλύπτουν περίπου το 30% της εγχώριας αγοράς. Οι ελληνικές εξαγωγές επίπλου είναι περιορισμένες και κατευθύνονται κυρίως προς τις τρίτες χώρες.

Οι πλέον σύγχρονες μονάδες παραγωγής εντοπίζονται στην Ήπειρο, στη Θεσσαλία, στη Μακεδονία και στη Στερεά Ελλάδα.

Ο κλάδος επίπλου στην Ευρωπαϊκή Ένωση απασχολεί πάνω από 574.000 άτομα. Στις περισσότερες χώρες μέλη η παραγωγή έχει πλήρως εκβιομηχανισθεί και μόνο στις Ελλάδα, Ισπανία και Πορτογαλία κυριαρχούν οι μικρές επιχειρήσεις (Ε.Σ.Υ.Ε.). Ο βαθμός συγκέντρωσης του κλάδου παραμένει σχετικά χαμηλός, αλλά αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς υπό την πίεση του σκληρού ανταγωνισμού των ξένων προμηθευτών και της αυξανόμενης συγκεντροποίησης του λιανικού εμπορίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Συνολικά ο κλάδος στην Ευρωπαϊκή Ένωση θα συνεχίσει να λειτουργεί υπό ισχυρό περιβάλλον ανταγωνισμού και θα υποχρεωθεί σε σημαντικές αναδιαρθρώσεις, συγχωνεύσεις και συνεργασίες προκειμένου να επιβιώσει.

Σύμφωνα με εκπροσώπους του κλάδου, ο κλάδος στην Ελλάδα αντιμετωπίζει τα εξής προβλήματα:

- έλλειψη εθνικών προδιαγραφών και απουσία κατάλληλων εργαστηρίων ποιοτικού ελέγχου.
- έλλειψη προσωπικού, κυρίως στον τομέα του σχεδιασμού.
- έλλειψη τυποποίησης και ταυτότητας του ελληνικού επίπλου.
- και έλλειψη οργανωμένης αγοράς από την άποψη των πρώτων υλών.

Οι επιχειρήσεις του κλάδου συνεχίζουν να βελτιώνονται και να διεκδικούν καλύτερη θέση στην αγορά του εξωτερικού, με προτεραιότητα τις γειτονικές χώρες της Βαλκανικής ή ακόμη και τη γερμανική αγορά και τις αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών και της Ιαπωνίας.

Σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι εταιρίες που θα καταφέρουν να επικρατήσουν θα είναι αυτές που θα διαθέτουν άρτια οργανωμένο δίκτυο πωλήσεων, με προϊόντα ποιότητας σε προσιτές τιμές.

6.2. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΠΛΩΝ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ

Η αύξηση της εισαγωγικής διείσδυσης και οι περιορισμένες δυνατότητες ανάπτυξης της αγοράς οδήγησαν σε μείωση της εγχώριας παραγωγής επίπλων οικιακής χρήσης.

Ο κλάδος των επίπλων οικιακής χρήσης χαρακτηρίζεται από διασπορά των μεριδίων αγοράς σε ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους. Ωστόσο, η όξυνση του ανταγωνισμού έχει ως αποτέλεσμα οι μεγάλες παραγωγικές και εισαγωγικές επιχειρήσεις να ενισχύουν τη θέση τους, περιορίζοντας αντίστοιχα το μερίδιο των μικρότερων μονάδων. Η αγορά εκτιμάται ότι δεν παρουσιάζει σημαντικά περιθώρια περαιτέρω ανάπτυξης και η εξέλιξή της θεωρείται άμεσα συνδεδεμένη με τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες και ιδιαίτερα με το διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών. Τα παραπάνω επισημαίνονται στην κλαδική μελέτη που εκπόνησε η ICAP (*Κλαδική Μελέτη της ICAP για την αγορά Επίπλων Οικιακής Χρήσης 9/6/2005*) και στην οποία διερευνάται η εξέλιξη της αγοράς των επίπλων οικιακής χρήσης ανά κύρια κατηγορία προϊόντων.

Οι παραδοσιακές, μικρού μεγέθους επιχειρήσεις συνεχίζουν να κυριαρχούν στον τομέα της παραγωγής επίπλων. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι συγκεντρώνουν περίπου το 72% της συνολικής παραγωγής, ποσοστό το οποίο σταδιακά περιορίζεται. Οι επιχειρήσεις αυτές συνήθως δεν διαθέτουν αυτοματοποιημένη παραγωγή και σύγχρονο μηχανολογικό εξοπλισμό, ενώ παρουσιάζουν και έλλειψη εκθεσιακών χώρων και οργανωμένου δικτύου πωλήσεων.

Στον εισαγωγικό τομέα παρατηρείται μεγαλύτερη συγκέντρωση, καθώς οι περισσότερες επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται σε αυτόν είναι μεσαίου και μεγάλου μεγέθους. Τα τελευταία έτη στον κλάδο έχουν εισέλθει επίσης πολυκαταστήματα και αλυσίδες σούπερ μάρκετ.

Η εγχώρια παραγωγή επίπλων οικιακής χρήσης ακολούθησε φθίνουσα πορεία κατά το χρονικό διάστημα 2000-2004, με μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης 5,2% σε ποσότητα και 1,3% σε αξία, γεγονός το οποίο αποδίδεται στη συρρίκνωση πολλών μικρών και μεσαίων παραγωγών. Οι εισαγωγές επίπλων, αντίθετα, εμφάνισαν αύξηση, ενώ η αξία αυτών μεταξύ των ετών 2000 και 2004 εκτιμάται ότι

διπλασιάστηκε. Η εισαγωγική διείσδυση προσέγγισε το 30% το 2004. Κυριότερη ευρωπαϊκή χώρα εισαγωγής είναι η Ιταλία, ενώ εκτός της Ε.Ε. σημαντικοί προμηθευτές είναι η Τουρκία και η Κίνα.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της κλαδικής μελέτης (*Κλαδική Μελέτη της ICAP για την αγορά Επίπλων Οικιακής Χρήσης 9/6/2005*), το συνολικό μέγεθος της εγχώριας αγοράς ακολούθησε ανοδική πορεία κατά το διάστημα 2000-2004 βάσει αξίας, με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 2,8%. Η αγορά επίπλων οικιακής χρήσης σε ποσότητα εμφάνισε μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης 2,8% κατά την περίοδο 2000-2004. Οι μεσαίου και μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις υπολογίζεται ότι συγκέντρωσαν το 45% περίπου της συνολικής εγχώριας αγοράς επίπλων οικιακής χρήσης βάσει αξίας.

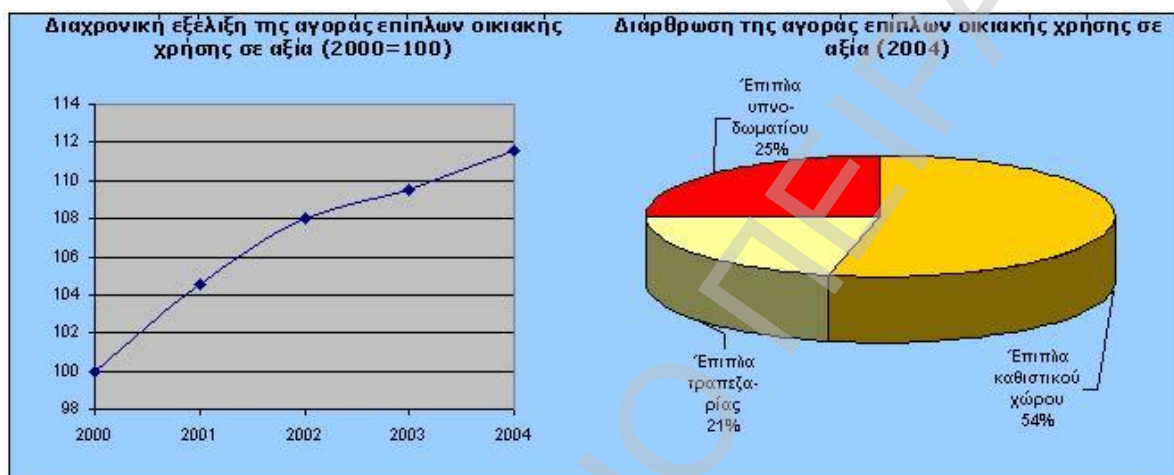
Όσον αφορά στις επιμέρους κατηγορίες επίπλων οικιακής χρήσης, τα έπιπλα καθιστικού εκτιμάται ότι κατέλαβαν το 54% σχεδόν της εγχώριας αγοράς σε αξία το 2004. Τα έπιπλα τραπεζαρίας κατέλαβαν το 21% περίπου και τα έπιπλα υπνοδωματίου το 25% (*Κλαδική Μελέτη της ICAP για την αγορά Επίπλων Οικιακής Χρήσης 9/6/2005*).

Η ζήτηση των επίπλων οικιακής χρήσης προέρχεται από τα νέα νοικοκυριά και τα παλαιότερα τα οποία επιθυμούν την αντικατάσταση των υπαρχόντων επίπλων. Είναι συνεπώς άμεσα συνυφασμένη με την εξέλιξη της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, αλλά και τις κοινωνικές συνθήκες οι οποίες δημιουργούν νέα νοικοκυριά (γάμοι, φοιτητές που σπουδάζουν μακριά από τον τόπο μόνιμης κατοικίας τους κλπ).

Σε περιόδους οικονομικής δυσχέρειας η απόφαση αντικατάστασης των επίπλων συχνά αναβάλλεται. Εναλλακτικά, οι καταναλωτές στρέφονται προς οικονομικότερα προϊόντα ή επιδιώκουν να πραγματοποιούν τις αγορές τους με ευκολίες πληρωμής.

Σύμφωνα με τις ισχύουσες συνθήκες και τάσεις, τα περιθώρια ανάπτυξης της αγοράς εκτιμώνται ως περιορισμένα, ενώ ο εντεινόμενος ανταγωνισμός και η βαθμιαία αύξηση της συγκέντρωσης της αγοράς ενδέχεται να οδηγήσουν σε μεταβολές στην κατανομή των μεριδίων των επιχειρήσεων του κλάδου. Την περίοδο 2005-2006 η εγχώρια αγορά των επίπλων οικιακής χρήσης αναμένεται να εμφανίσει σταθεροποιητικές τάσεις, με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 1%. Οι εισαγωγές

προβλέπεται ότι θα συνεχίσουν την ανοδική τους πορεία, αποσπώντας μερίδιο από τα εγχώρια παραγόμενα προϊόντα (Κλαδική Μελέτη της ICAP για την αγορά Επίπλων Οικιακής Χρήσης 9/6/2005).



Σχεδιάγραμμα 6.2. Διαχρονική εξέλιξη της αγοράς επίπλων οικιακής χρήσης (ICAP).

6.3. ΟΙ ΥΠΟΚΛΑΔΟΙ ΕΠΙΠΛΟΥ

Ο παράγων «ανταγωνισμός» -πολλές φορές μάλιστα και αθέμιτος- παίζει σημαντικότατο ρόλο σε όλους τους επιμέρους τομείς της αγοράς επίπλων. Οι πωλήσεις έχουν -λίγο πολύ- παγώσει και οι επιχειρήσεις διεκδικούν μεγαλύτερο μερίδιο σε μια πίττα η οποία όχι μόνο δεν μεγαλώνει αλλά είναι και εξαιρετικά ευαίσθητη στις διακυμάνσεις του διαθέσιμου εισοδήματος. Παράγοντες της αγοράς, αναγνωρίζουν ότι ο κλάδος είναι κατακερματισμένος. Επιπρόσθετα υπάρχει και το θέμα εισαγωγής φθηνών προϊόντων χαμηλής ποιότητας τα οποία όμως διεκδικούν σεβαστότατο μερίδιο στις προτιμήσεις των καταναλωτών. Έτσι:

Στον υποκλάδο των επίπλων σπιτιού, ο τζίρος παραμένει καθηλωμένος τα τελευταία χρόνια στα επίπεδα των 500 εκατομμυρίων ευρώ. Τα παραγόμενα προϊόντα –περίπου το 75% της παραγωγής προέρχεται από βιοτεχνίες μικρού και μεσαίου μεγέθους- χάνουν μερίδιο στην αγορά. Αφενός μεν διότι η παραγωγή μειώνεται σε απόλυτο αριθμό, αφετέρου διότι αυξάνονται οι εισαγωγές κυρίως επώνυμων προϊόντων από την Ιταλία και την Ισπανία. Πλέον, στα έπιπλα οικιακής χρήσης, τα εισαγόμενα προϊόντα καλύπτουν πάνω από το 15% της εγχώριας ζήτησης (www.statbank.gr).

Δεδομένου ότι ζήτηση αυτή προέρχεται σχεδόν στο σύνολό της από τα καινούργια νοικοκυριά και τις αντικαταστάσεις παλαιών επίπλων, οι πωλήσεις επηρεάζονται και θα επηρεάζονται από το διαθέσιμο εισόδημα και τις τιμές των προϊόντων. Σε περιόδους «αυτοσυγκράτησης» όπως αυτή που διανύουμε, ανθούν οι πωλήσεις ανώνυμων φθηνών επίπλων τα οποία κατασκευάζονται κυρίως στο εξωτερικό. Η διέξοδος στις αγορές του εξωτερικού δεν είναι εφικτή για όλες τις επιχειρήσεις. Οι μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις δεν έχουν δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη ευρύτερων δικτύων διανομής καθώς και την προβολή των προϊόντων τους. Έτσι περιορίζονται στις πώληση επίπλων στις γειτονικές χώρες.

Στον υποκλάδο επίπλων γραφείου, ισχύουν λίγο-πολύ τα ίδια δεδομένα. Κατακερματισμός της αγοράς και ανταγωνισμός από ανώνυμα προϊόντα χαμηλής ποιότητας. Το στοιχείο που διαφοροποιεί την εικόνα είναι η συνεχιζόμενη αύξηση της παραγωγής τα τελευταία χρόνια, αποτέλεσμα των νέων επενδύσεων αλλά και της

αυξημένης ζήτησης που υπήρχε μέχρι και το 2001. Η αύξηση αυτή στη ζήτηση, οφειλόταν σε δύο λόγους. Στην ταχύτατη ανάπτυξη που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια στον κλάδο των υπηρεσιών αλλά και στην ανάγκη πολλών ιδιωτών να διαμορφώσουν λειτουργικούς χώρους εργασίας και στο σπίτι τους.

Πάντως, οι μεγάλες επιχειρήσεις του κλάδου διευρύνουν συνεχώς το μερίδιο αγοράς τους αξιοποιώντας το γεγονός ότι διαθέτουν ισχυρό brand name το οποίο μπορούν να υποστηρίξουν διαφημιστικά.

Από την άλλη, με τις επενδύσεις σε τεχνολογικό εξοπλισμό κάνουν τα προϊόντα τους πιο εργονομικά. Η εργονομία είναι μαζί με την τιμή τα κυριότερα κριτήρια επιλογής των επίπλων γραφείου από τους καταναλωτές. Η ανάκαμψη του συγκεκριμένου τμήματος του κλάδου συνδέεται με το μέλλον του κλάδου υπηρεσιών στην Ελλάδα αλλά και με την γενικότερη οικονομική κατάσταση των Ελλήνων και των Ευρωπαίων.

Τέλος οι πωλήσεις των επίπλων κουζίνας συνδέονται άρρηκτα με την οικοδομική δραστηριότητα αλλά και τη οικονομική δυνατότητα των Ελλήνων να ανακαινίσουν το σπίτι τους. Οι προοπτικές με τα μέχρι τώρα δεδομένα δεν φαίνονται ιδιαίτερα θετικές και οι περισσότεροι εκπρόσωποι του κλάδου προβλέπουν «πάγωμα» των πωλήσεων. Οι επιχειρήσεις του κλάδου, προσπαθούν πλέον να προσφέρουν καθετοποιημένες υπηρεσίες στους πελάτες τους οι οποίες περιλαμβάνουν από την σχεδίαση της καινούργιας κουζίνας στην οθόνη ενός ηλεκτρονικού υπολογιστή μέχρι την τελική τοποθέτηση των επίπλων. Ο ανταγωνισμός από τα έπιπλα κουζίνας του εξωτερικού –ιδιαίτερα τα ιταλικά- γίνεται ολοένα και εντονότερος.

