



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-ΜΒΑ)**

**ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ
ΚΛΑΔΟΥ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΩΝ
ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2005 -2009**



ΣΠΑΘΑΡΗΣ Φ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2012

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον κύριο Γεώργιο Π. Αρτίκη, Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς, τόσο για τις γνώσεις που μου μετέδωσε όσο και για την πολύτιμη βοήθεια που μου παρείχε σε όλο το διάστημα μέχρι την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας.

Επιπλέον ευχαριστίες θα ήθελα να εκφράσω τόσο στην οικογένεια μου όσο και στην εργοδότη εταιρεία Abbott Laboratories Ελλάς ΑΒΕΕ για την οικονομική υποστήριξη που μου παρείχε κατά την διάρκεια παρακολούθησης του μεταπτυχιακού προγράμματος στα πλαίσια του οποίου εκπονήθηκε η παρούσα διπλωματική εργασία.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	ΣΕΛ
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1. Το κόστος κεφαλαίου και η χρησιμότητα του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου στην λήψη αποφάσεων.	1
1.2. Η σημασία της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης της Επιχείρησης	2
1.3. Αντικειμενικός σκοπός και μεθοδολογία της εργασίας	2
1.4. Περίγραμμα εργασίας	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	4
2.1. Κόστος Ξένων Κεφαλαίων.	5
2.1.1. Τραπεζικά δάνεια.	6
2.1.2. Ομολογιακά δάνεια.	7
2.1.3. Η επίδραση των φόρων στην διαμόρφωση του κόστους των δανείων.	9
2.1.4. Παράδειγμα υπολογισμού του κόστους ξένων κεφαλαίων.	10
2.2. Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου.	11
2.2.1. Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή CAPM)	12
2.2.1.1. Υπολογισμός της απόδοσης χωρίς κίνδυνο (Risk-Free Rate).	12
2.2.1.2. Υπολογισμός της αμοιβής κινδύνου της αγοράς $A_{\chi\alpha}-A_{\chi\kappa}$ (Market Risk Premium).	14
2.2.1.3. Ο συντελεστής Βήτα (Beta).	18
2.2.2. Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow DCF Approach)	20
2.2.3. Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής κινδύνου (Bond-Yield-plus-Risk-Premium).	23
2.2.4. Σύγκριση Μεθόδων Υπολογισμού Κόστους Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου.	24
2.3. Κόστος Αποθεματικών.	26
2.4. Κόστος Προνομιούχου Κεφαλαίου.	27
2.5. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.	28
2.5.1. Παράγοντες που επηρεάζουν το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.	31
2.5.1.1. Παράγοντες που η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει.	31
2.5.1.2. Παράγοντες που η επιχείρηση μπορεί να ελέγξει.	32
2.5.2. Λάθη στον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.	33
2.5.3. Προβλήματα στον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.	37
3.1. Διαστάσεις κινδύνου.	37
3.1.1. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος.	38
3.1.2. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος.	41
3.2. Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης.	42
3.2.1. Υπόδειγμα Modigliani – Miller: Χωρίς φόρους.	42
3.2.2. Υπόδειγμα Modigliani – Miller: Με φόρους.	44
3.2.3. Miller: Η επίδραση των εταιρικών και προσωπικών φόρων.	45
3.2.4. Η θεωρία αντιστάθμισης (Trade-off Theory).	46
3.2.5. Θεωρία μνηυμάτων-σημάτων.	47
3.3. Παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.	49
3.3.1. Η χρήση χρέους στον έλεγχο και περιορισμό των στελεχών της επιχείρησης.	49
3.3.2. Χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια και οι επενδυτικές ευκαιρίες.	51
3.4. Παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης.	52
3.5. Ο υπολογισμός της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΩΝ.	56
4.1. Η εγχώρια φαρμακευτική αγορά.	56
4.2. Ο κλάδος Φαρμάκων και οι επιπτώσεις τις οικονομικής κρίσης.	57
4.3. Ο κλάδος των φαρμακαποθηκών.	58
4.3.1. Βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου των φαρμακαποθηκών.	58
4.3.2. Το σύστημα τιμολόγησης φαρμάκων.	60
4.3.3. Παράλληλο εμπόριο.	61
4.3.4. Προβλήματα και προοπτικές του κλάδου φαρμακαποθηκών.	62

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ.	64
5.1. Δείγμα εταιρειών.	64
5.2.Υποθέσεις υπολογισμού του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.	65
5.3.Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) για τις επιχειρήσεις του δείγματος.	66
5.3.1.Κόστος ξένων κεφαλαίων / δανείων.	66
5.3.2.Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου.	68
5.3.3.Κόστος αποθεματικών κεφαλαίων.	71
5.3.4.Κόστος προνομιούχου κεφαλαίου.	72
5.3.5.Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.	72
5.4.Κεφαλαιακή διάρθρωση δείγματος επιχειρήσεων.	75
5.4.1. Δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης.	76
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	82
6.1. Συμπεράσματα εμπειρικής μελέτης κλάδου φαρμακαποθηκών.	84
6.2. Προτάσεις για μελλοντική έρευνα.	85
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	86
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ - ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	88

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1. Το κόστος κεφαλαίου και η χρησιμότητα του Μέσου Σταθμικού Κόστου Κεφαλαίου στην λήψη αποφάσεων.

Το κόστος κεφαλαίου έχει για πολλά χρόνια θεωρηθεί ως απαραίτητο εργαλείο για την αξιολόγηση και την σύγκριση των επενδύσεων μιας επιχείρησης και είναι ίσο με την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτικών κεφαλαίων προς αυτή. Η αναμενόμενη αυτή απόδοση αντικατοπτρίζει το επίπεδο των επιτοκίων που επικρατούν στην αγορά και αποτελεί την πριμοδότηση (premium) για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν όσοι επενδύουν κεφάλαια στην επιχείρηση. Το ασφάλιστρο για τον κίνδυνο καθορίζεται από τον βαθμό επικινδυνότητας του κλάδου που η επιχείρηση δραστηριοποιείται. Όταν η επιχείρηση θέλει να χρηματοδοτήσει ένα νέο έργο, πιο ριψοκίνδυνο από τις συνήθεις εργασίες της, οι επενδυτές / δανειστές της θα αναμένουν μεγαλύτερη πριμοδότηση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, και έτσι το κόστος των κεφαλαίων που θα επενδύσουν, θα είναι υψηλότερο. Το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης, για συγκεκριμένο σκοπό και για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα και το κόστος των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης. Επομένως, είναι ορθότερο να μιλάμε για ένα μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital ή WACC).

Από την στιγμή λοιπόν που το κόστος κεφαλαίου μπορεί να οριστεί ως η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση των επενδυτικών κεφαλαίων προς την επιχείρηση, από την πλευρά της διοίκησης, αποτελεί ένα βασικό εργαλείο μέτρησης των οικονομικών της επιδόσεων. Καθορίζει την αποδοχή ή όχι των επένδυτικών ευκαιριών, παρέχοντας ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό της καθαρής παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένονται από μία νέα επένδυση. Εναλλακτικά, αποτελεί ένα καταληκτικό επιτόκιο με το οποίο μπορεί να συγκριθεί το ποσοστό εσωτερικής απόδοσης της κάθε προτεινόμενης νέας επένδυσης. Τέλος, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να καθοριστεί αν η επιχείρηση, ή κάποιο τμήμα της, έχει πετύχει τους οικονομικούς στόχους που έχουν τεθεί.

1.2. Η σημασία της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης της Επιχείρησης.

Μια επιχείρηση θα πρέπει να επιδιώκει την χρηματοδότηση της από έναν τέτοιο συνδυασμό πηγών ώστε να λειτουργεί με το ελάχιστο συνολικό κόστος κεφαλαίων. Αυτό συμπεριλαμβάνει την εξέταση όχι μόνο του επιμέρους κόστους κάθε πηγής κεφαλαίων, αλλά και το πώς η χρησιμοποίηση μιας πηγής θα επηρεάσει τη διαθεσιμότητα και το κόστος των άλλων πηγών χρηματοδότησης. Για παράδειγμα μια επιχείρηση που χρηματοδοτείται πολύ λίγο από ίδια κεφάλαια θα συναντήσει δυσκολίες να χρηματοδοτηθεί με ξένα κεφάλαια / δάνεια αλλά και με μεγάλο κόστος. Η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι επομένως εκείνος ο συνδυασμός πηγών χρηματοδότησης που ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίου. Από την στιγμή που θα επιτευχθεί αυτό, η διοίκηση μπορεί να χρησιμοποιήσει το WACC ως πρότυπο (standard) για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

1.3. Αντικειμενικός Σκοπός και Μεθοδολογία.

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση της θεωρίας του κόστους κεφαλαίου, της αντίστοιχης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και η εφαρμογή τους στον κλάδο των φαρμακαποθηκών. Στόχο αποτελεί, μέσω της εφαρμογής της θεωρίας, να δοθεί περαιτέρω γνώση για έναν κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται πλήθος μικρών επιχειρήσεων οικογενειακού χαρακτήρα και στον οποίο παρατηρείται χαμηλή επιχειρηματικότητα με παράλληλη αδυναμία ορθής οικονομικής διαχείρισης.

Ο έντονος ανταγωνισμός, τα χαμηλά περιθώρια κερδοφορίας, η απόλυτα ρυθμιζόμενη από το κράτος αγορά και ο μεγάλος βαθμός εξάρτησης από την πορεία και την στρατηγική των μεγάλων φαρμακευτικών επιχειρήσεων αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου.

Για την συγγραφή του θεωρητικού τμήματος του συγκεκριμένου εκπονήματος χρησιμοποιήθηκαν βιβλιογραφικές πηγές έγκριτων ακαδημαϊκών και δημοσιευμένα άρθρα έγκυρων διεθνών επιστημονικών περιοδικών του έντυπου και ηλεκτρονικού τύπου. Το εμπειρικό τμήμα αποτελεί προϊόν κριτικής ανάλυσης της θεωρίας σε

συνδυασμό με δημοσιευμένα στοιχεία ισολογισμών ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος επιχειρήσεων.

1.4. Περίγραμμα Εργασίας

Στο εισαγωγικό κομμάτι της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας αναφέρεται περιληπτικά η χρησιμότητα του Μέσου Σταθμικού Κόστου Κεφαλαίου στην λήψη αποφάσεων και η σημασία της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης της Επιχείρησης.

Στο θεωρητικό τμήμα (δεύτερο και τρίτο κεφάλαιο) αναπτύσσονται οι θεωρίες του κόστους κεφαλαίου και της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Συγκεκριμένα, στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται αναλυτικά η μέθοδος υπολογισμού των συστατικών μερών του Μέσου Σταθμικού Κόστου Κεφαλαίου, ενώ ιδιαίτερη αναφορά γίνεται τόσο σε παράγοντες που η επιχείρηση μπορεί να ελέγξει όσο και σε άλλους που είναι εκτός του ελέγχου της. Τέλος αναφέρονται λάθη και προβλήματα που επηρεάζουν τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστου Κεφαλαίου.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια λεπτομερής ανάλυση των θεωριών Κεφαλαιακής Διάρθρωσης, των κινδύνων που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση καθώς και των παραγόντων από τους οποίους εξαρτάται η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων κεφαλαιακού προγραμματισμού.

Για την εμπειρική μελέτη έχει επιλεγθεί ο κλάδος των φαρμακαποθηκών, του οποίου τα βασικά χαρακτηριστικά παρουσιάζονται στο τέταρτο κεφάλαιο.