Η αγορά των επίπλων γραφείου έχει επηρεαστεί από την οικονομική ύφεση που χαρακτηρίζει εδώ και μήνες τόσο την ελληνική όσο και τη διεθνή αγορά. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της ICAP για τα επόμενα 2 έτη αναμένεται ανάκαμψη της αγοράς (7-10%) λόγω κυρίως του Γ'ΚΠΣ και των ωφελειών από τους Ολυμπιακούς Αγώνες.

6.4.SATO ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ ΓΡΑΦΕΙΟΥ Α.Ε

Η SATO ΑΕ αποτελεί τη συνέχεια της εταιρίας "ΜΕΤΑΛΛΟΝ ΕΛΛΑΣ ΟΕ" η οποία ιδρύθηκε το 1964 από τους Σ. Θεοδορίδη και Λ. Βέργουλα στη Θεσσαλονίκη. Το 1974 η "ΜΕΤΑΛΛΟΝ ΕΛΛΑΣ ΟΕ" μετονομάστηκε σε "SATO ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ ΓΡΑΦΕΙΟΥ ΑΕ".

Η βασική δραστηριότητα της SATO είναι η οργάνωση επαγγελματικών χώρων και η κάλυψη των αναγκών τους με έπιπλα γραφείου. Κατασκευάζει καθίσματα και γραφεία, τραπέζια συνεδρίων, έπιπλα αρχειοθέτησης και φύλαξης, διαχωριστικά χώρου, εξοπλισμό συνεδριακών χώρων, αμφιθεάτρων και χώρων εκπαίδευσης, σε ευρύ φάσμα τιμών, που καλύπτουν όλες τις απαιτήσεις των πελατών της.

Η εταιρία SATO εδρεύει στη Θεσσαλονίκη όπου και διαθέτει 2 εργοστάσια με 12 μονάδες κατεργασίας υλικών για την παραγωγή των επίπλων της, εκθέσεις και αντιπροσώπους σε μεγάλες πόλεις, και ευρύτατο σύστημα διανομής σε όλη τη χώρα. Συνολικά απασχολεί πάνω από 279 εργαζομένους και διαθέτει χώρους παραγωγικών μονάδων άνω των 33.000 τ.μ. Οι δραστηριότητες της SATO καλύπτουν όλη την Ελλάδα και επεκτείνονται σε μεγάλο μέρος της Ευρώπης και της Μέσης Ανατολής (www.sato.gr).

Συστατικά της μέχρι τώρα αναπτυξιακής πορείας της SATO, η οποία το 2005 συμπληρώνει 41 χρόνια δημιουργικής δραστηριότητας στο κλάδο των επίπλων γραφείου, τα οποία υιοθετήθηκαν αταλάντευτα από τους ιδρυτές της είναι τα ακόλουθα:

- § Εξασφάλιση τεχνογνωσίας
- § Εργονομία και Λειτουργικότητα των προϊόντων
- § Συγκράτηση του κόστους για την επίτευξη της καλύτερης τιμής προς όφελος του πελάτη
- § Έμφαση στο σχεδιασμό και στην επιλογή των υλικών

ΓΕΓΟΝΟΤΑ-ΣΤΑΘΜΟΙ ΠΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΑΝ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.

- 1964 Ίδρυση της ΜΕΤΑΛΛΟΝ ΕΛΛΑΣ από τους Σ. Θεοδωρίδη και Λ. Βέργουλα στη Θεσσαλονίκη.
- 1974 Μετονομασία σε "SATO ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ ΓΡΑΦΕΙΟΥ Α.Ε."
- 1975 Είσοδος στη αγορά της Αθήνας με την ίδρυση της πρώτης έκθεσης στην Αθήνα
- 1990 Εισαγωγή της μετοχής στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α, με υπερκάλυψη της Δημόσιας εγγραφής κατά 24 φορές
- 1996 Σύναψη αποκλειστικής συνεργασίας με τον ιταλικό όμιλο Natuzzi και ίδρυση του δικτύου καταστημάτων Divani & Divani
- 1997 Πιστοποίηση κατά ISO 9002
- 1998 Πιστοποίηση κατά ISO 9001
- 1999 Σύναψη στρατηγικής σημασίας συνεργασία με την Δανέζικη Denka Holdings και ίδρυση της θυγατρικής εταιρίας Bo Concept με αντικείμενο δραστηριότητας το οικιακό έπιπλο
- 2000 Πιστοποίηση περιβαλλοντικής διαχείρισης κατά EMAS
- 2000 Εξαγορά του πλειοψηφικού πακέτου της γερμανικής εταιρίας κατασκευής καθισμάτων γραφείου Grammer Burostuhle GmbH

Πηγή:(www.sato.gr).

Η φιλοσοφία της SATO είναι πελατοκεντρική. Φροντίζει πάντα να ικανοποιεί πρώτη τις ανάγκες τους, εξελίσσοντας συνεχώς τα προϊόντα της και διενεργώντας συχνά έρευνες αγοράς. Το Τμήμα Εξυπηρέτησης Πελατών είναι πάντα στην διάθεσή τους, δημιουργώντας μακροχρόνιες σχέσεις αμοιβαίας εμπιστοσύνης.

Μεταξύ των πελατών συγκαταλέγονται μερικά από τα μεγαλύτερα ονόματα της ελληνικής αγοράς σε όλους τους τομείς της οικονομίας (βιομηχανία, δημόσιο, τράπεζες, οργανισμοί, ελεύθεροι επαγγελματίες αλλά και ιδιώτες). Χιλιάδες άνθρωποι απολαμβάνουν το ιδανικό περιβάλλον εργασίας SATO, εργαζόμενοι και δημιουργώντας κάτω από τις καλύτερες συνθήκες.

Η SATO διαθέτει το μεγαλύτερο δίκτυο πωλήσεων και διακίνησης στην Ελλάδα με 3 εκθέσεις και 43 αντιπροσώπους, που υποστηρίζονται από ειδικό τμήμα εξυπηρέτησης.

Κεντρικός στόχος της στρατηγικής της εταιρίας SATO είναι η ωφέλεια των πελατών της με την παροχή προς αυτούς υψηλής ποιότητας προϊόντων και υπηρεσιών που ικανοποιούν απόλυτα τις απαιτήσεις τους.

Όραμα της εταιρίας είναι η ενίσχυση της ηγετικής της θέσης στην Ελλάδα και ανάδειξη της σε ευρωπαϊκή περιφερειακή δύναμη ικανοποιώντας πλήρως του πελάτες, μετόχους και εργαζομένους της εταιρίας.

Οι αξίες στις οποίες στηρίχθηκε και αναπτύχθηκε η πορεία της εταιρίας είναι η πελατοκεντρική φιλοσοφία, το ανθρώπινο δυναμικό, η διατήρηση εξαιρετικής ποιότητας στα προϊόντα, η κοινωνική ευαισθησία και η νοοτροπία Πρώτου, στην οποία οδηγεί η δέσμευση του ονόματός της με την ποιότητα, την εργονομία, την αισθητική, τη λειτουργικότητα καθώς και τη γνώση και εμπειρία των 4 δεκαετιών λειτουργίας της.

Το ανθρώπινο δυναμικό αποτελεί ίσως το βασικότερο συστατικό της επιτυχίας. Για αυτό και το έχει συμπεριλάβει στις αξίες της, και μάλιστα σε υψηλή θέση. Η στάση αυτή της SATO είναι ένα δείγμα αναγνώρισης και μια εξήγηση της εμπιστοσύνης με την οποία περιβάλλει τους εργαζόμενους του Ομίλου της. Ο μέσος όρος ηλικίας των 279 εργαζομένων είναι 35 έτη (www.sato.gr).

Η εταιρία επενδύει συστηματικά στους ανθρώπους της, με προγράμματα εκπαίδευσης και συνεχούς επιμόρφωσης ενώ ταυτόχρονα τους παρέχει σύγχρονα συστήματα λειτουργίας και κατάλληλη οργάνωση για τη βέλτιστη απόδοσή τους.

Θυγατρικές εταιρίες

Η στρατηγική της Sato είναι προσανατολισμένη στην ενδυνάμωση του τομέα επαγγελματικού επίπλου και στην ενίσχυση της παρουσίας της στην ευρωπαϊκή αγορά. Για το σκοπό αυτό η εταιρία αξιοποιεί τις υπάρχουσες συμμαχίες της και παράλληλα διευρύνει με νέες συνεργασίες την κατεύθυνση αυτή.

Οι εταιρίες οι οποίες ανήκουν στον όμιλο Sato καθώς και το ποσοστό με το οποίο συμμετέχει η μητρική εταιρία Sato A.E. ε αυτές, άμεσα ή έμμεσα μέσω των θυγατρικών της εταιριών, δίδονται στον παρακάτω πίνακα.

	ΑΜΕΣΑ	ΕΜΜΕΣΑ
ΒΕΡΣΑ Α.Ε.	100%	
BO CONCEPT Α.Ε.	75%	3,1%
ALLEN Α.Ε.	100%	
DENKA HOLDINGS AS DENMARK	31%	
BO CONCEPT POLAND	40%	12,4%
SATO BULGARIA	100%	
SATO ROMANIA	100%	
SATO-RAMLER S.A.	51%	
ΑΝΑΣΤΗΛΩΤΙΚΗ ΑΤΕ	15%	
GRAMMER Burostuhle GMBH (GERMANY)	75%	
GRAMMER DESIGN INC. (USA)		75%
GRAMMER MOBILIER SARL. (FRANCE)		45%
TCC GMBH (GERMANY)		75%
GRAMMER BURO KOLTUK LTD (TURKEY)		74%
GRAMMER CHAIRS S.A. (MEXICO)		56%

Επίσης συμμετέχει κατά 13,5% στην Αναστηλωτική Α.Ε (Real Estate). Η Sato σταδιακά αποεπενδύει και ασχολείται αποκλειστικά με την παραγωγή και εμπορία επαγγελματικών και οικιακών επίπλων στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Για το 2005 η SATO σχεδιάζει και υλοποιεί ένα σημαντικό πρόγραμμα επεκτατικών κινήσεων με την παρουσίαση του νέου brand ENTOS στο τομέα της λιανικής, ενδυναμώνει την λειτουργία της στο χώρο του οικιακού επίπλου και συγκεκριμένα στο εθνικό έπιπλο μέσω της μάρκας La Maison Coloniale, ενώ ταυτόχρονα προγραμματίζει την απορρόφηση των θυγατρικών της BO CONCEPT ΑΕ και ΒΕΡΣΑ που αναμένεται να ολοκληρωθεί εντός του τρέχοντος έτους.

6.5. ΔΡΟΜΕΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Α.

Η ΔΡΟΜΕΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Α. ιδρύθηκε το 1979. Δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία επίπλων γραφείου, διαχωριστικών τοιχωμάτων και συστημάτων αρχειοθέτησης. Εδρεύει στη ΒΙ.ΠΕ. Σερρών, 80 km βορειοανατολικά της Θεσσαλονίκης. Οι παραγωγικές και κτιριακές εγκαταστάσεις ανέρχονται σε 55.000 τ.μ., επί οικοπέδου 115.0000 τ.μ.

Η παραγωγή είναι καθετοποιημένη με υπερσύγχρονο εξοπλισμό στους τομείς:

- Επεξεργασίας και βαφής ξύλου
- Επεξεργασίας και βαφής χάλυβα
- Χύτευσης Αλουμινίου
- Χύτευσης Πλαστικών
- Χύτευσης Πολυουρεθάνης
- Παραγωγής μεταλλικών εξαρτημάτων
- Ταπετσαρίας

Διαθέτει πιστοποιητικό ISO 9001 : 2000 και πιστοποιητικό περιβαλλοντικής προστασίας ISO 14001. Το 1999 βραβεύτηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση για την Υγιεινή και Ασφάλεια των Εργαζομένων. Η εταιρία απασχολεί 257 άτομα προσωπικό εκ των οποίων 91 απασχολούνται στη διοίκηση και στις πωλήσεις και τα υπόλοιπα άτομα στην παραγωγή. Η σύνθεση του προσωπικού έχει ως εξής : 35 πτυχιούχοι ανώτατης εκπαίδευσης, 30 ανώτερης εκπαίδευσης, 67 ειδικευμένοι τεχνίτες, 85 βοηθοί τεχνιτών και 40 άτομα λοιπό προσωπικό (www.dromeas.gr).

Το δίκτυο πωλήσεων της εταιρίας περιλαμβάνει 30 επώνυμα καταστήματα στις μεγάλες πόλεις της Ελλάδας και των Βαλκανίων. Εξάγει ολοκληρωμένα προϊόντα και εξαρτήματα στην Μ. Βρετανία, Αυστραλία, Σαουδική Αραβία, Αραβικά Εμιράτα, Αίγυπτο, Κύπρο, Ρωσία κ.λ.π. Συμμετέχει στις διεθνείς εκθέσεις INTERZUM και ORGATEC, οι οποίες πραγματοποιούνται στην Κολωνία της Γερμανίας καθώς και στην INDEX που λαμβάνει χώρα στο Ντουμπάι των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων.

Από τον Νοέμβριο του 2000 οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Με δυναμισμό και συνεχή ανάπτυξη της υποδομής, της τεχνολογίας, της ποιότητας των προϊόντων, του δικτύου διάθεσης και της εν γένει οργάνωσης, κατέχει σήμερα εξέχουσα θέση, σε διεθνές επίπεδο, στον κλάδο παραγωγής του επίπλου γραφείου και των διαχωριστικών τοιχωμάτων. Τα προϊόντα της είναι στην πρώτη γραμμή από άποψη αισθητικής, σχεδιασμού, χρηστικότητας και εργονομίας ώστε σε συνδυασμό με την ποιότητα και την ανταγωνιστικότητα των τιμών να προσφέρουν στον πελάτη τα μέγιστα οφέλη. Η εταιρία από το 2000 υλοποίησε τετραετές επενδυτικό πρόγραμμα, ο προϋπολογισμός του οποίου ανήλθε σε 28,4 εκατ. € (www.dromeas.gr).

Με την ολοκλήρωση του επενδυτικού προγράμματος η εταιρία πέτυχε:

- Τη διεύρυνση της «γκάμας» των παραγόμενων προϊόντων
- Τη βελτίωση του κόστους παραγωγής και ποιότητας προϊόντων
- Την παραγωγή νέων προϊόντων
- Την αύξηση της παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας των παραγόμενων προϊόντων
- Την οργάνωση των συνθηκών αποθήκευσης και διακίνησης των προϊόντων
- Την εξοικονόμηση ενέργειας
- Την περιβαλλοντική μέριμνα

Η στρατηγική για την υλοποίηση της φιλοσοφίας και την περαιτέρω εξέλιξη της εταιρίας και των προϊόντων της συνίσταται :

- Στην επιστημονική έρευνα.
- Στην συνεργασία με Πανεπιστήμια και Ερευνητικά κέντρα σχεδιασμού και ανάπτυξης νέων προϊόντων.
- Στην συνεργασία με διεθνούς εμβέλειας σχεδιαστές.

Τα σημαντικότερα γεγονότα για την εταιρία την τελευταία πενταετία είναι τα εξής:

- Εισαγωγή της ΔΡΟΜΕΑΣ τον Νοέμβριο του 2000 στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ ύστερα από δημόσια εγγραφή με διάθεση στο ευρύ επενδυτικό κοινό 2.170.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών αξίας 11,45 € εκάστης. Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν, 24,83 εκατ. € διατέθηκαν εξ' ολοκλήρου στη χρηματοδότηση τριετούς επενδυτικού προγράμματος της εταιρίας συνολικού ύψους 29,35 εκατ. €
- Ιδιαίτερα ενθαρρυντικό για την ΔΡΟΜΕΑΣ είναι το γεγονός ότι τα σημαντικά κεφάλαια που αντλήθηκαν το 2000 από το χρηματιστήριο, χρησιμοποιήθηκαν για την υλοποίηση των παραγωγικών επενδύσεων. Η κατασκευή των νέων εγκαταστάσεων ολοκληρώθηκε και η παραγωγική διαδικασία ξεκίνησε. Νέα προϊόντα λανσάρονται από την εταιρία στην αγορά και οι ελπίδες ότι θα αυξηθούν οι πωλήσεις - ειδικά στις ξένες αγορές- θεωρούνται βάσιμες λόγω του συγκριτικού πλεονεκτήματος σε ποιότητα και τιμή τελικού προϊόντος. Ήδη, το 1ο εξάμηνο του 2004 οι πωλήσεις της ΔΡΟΜΕΑΣ εμφανίζουν σημαντική ποσοστιαία αύξηση της τάξεως του 100 %
- Κατασκευή κτιριακού συγκροτήματος επιφάνειας 3.348 τ.μ. και εγκατάσταση γραμμής χύτευσης αλουμινίου με μηχανολογικό εξοπλισμό προελεύσεως Ελβετίας και Γερμανίας.
- Αγορά γηπέδου 52.234 τ.μ. στη ΒΙ.ΠΕ. Σερρών, γειτονικού με τις σημερινές εγκαταστάσεις (Δεκέμβριος 2000), κατασκευή βιομηχανικού κτιρίου 17.000 τ.μ. και εγκατάσταση νέας γραμμής επεξεργασίας ξύλου.
- Διοργάνωση 1ου Πανελληνίου Διαγωνισμού Βιομηχανικού Σχεδίου Επίπλων Γραφείου (Απρίλιος 2002).
- Παραγωγή νέας σειράς γραφείων EURO ONE.
- Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την χορήγηση δωρεάν 10 νέων μετοχών για κάθε 10 παλαιές. Σύνολο μετοχών 17.360.000. Νέο μετοχικό κεφάλαιο 10.242.400 €

- Έναρξη λειτουργίας της νέας γραμμής επεξεργασίας ξύλου (Σεπτέμβριος 2002).
- Ολοκλήρωση Project ύψους 1.000.000 \$, εξοπλισμού αεροδρομίου Μανίλας Φιλιππίνες με καθίσματα IKAROS (Ιανουάριος 2003).
- Διοργάνωση 2ου Διαγωνισμού Βιομηχανικού Σχεδίου Επίπλων Γραφείου (Μάιος 2003).
- Εξοπλισμός του οργανισμού ΑΘΗΝΑ 2004 με 2.000 θέσεις εργασίας και επίπλωση 5000 δωματίων του ολυμπιακού χωριού και των χωριών τύπου των ολυμπιακών αγώνων (2003-2004).
- Ανάλυση project ύψους 550.000 € εξοπλισμού 2 αεροδρομίων της Αιγύπτου με καθίσματα IKAROS (Μάιος 2004)
- Παράλληλα συνεχίστηκαν οι συζητήσεις με την Γερμανική εταιρία MERCEDES BENZ. και με την κατασκευάστρια εταιρία μηχανών θαλάσσης M.T.U., για την κατασκευή καλουπιού και παραγωγή χυτών εξαρτημάτων αλουμινίου. Η εταιρία ΔΡΟΜΕΑΣ θεωρεί πολύ σημαντικές τις ανωτέρω συμφωνίες οι οποίες εκτός από την έμπρακτη τεχνολογική αναγνώριση της υποδομής του από την MERCEDES BENZ προδιαγράφουν και την σταδιακή διεύρυνση της συνεργασίας στην παραγωγή εξαρτημάτων αυτοκινήτου από χυτό αλουμίνιο.

6.6. ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε.

Η εταιρία με τη σημερινή της μορφή συστάθηκε το 1979. Βασικός κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται είναι αυτός της κατασκευής επίπλων. Σκοπός της είναι, σύμφωνα με το καταστατικό της, η παραγωγή και εμπορία πάσης φύσεως επίπλων, επιπλώσεων, ξυλοκατασκευών εν γένει καθώς και η εισαγωγή ειδών από το εξωτερικό ή η αντιπροσώπευση οίκων του εξωτερικού. Όπως και στον τομέα της παραγωγής επίπλων, έτσι και σε εκείνον της εισαγωγής και εμπορίας, η εταιρία χαρακτηρίζεται από την προσήλωσή της στην υψηλή ποιότητα σχεδιασμού και κατασκευής (www.varagis.gr).

Η ζήτηση για τα προϊόντα της Εταιρίας και του κλάδου γενικότερα εξαρτάται και επηρεάζεται σε ένα μεγάλο βαθμό από την εξέλιξη της οικοδομικής δραστηριότητας και από τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας.

Η εκατονταετής παρουσία της ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ Α.Ε. με το σήμα «Δια Χειρός Βαράγκη» είναι απολύτως ταυτισμένη με την υψηλή ποιότητα επίπλου σε εφαρμοσμένο σχεδιασμό, κατασκευή και παραγωγή. Στο ανθρώπινο δυναμικό συγκαταλέγεται ομάδα επίλεκτων αρχιτεκτόνων και σχεδιαστών – δημιουργών που υποστηρίζεται από την προηγμένη μονάδα παραγωγής στο Σχηματάρι Βοιωτίας με τα πλέον σύγχρονα τεχνολογικά συστήματα.

Παράλληλα με το εμπορικό δίκτυο «Δια Χειρός Βαράγκη» μέσω του οποίου διαθέτει τα προϊόντα της, η εταιρία έχει ήδη κάνει την είσοδό της δυναμικά και στον χώρο του επαγγελματικού εξοπλισμού μέσα από την σύμπραξή της με την πολυεθνική STEELCASE.

Επίσης, μέσω της συνεργασίας της με την Ιταλική Zanotta S.p.A. στον τομέα του σύγχρονου επίπλου σπιτιού η εταιρία διευρύνει περαιτέρω το φάσμα των αναγκών της αγοράς που καλύπτει με την ανάπτυξη ανεξάρτητου δικτύου πωλήσεων.

Στη συνέχεια παρατίθενται τα σημαντικότερα γεγονότα στην πορεία της εταιρίας (www.varagis.gr).

1900. Η δραστηριότητα της Εταιρίας ξεκινά με την οργάνωση στο κέντρο της Αθήνας ενός πρότυπου εργαστηρίου κατασκευής επίπλων από τον Δημήτριο Αθηναίο και τον Θεμιστοκλή Βαράγκη. Η ανάπτυξη της αρχικής επιχείρησης συνεχίζεται από τη δεύτερη γενιά (Νικόλαο Αθηναίο και Δημήτριο Βαράγκη), που ανέλαβε την επιχείρηση το 1917.
1964. Η Εταιρία περνά στην τρίτη γενιά Βαράγκη και συγκροτείται σε ομόρρυθμη εταιρία. Η έδρα της μεταφέρεται σε ιδιόκτητο χώρο στην Πεύκη.
1969. Ιδρύεται η ΑΒΕΠΕ «ΒΑΡΑΓΚΗΣ» με μετοχικό κεφάλαιο 5.000.000 δρχ.
1977. Η ΑΒΕΠΕ «ΒΑΡΑΓΚΗΣ» εξαγοράζει την εταιρία «METAL PLASTIC Βιομηχανία Υλικών Δομήσεως Δημοσθένης Κάκκαβας Α.Ε.», της οποίας οι εγκαταστάσεις συνορεύουν με αυτές του εργοστασίου στην Πεύκη. Ο χώρος ανάπτυξης της Εταιρίας διπλασιάζεται.
1979. Οι δύο εταιρίες συγχωνεύονται, διατηρώντας την επωνυμία ΑΒΕΠΕ «ΒΑΡΑΓΚΗΣ».
1998. Η Εταιρία πραγματοποιεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με Δημόσια Εγγραφή και εισάγεται στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Την ίδια χρονιά οι παραγωγικές εγκαταστάσεις μεταφέρονται σε νέους σύγχρονους ιδιόκτητους χώρους στο Δήμο Σχηματαρίου του Νομού Βοιωτίας. Η έδρα της εταιρίας μεταφέρεται στο Μαρούσι Αττικής.
2000. Η Εταιρία προβαίνει στην εμπορική συμφωνία συνεργασίας με την Αμερικανική πολυεθνική εταιρία κατασκευής και διανομής επαγγελματικού επίπλου Steelcase για την αποκλειστική αντιπροσώπευση της δεύτερης στην Ελλάδα και την Κύπρο. Η Εταιρία δημιουργεί ένα ανεξάρτητο τμήμα δραστηριοποίησης που λειτουργεί με τη λογική διάθεσης business to business.
2001. Ιδρύεται στην Κύπρο η 100% θυγατρική εταιρία με την επωνυμία ΑΒΕΠΕ ΚΥΠΡΟΣ Ltd για την καλύτερη εξυπηρέτηση των σκοπών του τμήματος επαγγελματικού επίπλου στην κυπριακή αγορά.

2002. Η εταιρία υπογράφει εμπορική συμφωνία συνεργασίας με την Ιταλική εταιρία παραγωγής και διανομής σύγχρονου επίπλου σπιτιού ZANOTTA spa και ξεκινά την ανάπτυξη νέου ανεξαρτήτου δικτύου πωλήσεων.
2003. Η ΑΒΕΠΕ (ΚΥΠΡΟΣ) limited ιδρύει από κοινού με την Κυπριακή εταιρία trokkoudes euromarkets limited, κατά 50% έκαστη, νέα εταιρία με στόχο την περαιτέρω διείσδυση των προϊόντων γραφείου της πολυεθνικής STEELCASE S.A. στην κυπριακή αγορά.

Το όραμά της εταιρίας είναι να θέσει πρότυπα στο σύγχρονο οικιακό περιβάλλον, να δημιουργούμε αισθητική, προσθέτοντας λειτουργικότητα στον σταθερό παρονομαστή της υψηλής ποιότητας.

Η ΑΒΕΠΕ Α.Ε. «ΒΑΡΑΓΚΗΣ» είναι σήμερα μία από τις σημαντικότερες εταιρίες στον χώρο του επίπλου στην Ελλάδα και το όνομά της είναι ταυτισμένο με την υψηλή ποιότητα τόσο όσον αφορά τα προϊόντα της όσο και τις υπηρεσίες που προσφέρει.

6.7. ΝΕΟΣΕΤ

Η έναρξη της δραστηριότητας της ΝΕΟΣΕΤ τοποθετείται στις αρχές της δεκαετίας του 80 όταν ο κ. Κων/νος Αλεξανδράκης ιδρύει την εταιρία Κ. ΑΛΕΞΑΝΔΡΑΚΗΣ & ΣΙΑ Ε.Ε.

Η εν λόγω εταιρία με παραγωγικές εγκαταστάσεις στο Μενίδι Αττικής δραστηριοποιήθηκε πρώτη στον χώρο των επιπλοσυνθέσεων, σχεδιάζοντας και αναπτύσσοντας τα λυόμενα συστήματα τοίχου "element systems". Τα εν λόγω προϊόντα γνώρισαν ιδιαίτερη επιτυχία και η εταιρία σταδιακά επικράτησε στην ελληνική αγορά.

Η ΝΕΟΣΕΤ, ο πυρήνας του ΝΕΟΣΕΤ GROUP καθιερώθηκε σαν ηγέτης της ελληνικής αγοράς οικιακού επίπλου έχοντας σαν αρχή τη δημιουργία προϊόντων που απαντούν στις σύγχρονες απαιτήσεις του καταναλωτή για έπιπλα καλής αισθητικής και ποιότητας, σε λογικές τιμές, που προσαρμόζονται στις ανάγκες λειτουργίας και χώρου του καταναλωτή.

Μια αρχή που εκπληρώνει παράλληλα και την ανάγκη της ΝΕΟΣΕΤ για "ζωντανά" προϊόντα, που συνεχώς εξελίσσονται και βελτιώνονται, για να προσφέρουν υψηλή αισθητική και ποιότητα, προσιτά σε κάθε Έλληνα.

Η ανάγκη αυτή για εξέλιξη και βελτίωση των προϊόντων της συμβαδίζει με τη μετεξέλιξη της εταιρίας σε ένα όμιλο εταιρειών που δραστηριοποιούνται ευρύτερα στον χώρο των επίπλων και του εξοπλισμού οικίας και γραφείου.

Στη συνέχεια παρατίθενται τα σημαντικότερα γεγονότα από το 1980 έως το 2000 (www.neoset.gr).

Το 1984 η εταιρία πραγματοποιεί σημαντικές επενδύσεις με σκοπό την επέκταση και τον εκσυγχρονισμό των παραγωγικών της εγκαταστάσεων, καθώς και την εισαγωγή στην αγορά νέων πρωτοποριακών προϊόντων. Ως συνέπεια, το εργοστάσιο μεταφέρεται στο Βασιλικό Χαλκίδας σε κτίριο 3.600 τ.μ. και γίνονται επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό υψηλής ποιότητας και παραγωγικότητας. Στις εγκαταστάσεις αυτές αναπτύσσεται η τεχνολογία "soft forming", πρωτοποριακή για την εποχή εκείνη, δίνοντας ως αποτέλεσμα, έπιπλα υψηλής ποιότητας και αισθητικής, χρησιμοποιώντας υλικά χαμηλού κόστους. Την ίδια χρονιά, η εταιρία, βασιζόμενη στην πιο πάνω τεχνολογία, σχεδιάζει την σειρά προϊόντων "SOFT", τα οποία αποτελούν μερικώς αυτοϊστάμενα λύσιμα έπιπλα, δημιουργώντας έτσι τις προϋποθέσεις για συνεχή ανάπτυξη των εργασιών της.

Το 1986 με την εισφορά της Κ. ΑΛΕΞΑΝΔΡΑΚΗΣ & ΣΙΑ Ε.Ε. ιδρύεται η ΝΕΟΣΕΤ με την σημερινή της μορφή και έδρα τον Δήμο Αθηναίων. Με τις παραγωγικές εγκαταστάσεις στο Βασιλικό Χαλκίδας, η Εταιρία συνεχίζει την επιτυχημένη της πορεία, βασιζόμενη στην φιλοσοφία των συναρμολογούμενων στοιχείων για την δημιουργία ολοκληρωμένων επιπλοσυνθέσεων. Παράλληλα, ξεκινάει την δημιουργία δικτύου καταστημάτων με την μέθοδο της δικαιόχρησης (franchising).

Το 1987, η Εταιρία επανασχεδιάζει την σειρά των προϊόντων της, δημιουργώντας ολικά λύσιμα έπιπλα, βασιζόμενη στη φιλοσοφία των "συνιστώσων", με στόχο την αισθητική- χρωματική και λειτουργική αναβάθμισή τους.

Από το 1987 έως το 1991, η Εταιρία δίνει ιδιαίτερη σημασία στην ανάπτυξη του δικτύου πωλήσεων των προϊόντων της. Έτσι, επεκτείνεται σε πανελλαδικό επίπεδο μέσω του συστήματος δικαιόχρησης (franchising), επιτυγχάνοντας ραγδαία ανάπτυξη των εργασιών της και εδραίωση ηγετικής θέσης στην ελληνική αγορά του οικιακού επίπλου.

Το 1991 βελτιώνει τα υπάρχοντα προϊόντα της με νέες σειρές (καμπύλα και κοίλα) και προϊόντα με όψεις από PVC. Αυτό ήρθε ως συνάρτηση της βελτίωσης του υπάρχοντος μηχανολογικού εξοπλισμού με νέα μηχανήματα κατεργασίας καμπύλων και επένδυσης μοριοσανίδων με PVC. Η μεγάλη αύξηση των εργασιών της Εταιρίας οδηγεί σε σημαντικές επενδύσεις, τόσο σε κτίρια, με την επέκταση του εργοστασίου στο Βασιλικό Χαλκίδας, όσο και σε μηχανολογικό εξοπλισμό.