Με σκοπό την κατανόηση της θεωρίας, στο πέμπτο κεφάλαιο υπολογίζεται το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και οι βασικοί δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης για ένα δείγμα οκτώ εταιρειών του κλάδου των φαρμακαποθηκών.

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο αναπτύσσονται τα συμπεράσματα της διπλωματικής αυτής εργασίας καθώς και δίνονται προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

Κεφάλαιο 2: Το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Η απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές από τα κεφάλαια τους, από την πλευρά της επιχείρησης είναι ένα κόστος χρήσης των κεφαλαίων αυτών και επηρεάζεται από μια ποικιλία παραγόντων. Κάποιοι, όπως το επίπεδο των επιτοκίων ή ο φορολογικός συντελεστής, είναι εκτός του ελέγχου της εταιρείας. Υπάρχουν όμως και άλλοι, όπως ο κίνδυνος των έργων που αναλαμβάνει ή το είδος κεφαλαίων που χρησιμοποιεί, τους οποίους η επιχείρηση μπορεί να ελέγξει.

Για παράδειγμα μια επιχείρηση με κόστους κεφαλαίου ίσο με 7,8%, για να ικανοποιήσει τους επενδυτές της, θα πρέπει να πετύχει μια μέση απόδοση τουλάχιστον ίση με 7,8%. Θα πρέπει λοιπόν, να αξιολογήσει και να εκτιμήσει στα έργα (projects) που θα αναλάβει, στις νέες αγορές που θα μπει και στα νέα προϊόντα που θα παράγει, αν η απόδοση του κεφαλαίου που θα επενδύσει θα υπερβεί το κόστος του. Επιπλέον, επένδυση αποτελεί και η εξαγορά μιας μικρότερης επιχείρησης. Και στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να υπολογισθεί η απόδοση σε σχέση με το κόστος και να προχωρήσει η επένδυση/εξαγορά όταν ισχύει: απόδοση κεφαλαίου > κόστος κεφαλαίου.

Οι πιο σημαντικές επιχειρηματικές αποφάσεις απαιτούν μεγάλα κεφάλαια. Για παράδειγμα η κατασκευή ενός εργοστασίου από μια αυτοκινητοβιομηχανία ή η παραγωγή ενός φαρμάκου από μια φαρμακευτική εταιρεία εξαρτάται από την σχέση της απόδοσης της επένδυσης με το κόστος του κεφαλαίου που δαπανήθηκε.

Τι ακριβώς όμως σημαίνουν οι όροι «κόστος κεφαλαίου» και «μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου»;

Οι περισσότερες εταιρείες απασχολούν διάφορους τύπους κεφαλαίου (capital components) όπως κοινές και προνομιούχες μετοχές ή δάνεια. Βέβαια, είναι πιθανόν να χρηματοδοτήσουμε μια επιχείρηση αποκλειστικά με κοινό μετοχικό κεφάλαιο. Είτε μιλάμε για μετόχους είτε για δανειστές, κοινή συνισταμένη είναι η απαίτηση τους για μια απόδοση (return) των κεφαλαίων που επενδύουν.

Αν επενδυτές σε μια επιχείρηση ήταν μόνο οι μέτοχοι της, τότε το κόστος κεφαλαίου θα ήταν ίσο με την απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity). Επειδή

όμως, οι περισσότερες εταιρείες απασχολούν διάφορα είδη κεφαλαίων με διαφορετικό κίνδυνο, τα διαφορετικά αυτά αξιόγραφα (securities) έχουν και διαφορετικές απαιτούμενες αποδόσεις. Η επιχείρηση, λοιπόν, προκειμένου να λάβει αποφάσεις προϋπολογισμού κεφαλαίων (capital budgeting decisions) θα πρέπει να χρησιμοποιήσει έναν σταθμισμένο μέσο όρο του κόστους των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί (cost components), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital).

2.1. Κόστος Ξένων Κεφαλαίων.

Το πρώτο βήμα για να υπολογίσουμε το κόστος ξένων κεφαλαίων είναι να προσδιορίσουμε το επιτόκιο που απαιτούν οι δανειστές. Παρόλο που ο υπολογισμός του επιτοκίου δανεισμού ή K_{Δ} θεωρείται απλός, μερικά προβλήματα προκύπτουν στην πράξη. Οι επιχειρήσεις επισυνάπτουν δάνεια τόσο με σταθερό όσο και με μεταβαλλόμενο επιτόκιο αλλά εκδίδουν και διαφορετικού είδους ομολογιακά δάνεια, όπως για παράδειγμα τα μετατρέψιμα. Τα διαφορετικά είδη δανεισμού έχουν και διαφορετικό κόστος.

Το κόστος ξένων κεφαλαίων, $K_{\Xi\kappa}$, εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζομένου, από το επίπεδο επιτοκίων, τις παρεχόμενες στην επιχείρηση από την τράπεζα συνολικές υπηρεσίες κ.α.

Για τον υπολογισμό του $K_{\Xi\kappa}$ χρησιμοποιείται το επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας από τους ξένους χρηματοδότες. Αντί του συνολικού $K_{\Xi\kappa}$ μπορούμε να έχουμε έναν εκτενέστερο μέσο σταθμικό που θα περιλαμβάνει ξεχωριστά τους όρους των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων με τα αντίστοιχα επιτόκια δανεισμού της επιχείρησης. Το πραγματικό κόστος δανεισμού εκτιμάται αν από το ετήσιο μέσο ονομαστικό κόστος δανεισμού αφαιρεθεί ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης και ο ετήσιος δείκτης πληθωρισμού. Για την επίδραση των φόρων στη διαμόρφωση του κόστους ξένων κεφαλαίων θα αναφερθούμε παρακάτω, ενώ για απλοποίηση της ανάλυσης μας στο σημείο αυτό, θα υποθέσουμε ότι δεν έχουμε πληθωρισμό. Η επιχείρηση έχει αντικειμενική δυσκολία να βρει μια καλή εκτίμηση του

K_{EK} και έτσι καταφεύγει στους μέσους όρους των συντελεστών δανειοδότησης των ξένων κεφαλαίων.

Τα ξένα κεφάλαια της επιχείρησης κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες: βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Στην πρώτη περίπτωση έχουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας που φέρουν τόκους, και αποτελούν μέρος της μόνιμης χρηματοδότησης της. Στην δεύτερη κατηγορία έχουμε τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια ή τα ομολογιακά δάνεια της επιχείρησης.

2.1.1. Τραπεζικά δάνεια.

Είναι απίθανο, στην φάση το σχεδιασμού του νέου έτους, ο οικονομικός διευθυντής να γνωρίζει το είδος δανεισμού καθώς και το ακριβές ποσό δανείων που θα χρειασθεί κατά την διάρκεια της χρήσης. Αυτό θα εξαρτηθεί από τα στοιχεία του ενεργητικού που θα χρηματοδοτηθούν καθώς και τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κεφαλαίου την συγκεκριμένη στιγμή. Ακόμα κι έτσι όμως, ο οικονομικός διευθυντής γνωρίζει τις πηγές δανεισμού που είναι κατάλληλες για την επιχείρηση του. Για παράδειγμα, διαφορετική χρηματοδότηση θα χρησιμοποιήσει για να αυξήσει βραχυπρόθεσμα τα χρήματα για την χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης και διαφορετική για να χρηματοδοτήσει πάγιο εξοπλισμό ή μακροχρόνια έργα (Projects). Όπως αναφέραμε παραπάνω τα τραπεζικά δάνεια μπορεί να είναι είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα. Για τον υπολογισμό του κόστους των τραπεζικών δανείων, K_{Δ} , ισχύει:

$$K_{\Delta} = \text{Χρεωστικοί Τόκοι} / \text{Αρχικό ποσό δανείου}$$

Στην πραγματικότητα όμως, ενώ οι τόκοι υπολογίζονται στο αρχικό ποσό, το καθαρό ποσό που έχει στην διάθεση της η επιχείρηση είναι μικρότερο. Και αυτό γιατί υπάρχουν τα έξοδα έκδοσης του δανείου ή οι τράπεζες μπορεί να απαιτούν ένα μέρος του δανείου να μείνει στην τράπεζα με την μορφή κατάθεσης.

2.1.2. Ομολογιακά δάνεια.

Ομολογιακό είναι το δάνειο που εκδίδεται από μία επιχείρηση και διαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες, κατά τους όρους του δανείου, αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας. Οι ομολογίες είναι χρεόγραφα, τα οποία ενσωματώνουν έντοκη απαίτηση κατά της εταιρείας και αποτελούν τμήματα του δανειζομένου ποσού, καθένα από τα οποία αντιστοιχεί στην ονομαστική αξία της ομολογίας. Βασικά χαρακτηριστικά των ομολογιών είναι: Η ονομαστική αξία (face value), το ονομαστικό επιτόκιο ή κουπόνι (coupon interest rate), ο χρόνος πληρωμής τόκων και η διάρκεια του ομολόγου.

Οι ομολογιούχοι είναι κατηγορία εταιρικών δανειστών. Από τις ομολογίες δεν πηγάζουν δικαιώματα διοικήσεως ή συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο, όπως οι μετοχές, αλλά περικλείουν απαίτηση που αντιστοιχεί σε τμήμα του χρέους της εταιρείας. Η εκδότρια εταιρεία μπορεί να αποκτήσει δικές της ομολογίες, χωρίς περιορισμούς, τις οποίες μπορεί να διαθέσει εκ νέου.

Έχουμε δύο βασικές κατηγορίες ομολογιών, σταθερής και μεταβλητής απόδοσης, ενώ βασικές κατηγορίες ομολογιακών δανείων είναι το κοινό, το ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες, το ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο. Όλες οι παραπάνω κατηγορίες μπορεί να είναι εξασφαλισμένες με κάθε είδους εμπράγματα ασφάλεια ή εγγύηση.

Αναλυτικότερα, το κοινό ομολογιακό δάνειο αποτελείται από ομολογίες που παρέχουν μόνο δικαιώματα τόκου και επιστροφής της ονομαστικής τους αξίας, χωρίς να παρέχουν άλλο προνόμιο. Με το ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες χορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα με δήλωσή τους να ζητήσουν την εξόφληση των ομολογιών τους εν όλω ή εν μέρει, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολογιών ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών της εκδότριας ή άλλων εκδοτών. Η έκδοση του ομολογιακού δανείου με ανταλλάξιμες ομολογίες δεν υπόκειται σε κανέναν περιορισμό ποσού, εκτός αν στο καταστατικό της εκδότριας ορίζεται διαφορετικά. Το ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη παρέχει στους ομολογιούχους δανειστές δικαίωμα απόληψης εκτός από τον τόκο και ορισμένου ποσοστού από τα κέρδη που απομένουν μετά την απόληψη του πρώτου μερίσματος ή άλλης πρόσθετης παροχής που εξαρτάται από το ύψος της παραγωγής ή από το εν γένει επίπεδο της δραστηριότητας της εταιρείας. Τέλος, το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο αποτελείται

από μετατρέψιμες ομολογίες που παρέχουν στον ομολογιούχο το δικαίωμα να ζητήσει τη μετατροπή τους σε κοινές μετοχές. Κατά τη μετατροπή θεωρείται ότι η εταιρεία πραγματοποιεί ισόποση αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες επιφέρει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας που τελεί υπό την αίρεση της μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές. Παραπάνω ανάλυση των ειδικών κατηγοριών ομολογιών, όπως η μηδενικού επιτοκίου, κρίνεται ότι είναι πέρα από τον σκοπό αυτής της εργασίας.