Επιπλέον, την ίδια χρονιά συντελούνται σημαντικές αλλαγές στην οργάνωση της Εταιρίας, με προσλήψεις νέου στελεχιακού δυναμικού και την δημιουργία σοβαρής υποδομής για την περαιτέρω ανάπτυξή της. Ταυτόχρονα, επεκτείνεται και το δίκτυο καταστημάτων σε χώρες του εξωτερικού όπως Καναδάς, Ρωσία, Βουλγαρία, Ρουμανία και Λίβανος.

Ως επιβεβαίωση της αναπτυξιακής της πορείας, το 1991 η NEOSET βραβεύθηκε από την Διεθνή Έκθεση Επίπλου "Furnidec '91", για το προϊόν "Επιπλοσυνθέσεις", καθώς και τη συμβολή της στην γενικότερη αναβάθμιση του ελληνικού επίπλου.

Το 1992 η Εταιρία συνάπτει συνεργασία με την εταιρία κατασκευής στρωμάτων ELITE STROM και εμπλουτίζει την γκάμα των προϊόντων της με ολοκληρωμένη σειρά στρωμάτων.

Το 1995 ιδρύεται η εταιρία NEOSET-ΓΟΥΛΑΝΔΡΗ ΕΠΕ με σκοπό την εισαγωγή και εμπορία υφασμάτων ταπετσαρίας και λευκών ειδών με κύριο πελάτη το δίκτυο καταστημάτων της NEOSET. Την ίδια χρονιά η NEOSET εφαρμόζει νέα τιμολογιακή πολιτική με γραμμική μείωση των τιμών λιανικής κατά 25%.

Το 1996 δημιουργείται νέα σειρά προϊόντων σε πακέτο με την επωνυμία UNISSET και ταυτόχρονα πραγματοποιείται διείσδυση σε μεγάλες αλυσίδες SUPER MARKET. Επιπλέον, η NEOSET ξεκινάει συνεργασία με κατασκευαστή καναπέδων, εισάγοντας στην γκάμα των προϊόντων της σειρά καθιστικών, δραστηριοποιούμενη με αυτό τον τρόπο στους πιο επίσημους χώρους του σπιτιού.

Το 1997 η Εταιρία θέτει σε εφαρμογή ένα πλάνο στρατηγικής επέκτασης στο εσωτερικό με την εξαγορά του 70% της ΕΠΙΠΛΑ ΠΙΤΤΑΣ Α.Ε.Β.Ε. και του 51% της

NEO ΚΑΤΟΙΚΕΙΝ ΕΠΕ το οποίο διαμορφώθηκε σε 63,06% το 1999. Η μεν πρώτη δραστηριοποιούταν στον σχεδιασμό, παραγωγή και εμπορία επίπλων οικιακού και ξενοδοχειακού εξοπλισμού με παραγωγικές εγκαταστάσεις 2.500 τ.μ. στον Περισσό και κύριο πελάτη το δίκτυο καταστημάτων NEO ΚΑΤΟΙΚΕΙΝ και ανεξάρτητες ξενοδοχειακές μονάδες. Η δεύτερη δραστηριοποιούταν στον σχεδιασμό και εμπορία επίπλων με δύο εταιρικά καταστήματα και δίκτυο 17 συνεργαζόμενων καταστημάτων. Ταυτόχρονα η NEOSET αναλαμβάνει το δικαίωμα ανάπτυξης δικτύου με τη μέθοδο της δικαιόχρησης (Master Franchisee) της NEO ΚΑΤΟΙΚΕΙΝ αναπτύσσοντας δυναμικά ξεχωριστό δίκτυο πωλήσεων για τα προϊόντα αυτής της σειράς.

Την ίδια χρονιά εξαγοράζεται η θυγατρική PATORIA Ltd με έδρα την Κύπρο, με σκοπό την εξυπηρέτηση των διεθνών δραστηριοτήτων του Ομίλου.

Το 1998 η Εταιρία συνάπτει συνεργασία με την εταιρία SIMCO, από την οποία εξαγόρασε την τεχνογνωσία για το σχεδιασμό, παραγωγή και εμπορία επίπλων κουζίνας, με σκοπό την επέκταση των εργασιών της στον αντίστοιχο κλάδο.

Την ίδια χρονιά δημιουργείται δεύτερο εργοστάσιο στο Βασιλικό Χαλκίδας, επεκτείνοντας τις παραγωγικές εγκαταστάσεις της Εταιρίας σε 36.500 τ.μ. περίπου επί συνολικού οικοπέδου άνω των 110 στρεμμάτων. Παράλληλα, ιδρύεται η εταιρία NEOSET JOINT STOCK COMPANY στη Ρωσία και δημιουργείται εργοστάσιο 7.000 τ.μ. με σκοπό την κάλυψη των αναγκών της τοπικής αγοράς. Η παραγωγή του εργοστασίου κράτησε μέχρι τον Ιούλιο του 1998 οπότε και ανεστάλη λόγω τοπικών προβλημάτων. Το 1999 η Εταιρία επεκτείνει τις δραστηριότητές της στο εξωτερικό ιδρύοντας την εταιρία NEOSET PROD στη Ρουμανία με παραγωγικές εγκαταστάσεις εκτάσεως 7.500 τ.μ. περίπου .

Επιπλέον, την ίδια χρονιά στο εσωτερικό, η NEOSET εισέρχεται δυναμικά στον χώρο επίπλου γραφείου, υπογράφοντας συμφωνία συνεργασίας με την εταιρία Σ.ΣΚΟΥΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., βάσει της οποίας η NEOSET αποκτά το 99,9% των μετοχών της. Η παραγωγή της εξαγορασθείσας εταιρίας γίνεται σε ενοικιαζόμενο χώρο 7.500 τ.μ. και αφορά σε έπιπλα γραφείου, καθίσματα, ερμάρια, βιβλιοθήκες κλπ. Ταυτόχρονα η NEOSET αναλαμβάνει το δικαίωμα

ανάπτυξης δικτύου του σήματος SKOUROPOULOS με την μέθοδο της δικαιόχρησης (Master Franchisee).

Στο τέλος του 1999 η Εταιρία πούλησε τις συμμετοχές της στο κεφάλαιο των εταιρειών Σ.ΣΚΟΥΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. και ΕΠΙΠΛΑ ΠΙΤΤΑΣ Α.Ε.Β.Ε., έχοντας απορροφήσει πλήρως την παραγωγική δραστηριότητα της πρώτης και μερικώς της δεύτερης, στις δικές της εγκαταστάσεις. Επιπλέον, της έχει παραχωρηθεί και η εκμετάλλευση του σήματος των προϊόντων της Σ. ΣΚΟΥΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε..

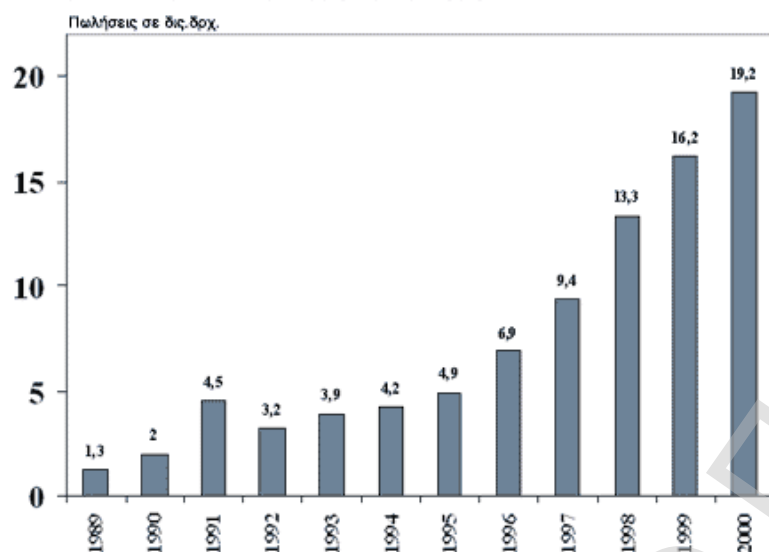
Στην διετία 2000 - 2001 συνέχισε την επέκταση των παραγωγικών της εγκαταστάσεων στο Βασιλικό Χαλκίδος, καλύπτοντας συνολικά 59.000 τ.μ. και συμπλήρωσε τον υπάρχοντα μηχανολογικό εξοπλισμό, κύρια στην επεξεργασία του μασίφ.

Ενώ έχοντας την προσοχή της στραμμένη στην ποιότητα, την εξυπηρέτηση και τον σεβασμό στο περιβάλλον, αποκτά πιστοποιητικό ISO 9001 από τον διεθνή φορέα πιστοποίησης TUV AUSTRIA/TUV CERT και το ISO 14001.

Σήμερα η NEOSET αποτελεί τον πυρήνα του Ομίλου NEOSET και έχει καθιερωθεί σαν ηγέτης στην εγχώρια αγορά οικιακού επίπλου. Έχοντας σαν αρχή τη δημιουργία προϊόντων που απαντούν στις σύγχρονες απαιτήσεις του καταναλωτή για έπιπλα λειτουργικά, καλής αισθητικής και ποιότητας, σε λογικές τιμές, έχει γνωρίσει μεγάλη αναγνώριση από το καταναλωτικό κοινό, η οποία αποτυπώνεται στη ραγδαία ανάπτυξη των εργασιών της τα τελευταία χρόνια. Παράλληλα, διευρύνεται συνεχώς και η παρουσία της στο εξωτερικό, καθιστώντας την πλέον έναν διεθνή Όμιλο με εξαιρετικά ευοίωνες προοπτικές.

Οι πωλήσεις της NEOSET, όπως παρατίθενται, παρουσιάζουν τα τελευταία χρόνια την ακόλουθη πορεία.

ΜΙΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΗ ΠΟΡΕΙΑ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ



Η διάθεση των προϊόντων της NEOSET στην ελληνική αγορά πραγματοποιείται μέσω ενός δικτύου 60 καταστημάτων (το οποίο καλύπτει γεωγραφικά όλη την επικράτεια), 59 από τα οποία λειτουργούν με το σύστημα franchising και 1 εταιρικό.

Αντίστοιχα, η διάθεση των προϊόντων στο εξωτερικό γίνεται μέσω ενός δικτύου 47 καταστημάτων που διαμορφώνεται ως εξής:

- 8καταστήματα στον Καναδά
- 20καταστήματα στη Ρουμανία
- 5καταστήματα στη Βουλγαρία
- 8καταστήματα στη Ρωσία
- 1κατάστημα στην Κύπρο
- 1κατάστημα στην Αιθιοπία
- 1 κατάστημα στην Νιγηρία

Η διάθεση των προϊόντων "NEO ΚΑΤΟΙΚΕΙΝ" πραγματοποιείται μέσω ενός δικτύου 15 καταστημάτων (7 κατ/τα εντός Αττικής και 8 κατ/τα στην επαρχία).

Η διάθεση των προϊόντων Neoset Κουζίνα πραγματοποιείται μέσω ενός δικτύου 11 καταστημάτων (5 καταστήματα εντός Αττικής και 6 στην επαρχία).

Η SKOUROPOULOS διαθέτει 2 ιδιόκτητα καταστήματα στην Αττική. Επίσης λειτουργούν καταστήματα SKOUROPOULOS στην Θεσσαλονίκη και στα Χανιά και σύντομα και σε άλλες πόλεις της Ελλάδας.

Με το βλέμμα στραμμένο πάντα στον άνθρωπο, ο όμιλος NEOSET με τη συνεχή επένδυση τόσο σε ανθρώπινο δυναμικό όσο και σε τεχνολογικό εξοπλισμό στοχεύει να κάνει την ζωή μας στους χώρους που κινούμαστε πιο άνετη και ευχάριστη.

Με αυτό το όραμα η NEOSET βρίσκεται πάντα μπροστά από τις εξελίξεις και επιδιώκει να παίξει ένα σημαντικό ρόλο στον οικονομικό ιστό της χώρας.

Οι μάρκες της Neoset

Κάθε μάρκα (σήμα) έχει τη δική της ξεχωριστή οργάνωση καθώς και μέσα παραγωγής τα οποία είναι πάντα στην διάθεση των πελατών της Νεοσέτ, ώστε να καλύψουν τις διαφορετικές ανάγκες και επιθυμίες τους.

NEOSET

NEOSET
κουζίνα

UNISSET

Biente
ΕΠΙΠΛΑ ΚΟΥΖΙΝΑΣ

NEOKATOIKEIN

Hotel **NEOSET**[®]
furniture by E. Pittas

FUTURE OFFICE
SKOUROPOULOS

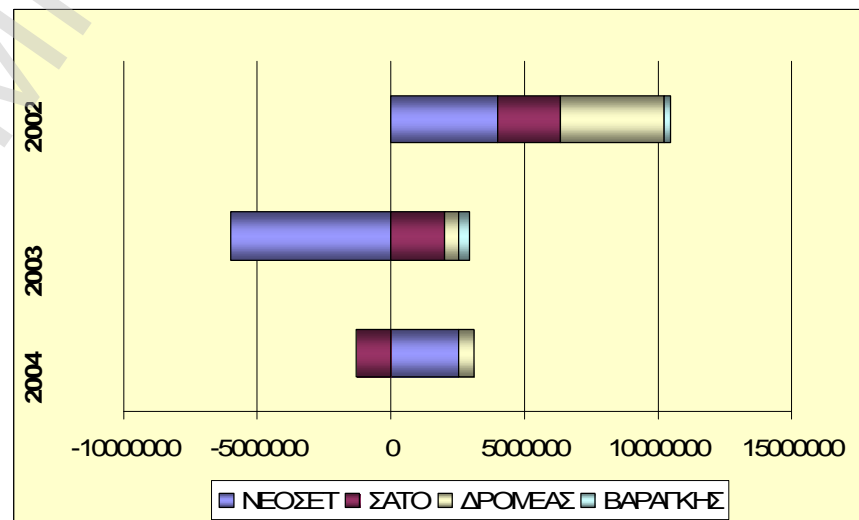
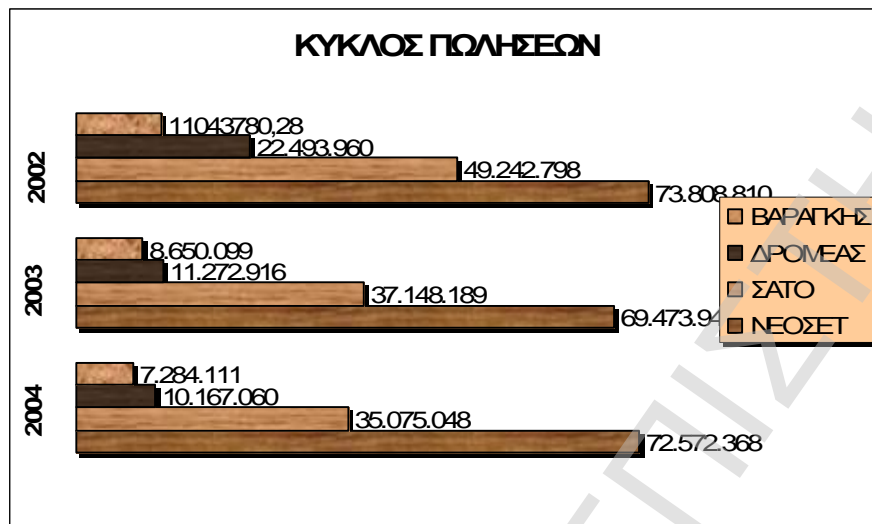
6.8. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Για την σύγκριση των εταιριών του κλάδου των επίπλων και για την όσο πιο καλή αξιολόγηση της πορείας των εταιριών, παρουσιάζονται στη συνέχεια κάποιιοι πίνακες και γραφήματα που δείχνουν τη πορεία κάποιων εκ των σημαντικότερων μεγεθών των εταιριών για την τριετία 2002 έως 2004

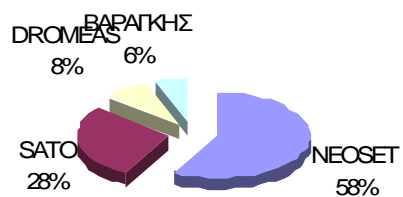
- § Στο παράρτημα της διπλωματικής παρουσιάζονται οι τιμές των μετοχών για τις εταιρίες ΣΑΤΟ, ΔΡΟΜΕΑΣ, ΒΑΡΑΓΚΗΣ καθώς και οι τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για τα έτη 2002, 2003 και 2004 (παράρτημα/πίνακα Π.2.). Για τη Νεοσέτ δεν υπάρχουν τιμές επειδή η εταιρία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο
- § Στον πίνακα 3 (παράρτημα Π.3.), εμφανίζονται οι βασικότεροι χρηματοοικονομικοί δείκτες για όλες τις εταιρίες του δείγματός μας.
- § Στο τέλος του παραρτήματος εμφανίζονται οι λογιστικές καταστάσεις των εταιριών.
- § Στη σελίδα που ακολουθεί εμφανίζονται ο κύκλος των εργασιών και τα κέρδη των επιχειρήσεων για τις προς εξέταση εταιρίες.
- § Τέλος στη σελίδα 90 παρουσιάζονται τρία γραφήματα τα οποία παρουσιάζουν το ποσοστό των πωλήσεων των εταιριών του δείγματος ως του αθροίσματος των πωλήσεων και των τεσσάρων εταιριών.