Για τον υπολογισμό του κόστους των ομολογιών ισχύει:

$$KTO_0 = \sum_{t=1}^v \frac{T}{(1 + K_{\delta\pi})^t} + \frac{OAO}{(1 + K_{\delta\pi})^v} \quad \text{όπου:}$$

KTO_0 = Καθαρή τιμή ομολογίας την περίοδο 0

T = Ετήσιοι τόκοι

OAO = Ονομαστική Αξία Ομολογίας

$K_{\delta\pi}$ = Κόστος δανείων προ φόρων και

v = Αριθμός περιόδων μέχρι τη λήξη.

Αν λύσουμε την παραπάνω εξίσωση ως προς $K_{\delta\pi}$ έχουμε:

$$K_{\delta\pi} = \frac{T + \frac{OAO - KTO_0}{v}}{\frac{OAO + KTO_0}{2}}$$

Ας υποθέσουμε ότι η επιχείρηση έχει δανειστεί στο παρελθόν και τα ομόλογα αυτά διαπραγματεύονται στην δευτερογενή αγορά. Η οικονομική διεύθυνση μπορεί να χρησιμοποιήσει την τιμή της αγοράς (market price) των ομολόγων για να υπολογίσει την απόδοση μέχρι τη λήξη (yield to maturity). Η απόδοση αυτή (YTM) είναι η επιστροφή (return) που αναμένουν οι υπάρχοντες κάτοχοι ομολογιών καθώς και μια εκτίμηση της απόδοσης που θα απαιτήσουν οι νέοι ομολογιούχοι. Αν μια επιχείρηση δεν έχει ομολογίες διαπραγματεύσιμες σε μια αγορά, το οικονομικό της τμήμα θα αναζητήσει της αποδόσεις των διαπραγματεύσιμων ομολογιών ομοειδών επιχειρήσεων. Οι αποδόσεις αυτές επίσης αποτελούν μια εκτίμηση του κόστους δανεισμού της επιχείρησής μας (K_{Δ}).

Επιπλέον, στις περισσότερες των περιπτώσεων, τα έξοδα έκδοσης νέου δανεισμού είναι μικρά σε σχέση με το κεφάλαιο, οπότε οι περισσότεροι αναλυτές τα αγνοούν στον υπολογισμό του κόστους δανεισμού.

2.1.3. Η επίδραση των φόρων στην διαμόρφωση του κόστους των δανείων.

Το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων μετά από φόρους είναι μικρότερο από το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων πριν από φόρους. Ισχύει:

$$K_{\Delta} = K_{\Delta\Pi} \times (1 - \Sigma\Phi) \text{ όπου:}$$

K_{Δ} = Κόστος μακροπρόθεσμων δανείων μετα φόρων

$K_{\Delta\Pi}$ = Κόστος μακροπρόθεσμων δανείων πρό φόρων

$\Sigma\Phi$ = Φορολογικός συντελεστής εισοδήματος επιχείρησης

Φορολογικό όφελος από την έκπτωση των χρεωστικών τόκων υπάρχει όταν η επιχείρηση είναι κερδοφόρα. Όταν όμως η επιχείρηση πραγματοποιήσει ζημίες, ο φορολογικός συντελεστής στην ουσία είναι ίσος με 0 και επομένως, το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων μετά από φόρους είναι ίσο με το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων πριν από φόρους. Βέβαια οι ζημίες μπορεί να μεταφερθούν σε επόμενες χρήσεις και να υπάρξει σχετικό φορολογικό όφελος στις συγκεκριμένες χρήσεις και άρα μείωση του κόστους των μακροπρόθεσμων δανείων μετά από φόρους. Σύμφωνα όμως με τη διαχρονική αξία του χρήματος, το όφελος που έχει η επιχείρηση δεν είναι ισοδύναμο με εκείνο που θα είχε, αν η έκπτωση των χρεωστικών τόκων είχε πραγματοποιηθεί μερικά χρόνια νωρίτερα.

Ο παραπάνω υπολογισμός του κόστους των μακροπρόθεσμων δανείων μετά από φόρους υποθέτει έμμεσα ότι ο συντελεστής φορολογίας θα παραμείνει σταθερός σε όλη τη διάρκεια του δανείου. Όμως, η υπόθεση αυτή δεν ισχύει πάντα.

2.1.4. Παράδειγμα υπολογισμού του κόστους ξένων κεφαλαίων.

Ας υποθέσουμε ότι είναι Ιανουάριος του 2011 και ο διαχειριστής κεφαλαίων (treasurer) της εταιρείας θέλει να υπολογίσει το WACC της επόμενης χρήσης. Πως θα υπολογίσει το κόστος για κάθε τύπο χρέους; Οι περισσότεροι οικονομικοί διευθυντές θα ξεκινούσαν συζητήσεις με τις τράπεζες για τα τρέχοντα επιτόκια και τις εκτιμήσεις τους για την νέα χρονιά. Και ας υποθέσουμε ότι οι εκτιμήσεις τους για ένα 30ετές ομόλογο θα ήταν ένα κουπόνι με ετήσιο επιτόκιο 10% και τιμή ομολογίας ίση με 1000€.

Εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι το κόστος για το νέο χρέος (30ετες ομόλογο), 10%, πιθανώς να μην είναι ίδιο με το κόστος του ήδη υπάρχοντος χρέους της επιχείρησης. Όμως, στην χρηματοοικονομική διοίκηση, το WACC χρησιμοποιείται στο να λαμβάνονται επενδυτικές αποφάσεις, και οι αποφάσεις αυτές αφορούν μελλοντικά έργα για τα οποία πρέπει να γίνει εκτίμηση και σύγκριση της μελλοντικής απόδοσης με το κόστος των νέων κεφαλαίων που απαιτούνται για την χρηματοδότηση τους. Για τον λόγο αυτό, για τους σκοπούς μας, το κόστος αναφοράς είναι το οριακό κόστος του νέου δανεισμού ή της αύξησης του χρέους κατά την διάρκεια της χρήσης που σχεδιάζουμε. Η απαιτούμενη απόδοση των ομολογιούχων όμως δεν είναι ίση με το κόστος δανεισμού αλλά μεγαλύτερη γιατί οι πληρωμές τόκων εκπίπτουν.

Το μετά φόρων κόστος δανεισμού χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου και είναι ίσο με το επιτόκιο δανεισμού μείον την εξοικονόμηση φόρων, όπου $\Sigma\Phi = \text{Φορολογικός συντελεστής εισοδήματος επιχείρησης}$.

Επομένως ισχύει ο τύπος: $K_{\Delta} = K_{\Delta\Pi} \times (1 - \Sigma\Phi)$

Για παράδειγμα, αν μπορούμε να δανειστούμε με ένα επιτόκιο 10% και ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης είναι ίσος με 40%, το μετά φόρων κόστος δανεισμού είναι ίσο με 6,0%:

$$\begin{aligned} K_{\Delta\Pi} \times (1 - \Sigma\Phi) &= 10\% \times (1 - 0,4) \\ &= 10\% \times 0,6 \\ &= 6\% \end{aligned}$$

2.2. Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Οι εταιρείες μπορούν να αυξήσουν το κοινό μετοχικό τους κεφάλαιο είτε άμεσα με την έκδοση νέων κοινών μετόχων είτε έμμεσα με την παρακράτηση κερδών.

Αν εκδοθούν νέες κοινές μετοχές τι απόδοση πρέπει να έχει η επιχείρηση προκειμένου να ικανοποιηθούν οι νέοι μέτοχοι; Έστω ότι οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι απαιτούν μια απόδοση ίση με $A(A_{xa})$. Η επιχείρηση όμως, προκειμένου να προσελκύσει νέους μετόχους, θα πρέπει να κερδίζει παραπάνω από $A(A_{xa})$ διότι θα πρέπει επίσης να πληρώσει αμοιβές, προμήθειες και άλλα έξοδα για την έκδοση νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Έχει παρατηρηθεί ότι είναι μικρό το ποσοστό των νέων κεφαλαίων που προέρχονται από έκδοση νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου, αλλά και ότι οι ώριμες επιχειρήσεις σπάνια προχωρούν σε έκδοση νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Το γεγονός αυτό οφείλεται σε τρεις κυρίως λόγους:

A) τα έξοδα έκδοσης μπορεί να είναι αρκετά υψηλά.

B) οι επενδυτές λαμβάνουν ως αρνητικό σημάδι την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετόχων. Πιστεύουν ότι τα στελέχη έχουν καλύτερη γνώση για τις προοπτικές της επιχείρησης και (οι επενδυτές) θεωρούν την μετοχή της επιχείρησης υπερτιμημένη σε σχέση με την πραγματική της αξία. Ενώ ο δανεισμός και οι προνομιούχες μετοχές είναι συμβατικές υποχρεώσεις της επιχείρησης με εύκολο υπολογίσιμο κόστος, είναι πιο δύσκολο να υπολογίσουμε το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Γ) μια αύξηση στον αριθμό των μετόχων που διαπραγματεύονται θα ασκήσει πίεση στην τιμή της μετοχής, αναγκάζοντας τους ήδη υπάρχοντες μετόχους αλλά και την επιχείρηση να πουλήσουν μετοχές σε χαμηλότερη τιμή σε σχέση με εκείνη που επικρατούσε στην αγορά πριν την ανακοίνωση της έκδοσης νέων μετόχων.

Οι μέθοδοι που πιο συχνά χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του κόστους κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι: A) το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή CAPM). B) το Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow DCF Approach) και Γ) η Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής κινδύνου (Bond-Yield-plus-Risk-Premium).

Οι μέθοδοι αυτοί δεν είναι αμοιβαία αποκλειόμενοι καθώς καμιά δεν υπερτερεί των άλλων και όλες είναι υποκείμενες σε λάθη όταν χρησιμοποιούνται στην πράξη, για τον λόγο αυτό, όταν θέλουμε να υπολογίσουμε το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, χρησιμοποιούμε γενικά και τις τρεις και επιλέγουμε εκείνη την μέθοδο για την οποία εμπιστευόμαστε τα δεδομένα που έχουν χρησιμοποιηθεί.

2.2.1.Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή CAPM).

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (από εδώ και στο εξής θα αναφέρεται ως το υπόδειγμα CAPM), την βάση για τον υπολογισμό του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, στο οποίο προστίθεται μία αμοιβή ίση με την αμοιβή κινδύνου της αγοράς, η οποία, με την χρήση του συντελεστή βήτα μιας μετοχής, αυξάνεται ή μειώνεται προκειμένου να απεικονίσει τον κίνδυνο μιας συγκεκριμένης μετοχής. Το υπόδειγμα υποθέτει αποτελεσματική αγορά κεφαλαίων και δυνατότητα υπολογισμού της απαιτούμενης μελλοντικής απόδοσης από τους επενδυτές.

Ισχύει ο τύπος: $K_k = A_{\chi\kappa} + \beta \times (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})$ όπου:

K_k = Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου

β = Συντελεστής βήτα

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

$A_{\chi\alpha}$ = Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

2.2.1.1. Υπολογισμός της απόδοσης χωρίς κίνδυνο (Risk-Free Rate).

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, το σημείο εκκίνησης για την εφαρμογή του υποδείγματος CAPM είναι η $A_{\chi\kappa}$, η απόδοση χωρίς κίνδυνο (Risk-free rate). Στην πραγματικότητα δεν υπάρχει κάποιο περιουσιακό στοιχείο (asset) χωρίς κίνδυνο. Για παράδειγμα, τα κρατικά χρεόγραφα (Treasury securities) αποτελούν κινητές αξίες που ουσιαστικά δεν έχουν τον κίνδυνο αθέτησης (ο κίνδυνος είναι πολύ μικρός), αλλά

τα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα υφίστανται καφαιουχικές απώλειες, εάν αυξηθεί το επιτόκιο. Επιπλέον, ένα χαρτοφυλάκιο βραχυπρόθεσμων εντόκων γραμματίων δημοσίου θα μας δώσει μια ασταθή ροή εσόδων και αυτό γιατί το επιτόκιο τους ποικίλλει με τον χρόνο.