	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
ΕΤΑΙΡΙΕΣ	NEOSET	NEOSET	NEOSET	SATO	SATO	SATO	DROMEAS	DROMEAS	DROMEAS	ΒΑΡΑΓΚΗΣ	ΒΑΡΑΓΚΗΣ	ΒΑΡΑΓΚΗΣ
Υψος Εσόδων (€)	72.572.368	69.473.940	73.808.810	35.075.048	37.148.189	49.242.798	10.167.060	11.272.916	22.493.960	7.284.111	8.650.099	11043780
Μεταβολή Εσόδων	5,4%	-4,3%	6,2%	-14,4%	5,9%	32,6%	-24,6%	10,9%	99,5%	-7,1%	15,9%	27,7%
Υψος Κερδών(€)	2529134	-5996257	4015196	-1316190	1999062	2338530	602.860	509525	3.878.488		426.310	225.067

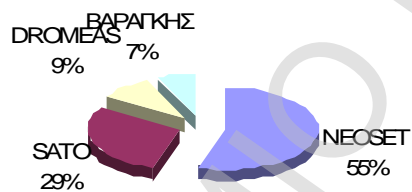
2002	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2004	2004	2004	2004
NEOSET	SATO	DROMEAS	ΒΑΡΑΓΚΗΣ	NEOSET	SATO	DROMEAS	ΒΑΡΑΓΚΗΣ	NEOSET	SATO	DROMEAS	ΒΑΡΑΓΚΗΣ	NEOSET
72.572.368	35.075.048	10.167.060	7.284.111	69473940	37.148.189	11.272.916	8.650.099	73.808.810	49.242.798	22.493.960	11043780	



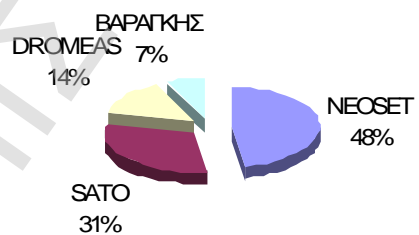
ΕΣΟΔΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2002



ΕΣΟΔΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2003



ΕΣΟΔΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2004



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΠΙΠΛΟΠΟΙΙΑΣ

7.1. ΤΥΠΟΛΟΓΙΑ

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 2.2. για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας πρέπει να βρούμε:

- A) Τα επενδυμένα κεφάλαια,
- B) Τα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Μετά Φόρων
- Γ) Το κόστος κεφαλαίου.

A) Σύμφωνα με την υποενότητα 5.2. για τον υπολογισμό των επενδυμένων κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε την Asset approach.

Σύμφωνα με την οποία :

$$\begin{aligned} \text{Επενδυμένα Κεφάλαια} = & \text{ Πάγιο ενεργητικό} \\ & + \text{κυκλοφορούν ενεργητικό} \\ & + \text{Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης} \\ & + \text{Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων} \\ & + \text{Προβλέψεις} \\ & - \text{Έξοδα πληρωτέα} \\ & - \text{Ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη} \\ & - \text{Δεδουλευμένα Έξοδα} \end{aligned}$$

B) Για τον υπολογισμό των Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.3. θα χρησιμοποιήσουμε την Bottom-up approach. Έτσι λοιπόν :

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} = & \text{ Καθαρά κέρδη μετά φόρων} \\ & + \text{Έξοδα R\&D τρέχουσας χρήσης} \\ & + \text{Απόσβεση goodwill} \\ & - \text{Φόροι λειτουργικοί} \end{aligned}$$

Γ) Τέλος σύμφωνα με την παράγραφο 5.1. για να υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου θα χρησιμοποιήσουμε τον εξής τύπο.

$$WACC = K_{\mu} * MK / MK + \Delta K + \kappa\delta(1-\Phi\Sigma) * \Delta K / MK + \Delta K \quad ^4$$

Για να υπολογίσουμε το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα CAPM.

Έτσι λοιπόν

$$E(R) = R_f + \beta [E(R_m) - R_f] \quad ^5$$

⁴ Όπου : WACC = το συνολικό κόστος της εταιρίας (Weighted-averaged cost of capital)

K_{μ} = το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου
 $\kappa\delta$ = το κόστος του ομολογιακού κεφαλαίου
MK = η αξία του μετοχικού κεφαλαίου
 ΔK = η αξία του δανειακού κεφαλαίου
 $\Phi\Sigma$ = ο φορολογικός συντελεστής των κερδών

⁵ Όπου E(R) είναι η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης ,

R_f η απόδοση μιας risk-free επένδυσης (π.χ. ομόλογο ελληνικού δημοσίου)
Beta ο συσχετισμένος κίνδυνος της εταιρίας
E(R_m) η αναμενόμενη απόδοση αγοράς

7.2. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

- § Οι εταιρίες που επελέγησαν είναι οι τέσσερις εταιρίες με το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών. Οι εταιρείες Σάτο, Δρομέας και Βαράγκης είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενώ η Νεοσέτ είναι η μόνη εταιρία από το δείγμα μας η οποία δεν είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ.
- § Για τον υπολογισμό των Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων, χρησιμοποιήσαμε τα καθαρά κέρδη χρήσης προ φόρων. Στις Αμερικάνικες Λογιστικές Καταστάσεις υπάρχει αντίστοιχος λογαριασμός για τα λειτουργικά κέρδη (operating profits). Στο Ελληνικό Λογιστικό σχέδιο όμως δε συμβαίνει το ίδιο. Για τον υπολογισμό λοιπόν των λειτουργικών κερδών θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε είτε το ολικό αποτέλεσμα εκμετάλλευσης, είτε όπως και τελικά χρησιμοποιήθηκαν τα καθαρά κέρδη χρήσης.
- Έτσι λοιπόν ο υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας επηρεάζεται και από τα έκτακτα κέρδη ή ζημιές. Ο λόγος για την συγκεκριμένη επιλογή δε μπορεί να είναι άλλος από το ότι τα ποσά των έκτακτων αποτελεσμάτων επηρεάζουν, έντονα πολλές φορές τα αποτελέσματα χρήσεως και ακολούθως και όλες τις επενδυτικές δραστηριότητες. Εξάλλου τα έκτακτα αποτελέσματα αφορούν αποφάσεις της ανώτερης διοίκησης, για τις οποίες πρέπει να αξιολογηθεί η εκάστοτε διοίκηση.
- § Για τον υπολογισμό του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα CAPM που βασίστηκε στη θεωρία του Harry Markowitz και του James Tobin.
- § Ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου R_f (για το υπόδειγμα CAPM) χρησιμοποιήθηκε το επιτόκιο του κρατικού ομολόγου δεκαετούς διάρκειας. Σύμφωνα με το υπουργείο οικονομικών το επιτόκιο αυτό είναι 3,8% για το 2004. Ενώ για το έτος 2003 και το 2002 ήταν 4,3% και 5,1% αντίστοιχα (www.mnec.gr/flor_sp_20020907.aspx).

§ Για την αναμενόμενη απόδοση αγοράς $E(R_m)$, χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία του ιδρύματος οικονομικών και βιομηχανικών ερευνών (I.O.B.E.) για το 2004. Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών της βιομηχανίας για το 2004 ήταν 1,045 (www.iobe.gr). Ενώ και για τα δύο προηγούμενα έτη θα χρησιμοποιήσουμε αυτό το ποσοστό.

§ Η εκτίμηση του Beta πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία για την απόδοση των μετοχών και του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για τις ανάγκες της εργασίας λάβαμε υπόψη τις εβδομαδιαίες αποδόσεις των τιμών των μετοχών για το διάστημα της τελευταίας τριετίας. Έτσι λοιπόν ο συντελεστής Beta για τις εταιρίες είναι:

	2002	2003	2004
A) ΔΡΟΜΕΑΣ	2,20	1,8	1,75
B) ΣΑΤΟ	2,35	2,15	2,04
Γ) ΒΑΡΑΓΚΗΣ	1,85	1.45	1.40

Τέλος για την ΝΕΟΣΕΤ δεν ήταν εφικτό να υπολογιστεί ο συντελεστής beta επειδή η εταιρία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Για τις ανάγκες της διπλωματικής χρησιμοποιήσαμε προσεγγιστικά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου για τα τρία τελευταία έτη σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες και με την υπόθεση ότι η εταιρία είναι μη εισηγμένη στο ΧΑΑ με αποτέλεσμα το κόστος κεφαλαίου να είναι μεγαλύτερο από τις υπόλοιπες εταιρείες.

§ Για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού θα έπρεπε να είναι γνωστά όλα τα δάνεια των επιχειρήσεων και το επιτόκιο δανεισμού για το κάθε ένα από αυτά. Για τις περισσότερες Ελληνικές επιχειρήσεις το κόστος δανεισμού είναι ουσιαστικά το επιτόκιο που οι τράπεζες τους χορηγούν τα δάνεια. Ανάλογα με το κίνδυνο της κάθε επιχείρησης το επιτόκιο διαφέρει ακόμα και για το ίδιο ποσό δανεισμού. Τέτοιες πληροφορίες όμως δεν είναι διαθέσιμες στο κοινό και είναι στοιχεία που γνωρίζουν λίγα ανώτερα στελέχη σε κάθε εταιρία. Θα κάνουμε την υπόθεση ότι για όλες τις επιχειρήσεις που θα εξετάσουμε το επιτόκιο είναι ίσο με το επιτόκιο που χορηγεί η εθνική τράπεζα δάνεια σε επιχειρήσεις με κύκλο εργασιών μεγαλύτερο από 2.500.000 Ευρώ. Το

επιτόκιο αυτό για πάγιες επενδύσεις και για κεφάλαιο κίνησης είναι κατά μέσο όρο 5,9%. (www.ethniki.gr/pdf/transaction_terms_rate.pdf).

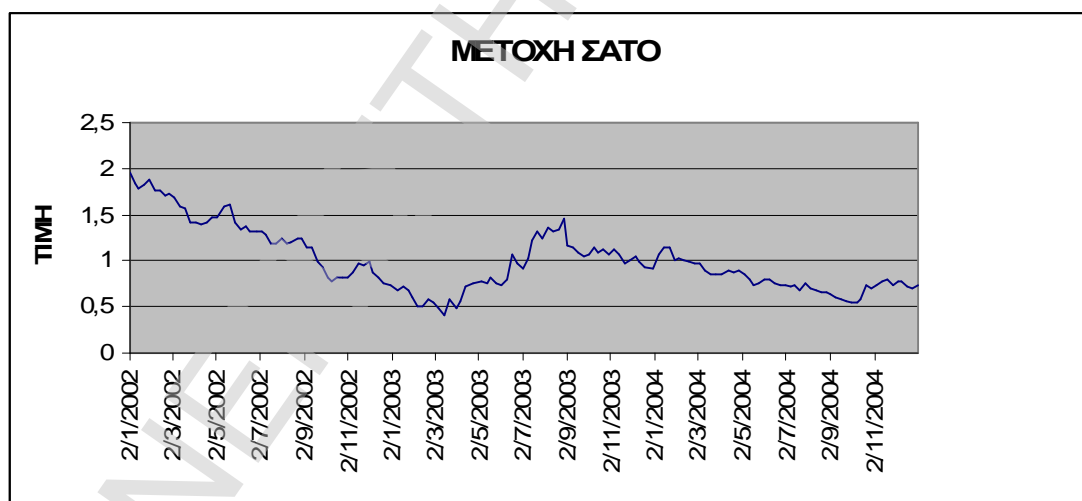
- § Τέλος όπως έγινε σαφές κάποιες από τις λογιστικές προσαρμογές που προτάθηκαν στο κεφάλαιο 4 δεν εφαρμόστηκαν κατά τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης αξίας για τις εταιρίες του κλάδου των επίπλων. Οι λόγοι είναι ότι:
- A) Η πληροφόρηση που απαιτείται για κάποιες από αυτές τις προσαρμογές δεν είναι διαθέσιμη στο ευρύ κοινό.
- B) Οι μεταβολές κάποιων προσαρμογών στην οικονομική προστιθέμενη αξία είναι πολύ μικρές, και η εύρεση όλων των μετατροπών καθιστά το μέτρο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας δύσχρηστο και χρονοβόρο.
- § Όσον αφορά τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης έγινε η υπόθεση για κεφαλαιοποίησή τους σε τρία έτη.
- § Σύμφωνα με τον Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων ο φορολογικός συντελεστής για τις Ανώνυμες Εταιρείες είναι 35%.
- § Αξία δημιουργείται όταν τα παραγόμενα κέρδη καλύπτουν το κόστος των κεφαλαίων καθώς και τα υπόλοιπα λειτουργικά έξοδα ($EVA > 0$).
- § Μόνο διατηρώντας την απλότητά της η μέθοδος της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, μπορεί να γίνει ένα μέτρο χρήσιμο στα χέρια της διοίκησης. Ένα μέτρο που δε θα προκαλεί άγχος και σύγχυση αλλά θα βοηθάει τα ανώτερα στελέχη στη λήψη σωστών αποφάσεων, και τους εργαζομένους να είναι προσανατολισμένοι προς την επίτευξη ενός κοινού στόχου.

7.3. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗ ΣΑΤΟ

Μετά το 2002 που η εταιρία κατάστρεψε αξία ίση με 1.072.073, η Σάτο δημιούργησε αξία και για το 2003 και για το 2004. Η αύξηση αξίας το 2003 ήταν 1.172.3349 και το 2004 1.668.346.

2002	2003	2004
-1.072.073	1.172.349	1.668.346

Παρατηρώντας τη πορεία της μετοχής το 2002 παρουσίασε όπως αναμενόταν μείωση και το 2003 παρουσίασε αύξηση. Αυτή ακριβώς η διακύμανση παρουσιάζεται και μέσω της ΟΠΑ. Το 2004 όμως παράλληλη την δημιουργία αξίας η μετοχή παρουσίασε απώλειες. Η αγορά μπορεί να προεξόφλησε κάποια αρνητικά αναμενόμενα γεγονότα για την εταιρία. Μια άλλη εκδοχή μπορεί να ήταν ότι ήδη και κατά το τέλος του 2003 η τιμή της μετοχής ήταν σε υψηλά επίπεδα, πιο ψηλά από τη πραγματική τιμή της μετοχής.



Εξετάζοντας τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας παρατηρούμε ότι οι σημαντικότεροι λόγοι αύξησης της αξίας για το 2003 ήταν η αύξηση του κύκλου των πωλήσεων κατά 2.073.141 Ευρώ και η μείωση των εξόδων της διοικητικής λειτουργίας κατά 467.314 Ευρώ. Για το 2004 η αύξηση της αξίας οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εσόδων κατά 12 εκατομμύρια Ευρώ.