Επειδή δεν μπορούμε να βρούμε στην πράξη μία απόδοση πραγματικά μηδενικού κινδύνου πάνω στην οποία θα βασιστεί το υπόδειγμα CAPM, το ερώτημα είναι τι επιτόκιο θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε; Πρόσφατες έρευνες από μεγάλες εταιρείες επενδύσεων, δείχνουν ότι περίπου τα δύο τρίτα των επιχειρήσεων στην Βόρεια Αμερική (ΗΠΑ), ως απόδοση μηδενικού κινδύνου χρησιμοποιούν το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων ομολογιών Δημοσίου (long-term Treasury bonds). Η επιχειρηματολογία τους στηρίζεται στους παρακάτω λόγους.

A. Οι κοινές μετοχές είναι μακροπρόθεσμα χρεόγραφα, και παρόλο που κάποιος συγκεκριμένος μέτοχος μπορεί να μην έχει μεγάλο επενδυτικό ορίζοντα, οι περισσότεροι επενδύουν σε μια μακροπρόθεσμη βάση. Σύνεπώς είναι εύλογο να πιστεύουμε ότι οι αποδόσεις των μετοχών ενσωματώνουν μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό παρόμοιες με εκείνες που αντανακλώνται στα κρατικά ομόλογα παρά στις προσδοκίες των βραχυπρόθεσμων εντόκων γραμματίων.

B. Τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων είναι πιο ευμετάβλητα από εκείνα των κρατικών ομολόγων. Και σε αυτό συμβάλλει το γεγονός ότι τα έντοκα γραμμάτια αποτελούν εργαλείο στα χέρια της κυβέρνησης προκειμένου να ελέγξει την προσφορά χρήματος. Επομένως, όταν η κυβέρνηση θέλει να αυξήσει την κυκλοφορία του χρήματος στην αγορά και να δώσει ώθηση στην οικονομία, μειώνει τα επιτόκια εντόκων γραμματίων. Αντίθετα, όταν θέλει να μειώσει την ποσότητα χρήματος (και να συγκρατήσει το επίπεδο τιμών και τον πληθωρισμό), αυξάνει το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων. Βέβαια και τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων μεταβάλλονται στις παραπάνω περιπτώσεις, αλλά όχι σε τόσο μεγάλο βαθμό.

Γ. Το υπόδειγμα CAPM μετρά την αναμενόμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Όταν χρησιμοποιείται για να εκτιμηθεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων για ένα συγκεκριμένο έργο, η θεωρητικά ορθή περίοδος υπολογισμού είναι η διάρκεια ζωής του έργου. Από την στιγμή που τα περισσότερα επενδυτικά έργα έχουν μεγάλη διάρκεια ζωής, το χρονικό διάστημα για το οποίο γίνεται ο υπολογισμός του υποδείγματος CAPM, θα πρέπει επίσης να είναι μακρύ. Ως εκ τούτου, το επιτόκιο ενός μακροπρόθεσμου κρατικού ομολόγου, όπως

του 10ετούς, είναι μια λογική επιλογή ως υποκατάστατο της απόδοσης χωρίς κίνδυνο.

2.2.1.2. Υπολογισμός της αμοιβής κινδύνου της αγοράς $A_{\chi\alpha}-A_{\chi\kappa}$ (Market Risk Premium).

Η αμοιβή κινδύνου της αγοράς, $A_{\chi\alpha}-A_{\chi\kappa}$, είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς μείον το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Για την απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς υιοθετείται κάποιος χρηματιστηριακός δείκτης, όπως για παράδειγμα ο NYSE, ο Nasdaq ή ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αν μιλάμε για την ελληνική αγορά. Στην συνέχεια υπολογίζεται η αμοιβή κινδύνου της αγοράς ως η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του επιλεγέντος δείκτη και της απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Η σχέση ανάληψης κινδύνου και της αμοιβής του είναι ανάλογη. Αυτό σημαίνει ότι όσο αυξάνεται ο κίνδυνος τόσο αυξάνεται και η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές. Αντίθετα όσο μειώνεται ο κίνδυνος, τόσο μειώνεται και το απαιτούμενο ασφάλιστρο. Δεδομένου ότι οι περισσότεροι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο, απαιτούν υψηλότερη απόδοση (ασφάλιστρο κινδύνου), η οποία θα τους ωθήσει να επενδύσουν σε ριψοκίνδυνες μετοχές αντί σε σχετικά χαμηλού κινδύνου χρέη, όπως τα κρατικά ομόλογα. Η πριμοδότηση κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές μπορεί να υπολογιστεί με βάση είτε την χρήση ιστορικών δεδομένων είτε με την χρήση προβλέψεων (forward-looking data).

Ιστορικά στοιχεία (Historical Risk Premium). Για πολλά χρόνια ακαδημαϊκοί συγγραφείς και επενδυτικοί αναλυτές χρησιμοποιούσαν το ιστορικό ασφάλιστρο κινδύνου για την εκτίμηση της σημερινής αμοιβής του κινδύνου των μετοχών υπό την παραδοχή ότι τα ασφάλιστρα κινδύνου δεν μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου. Ανάλογα όμως με την χρονική περίοδο στην οποία βρισκόμαστε, ανάπτυξης ή ύφεσης, υπάρχουν μεγάλες διαφορές στις τιμές των χρηματιστηριακών δεικτών και αμφιβολίες για την ισότητα μεταξύ των ιστορικών αποδόσεων της αγοράς και των προσδοκιών για τις μελλοντικές αποδόσεις της.

Για παράδειγμα, το 2000, 2001 και 2002, τα ομόλογα είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μετοχές. Αυτό προκάλεσε αρνητικές αποδόσεις στην αμοιβή κινδύνου της αγοράς, $A_{\chi\alpha}-A_{\chi\kappa}$, κατά τη διάρκεια των ετών αυτών, γεγονός που μείωσε τον ιστορικό

μέσο όρο της αμοιβής κινδύνου. Ωστόσο, οι περισσότεροι έμπειροι αναλυτές πιστεύουν ότι το πραγματικό μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου αυξήθηκε κατά την περίοδο 2000-2002 και ότι η όλο και μεγαλύτερη απαιτούμενη αμοιβή κινδύνου (risk premium) συνέβαλε στην πτωτική χρηματιστηριακή αγορά κατά τα έτη αυτά. Αυτό οδήγησε σε μεγαλύτερο κόστος ιδίων κεφαλαίων, χαμηλότερες τιμές, και ως εκ τούτου, σε χαμηλότερες αποδόσεις των μετοχών. Αν η αποστροφή αυτή στον κίνδυνο μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου, όπως πιστεύουν πολλοί ειδικοί, δημιουργεί μεγάλο πρόβλημα σε αυτούς που χρησιμοποιούν το ιστορικό ασφάλιστρο κινδύνου για την εκτίμηση του τρέχοντος.

Σημαντικές οικονομικές αλλαγές μπορούν επίσης να οδηγήσουν σε ψευδή αλλαγές στο ιστορικό ασφάλιστρο κινδύνου. Και πάλι λαμβάνοντας υπόψη την περίοδο 2000-2002 ως παράδειγμα, οι επενδυτές θεωρούσαν ότι τα εταιρικά κέρδη και οι τιμές των μετοχών θα ανέβαιναν με διψηφια ποσοστά για πάντα, και το αποτέλεσμα ήταν μια τεράστια χρηματιστηριακή φούσκα. Την ίδια στιγμή, τα επιτόκια ήταν υψηλά και οι τιμές των ομολόγων ήταν σχετικά χαμηλές. Όταν έσκασε η φούσκα, οι τιμές των μετοχών κατακρημνίστηκαν με αποτέλεσμα τις μεγάλες αρνητικές αποδόσεις. Η μεγάλη αυτή πτώση προκλήθηκε από ένα συνδυασμό αυξημένης αποστροφής έναντι της ανάληψης ρίσκου από τους επενδυτές, όπως περιγράφεται πιο πάνω, και των προσδοκιών για μειωμένα μελλοντικά κέρδη και πτωτικές τιμές μετοχών. Ταυτόχρονα, η οικονομία πήγε σε ύφεση, και οι κεντρικές τράπεζες, όπως η Fed ή η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, μείωσαν τα επιτόκια στα χαμηλότερα επίπεδα στην ιστορία. Η εν λόγω πτώση των επιτοκίων οδήγησε σε μεγάλη αύξηση των τιμών των ομολόγων. Ο συνδυασμός των μεγάλων αρνητικών αποδόσεων των μετοχών και των εξίσου μεγάλων θετικών αποδόσεων των ομολόγων οδήγησαν σε πολύ μεγάλα αρνητικά ασφάλιστρα κινδύνου της αγοράς, τα οποία, όπως προαναφέρθηκε, στην καλύτερη περίπτωση ήταν αμφισβητήσιμα. Έτσι, οι επιδράσεις των μεταβολών των οικονομικών συνθηκών στις μετοχές και στις αποδόσεις των ομολόγων, καθώς και οι επιπτώσεις των εν λόγω μεταβολών στα ιστορικά ασφάλιστρα κινδύνου, δημιουργούν άλλο ένα μειονέκτημα στη χρήση των ιστορικών ασφαλίσεων.

Προβλέψεις ή μελλοντικά δεδομένα (forward-looking data). Μια εναλλακτική λύση είναι αντί της χρήσης των ιστορικών δεδομένων να γίνει πρόβλεψη (a forward-looking estimate) της αμοιβής κινδύνου. Η πιο κοινή προσέγγιση είναι η χρήση του μοντέλου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Model) για την εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης της αγοράς. Για την διαδικασία αυτή

υποθέτουμε ότι οι αγορές είναι σε ισορροπία και ότι η αναμενόμενη απόδοση \hat{A}_{xa} του χαρφυλακίου της αγοράς ίση με την απαιτούμενη απόδοση $A(A_{xa})$ οπότε και την αντικαθιστούμε στην εξίσωση του υποδείγματος CAPM. Δηλαδή:

$$\hat{A}_{xa} = \frac{M_1}{TTK_0} + g = A(A_{xa}) = A_{xk} + [A(A_{xa}) - A_{xk}]$$

Με άλλα λόγια, η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς \hat{A}_{xa} , είναι το άθροισμα των αναμενόμενων μερισματικών απόδοσεων $\frac{M_1}{TTK_0}$ συν τον αναμενόμενο ρυθμό

ανάπτυξης g . Ως εκ τούτου, για να εκτιμήσουμε την απαιτούμενη απόδοση της αγοράς, το μόνο που χρειάζεται είναι να εκτιμήσουμε την τρέχουσα μερισματική απόδοση και το προβλεπόμενο ποσοστό αύξησης των μερισμάτων. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι το μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1, M_1 , μπορεί εύκολα και με μεγάλη ακρίβεια να προβλεφθεί ενώ η TTK_0 είναι η τρέχουσα τιμή του επιλεγμένου χρηματιστηριακού δείκτη στην περίοδο 0. Επιπλέον, αρκετές πηγές δεδομένων, δίνουν εκτιμήσεις της τρέχουσας μερισματικής απόδοσης της αγοράς, όπως για παράδειγμα το Bloomberg ή το Yahoo Finance.

Το δύσκολο είναι να γίνει εκτίμηση του αναμενόμενου ρυθμού αύξησης των μερισμάτων. Αυτό που πραγματικά χρειαζόμαστε είναι τον μακροπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων που ένας επενδυτής αναμένει να λάβει εάν έχει τοποθετηθεί σε ένα ευρύ χαρτοφυλάκιο μετοχών. Αντιμέτωποι με τους περιορισμούς των δεδομένων, οι αναλυτές εκτιμούν συνήθως το αναμενόμενο ποσοστό αύξησης μερισμάτων με έναν από τους δύο τρόπους:

- (1) το ιστορικό ποσοστό αύξησης μερισμάτων ή
- (2) με προβλέψεις για τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών.

Ιστορικό ποσοστό αύξησης μερισμάτων. Και εδώ τα προβλήματα είναι παρόμοια με εκείνα των ιστορικών ασφαλιστρών κινδύνου. Οι επενδυτές δεν μπορούν να αναμένουν η μελλοντική ανάπτυξη να είναι ακριβώς ίδια όπως το παρελθόν. Επιπλέον ο ρυθμός ανάπτυξης είναι ιδιαίτερα ευαίσθητος στην περίοδο κατά την

οποία μετριέται. Τέλος, πολλές εταιρείες, ενώ έχουν μικρές πληρωμές με την μορφή μερισμάτων, επαναγοράζουν μετοχές (repurchase stock), ως τρόπο επιστροφής ελεύθερων ταμειακών ροών στους μετόχους τους. Με άλλα λόγια, το ποσοστό αύξησης μερισμάτων δεν αντικατοπτρίζει την πραγματική διανομή σε μετρητά στους μετόχους.

Οι προβλέψεις των αναλυτών για τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών. Η δεύτερη μέθοδος για τον υπολογισμό του αναμενόμενου ρυθμού αύξησης των μερισμάτων είναι οι δημοσιευμένες προβλέψεις των αναλυτών. Δυστυχώς, προβλήματα υπάρχουν και σε αυτή την προσέγγιση:

(1) Οι αναλυτές εκτιμούν γενικά τους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών και όχι των μερισμάτων, ενώ επιπλέον το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα πρόβλεψης είναι συνήθως τα πέντε χρόνια.

(2) Η ακρίβεια (και η αλήθεια) των αναλυτών που εργάζονται για λογαριασμό επενδυτικών εταιρειών έχει αμφισβητηθεί κατά τα τελευταία έτη. Ίσως λοιπόν, θα ήταν καλύτερα να χρησιμοποιηθούν προβλέψεις ανεξάρτητων αναλυτών και όχι εκείνων που εργάζονται σε μεγάλες εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και επενδυτικής τραπεζικής.

(3) Οι διαφορετικές απόψεις των αναλυτών, οδηγούν σε πολύ διαφορετικές εκτιμήσεις για τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών και των μερισμάτων.

Η ανάγνωση των παραπάνω προκαλεί σύγχυση σχετικά με το πιο είναι το ορθό ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς, δεδομένου ότι οι διαφορετικές προσεγγίσεις δίνουν διαφορετικά αποτελέσματα. Το ασφάλιστρο κινδύνου εξαρτάται κυρίως από την στάση των επενδυτών προς τον κίνδυνο, και υπάρχουν βάσιμοι λόγοι για να πιστεύουμε ότι σήμερα οι επενδυτές είναι λιγότερο επιφυλακτικοί απέναντι στους κινδύνους από ό,τι πριν από 50 χρόνια. Τα συνταξιοδοτικά προγράμματα, η κοινωνική ασφάλιση, οι ιδιωτικές ασφάλειες υγείας βοηθούν τους επενδυτές να ρισκάρουν περισσότερο με τις επενδύσεις τους, και να είναι λιγότερο επιφυλακτικοί απέναντι στους κινδύνους. Επίσης, πολλά νοικοκυριά έχουν διπλά εισοδήματα, γεγονός που επίσης επιτρέπει στους επενδυτές να ρισκάρουν περισσότερο. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι το πραγματικό ασφάλιστρο κινδύνου είναι χαμηλότερο από τον μακροπρόθεσμο ιστορικό μέσο όρο (long-term historical average).

Ο Eugene Fama και ο Kenneth French εξέτασαν τους ρυθμούς ανάπτυξης κερδών και μερισμάτων κατά την περίοδο 1951 έως 2000 και διαπίστωσαν ότι το μακροχρόνιο ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς είναι περίπου 2,55 %. Ο Jay Ritter ισχυρίζεται ότι η μακροχρόνια αμοιβή κινδύνου της αγοράς (forward-looking market risk premium) πρέπει να βασίζεται στην προσαρμοσμένη βάσει του πληθωρισμού αναμενόμενη απόδοση και θα πρέπει να είναι ακόμη χαμηλότερο, κοντά στο 1 %.

Αλλά πόσο χαμηλότερη είναι η σημερινή πριμοδότηση κινδύνου; Συνήθως χρησιμοποιείται ένα ασφάλιστρο κινδύνου της τάξης του 5 %, αλλά είναι δύσκολο να επιχειρηματολογήσεις με κάποιον ο οποίος χρησιμοποιεί ένα πριμ κινδύνου της τάξης του 3,5 % - 6 %. Η αποστροφή ενός επενδυτή προς τον κίνδυνο είναι σχετικά σταθερή σε βάθος χρόνου, αλλά όχι από έτος σε έτος. Όταν οι τιμές στην αγορά είναι σχετικά υψηλές, τότε οι επενδυτές αισθάνονται λιγότερο απέχθεια απέναντι στον κίνδυνο, γι' αυτό χρησιμοποιούμε ένα ασφάλιστρο στο κατώτερο άκρο του φάσματος. Αντίθετα, χρησιμοποιούμε ένα ασφάλιστρο κινδύνου κοντά στο υψηλό άκρο, όταν οι τιμές αγοράς είναι σχετικά χαμηλές. Η ουσία είναι ότι δεν υπάρχει τρόπος να αποδειχθεί ότι ένα συγκεκριμένο ασφάλιστρο κινδύνου είναι είτε σωστό ή λάθος, αν και θα είναι ύποπτη η όποια εκτίμηση της πριμοδότησης κινδύνου της αγοράς που είναι λιγότερο από το 3,5 % ή μεγαλύτερο από 6 %.

2.2.1.3. Ο συντελεστής Βήτα (Beta).

Ο συντελεστής Βήτα (Beta) ονομάζεται και ιστορικός συντελεστής βήτα, δεδομένου ότι βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα. «Ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται με τη χρησιμοποίηση γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ των παρελθουσών αποδόσεων μίας κοινής μετοχής (εξαρτημένη μεταβλητή) και των παρελθουσών αποδόσεων κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη (ανεξάρτητη μεταβλητή)». Παρά το γεγονός ότι η προσέγγιση αυτή είναι εννοιολογικά απλή, επιπλοκές γρήγορα προκύπτουν στην πράξη.

Πρώτον, δεν υπάρχουν θεωρητικές κατευθύνσεις ως προς την ορθή περίοδο κατά την οποία γίνεται η μέτρηση των αποδόσεων. Οι αποδόσεις για μια εταιρεία μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας ημερήσιες, εβδομαδιαίες, ή μηνιαίες μετρήσεις, με αποτέλεσμα οι προκύπτουσες εκτιμήσεις του συντελεστή βήτα να διαφέρουν. Η τιμή του συντελεστή βήτα είναι επίσης ευαίσθητη στον αριθμό των παρατηρήσεων που

χρησιμοποιούνται για την παλινδρόμηση. Με πολύ λίγες παρατηρήσεις, η παλινδρόμηση χάνει στατιστικά, αλλά με πάρα πολλές, ο συντελεστής μπορεί να αλλάξει κατά τη διάρκεια της περιόδου δειγματοληψίας. Στην πράξη, είναι σύνηθες να χρησιμοποιούνται είτε μηνιαίες παρατηρήσεις τεσσάρων έως πέντε ετών είτε εβδομαδιαίες παρατηρήσεις από ένα έως δύο έτη.

Δεύτερον, η απόδοση της αγοράς θα πρέπει, θεωρητικά, να αντικατοπτρίζει κάθε περιουσιακό στοιχείο, ακόμη και το ανθρώπινο κεφάλαιο. Στην πράξη όμως, είναι σύνηθες να χρησιμοποιείται μόνο ένας χρηματιστηριακός δείκτης κοινών μετοχών, όπως ο S&P500, ο NYSE Composite ή ο ΓΔ του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ακόμα κι αν αυτοί οι δείκτες έχουν υψηλή συσχέτιση ο ένας με τον άλλο, με τη χρήση διαφορετικών δεικτών στην παλινδρόμηση, συχνά θα οδηγηθούμε σε διαφορετικές εκτιμήσεις του συντελεστή Βήτα.

Τρίτον, ορισμένες εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μπορεί να τροποποιούν τον υπολογιζόμενο ιστορικό συντελεστή βήτα προκειμένου να υπολογίσουν ένα πιο ακριβή συντελεστή σε σχέση με την πραγματικότητα και να αντικατοπτρίζει την αντίληψη του κινδύνου του οριακού επενδυτή (marginal investor). Μία τροποποίηση, που ονομάζεται προσαρμοσμένος συντελεστής βήτα (adjusted beta), επιχειρεί να διορθώσει μια πιθανή στατιστική μεροληψία ρυθμίζοντας τον βήτα ώστε αυτός να προσεγγίζει το μέσο όρο του 1,0. Μια άλλη τροποποίηση, που ονομάζεται βασικός συντελεστής βήτα (fundamental beta), περιλαμβάνει πληροφορίες για την εταιρεία, όπως οι αλλαγές στη γραμμή προϊόντων της και την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Τέταρτον, ακόμη και οι καλύτερες εκτιμήσεις του βήτα για μία συγκεκριμένη επιχείρηση είναι στατιστικά ανακριβείς. Η μέση εταιρεία έχει κατ' εκτίμηση beta ίσο με 1,0, αλλά το 95 % κυμαίνεται σε διάστημα εμπιστοσύνης περίπου από 0,6 έως 1,4. Για παράδειγμα, αν η παλινδρόμηση παράγει συντελεστή βήτα περίπου στο 1,0, τότε μπορούμε να είμαστε 95 % βέβαιοι ότι η πραγματικός βήτα είναι της τάξης του 0,6 έως 1,4.

Οι προηγούμενες παρατηρήσεις αναφέρονται σε χώρες με καλά ανεπτυγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές, όπου υπάρχουν σχετικά καλά διαθέσιμα στοιχεία. Ακόμα, όπως είδαμε, ο βήτα μπορεί να υπολογιστεί μόνο μέσα σε ένα αρκετά ευρύ φάσμα. Όταν προχωρήσουμε σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένες

χρηματοπιστωτικές αγορές, είμαστε ακόμα λιγότερο σίγουροι για το πραγματικό μέγεθος του.