ΣΑΤΟ

	2002	2003	2004
Πάγιο ενεργητικό	44751687	37.987.935	39.640.230
+κυκλοφορούν ενεργητικό	30732314	26.982.909	31.103.026
+Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	100044	112844	149694
+Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων			
+Προβλέψεις	131936	132.061	213.272
- Έξοδα πληρωτέα			
-Ακίνητοποιήσεις υπό εξέλιξη	37065	600.399	299.309
-Δεδουλευμένα Έξοδα	360497	238.289	449.129
ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	75.318.419	64.377.061	70.357.784
Καθαρά κέρδη προ φόρων	-1.316.190	1.199.062	2.338.530
Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	300131	338.533	449081
+ Απόσβεση goodwill	0	0	0
- Φόροι λειτουργικοί	0	318671	1071812
Καθαρά Λειτουργικά κέρδη Μετά Φόρων	-1.016.059	1.218.924	1.715.799

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	11,00%	10,20%	10,00%
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	7,00%	6,00%	5,50%
ίδια Κεφάλαια	33933309	34.573.405	34.894.790
Ξένα Κεφάλαια	41881418	30.742.515	35.839.778
WACC = $K_{\mu} * MK / MK + \Delta K$	4,92%	5,40%	4,93%
+ $\kappa\delta(1-\Phi\Sigma) - \Delta K / MK + \Delta K$	2,51%	1,84%	1,81%
Μέσο Σταθμικό κόστος Κεφαλαίου	7,44%	7,23%	6,74%

	2002	2003	2004
ECONOMIC VALUE ADDED	-1072073	1172349	1668346

Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	300131	338.533	449.081
Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	100044	112844	149694
Φόρος εισοδήματος	0	318.671	1.071.812
Μη ενωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος	0	0	0
	0	318.671	1.071.812

7.4. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ Ο.Π.Α. ΤΗΣ ΝΕΟΣΕΤ

Για τη Νεοσέτ παρατηρείται μια σημαντική αυξομείωση στη τιμή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας για τρία τελευταία έτη. Πρέπει να εξετάσουμε την ΟΠΑ για μία σειρά ετών για αντιληφθούμε την πραγματική πορεία της εταιρίας. Με μία πιο προσεκτική ανάλυση των ισολογισμών της εταιρίας και κυρίως για το έτος 2003, στο οποίο συναντάμε την αρκετά σημαντική καταστροφή αξίας για την εταιρία ύψους 5.023.653 Ευρώ θα καταλάβουμε τις αιτίες της μείωσης αυτής. Η μείωση αυτή εξαρτάται από τη σημαντική αύξηση των εκτάκτων εξόδων και των έκτακτων ζημιών. Έτσι λοιπόν:

	2002	2003
Έκτακτα & Ανόργανα Έξοδα	1.101.579	6.130.536
Έκτακτες Ζημιές	1.096.263	3.285.205

Όσον αφορά το 2004 ιδιαίτερη αναφορά πρέπει να γίνει και στις ωφέλειες των Ολυμπιακών Αγώνων στα έσοδα της εταιρίας. Η Νεοσέτ ανέλαβε την επίπλωση σε ένα αρκετά μεγάλο μέρος των Ολυμπιακών Εγκαταστάσεων. Η αύξηση που απέφεραν οι Ολυμπιακοί Αγώνες στα έσοδα της εταιρίας παρουσιάζονται και μέσω της αύξησης της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας για το έτος 2004 που έφτασε τη τιμή των 3.338.415 Ευρώ.

	2002	2003	2004
Κύκλος Εργασιών	72.572.368	69.473.940	73.808.811
Έξοδα & Ζημιές Συμμετοχών & Χρεογράφων	1783528	101087	9523
Χρεωστικοί Τόκοι & Συναφή Έξοδα	2532621	1945034	1557378
Έκτακτα & Ανόργανα Έξοδα	1101579	6130536	312830
Έκτακτες Ζημιές	1096263	3285205	396691

Σύμφωνα με τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας το 2004 η αύξηση της αξίας της εταιρίας οφείλεται

- Στη σημαντική μείωση εκτάκτων ζημιών και ανόργανων εξόδων,
- Στην αύξηση του κύκλου των εργασιών, το οποίο οφείλεται κυρίως στους Ολυμπιακούς Αγώνες,
- Και τέλος στη μείωση κατά 560.00 Ευρώ σε σχέση με το 2003 των χρεωστικών τόκων & των συναφών εξόδων.

ΝΕΟΣΕΤ

	2002	2003	2004
Πάγιο ενεργητικό	21564210	21.988.434	25.179.424
+κυκλοφορούν ενεργητικό	41242700	30.029.204	31.113.031
+Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	253149	334812	300582
+Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων			
+Προβλέψεις	51	78.076	190.082
- Έξοδα πληρωτέα			
-Ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη		0	44.392
-Δεδουλευμένα Έξοδα	123070	150.991	130.598
ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	62.937.041	52.279.535	56.608.129
Καθαρά κέρδη προ φόρων	2.529.134	-5.996.257	4.015.196
Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	759446	1004435	901747
+ Απόσβεση goodwill		0	0
- Φόροι λειτουργικοί	1146960		1546163
Καθαρά Λειτουργικά κέρδη Μετά Φόρων	2.141.621	-4.991.822	3.370.780
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	11,50%	11,00%	11,00%
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	7,50%	6,60%	5,80%
Ίδια Κεφάλαια	20549358	14.359.103	15.230.010
Ξένα Κεφάλαια	43478036	39.212.145	41.315.693
WACC = $K_{\mu} * MK / MK + \Delta K$	3,69%	2,95%	2,96%
+ $k\delta(1-\Phi\Sigma) - \Delta K / MK + \Delta K$	3,31%	3,14%	2,75%
Μέσο Σταθμικό κόστος Κεφαλαίου	7,00%	6,09%	5,72%

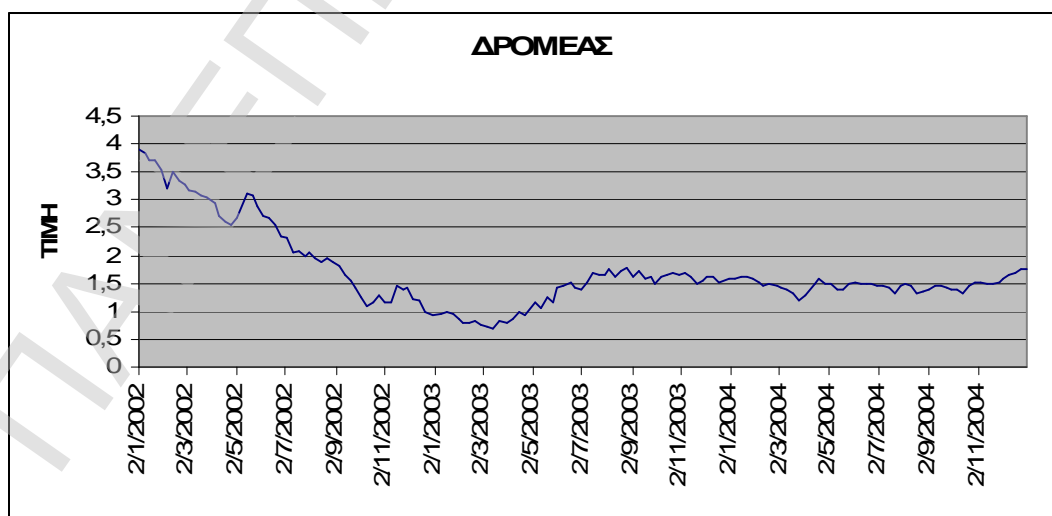
	2002	2003	2004
ECONOMIC VALUE ADDED	2097557	-5023653	3338415
Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	759446	1.004.435	901.747
Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	253149	334812	300582
Φόρος εισοδήματος	1146960	0	1.559.406
Μη ενωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος	0	0	13.243
	1.146.960	0	1.546.163

7.5. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΔΡΟΜΕΑΣ ΑΒΕΕΑ

Η διαχρονική αύξηση των πωλήσεων φαίνεται με τη μέθοδο της ΟΠΑ μέσω της δημιουργίας αξίας για την τριετία 2002-2004. Τα έτη 2002 και 2003 η αύξηση της αξίας παρέμεινε στα ίδια επίπεδα κοντά στα 530.00 Ευρώ. Το 2004 όμως παρατηρούμε μια πάρα πολύ σημαντική δημιουργία αξίας. Μελετώντας τις λογιστικές καταστάσεις παρατηρούνται ότι οι πωλήσεις αυξάνονται από το 2003 στο 2004 κατά σχεδόν 50%. Η ανάληψη κάποιων μεγάλων έργων όπως την επίπλωση ενός σημαντικού μέρους του Ολυμπιακού Χωριού και η ανάληψη σημαντικών και μεγάλων έργων στο εξωτερικό είναι η αιτία της τόσο σημαντικής αύξησης των εσόδων και κατά συνέπεια των κερδών.

	2002	2003	2004
Κέρδη προ φόρων	602.860	509.524	3.878.488
Οικ. Προστ.. Αξία	530.007	526.784	2.877.680

Το 2002 η τιμή της μετοχής σημείωσε σημαντικές απώλειες. Ο σημαντικότερος λόγος είναι η ραγδαία αύξηση ενός μεγάλου αριθμού μετοχών τα χρόνια πριν από το 2002. Οι αδικαιολόγητες πολλές φορές αυξήσεις των μετοχών στο παρελθόν ίσως αντισταθμίστηκαν με τη μείωση των τιμών κάποιων μετοχών παρόλο που τα μεγέθη τους ήταν ενθαρρυντικά. Η μετοχή της Δρομέας ΑΒΕΕΑ ίσως είναι άλλο ένα θύμα της πορείας του ΧΑΑ. Το 2003 και το 2004 η τιμή της μετοχής παρουσίασε σταθεροποιητικές τάσεις χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις.



ΔΡΟΜΕΑΣ

	2002	2003	2004
Πάγιο ενεργητικό	21671514	26.369.609	28.148.468
+κυκλοφορούν ενεργητικό	16823148	26.982.909	31.103.026
+Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	32478	60110	74011
+Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων			
+Προβλέψεις	127.446	154.773	198.549
- Έξοδα πληρωτέα			
-Ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη	973909	1.488.390	4.275.478
-Δεδουλευμένα Έξοδα	20082	11.500	57.911
ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	37.660.594	52.067.511	55.190.665
Καθαρά κέρδη προ φόρων	602.860	509.524	3.878.488
Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	97433	180.331	222032
+ Απόσβεση goodwill	0	0	0
- Φόροι λειτουργικοί	137002	122524	1182812
Καθαρά Λειτουργικά κέρδη Μετά Φόρων	563.291	567.331	2.917.708

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	10,00%	9,30%	9,00%
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	6,60%	5,90%	5,60%
ίδια Κεφάλαια	32100104	32.069.679	32.995.775
Ξένα Κεφάλαια	8204055	12.273.930	15.958.356
WACC = $K_{\mu} * MK / MK + \Delta K$	7,96%	6,73%	6,07%
+ $k_{\delta}(1-\Phi_{\Sigma}) - \Delta K / MK + \Delta K$	0,87%	1,06%	1,19%
Μέσο Σταθμικό κόστος Κεφαλαίου	8,84%	7,79%	7,25%

	2002	2003	2004
ECONOMIC VALUE ADDED	530007	526784	2877680

Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	97433	180.331	222.032
Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	32478	60110	74011
Φόρος εισοδήματος	137002	122.524	1.208.246
Μη ενωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος	0	0	25.434
	137.002	122.524	1.182.812

7.6. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ

Η εταιρία Βαράγκης ΑΒΕΠΕ σύμφωνα με τη μέθοδο της ΟΠΑ δημιούργησε αξία για την τριετία 2002-2004. Η αύξηση της αξίας εμφανίζεται στον πίνακα που ακολουθεί. Αξίζει όμως να επισημάνουμε πως το πιο σύνηθες είναι τα κέρδη της χρήσης να είναι μεγαλύτερα σε αξία από την αύξηση της ΟΠΑ (σε προηγούμενα κεφάλαια έγινε εκτενής αναφορά στη διαφορά λογιστικών και πραγματικών κερδών). Το 2004 όμως η Βαράγκης ΑΒΕΠΕ παρουσίασε αύξηση των κερδών προ φόρων κατά 222.019. Όμως η πραγματική αύξηση της αξίας σύμφωνα με τη μέθοδο της ΟΠΑ ήταν 276.070. Η επίδοση της εταιρίας κρίνεται λοιπόν αρκετά αξιόλογη.

2002	2003	2004
127945	191651	276070

Παρατηρώντας την πορεία της μετοχής αντιλαμβάνεται κάποιος ότι δεν συμφωνεί με τις πραγματικές επιδόσεις της εταιρίας. Η αγορά μπορεί είτε

1. να προεξοφλεί αρνητικά μελλοντικά γεγονότα για τη πορεία της εταιρίας
2. να θεωρούσε από την αρχή του 2002 ότι η τιμή της μετοχής ήταν υπερτιμημένη
3. και τέλος να μην έχει εκτιμηθεί η πραγματική πορεία της εταιρίας.

Εδώ λοιπόν ίσως συναντάμε μια σημαντική επενδυτική ευκαιρία.



ΒΑΡΑΓΚΗΣ

	2002	2003	2004
Πάγιο ενεργητικό	3.730.107	3.497.633	3.930.476
+κυκλοφορούν ενεργητικό	6.688.407	7407509	7.341.914
+Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0	0	0
+Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων			
+Προβλέψεις	1.435	185.667	194.449
- Έξοδα πληρωτέα			
-Ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη	128.752	128.752	14.540
-Δεδουλευμένα Έξοδα	4.432	4.432	6.603
ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	10.286.764	10.957.624	11.445.696
Καθαρά κέρδη προ φόρων	210.081	428.050	222.019
Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	0	0	0
+ Απόσβεση goodwill	0	0	0
- Φόροι λειτουργικοί	73458	227.797	75.227
Καθαρά Λειτουργικά κέρδη Μετά Φόρων	136.623	200.253	284.455

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	9,50%	8,80%	8,50%
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	6,50%	5,80%	5,50%
ίδια Κεφάλαια	8.983.939	9.105.611	8.953.415
Ξένα Κεφάλαια	2.269.834	2.119.280	2.803.223
WACC = $K_{\mu} * MK / MK + \Delta K$	7,58%	7,14%	6,47%
+ $k\delta(1-\Phi\Sigma) - \Delta K / MK + \Delta K$	0,85%	0,71%	0,85%
Μέσο Σταθμικό κόστος Κεφαλαίου	8,44%	7,85%	7,33%

	2002	2003	2004
ECONOMIC VALUE ADDED	127945	191651	276070

Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	0	0	0
Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0	0	0
Φόρος εισοδήματος	73.458	227.796,75	75.558
Μη ενωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος	0	-	331
	73.458	227.797	75.227

7.7.ΣΥΝΟΨΗ

Στο δεύτερο κεφάλαιο έγινε μια λεπτομερή ανάλυση για τη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Παρουσιάσαμε τις δύο βασικές χρήσεις της ΟΠΑ την εσωτερική και την εξωτερική. Η ΟΠΑ χρησιμοποιείται εσωτερικά ως εργαλείο λήψης αποφάσεων ενώ εξωτερικά χρησιμοποιείται από τους οικονομικούς αναλυτές και τους επενδυτές για τη λήψη αποφάσεων για την τοποθέτηση ή όχι κεφαλαίων σε μία εταιρία. Επίσης παρουσιάστηκαν οι παράγοντες που επηρεάζουν την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν οι κυριότερες μέθοδοι εταιρικής αξιολόγησης. Οι μέθοδοι χωρίστηκαν σε εκείνες που στηρίζονται στα λογιστικά κέρδη και σε εκείνες που βασίζονται στο οικονομικό κέρδος. Στη δεύτερη κατηγορία ανήκει και η οικονομική προστιθέμενη Αξία. Με τη παράθεση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της EVA τόσο σε σύγκριση με τις υπόλοιπες μεθόδους, όσο και κατά την εφαρμογή της EVA, ασχοληθήκαμε στο τέλος του κεφαλαίου.