Επιπλέον, οι περαιτέρω επιπλοκές εμφανίζονται όταν έχουμε να κάνουμε με πολυεθνικές επιχειρήσεις, ιδίως εκείνες που προχωρούν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε διάφορα μέρη του κόσμου. Θα μπορούσαμε, για παράδειγμα, να είμαστε σχετικά σίγουροι για τον συντελεστή που υπολογίζεται για τη μητρική εταιρεία, αλλά να έχουμε λιγότερη εμπιστοσύνη στον συντελεστή των θυγατρικών που βρίσκονται σε άλλες χώρες. Όταν προκύπτουν τέτοιες επιπλοκές, συχνά αναγκάζομαστε να κάνουμε εικασίες σχετικά με τον κατάλληλο βήτα. Θα ήταν, βέβαια, ιδανικό να υπάρχουν ακριβή στοιχεία για τα πάντα και επομένως, να είμαστε σε θέση να λαμβάνουμε αποφάσεις με μεγάλη αυτοπεποίθηση. Ωστόσο, είμαστε συχνά υποχρεωμένοι να χρησιμοποιούμε την κρίση μας, και οι προβληματισμοί συμβάλουν στη βελτίωση της κρίσης μας όσον αφορά την επιλογή του σωστού beta και την χρησιμοποίηση του στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου. Όσο οι μετρήσεις των υπολογιζομένων συντελεστών βήτα αποκλίνουν κατα μεγάλο βαθμό, τόσο η εμπιστοσύνη μας στο υπόδειγμα CAPM θα πρέπει να φθίνει.

2.2.2. Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow DCF Approach).

Μία δεύτερη μέθοδος υπολογισμού του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι το υπόδειγμα προεξοφλημένων ταμιακών ροών (ή από εδώ και στο εξής μέθοδος DCF).

Αν τα μερίσματα αναμένονται να αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό, τότε η τρέχουσα τιμή της κοινής μετοχής δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$TTK_0 = \frac{M_1}{K_c - g} \text{ όπου:}$$

TTK_0 = Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής

M_1 = Μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

K_c = Απαιτούμενη απόδοση ή κόστος κοινής μετοχής και

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Αν λύσουμε ως προς K_k τότε έχουμε:

$$K_k = \frac{M_1}{TTK_0} + g$$

Έτσι, οι επενδυτές αναμένουν να λάβουν μερισματική απόδοση ίση με $\frac{M_1}{TTK_0}$, συν μια υπεραξία ίση με g . Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το υπόδειγμα υποθέτει ότι η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές είναι μεγαλύτερη από το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων και ότι ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων είναι σταθερός.

Τρεις πληροφορίες (inputs) πρέπει να χρησιμοποιήσουμε για την μέθοδο DCF: την τρέχουσα τιμή της κοινής μετοχής, το τρέχων μέρισμα, και τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης του μερίσματος. Από αυτά τα δεδομένα, ο ρυθμός αύξησης είναι το πιο δύσκολο να εκτιμηθεί.

Στην παράγραφο για τον υπολογισμό της αμοιβής κινδύνου της αγοράς αναφερθήκαμε στην μέθοδο DCF και στο ότι οι αναλυτές εκτιμούν συνήθως το αναμενόμενο ποσοστό αύξησης μερισμάτων χρησιμοποιώντας είτε το ιστορικό ποσοστό αύξησης μερισμάτων είτε προβλέψεις για τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών. Παρακάτω, περιγράφονται οι δύο αυτές κοινές προσεγγίσεις καθώς και μία τρίτη, το υπόδειγμα ρυθμού παρακράτησης (retention growth model).

Η Μέθοδος Ιστορικών Ρυθμών Ανάπτυξης. Κάποιος αναλυτής μπορεί να πάρει ένα συγκεκριμένο σύνολο ιστορικών δεδομένων και, ανάλογα με τα χρόνια και την χρησιμοποιούμενη μέθοδο υπολογισμού, να αποκτήσει ένα μεγάλο αριθμό εντελώς διαφορετικών τιμών ρυθμού ανάπτυξης. Εάν ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών ή των μερισμάτων (αν υπάρχει διαφορά στην συμπεριφορά, προτείνεται η χρησιμοποίηση των μερισμάτων) είναι σχετικά σταθερός κατά το παρελθόν, και εάν οι επενδυτές αναμένουν η τάση αυτή να συνεχιστεί, τότε ο ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εκτίμηση του αναμενόμενου μελλοντικού ρυθμού αύξησης. Αυτό ακούγεται λογικό, αλλά δυστυχώς ιστορικά σπάνια συναντάμε σταθερότητα. Ως εκ τούτου, η χρήση του ιστορικού ρυθμού ανάπτυξης στην μέθοδο DCF πρέπει να εφαρμόζεται κατά την κρίση του αναλυτή, και επίσης σε συνδυασμό με άλλες μεθόδους εκτίμησης της ανάπτυξης. Τέλος, διάφοροι μέθοδοι χρησιμοποιούνται στην ανάλυση των δεδομένων, προκειμένου να μειωθεί η ευαισθησία στην επιλογή χρονικής περιόδου. Μία τέτοια μέθοδος είναι η λογαριθμική γραμμική παλινδρόμηση,

επειδή λαμβάνει υπόψη όλα τα σημεία της χρονολογικής σειράς. Επιπλέον μπορεί, αντί συγκεκριμένων χρόνων, να επιλεγθούν ως σημεία έναρξης και λήξεως της περιόδου ανάλυσης ο μέσος αριθμητικός ορισμένων χρόνων.

Οι προβλέψεις των αναλυτών. Επενδυτικοί οίκοι δημοσιεύουν εκτιμήσεις για το ποσοστό αύξησης των κερδών των περισσότερων από τις μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις. Επιπλέον, αρκετές χρηματιστηριακές εταιρείες καταρτίζουν προβλέψεις αναλυτών σε τακτική βάση και παρέχουν περίληψη πληροφοριών όπως η μέση τιμή και το εύρος των προβλέψεων. Περιλήψεις, όπως εκείνες που υπολογίζονται από την εταιρεία Zack, ή από την Thomson Financial Network, μπορούμε να τις βρούμε και στο διαδίκτυο. Αυτοί οι συντελεστές ανάπτυξης κερδών χρησιμοποιούνται συχνά ως εκτιμήσεις του ποσοστού αύξησης των μερισμάτων. Όπως βέβαια αναφέρθηκε και στον υπολογισμό της αμοιβής κινδύνου της αγοράς, θα πρέπει να είμαστε επιφυλακτικοί και στην δεύτερη αυτή μέθοδο καθώς τίθενται θέματα αντικειμενικότητας και ακρίβειας των δεδομένων και των αναλύσεων ενώ επιπλέον διαφορετικές απόψεις οδηγούν σε αντικρουόμενα αποτελέσματα.

Υπόδειγμα ρυθμού παρακράτησης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μέρος των καθαρών τους εσόδων είτε για την πληρωμή μερισμάτων είτε για αγορά ιδίων μετοχών και το υπόλοιπο το διατηρούν ως παρακρατηθέντα κέρδη. Το ποσοστό διανεμομένων κερδών (payout ratio) είναι το ποσοστό των καθαρών έσοδων που η επιχείρηση καταβάλλει ως μερίσμα και προκύπτει από τον λόγο των συνολικών μερισμάτων προς το καθαρό εισόδημα. Ο δείκτης παρακράτησης κερδών (retention ratio) είναι συμπληρωματικός του δείκτη διανεμομένων κερδών και ισχύει:

Ποσοστό παρακρατηθέντων κερδών = (1 - ποσοστό διανεμομένων κερδών)

Ο δείκτης ROE είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, και προκύπτει από την διαίρεση του διαθέσιμου για τους μετόχους καθαρού εισοδήματος με το κοινό μετοχικό κεφάλαιο. Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών μιας επιχείρησης θα εξαρτηθεί από το ποσό του καθαρού εισοδήματος που παρακρατείται και το ποσοστό που κερδίζει επί των παρακρατηθέντων κερδών. Οπότε, μπορούμε να εκφράσουμε υπόδειγμα ρυθμού παρακράτησης ως εξής:

$g = (A_{ικ}) \times \Delta ΠΚ$ ή $g = ROE \times (\text{Retention ratio})$ όπου:

A_{rk} = Προσδοκώμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) και

ΔΠΚ = Δείκτης παρακράτησης κερδών (Retention ratio)

Η παραπάνω εξίσωση παράγει ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Προκειμένου όμως να την χρησιμοποιήσουμε, θα πρέπει να κάνουμε τέσσερις σημαντικές παραδοχές:

(1) Περιμένουμε το ποσοστό διανεμομένων κερδών, και ως εκ τούτου το ποσοστό παρακράτησης, να παραμείνουν σταθερά.

(2) Περιμένουμε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για νέες επενδύσεις να παραμείνει σταθερή και ίση με την τρέχουσα απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

(3) Η επιχείρηση δεν αναμένεται να εκδώσει νέες κοινές μετοχές, ή εάν ναι, περιμένουμε αυτές οι νέες μετοχές να πωληθούν σε τιμή ίση προς τη λογιστική τους αξία.

(4) Οι μελλοντικές επενδύσεις της επιχείρησης αναμένεται να έχουν τον ίδιο βαθμό κινδύνου με το υπάρχον ενεργητικό.

Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειώσουμε ότι το υπόδειγμα DCF εκφράζει το κόστος των κοινών μετοχών μιας επιχείρησης ως την μερισματική απόδοση (το αναμενόμενο μέρισμα διαιρεμένο με την τρέχουσα τιμή της μετοχής), συν το ποσοστό ανάπτυξης. Η μερισματική απόδοση μπορεί να εκτιμηθεί με σιγουριά, αλλά η αβεβαιότητα στην εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης, g , προκαλεί αβεβαιότητα και στην εκτίμηση του κόστους με το υπόδειγμα DCF. Από τις τρεις μεθόδους που αναφέραμε παραπάνω, οι μελέτες έχουν δείξει ότι οι προβλέψεις των αναλυτών συνήθως αποτελούν την καλύτερη πηγή δεδομένων για τον ρυθμό ανάπτυξης μιας επιχείρησης και για το κόστος κεφαλαίου της.

2.2.3. Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής κινδύνου (Bond-Yield-plus-Risk-Premium).

Ορισμένοι αναλυτές χρησιμοποιούν μια υποκειμενική προσέγγιση για την εκτίμηση του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, που στηρίζεται στο εύκολα παρατηρήσιμο κόστος δανεισμού των εταιρειών. Απλά προσθέτουν ένα υποκειμενικό ασφάλιστρο κινδύνου στο επιτόκιο του μακροπρόθεσμου χρέους της

επιχείρησης (long-term debt). Είναι λογικό να σκεφτεί κανείς ότι οι επιχειρήσεις με επικίνδυνο (risky), χαμηλής βαθμολογίας (low-rated), και κατά συνέπεια υψηλού επιτοκίου χρέος, θα πρέπει επίσης να έχουν επικίνδυνα και υψηλού κόστους ίδια κεφάλαια. Κατά την προσέγγιση αυτή ισχύει:

$$K_{κ} = \text{Απόδοση ομολογιών επιχείρησης} + \text{Αμοιβή κινδύνου}$$

Επιφυλακτικοί θα πρέπει να είμαστε ως προς την εκτίμηση της αμοιβής του κινδύνου ενώ η απόδοση των ομολογιών της επιχείρησης είναι εύκολο να εκτιμηθεί.

Πέρα από την χρησιμοποίηση του ιστορικού ασφαλίστρου (με τα όποια μειονεκτήματα, που έχουν αναλυθεί παραπάνω), μπορούμε να υπολογίσουμε την τρέχουσα αμοιβή κινδύνου με εκπόνηση μελέτης για την επιθυμητή αμοιβή κινδύνου από τους αναλυτές, και να χρησιμοποιήσουμε την μέση τιμή των απαντήσεων που θα συλλέξουμε ως μια εκτίμηση της τρέχουσας αμοιβής κινδύνου.

Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες προτείνουν ένα ασφαλίστρο κινδύνου από 3 έως 5 ποσοστιαίες μονάδες επί του επιτοκίου των ομολογιών της επιχείρησης (firms own bond yield). Με ένα τόσο ευρύ φάσμα τιμών όμως, αυτή η μέθοδος δεν είναι πιθανόν να μας δώσει ένα ακριβές κόστος ιδίων κεφαλαίων.

2.2.4. Σύγκριση Μεθόδων Υπολογισμού Κόστους Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου.

Έχουμε αναλύσει τρεις μεθόδους για την εκτίμηση της απαιτούμενης απόδοσης (κόστος) των κοινών μετοχών. Αν τα αποτελέσματα από την εφαρμογή των υποδειγμάτων δεν έχουν αποκλίσεις, δεν έχει μεγάλη διαφορά ποια μέθοδος θα χρησιμοποιηθεί. Αν όμως παρατηρήσουμε μεγάλες αποκλίσεις, ο οικονομικός αναλυτής θα πρέπει να χρησιμοποιήσει την κρίση του ως προς τα συγκριτικά πλεονεκτήματα της κάθε εκτίμησης και στη συνέχεια να επιλέξει την μέθοδο που φαίνεται πιο λογική υπό τις περιστάσεις. Γενικά, είναι προτιμότερο να υπολογίζεται το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου με κάθε υπόδειγμα, να υπολογίζεται ο μέσος αριθμητικός του χαμηλού και υψηλού σημείου κάθε μεθόδου, και, τέλος, να υπολογίζεται ο μέσος αριθμητικός των παραπάνω μέσων.

Σε πρόσφατες έρευνες διαπιστώθηκε ότι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) είναι μακράν η πιο διαδεδομένη μέθοδος. Παρόλο που οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν περισσότερες από μία μεθόδους, σε μια έρευνα σχεδόν το 74% και σε μία άλλη το 85%, απάντησαν ότι χρησιμοποίησε το CAPM. Τα αποτελέσματα αυτά αποτελούν έντονη αντίθεση με μια έρευνα του 1982, η οποία διαπίστωσε ότι μόνο το 30% των ερωτηθέντων χρησιμοποίησε το υπόδειγμα CAPM. Σήμερα, περίπου το 16% των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν το υπόδειγμα DCF, σε σχέση με το 31% το 1982. Η μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής κινδύνου χρησιμοποιείται κυρίως από επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Στους παρακάτω πίνακες αναφέρονται μερικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των υποδειγμάτων CAPM και DCF.

Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων.

Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα
Αναγνωρίζει εμφανώς το συστηματικό κίνδυνο.	Οι συντελεστές βήτα μπορεί να μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου.
Μπορεί να εφαρμοστεί σε οποιαδήποτε κοινή μετοχή.	Εν μέρη μη πραγματικές υποθέσεις.
Μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου ενός μόνοτμήματος της επιχείρησης.	
Μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη διαχείριση μεγάλων χαρτοφυλακίων μετοχών.	

Υπόδειγμα Προεξοφλημένων ταμιακών ροών.

Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα
Χρησιμοποιείται εύκολα.	Δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί όταν $K_{\mu} < g$
Η τρέχουσα τιμή της μετοχής μπορεί να προσαρμοστεί για τις ανάγκες του κόστους έκδοσης της μετοχής.	Δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί όταν μη ταμιακά μερίσματα προσδοκούνται στο άμεσο μέλλον.
Μπορεί να προσεγγίσει την πραγματική συμπεριφορά πολλών επιχειρήσεων (για μεγάλα χρονικά διαστήματα).	Εν μέρη μη πραγματικές υποθέσεις

Έμπειροι αναλυτές στην εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων αναγνωρίζουν την ανάγκη τόσο για προσεκτική ανάλυση όσο και για σωστή κρίση. Θα ήταν ιδανικό να μπορούσαμε να καθορίσουμε έναν εύκολο και ακριβή τρόπο προσδιορισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων και να προσποηθούμε ότι η κρίση είναι περιττή. Δυστυχώς όμως, αυτό δεν είναι δυνατό. Η χρηματοοικονομική διοίκηση είναι σε μεγάλο βαθμό θέμα κρίσης, και θα πρέπει να αντιμετωπίσουμε αυτό το γεγονός.

2.3. Κόστος Αποθεματικών.

Το μετοχικό κεφάλαιο που αυξάνεται έμμεσα με την μορφή παρακρατηθέντων κερδών έχει κόστος; Φυσικά ναι. Αν κάποια από τα κέρδη της επιχείρησης παρακρατούνται, οι μέτοχοι έχουν ένα κόστος ευκαιρίας. Δεδομένου ότι η αποθεματοποίηση κερδών θεωρείται ένας εύκολος τρόπος επανεπένδυσης στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, οι μέτοχοι περιμένουν μία απόδοση τόσο υψηλή όσο των νέων μετοχών. Τα παρακρατηθέντα αυτά κέρδη θα μπορούσαν να τα πάρουν με τη μορφή μερίσματος και να τα χρησιμοποιήσουν είτε για επαναγορά μετόχων της επιχείρησης είτε να τα τοποθετήσουν σε διαφορετικές επενδύσεις. Γι αυτό το λόγο, η επιχείρηση πρέπει να πετυχαίνει απόδοση για τα παρακρατηθέντα κέρδη τουλάχιστον ίση με την επιστροφή (return) που θα μπορούσαν να κερδίσουν οι

επενδυτές από τις μετοχές που κατέχουν, είτε από εναλλακτικές επενδύσεις σε επιχειρήσεις αντίστοιχου ρίσκου.

Τι απόδοση αναμένουν οι μέτοχοι της επιχείρησης από ισοδύναμου ρίσκου επενδύσεις; Η απάντηση είναι K_k . Την απόδοση που λαμβάνουν από την τοποθέτηση τους σε κοινές μετοχές της επιχείρησης. Γι αυτό το λόγο, το κόστος κοινών μετόχων, K_k , είναι επίσης και το κόστος των παρακρατηθέντων κερδών. Αν μια επιχείρηση δεν μπορεί να κερδίσει τουλάχιστον K_k για τα παρακρατηθέντα κέρδη, τότε, με την μορφή μερισμάτων, θα πρέπει να τα αποφέρει στους μετόχους της ώστε με την σειρά τους να τα τοποθετήσουν σε επενδύσεις που αποδίδουν K_k .

2.4. Κόστος Προνομιούχου Κεφαλαίου.

Αρκετές είναι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τα προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ως πηγή χρηματοδότησης. Παρόλο που δεν είναι υποχρεωτικό να πληρωθούν μερίσματα σε κατόχους προνομιούχων μετόχων, οι επιχειρήσεις πληρώνουν τα μερίσματα διότι διαφορετικά:

- α) Δεν μπορούν να πληρώσουν μερίσματα στους κατόχους κοινών μετόχων.
- β) Θα αντιμετωπίσουν δυσκολίες στο να αντλήσουν νέα κεφάλαια από την αγορά και
- γ) Σε ορισμένες περιπτώσεις οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών μπορεί να πάρουν τον έλεγχο της επιχείρησης. Ισχύει ο τύπος:

$$K_{\Pi} = \frac{M_{\Pi}}{T\Pi} \text{ όπου:}$$

K_{Π} = κόστος προνομιούχων μετόχων.

M_{Π} = μερίσμα προνομιούχων μετόχων και

$T\Pi$ = τιμή προνομιούχων μετόχων

Τα έξοδα έκδοσης προνομιούχων μετόχων είναι υψηλότερα απ' ό τι της έκδοσης δανείου οπότε τα υπολογίζουμε προκειμένου να βρούμε το WACC . Επομένως για να υπολογίσουμε το κόστος προνομιούχων μετόχων διαιρούμε το μερίσμα με την

τιμή της προνομιούχου μετοχής αφού αφαιρέσουμε τα έξοδα έκδοσης. Οπότε ισχύει:

$$K_{\Pi} = \frac{M_{\Pi}}{KT\Pi} \text{ όπου:}$$

KTΠ = Καθαρή τιμή προνομιούχων μετοχών.

Για παράδειγμα, έστω ότι μια επιχείρηση πληρώνει μέρισμα 1€ για κάθε μια προνομιούχο μετοχή. Προκειμένου η επιχείρηση να εκδώσει νέο προνομιούχο κεφάλαιο έχει έξοδα έκδοσης ίσα με το 2,5% ή 0,25€ ανά μετοχή των 10€. Ισχύει:

$$K_{\Pi} = 1 / 9,75 = 10,3\%.$$

2.5. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.

Κάθε επιχείρηση έχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, η οποία ορίζεται ως το μίγμα εκείνο του χρέους, των προνομιούχων μετοχών, των κοινών μετοχών και των αποθεματικών, που μεγιστοποιεί την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Ως εκ τούτου, μια εταιρεία που στόχο έχει την μεγιστοποίηση της αξίας της, θα καθορίσει ένα στόχο (βέλτιστης) κεφαλαιακής διάρθρωσης και στη συνέχεια θα αντλεί κεφάλαια με τέτοιο τρόπο ώστε διαχρονικά να διατηρεί την πραγματική της κεφαλαιακή δομή εντός του στόχου της. Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να υποθέσουμε ότι η επιχείρηση έχει προσδιορίσει την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή της, ότι την έχει ως στόχο, και ότι χρησιμοποιεί το σωστό μείγμα χρηματοδότησης ώστε να παραμένει διαρκώς εντός του στόχου της.

Οι αναλογίες του χρέους, των προνομιούχων μετοχών, των αποθεματικών καθώς και των κοινών μετοχών, μαζί με τα κόστη των πηγών αυτών χρηματοδότησης, χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου της επιχείρησης (Weighted Average Cost of Capital) ή από εδώ και στο εξής WACC. Ισχύει λοιπόν:

$$M\text{ΣΚΚ} = \Sigma_1 \times K_{\delta} + \Sigma_2 \times K_{\alpha} + \Sigma_3 \times K_{\pi} + \Sigma_4 \times K_{\kappa} \text{ όπου:}$$

ΜΣΚΚ = Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της επιχείρησης

Σ_1 = Αναλογία Μακροπρόθεσμου Δανεισμού

Σ_2 = Αναλογία Αποθεματικών

Σ_3 = Αναλογία Προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

Σ_4 = Αναλογία Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου

Δύο σημεία πρέπει να επισημανθούν. Πρώτον, το WACC είναι το τρέχον μέσο σταθμισμένο κόστος της εταιρείας, και αποτελεί οριακό συντελεστή, και όχι το μέσο κόστος των κεφαλαίων της που άντλησε στο παρελθόν. Δεύτερον, τα ποσοστά κάθε συστατικού του κεφαλαίου (capital component), τα οποία ονομάζονται βάρη (weights), θα πρέπει να βασίζονται στην κεφαλαιακή διάρθρωση-στόχο της διοίκησης.

Τα απαιτούμενα ποσοστά απόδοσης για τους επενδυτές της εταιρείας, είτε πρόκειται για νέους είτε για παλιούς, είναι πάντα οριακοί συντελεστές (marginal rates). Για παράδειγμα, ένας μέτοχος μπορεί να επένδυσε πέρυσι σε μια εταιρεία, όταν το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate) ήταν 6% και μπορεί να είχε μια απαιτούμενη απόδοση μετοχικού κεφαλαίου ύψους 12%. Αν το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου ανέβει και τώρα είναι στο 8%, τότε απαιτείται από τους επενδυτές μια απόδοση ίση με 14% (με την υπόθεση ότι όλοι οι παράγοντες παραμένουν σταθεροί). Αυτή είναι η απόδοση που απαιτεί και ένας νέος μέτοχος, είτε απέκτησε τις μετοχές στη δευτερογενή αγορά είτε μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές, είτε είναι ήδη κάτοχοι μετοχών, είτε είναι νέοι μέτοχοι, όλοι έχουν τον ίδιο απαιτούμενο συντελεστή απόδοσης, ο οποίος είναι ο σημερινός συντελεστή απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου. Η ίδια συλλογιστική ισχύει και για κατόχους ομολόγων της εταιρείας. Όλοι οι ομολογιούχοι, είτε παλαιοί είτε νέοι, έχουν απαιτούμενο συντελεστή απόδοσης ίσο με το επιτόκιο χρέους της εταιρείας, το οποίο εξαρτάται από τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς.