Σε 4 κεφάλαιο παρατέθηκε η αναγκαιότητα των λογιστικών μετατροπών για τον υπολογισμό της EVA και τις προτάσεις μας για την εφαρμογή αυτών στις ελληνικές επιχειρήσεις. Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι ότι οι λογιστικές μετατροπές που παρουσιάστηκαν δε πρέπει να θεωρηθούν ως δεδομένες σε κάθε επιχείρηση. Κάθε επιχείρηση πρέπει να αντιμετωπίζεται διαφορετικά με γνώμονα το κλάδο που βρίσκεται καθώς και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της. Οι λογιστικές μετατροπές που παρουσιάσαμε είναι οι σημαντικότερες για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Επίσης η καθιέρωση των Δ.Λ.Π. θα εξαλείψουν πολλά από τα κενά που δημιουργούνται από τον τωρινό λογιστικό νόμο.

Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάστηκαν όλοι οι τύποι που χρησιμοποιήθηκαν κατά τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας στο δείγμα μας. Οι τύποι που παρουσιάστηκαν βασίστηκαν στη τυπολογία που εφαρμόζουν οι ξένες εταιρίες με τις λογιστικές μετατροπές που παρουσιάσαμε στο κεφάλαιο 4 και είναι σύμφωνες με το Ελληνικό Λογιστικό σχέδιο. Συγκεκριμένα αναφερθήκαμε στο κόστος κεφαλαίου,

στα καθαρά λειτουργικά κέρδη προ φόρων και στα επενδυμένα κεφάλαια. Τέλος παρουσιάστηκαν κάποιοι τρόποι για να μπορέσει μια εταιρία να δημιουργήσει αξία.

Στα δύο τελευταία κεφάλαια έγινε προσπάθεια για εφαρμογή της μεθόδου της ΟΠΑ στον κλάδο της επιλοποιείας επιλέγοντας σαν δείγμα τις τέσσερις μεγαλύτερες σε πωλήσεις εταιρείες την Σάτο, τη Δρομέας, τη Βαράγκης και τη Νεοσέτ. Μετά την ανάλυση του κλάδου τα τελευταία χρόνια υπολογίστηκε η αξία που δημιούργησαν ή καταστρέψανε οι εταιρείες τα έτη 2002,2003 και 2004. Στη σελίδα που ακολουθεί παρουσιάζουμε ένα διάγραμμα με την αξία που υπολογίστηκε από το μοντέλο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Όπως παρουσιάστηκε η μέθοδος της ΟΠΑ μπορεί να μας οδηγήσει σε κάποια σημαντικά συμπεράσματα. Δε μπορούμε να παραβλέψουμε ότι με τη μέθοδο της ΟΠΑ αποκτάμε μια καλύτερη εικόνα της εταιρείας. Είναι σαν να βγάζουμε φωτογραφία την εταιρεία από τη σημαντικότερη σκοπιά της. Όμως χρειαζόμαστε και άλλες πληροφορίες και άλλες εικόνες για να αντιληφθούμε πλήρως την πορεία της εταιρείας.

Παραδείγματος χάρη για την εταιρεία Βαράγκης για το 2004 πριν οδηγηθούμε στο συμπέρασμα ότι αποτελεί μια σημαντική επενδυτική ευκαιρία πρέπει να μελετήσουμε και κάποιους από τους γνωστούς και δημοφιλείς χρηματοοικονομικούς δείκτες όπως τον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (p/e), ή τον αριθμοδείκτη μερισματικής απόδοσης ή ακόμα τον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακής τιμής προς λογιστικής τιμής της μετοχής. Έτσι θα αποκτούσαμε μια πιο πλήρης εικόνα για την εταιρεία.

Αναγνωρίζεται λοιπόν η αξία της ΟΠΑ αλλά μόνο ως εργαλείο για τη λήψη αποφάσεων πάντα σε συνεργασία με τη χρησιμοποίηση και κάποιων άλλων αριθμοδεικτών. Από την άλλη η χρησιμοποίηση της μεθόδου από μία επιχείρηση μπορεί να βοηθήσει από την στιγμή που κατευθύνει όλες τις αποφάσεις με κοινό γνώμονα τη δημιουργία αξίας.

ΒΑΡΑΓΚΗΣ

	2002	2003	2004
Καθαρά κέρδη προ φόρων	210.081	428.050	222.019
ECONOMIC VALUE ADDED	127945	191651	276070

ΔΡΟΜΕΑΣ

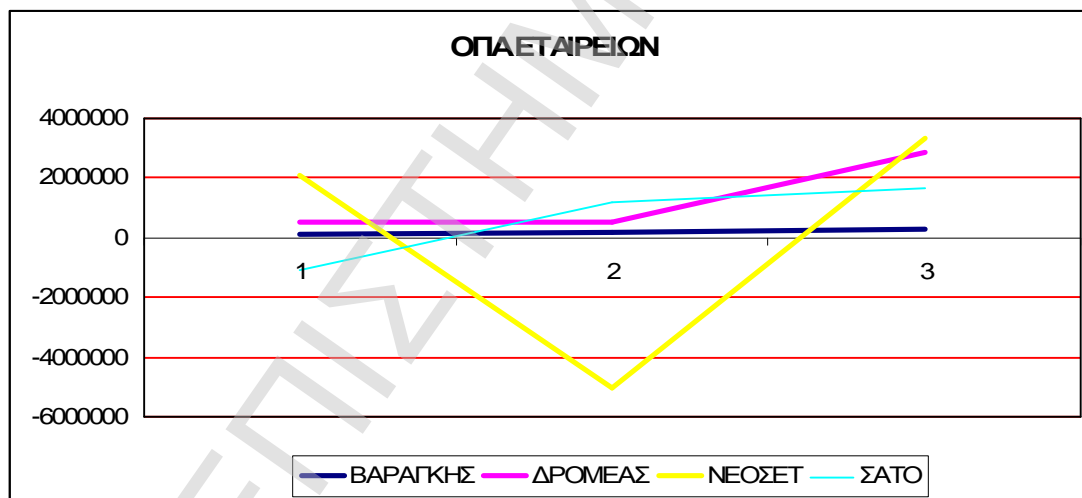
Καθαρά κέρδη προ φόρων	602.860	509.524	3.878.488
ECONOMIC VALUE ADDED	530007	526784	2877680

ΝΕΟΣΕΤ

Καθαρά κέρδη προ φόρων	2.529.134	-5.996.257	4.015.196
ECONOMIC VALUE ADDED	2097557,231	-5023652,56	3338415,28

ΣΑΤΟ

Καθαρά κέρδη προ φόρων	-1.316.190	1.199.062	2.338.530
ECONOMIC VALUE ADDED	-1072072,59	1172348,79	1668345,61



7.8. ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΘΕΜΑΤΑ ΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑ

Με κίνητρο την απουσία αντίστοιχης μελέτης για τα ελληνικά δεδομένα, η παρούσα εργασία προσθέτει στη διεθνή βιβλιογραφία. Η διπλωματική μπορεί να αποτελέσει τη βάση για τη γνωριμία κάποιου με το αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Επειδή το αντικείμενο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας είναι πολύπλοκο και άγνωστο στο χώρο των Ελληνικών επιχειρήσεων στη συνέχεια παρατίθενται κάποια θέματα για περαιτέρω έρευνα για τη καλύτερη κατανόηση της σύγχρονης αυτής μεθόδου.

- § Ίσως το πιο απαραίτητο θέμα για έρευνα θα ήταν η αντιστοίχιση της τυπολογίας που παρατίθεται στη διπλωματική με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.
- § Να εξεταστεί η αναγκαιότητα για δημιουργία ενός αριθμοδείκτη που να περιλαμβάνει τον κύκλο πωλήσεων της εταιρείας και την EVA. Ένας τέτοιος αριθμοδείκτης θα ήταν ιδανικός για πραγματοποίηση συγκρίσεων για τη παραγωγή αξίας ανάμεσα στις εταιρείες.
- § Τη κατάταξη μιας σειράς επιχειρήσεων με βάση τη μέθοδο της ΟΠΑ και έπειτα η σύγκριση των αποτελεσμάτων με τα αποτελέσματα από τη χρησιμοποίηση των υπολοίπων χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών
- § Στη διπλωματική θεωρήσαμε σωστότερη τη χρησιμοποίηση και των έκτακτων αποτελεσμάτων κατά τον υπολογισμό των καθαρών λειτουργικών κερδών. Ο λόγος για την συγκεκριμένη επιλογή δε μπορεί να είναι άλλος από το ότι τα ποσά των έκτακτων αποτελεσμάτων επηρεάζουν, έντονα πολλές φορές τα αποτελέσματα χρήσεως και ακολούθως και όλες τις επενδυτικές δραστηριότητες. Εξάλλου τα έκτακτα αποτελέσματα αφορούν αποφάσεις της ανώτερης διοίκησης, για τις οποίες πρέπει να αξιολογηθεί η εκάστοτε διοίκηση.
- § Τέλος ένα ενδιαφέρον θέμα θα ήταν η διενέργεια σύγκρισης μεταξύ της Οικονομικής Αγοραίας Αξίας και της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (MVA to EVA).

ΑΡΤΙΚΟΛΕΞΟ

ΓΛΣ	Γενικό Λογιστικό Σχέδιο
ΔΚ	Δανειακό κεφάλαιο
E&A	Έρευνα και Ανάπτυξη
ΙΚ	Ίδια Κεφάλαια
Κ.Β.Σ	Κώδικας Βιβλίων και στοιχείων
Κδ	Κόστος του ομολογιακού κεφαλαίου
Κμ	Κόστος του μετοχικού κεφαλαίου
ΜΚ	Μετοχικό κεφάλαιο
ΕΚ	Ξένα Κεφάλαια
ΟΠΑ	Οικονομική Προστιθέμενη Αξία
ΦΣ	Φορολογικός συντελεστής

Beta	Systematic Risk
C	Capital
CAPM	Capital Asset Pricing Model
EPS	Earnings per Share
E(R)	Expected Return of an investment
E(R _m)	Expected Return of the market
EVA	Economic Value Added
FIFO	First In First Out
LIFO	Last In First Out
MVA	Market Value Added
NOPAT	Net Operating Profits After Taxes
NPV	Net Present Value
P/E	Profits per Share
R&D	Research and Development
R _f	Risk-free
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity ,
ROI	Return On Investments
RONA	Return On Net Assets
WACC	Weighted-averaged cost of capital

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

D) ΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

1. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΕΜΜΕΣΗΣ Η ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Διαθέσιμο Ενεργητικό + Κυκλοφοριακό Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμο Παθητικό

2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Διαθ. Ενεργ. + Κυκλ. Ενεργ. - (Αποθ. + Προπ. Εξ. + Προκατ. Προμηθ.)

/ Βραχυπρ. Παθητ. - (Προεισπρ. Έσ. + Προκατ. Πελ.)

3. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Διαθέσιμο Ενεργητικό + Χρεόγραφα

/ Βραχυπρόθεσμο Παθητικό - (Προεισπρ. Έσοδα + Προκατ. Πελατών)

4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Κόστος Πωληθέντων/ Μέσος Όρος Αποθεμάτων

5. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΕΝΑΝΤΙ ΠΕΛΑΤΩΝ

Πωλήσεις επί Πίστωση/

Μέσος Όρος Απαιτήσεων έναντι Πελατών

6. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ

Αγορές επί Πιστώσει

/ Μέσος Όρος Υποχρεώσεων προς Προμηθευτές

7. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Κύκλος Εργασιών/

Μέσος Όρος Διαθεσίμων

8. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΥΝΤΙΚΟΥ ΔΙΑΣΤΗΜΑΤΟΣ Η ΜΕΤΡΟΥ

Διαθ. Ενεργ. + Κυκλ. Ενεργ. - (Αποθεματ. + Προπληρ. Έξοδα)/

Έξοδα Χρήσεως /365

II. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

1. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ

Κέρδος Εκμετάλλευσης

/ Μέσος Όρος Λειτουργικών Στοιχείων Ενεργητικού

2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΥΝΟΛΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Έγινε εκτενής αναφορά στη παράγραφο 3.1.4.

3. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Έγινε εκτενής αναφορά στη παράγραφο 3.1.2.

4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Καθαρά Κέρδη Χρήσεως

/Κύκλος Εργασιών

5. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΡΔΟΥΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΠΡΟΣ ΚΥΚΛΟ ΕΡΓΑΣΙΩΝ

Κέρδος Εκμετάλλευσης

/ Κύκλος Εργασιών

6. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Μικτό Κέρδος/ Πωλήσεις

III. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

1. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ξένα Κεφάλαια/

Συνολικά Κεφάλαια

2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Σύνολο Ενεργητικού /Ιδια Κεφάλαια

3. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ξένα Κεφάλαια/ Ίδια Κεφάλαια

4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Πάγιο Ενεργητικό + Επενδύσεις

/Ιδια Κεφάλαια

5. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Πάγιο Ενεργητικό + Επενδύσεις/

Ίδια Κεφάλαια + Μακροπρόθεσμο Παθητικό

6. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΡΔΟΥΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟΚΟΥΣ ΕΞΟΔΑ

Κέρδος Εκμετάλλευσης Τόκοι Έξοδα

IV. ΠΑΓΙΟΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

1. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Πάγιο Ενεργητικό + Επενδύσεις

/Σύνολο Ενεργητικού - Κεφαλαιοποιηθέντα Έξοδα

2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΟ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Πάγιο Ενεργητικό + Επενδύσεις

/Κυκλοφοριακό Ενεργητικό + Διαθέσιμο Ενεργητικό

3. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Κύκλος Εργασιών

/ Πάγιο Ενεργητικό

4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Κυκλοφοριακό + Διαθέσιμο Ενεργητικό

/Σύνολο Ενεργητικού

5. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Κυκλοφοριακό Ενεργητικό προς Σύνολο Ενεργητικού

6. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Διαθέσιμο Ενεργητικό /Σύνολο Ενεργητικού

V. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

1. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Καθαρά Κέρδη Χρήσεως /Αριθμός Μετοχών

2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P/E)

Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή

3. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Μέρισμα ανά Μετοχή/

Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής

4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής / Λογιστική Τιμή Μετοχής

5. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΠΡΟΣ ΚΥΚΛΟ ΕΡΓΑΣΙΩΝ

Χρηματιστηριακή Τιμή της Εταιρίας / Κύκλος Εργασιών

6. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ ΠΡΟΣ ΡΥΘΜΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

P/E /

Μέσος Όρος Ποσοστού Αύξησης των Κερδών

7. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Λειτουργικά Κέρδη + Αποσβέσεις

/ Αριθμός Μετοχών

(Ελλη Βασιλάτου-Θανοπούλου 1998 σελ 293)

II) ΕΒΔΟΜΑΔΙΑΙΕΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2002-4

Ημερομηνία	SATO	DROMEAS	VARAGIS	Γ.Δ.
	Κλείσιμο	Κλείσιμο	Κλείσιμο	Κλείσιμο
31/12/2004	0,73	1,75	1,25	2.786,18
24/12/2004	0,69	1,75	1,17	2.736,51
17/12/2004	0,71	1,68	1,15	2.704,99
10/12/2004	0,78	1,64	1,16	2.682,58
3/12/2004	0,78	1,6	1,1	2.670,17
26/11/2004	0,74	1,52	1,04	2.647,06
19/11/2004	0,8	1,48	1,12	2.623,13
12/11/2004	0,77	1,49	1,17	2.610,99
5/11/2004	0,74	1,52	1,07	2.635,81
29/10/2004	0,69	1,51	1,02	2.489,19
21/10/2004	0,73	1,45	1,11	2.463,33
14/10/2004	0,58	1,34	1,15	2.411,73
7/10/2004	0,55	1,39	1,06	2.406,75
30/9/2004	0,55	1,4	0,99	2.328,24
23/9/2004	0,56	1,41	1,02	2.357,99
16/9/2004	0,58	1,44	1,1	2.333,23
9/9/2004	0,6	1,45	1,17	2.312,90
2/9/2004	0,64	1,4	1,12	2.342,52
26/8/2004	0,66	1,36	1,17	2.304,25
19/8/2004	0,66	1,32	1,2	2.257,54
11/8/2004	0,68	1,47	1,17	2.274,48
4/8/2004	0,69	1,48	1,19	2.296,65
28/7/2004	0,75	1,45	1,14	2.356,92
21/7/2004	0,68	1,32	1,13	2.348,86
14/7/2004	0,73	1,41	1,23	2.332,02
7/7/2004	0,72	1,47	1,24	2.335,74
30/6/2004	0,73	1,45	1,36	2.349,16
23/6/2004	0,73	1,5	1,34	2.339,41
16/6/2004	0,76	1,5	1,39	2.406,47
9/6/2004	0,79	1,49	1,36	2.406,52
2/6/2004	0,79	1,53	1,58	2.401,59
25/5/2004	0,76	1,49	1,47	2.328,85
18/5/2004	0,73	1,4	1,4	2.435,33
11/5/2004	0,8	1,39	1,4	2.450,01
4/5/2004	0,86	1,5	1,47	2.540,06
27/4/2004	0,89	1,5	1,62	2.523,00
20/4/2004	0,88	1,59	1,43	2.466,35
13/4/2004	0,89	1,49	1,36	2.475,59
2/4/2004	0,86	1,29	1,39	2.372,77
26/3/2004	0,86	1,19	1,45	2.332,21
18/3/2004	0,86	1,31	1,41	2.383,90
11/3/2004	0,9	1,39	1,35	2.409,26
4/3/2004	0,96	1,43	1,48	2.470,43
26/2/2004	0,96	1,47	1,4	2.415,89
18/2/2004	0,98	1,48	1,51	2.483,60
11/2/2004	1	1,46	1,5	2.456,26
4/2/2004	1,02	1,52	1,53	2.418,87

28/1/2004	1	1,58	1,5	2.414,79
21/1/2004	1,14	1,62	1,65	2.489,37
14/1/2004	1,15	1,61	1,7	2.482,35
7/1/2004	1,06	1,58	1,6	2.391,35
29/12/2003	0,91	1,6	1,58	2.211,93
18/12/2003	0,93	1,53	1,52	2.187,81
11/12/2003	0,98	1,61	1,55	2.204,60
4/12/2003	1,04	1,61	1,56	2.194,42
27/11/2003	1	1,57	1,59	2.183,09
20/11/2003	0,96	1,5	1,5	2.106,11
13/11/2003	1,06	1,63	1,61	2.161,33
6/11/2003	1,13	1,68	1,61	2.177,14
30/10/2003	1,06	1,65	1,55	2.115,86
22/10/2003	1,13	1,69	1,73	2.127,28
15/10/2003	1,09	1,65	1,71	2.118,46
8/10/2003	1,15	1,62	1,57	2.123,22
1/10/2003	1,07	1,5	1,39	2.012,14
24/9/2003	1,04	1,62	1,47	2.045,55
17/9/2003	1,09	1,58	1,5	2.062,38
10/9/2003	1,14	1,71	1,52	2.075,21
3/9/2003	1,17	1,62	1,6	2.142,67
27/8/2003	1,45	1,78	1,8	2.256,09
20/8/2003	1,34	1,72	1,91	2.233,64
12/8/2003	1,32	1,63	1,86	2.135,20
5/8/2003	1,35	1,74	1,86	2.182,00
29/7/2003	1,24	1,66	1,74	2.095,77
22/7/2003	1,31	1,65	1,81	2.077,48
15/7/2003	1,22	1,7	1,87	2.078,12
8/7/2003	1,03	1,52	1,66	2.006,71
1/7/2003	0,92	1,4	1,43	1.867,79
24/6/2003	0,96	1,41	1,61	1.881,27
17/6/2003	1,06	1,52	1,54	1.954,96
9/6/2003	0,8	1,45	1,3	1.868,46
2/6/2003	0,74	1,41	1,37	1.768,85
26/5/2003	0,75	1,15	1,23	1.689,33
19/5/2003	0,82	1,25	1,37	1.734,94
12/5/2003	0,76	1,05	1,18	1.704,88
5/5/2003	0,78	1,16	1,3	1.751,87
23/4/2003	0,75	0,94	1,17	1.673,50
14/4/2003	0,72	0,99	1,19	1.624,05
7/4/2003	0,57	0,86	1	1.579,30
31/3/2003	0,48	0,79	0,82	1.467,30
21/3/2003	0,59	0,82	0,99	1.570,39
14/3/2003	0,41	0,71	0,84	1.513,88
6/3/2003	0,48	0,72	0,86	1.567,63
27/2/2003	0,54	0,77	1,12	1.613,58
20/2/2003	0,58	0,82	1,31	1.692,97
13/2/2003	0,5	0,81	1,23	1.676,05
6/2/2003	0,5	0,78	1,26	1.653,05
30/1/2003	0,61	0,87	1,38	1.671,13
23/1/2003	0,67	0,95	1,4	1.697,06
16/1/2003	0,71	0,98	1,36	1.726,76
9/1/2003	0,67	0,96	1,35	1.721,94
31/12/2002	0,73	0,94	1,48	1.748,42

20/12/2002	0,75	0,99	1,5	1.791,70
13/12/2002	0,81	1,18	1,67	1.820,41
6/12/2002	0,87	1,23	1,67	1.813,32
29/11/2002	0,98	1,42	1,94	1.872,83
22/11/2002	0,94	1,4	1,86	1.858,90
15/11/2002	0,96	1,46	2,02	1.830,54
8/11/2002	0,88	1,16	1,68	1.836,32
1/11/2002	0,81	1,17	1,62	1.775,81
24/10/2002	0,82	1,29	1,51	1.777,27
17/10/2002	0,82	1,16	1,6	1.826,69
10/10/2002	0,78	1,08	1,41	1.735,87
3/10/2002	0,82	1,27	1,45	1.771,78
26/9/2002	0,93	1,42	1,57	1.881,02
19/9/2002	0,99	1,54	1,6	1.868,74
12/9/2002	1,15	1,65	1,7	2.004,22
5/9/2002	1,14	1,82	1,74	2.063,88
29/8/2002	1,25	1,89	1,74	2.138,18
22/8/2002	1,25	1,94	1,79	2.191,14
14/8/2002	1,2	1,87	1,74	2.148,58
7/8/2002	1,19	1,95	1,7	2.127,12
31/7/2002	1,24	2,04	1,77	2.115,39
24/7/2002	1,18	1,97	1,7	2.027,43
17/7/2002	1,19	2,08	1,78	2.136,58
10/7/2002	1,27	2,05	1,82	2.162,29
3/7/2002	1,31	2,32	1,9	2.164,41
26/6/2002	1,32	2,35	2,07	2.205,06
18/6/2002	1,31	2,55	2,02	2.214,94
11/6/2002	1,37	2,68	2,03	2.304,51
4/6/2002	1,34	2,7	2	2.258,29
28/5/2002	1,41	2,88	2,04	2.302,83
21/5/2002	1,61	3,08	2,31	2.405,57
14/5/2002	1,59	3,12	2,33	2.361,09
2/5/2002	1,47	2,67	2,12	2.218,37
25/4/2002	1,47	2,56	2,25	2.206,42
18/4/2002	1,41	2,62	2,01	2.203,27
11/4/2002	1,4	2,7	2,23	2.204,89
4/4/2002	1,42	2,95	2,34	2.200,41
26/3/2002	1,41	3,06	2,24	2.294,85
19/3/2002	1,57	3,09	2,49	2.358,08
12/3/2002	1,59	3,13	2,49	2.386,99
5/3/2002	1,69	3,17	2,57	2.419,99
26/2/2002	1,72	3,28	2,76	2.406,80
19/2/2002	1,71	3,33	2,68	2.418,11
12/2/2002	1,76	3,52	2,79	2.502,40
5/2/2002	1,76	3,22	2,78	2.563,22
29/1/2002	1,88	3,54	2,96	2.625,40
22/1/2002	1,83	3,69	2,75	2.563,17
15/1/2002	1,78	3,72	2,56	2.521,63
8/1/2002	1,85	3,83	2,67	2.601,51
2/1/2002	1,96	3,89	2,83	2.627,28

**III) ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ
2002-4**

ΣΑΤΟ

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	
P/E	16,38
P/Bv	1,08
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (EPS)	0,1
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,55
ΤΙΜΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,78
P/E ΠΡΟΣ ΡΥΘΜΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ (PEG)	0,17

	2004	2003	2002
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ			
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	0,92	0,94	0,71
ΕΙΔΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	0,64	0,63	0,52
ΑΜΕΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	0,05	0,11	0,07
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	149,45	155,4	211,56
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,46	0,4	0,53
ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ			
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,69	0,57	0,46
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1,39	-	1,03
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	69,1	79,91	78,99
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΡΔΟΣ	5,16	3,41	-3,53
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ			
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	7,17	-	-3,65
ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,5	0,47	0,55
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	1,02	-	1,24
ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,03	0,02	-0,02
ΞΕΝΑ/ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	2485,54	-	2893,29
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,52	0,52	0,56
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ/ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	0,5	-	0,44
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,44	-	0,4
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,05	0,03	-0,04
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,05	0,06	0,02
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	48,4	47,69	43,83

ΔΡΟΜΕΑΣ

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	
P/E	6,27
P/Bv	0,74
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (EPS)	0,22
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,9
ΤΙΜΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	1,08
P/E ΠΡΟΣ ΡΥΘΜΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ (PEG)	0,01

	2004	2003	2002
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ			
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,81	2,63	3,71
ΕΙΔΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,08	1,78	2,91
ΑΜΕΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	0,38	0,92	1,63
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	123,13	173,36	216,23
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,21	0,13	0,11
ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ			
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,46	0,25	0,25
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	0,68	-	0,32
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	119,7	156,58	127,99
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΡΔΟΣ	17,16	1,89	-
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ			
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	11,7	-	-
ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,32	0,28	0,2
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,49	-	0,26
ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,08	0,01	-
ΞΕΝΑ/ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	1097	-	563,3
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,52	0,59	0,61
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ/ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	0,67	-	0,79
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,38	-	0,42
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,17	0,05	-
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,12	0,15	0,09
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	48,49	41,05	39,34

ΒΑΡΑΓΚΗΣ

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	
P/E	32,25
P/Bv	0,8
ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (EPS)	0,03
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,4
ΤΙΜΗ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,68
P/E ΠΡΟΣ ΡΥΘΜΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ (PEG)	-

	2004	2003	2002
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ			
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	2,54	-	2,54
ΕΙΔΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,23	-	0,92
ΑΜΕΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	0,11	-	0,44
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	116,09	258,95	101,84
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,23	-	0,2
ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ			
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,88	0,22	0,65
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1,18	0,34	0,81
ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	127,73	377,9	183,39
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΡΔΟΣ	2,48	3,66	-
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ			
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2,92	1,23	-
ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,23	0,34	0,2
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,31	0,51	0,26
ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,02	0,02	-
ΞΕΝΑ/ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	192,45	379,47	156,97
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,73	0,66	0,62
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ/ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	0,75	0,66	0,8
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	0,61	0,5	0,59
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ/ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0,02	0,08	-
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	-	0,34	-
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	26,57	33,64	37,91

ΝΕΟΣΕΤ

	2002	2003	2.004
Αριθμοδείκτες Ανάπτυξης			
Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης	5%	-4%	7%

Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας			
Μικτό Περιθώριο	39,6%	37,1%	38,5%
Λειτουργικό Περιθώριο	13,0%	7,9%	11,0%
Περιθώριο μετα Χρηματοοικονομικών	7,0%	5,2%	8,9%
Καθαρό Περιθώριο	3,5%	-8,6%	7,9%

Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας			
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	12%	-42%	32%
Αποδοτικότητα Απασχολ. Κεφαλαίων	18%	13%	13%
Οικονομική Μόχλευση	67%	-325%	256%

Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας			
Λειτουργικού Κόστους / Εσοδα	88%	94%	89%
Ταχύτητα Κάλυψης Τόκων	3,72	2,82	5,22
Λειτουργικών Εξόδων Δ+Δ+ΕΑ / Εσοδα	28%	31%	28%

Αριθμοδείκτες Διαρθρωτικής Ισορροπίας			
Ξένα προς Ιδία Κεφάλαια	148%	196%	168%
Βραχ.Υποχρ. Προς Ιδία Κεφάλαια	134%	178%	171%

Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας			
Αποθέματα (Ημέρες-Εσόδων)	67,4	63,6	93,5
Απαιτήσεις (Ημέρες-Εσόδων)	65,0	56,3	194,7
Χρεώστες (% Εσόδων)	18%	9%	9%
Προμηθευτές (Ημέρες-Εσόδων)	43,8	45,7	85,0
Πιστωτές (% Εσόδων)	1%	2%	2%

Λοιποί αριθμοδείκτες			
Εξοδα Διοίκησης / Εσοδα	3%	4%	4%
Εξοδα Διάθεσης / Εσοδα	24%	26%	25%
Εξοδα R&D / Εσοδα	1%	1%	1%
Ταχύτητα Κάλυψης Τόκων	372%	282%	428%
Ρυθμός Μεταβολής Συμμετοχών & Μακρ.Απαιτ.	-82%	316%	238%
Διαθέσιμα & Χρεόγραφα / Δαπάνες Λειτουργίας	5%	7%	7%
Ρυθμός Μεταβολής Μακρ.Υπ.(πλην Δανείων) & Προβλ.	-97%	666%	272%
Ξένα Κεφάλαια/Εσοδα	42%	40%	35%
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Εσοδα	39%	28%	21%

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. James I. Grant 2003 **Foundations of Economic value added,**
2. Joel M Stern& John S Shiely 2001 **The EVA Challenge,**
3. Stewart, G. Bennett . 1991 **The Quest for Value,**
4. Young S David –Stephen O’Byrne2000**EVA and Value-Based Management,**
5. Wheelen Thomas, Hunger David 2004 **Strategic Management and Business Policy.**

ΑΡΘΡΑ

1. Chew Donald H. 1997, Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. New York: Oxford University Press,
2. Scott Devin Lefkowitz 1999. Correlation between economic value added and the market value of companies,
3. Burkette, Gary D and Timothy P. Hedley. 1997. The truth about economic value added. The CPA Journal 67, no, 7, 46-50,
4. Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004,
5. James M. Higgins . Organizational policy and strategic management.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Βασιλάτου Έλλη –Θανοπούλου 1998 **Το λογιστικό κύκλωμα και η χρησιμοποίηση των λογιστικών στοιχείων για τη λήψη αποφάσεων,**
2. Βενιέρης Γεώργιος 1998**Λογιστική κόστους,**

3. Α.Καραθανάσης Γεωργίου1999 **Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές,**
4. Α.Καραθανάσης Γεωργίου2000 **Χρηματοοικονομικά Θέματα,**
5. Κελεπούρης Ευθύμιος Διπλωματική Εργασία 2005 **Διοίκηση Επιχειρήσεων με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία,**
6. Παπάς Αντώνης 1998**Χρηματοοικονομική Λογιστική Τόμος Α,**
7. Παπάς Αντώνης 1998 **Χρηματοοικονομική Λογιστική Τόμος Β,**
8. Χέβας Δημοσθένης 2000**Ειδικά φορολογικά και λογιστικά θέματα εταιριών**

INTEPNET

- www.dromeas.gr
- www.ethniki.gr/pdf/transaction_terms_rate.pdf
- www.iobe.gr
- www.investopedia.com
- www.statbank.gr
- www.sternstewart.com
- (www.mnec.gr/flor_sp_20020907.aspx).
- www.neoset.gr
- www.sato.gr
- www.valuecreationgroup.com
- www.varagis.gr

ΚΛΑΔΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

Κλαδική Μελέτη της ICAP για την αγορά Επίπλων Οικιακής Χρήσης 9/6/2005