Επειδή όλοι οι επενδυτές απαιτούν ποσοστά απόδοσης με βάση τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς κατά την ημερομηνία τοποθέτησης τους και όχι βάση του παρελθόντος, το κόστος κεφαλαίου επίσης εξαρτάται από τις σημερινές συνθήκες, και όχι από τις παρελθούσες συνθήκες της αγοράς. Με βάση αυτή την άποψη, το WACC είναι ένα οριακό κόστος, δεδομένου ότι εξαρτάται άμεσα από τα τρέχοντα επιτόκια της αγοράς. Τα επιτόκια δηλαδή που η εταιρεία θα καταβάλλει για κάθε νέο κεφάλαιο, αγνοώντας το κόστος έκδοσης του (flotation costs).

Συχνά ακούγονται απόψεις όπως το ότι για να αξιολογήσουμε τα έργα του τρέχοντος έτους θα χρησιμοποιήσουμε το κόστος χρέους (π.χ. 6% μετά φόρων) και όχι το WACC (έστω 12%), διότι φέτος χρηματοδοθήκαμε μόνο με δανεισμό. Εδώ είναι το πρόβλημα αυτής της συλλογιστικής. Παρόλο που ορισμένοι επενδυτές, όπως οι κάτοχοι χρέους (debtholders), έχουν προτεραιότητα απαιτήσεων (higher priority claims) σε σχέση με άλλους, όλοι οι επενδυτές έχουν απαιτήσεις για όλες τις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Για παράδειγμα, αν μια εταιρεία αυξήσει το χρέος της και επίσης κάνει μια νέα επένδυση το ίδιο έτος, οι νέοι δανειστές (debtholders) δεν έχουν απαιτήσεις (claim) μόνο από τις ταμειακές ροές της συγκεκριμένης επένδυσης (υπό την προϋπόθεση ότι δεν είναι αυτοχρηματοδοτούμενο έργο). Στην πραγματικότητα, οι νέοι δανειστές έχουν απαίτηση από τις ταμειακές ροές που δημιουργούνται τόσο από τα νέα έργα όσο και από τα υφιστάμενα, όπως και οι παλαιοί κάτοχοι χρέους (και οι κάτοχοι μετοχών). Ως εκ τούτου, η απόφαση να γίνει μια νέα επένδυση θα πρέπει να εξαρτηθεί από την δυνατότητα της επένδυσης να ικανοποιήσει όλους τους επενδυτές της εταιρείας, και όχι μόνο τους νέους δανειστές της, έστω και αν μόνο το χρέος αυξηθεί το εν λόγω έτος.

Ένα ερώτημα που προκύπτει είναι πάνω σε τι αξίες πρέπει να βασίζονται οι συντελεστές στάθμισης; Ένας επενδυτής αναμένει να λάβει ποσοστό απόδοσης επί του συνολικού μεριδίου του (stake) στην επιχείρηση, που είναι και η τρέχουσα αγοραία αξία της επένδυσης του. Ως εκ τούτου, οι συντελεστές που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση του WACC πρέπει να βασίζονται στις αξίες της αγοράς (market values), και όχι σε λογιστικές αξίες (book values).

Εδώ να σημειώσουμε ότι ο κίνδυνος μιας επιχείρησης, όπως μετράται από την βαθμολογία ομολόγων της (bond rating), επηρεάζει το κόστος χρέους της. Επιπλέον, η βαθμολογία ομολόγων εξαρτάται εν μέρει από το ποσοστό της επιχείρησης που χρηματοδοτείται με χρέος. Αυτό όμως επίσης επηρεάζει το κόστος των μετοχικού κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, το κόστος του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου εξαρτώνται από την κεφαλαιακή διάρθρωση και κυρίως από τα μελλοντικά βάρη που αναμένουν οι επενδυτές και όχι από τα σημερινά, τα οποία κυμαίνονται λόγω των συνθηκών της αγοράς και από τις πιο πρόσφατες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης. Έτσι, οι συντελεστές που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του WACC πρέπει επίσης να βασίζονται στα αναμενόμενα μελλοντικά κεφαλαιακά δομή-στόχο της επιχείρησης. Παραπάνω όμως πληροφορίες για την κεφαλαιακή

διάρθρωση της επιχείρησης και πως αυτή επηρεάζει το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της θα δοθούν στο Κεφάλαιο 3.

2.5.1. Παράγοντες που επηρεάζουν το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.

Το κόστος κεφαλαίου επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Μερικοί είναι πέραν του ελέγχου της επιχείρησης, ενώ άλλοι επηρεάζονται από τη χρηματοδότησή της και τις επενδυτικές της πολιτικές.

2.5.1.1. Παράγοντες που η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει.

Οι τρεις σημαντικότεροι παράγοντες που είναι πέρα από τον άμεσο έλεγχο μιας επιχείρησης είναι το επίπεδο των επιτοκίων, ο κίνδυνος της αγοράς, και οι φορολογικοί συντελεστές.

Το επίπεδο των επιτοκίων: Εάν τα επιτόκια αυξηθούν, το κόστος του χρέους των επιχειρήσεων αυξάνεται, διότι θα πρέπει να καταβάλουν στους ομολογιούχους υψηλότερο επιτόκιο προκειμένου να αποκτήσουν ομολογίες. Επιπλέον, όπως είδαμε στην ανάλυση του υποδείματος CAPM, οι υψηλότεροι τόκοι αυξάνουν το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, τα επιτόκια στις Ηνωμένες Πολιτείες μειώθηκαν σημαντικά. Αυτό μείωσε το κόστος τόσο του δανεισμού όσο και των ιδίων κεφαλαίων για όλες τις επιχειρήσεις, οι οποίες ενθαρρύνθηκαν να προχωρήσουν σε νέες επενδύσεις. Το χαμηλότερο επίπεδο επιτοκίων, έδωσε επίσης την δυνατότητα στις επιχειρήσεις των ΗΠΑ να είναι πιο αποτελεσματικές στο πλαίσιο του ανταγωνισμού τους με τις γερμανικές και ιαπωνικές επιχειρήσεις, οι οποίες στο παρελθόν απολάμβαναν συγκριτικά χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου.

Ο κίνδυνος της αγοράς. Ο εκτιμώμενος κίνδυνος, και η αποστροφή των επενδυτών προς αυτόν, προσδιορίζουν το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς. Μεμονωμένες επιχειρήσεις δεν μπορούν να ελέγξουν αυτόν τον παράγοντα, αλλά επηρεάζει το κόστος του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων τους, και συνεπώς το WACC.

Οι φορολογικοί συντελεστές. Οι φορολογικοί συντελεστές, οι οποίοι σε μεγάλο βαθμό είναι εκτός του ελέγχου της επιχείρησης, έχουν σημαντική επίδραση στο κόστος κεφαλαίου. Οι φορολογικοί συντελεστές χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του κόστους του χρέους, όμως υπάρχουν και άλλοι λιγότερο προφανείς τρόποι με τους οποίους η φορολογική πολιτική επηρεάζει το WACC. Για παράδειγμα, η μείωση του φορολογικού συντελεστή κεφαλαιουχικών κερδών (capital gains) σε σχέση με τον φόρο εισοδήματος (ordinary income) θα καταστήσει πιο ελκυστικές τις μετοχές, γεγονός που θα μείωνε το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με εκείνο του χρέους. Αυτό, θα οδηγούσε σε αλλαγή της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης προς την κατεύθυνση λιγότερο χρέος και περισσότερα ίδια κεφάλαια.

2.5.1.2. Παράγοντες που η επιχείρηση μπορεί να ελέγξει.

Μια επιχείρηση μπορεί να επηρεάσει το κόστος του κεφαλαίου της, μέσω της πολιτικής κεφαλαιακής διάρθρωσης (capital structure policy), της μερισματικής της πολιτικής (dividend policy), και της επενδυτικής της πολιτικής (investment policy) μέσω της κατάρτισης του προϋπολογισμού κεφαλαίου (capital budgeting).

Η πολιτική κεφαλαιακής διάρθρωσης. Αν και παραπάνω στοιχεία θα δοθούν στο Κεφάλαιο 3 (Η Κεφαλαιακή Διάρθρωση της Επιχείρησης), στην παράγραφο 2.5. επισημάνουμε ότι τα ποσοστά κάθε συστατικού του κεφαλαίου (capital component), τα οποία ονομάζονται βάρη (weights), θα πρέπει να βασίζονται στην κεφαλαιακή διάρθρωση-στόχο της διοίκησης. Είναι σαφές, ωστόσο, ότι μια επιχείρηση μπορεί να αλλάξει την κεφαλαιακή της δομή, και μια τέτοια αλλαγή μπορεί να επηρεάσει το κόστος του κεφαλαίου της. Για παράδειγμα, το μετά φόρων κόστος του χρέους είναι χαμηλότερο από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, εάν η επιχείρηση αποφασίσει να χρησιμοποιήσει περισσότερο χρέος και λιγότερο κοινό μετοχικό κεφάλαιο ή αποθεματικά, η μεταβολή των βαρών της εξίσωσης WACC θα τείνει να μειώσει το μέσο σταθμικό κόστος. Ωστόσο, με την αύξηση του χρέους, θα αυξηθεί η επικινδυνότητα τόσο του χρέους όσο και του μετοχικού κεφαλαίου. Η αύξηση αυτή του κινδύνου, θα οδηγήσει τους επενδυτές να απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την συγκεκριμένη επιχείρηση (είτε ως δανειστές είτε ως μέτοχοι). Το μεγαλύτερο κόστος των συστατικών στοιχείων του κεφαλαίου

(component costs), θα τείνει να αντισταθμίσει τις επιπτώσεις από την μεταβολή των συντελεστών στάθμισης.

Η μερισματική πολιτική. Το ποσοστό των κερδών που καταβάλλονται με την μορφή μερισμάτων επηρεάζουν την απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής (required rate of return) και επομένως το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου (επομένως και το WACC). Επίσης, αν το ποσοστό διανεμομένων κερδών της επιχείρησης είναι τόσο υψηλό ώστε θα πρέπει να εκδοθούν νέες μετοχές σε περίπτωση μια νέας επένδυσης, αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα να αυξηθούν τα έξοδα έκδοσης (flotation costs) και επομένως και το κόστος μετοχικού κεφαλαίου.

Η επενδυτική πολιτική. Τα απαιτούμενα ποσοστά απόδοσης για τις κοινές μετοχές και τα ομόλογα της εταιρείας αντανακλούν τον κίνδυνο των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Τα νέα κεφάλαια που θα επενδυθούν στο ενεργητικό, σιωπηρά υποθέτουμε ότι θα έχουν τον ίδιο βαθμό κινδύνου, όπως τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία. Η υπόθεση αυτή είναι γενικά σωστή, καθώς οι περισσότερες επιχειρήσεις επενδύουν σε στοιχεία ενεργητικού παρόμοια με αυτά που χρησιμοποιούν ως τώρα. Αν όμως μια επιχείρηση επενδύσει σε μια εντελώς νέα επιχειρηματική δραστηριότητα, το οριακό κόστος του κεφαλαίου θα πρέπει να αντανakλά την επικινδυνότητα της νέας επένδυσης.

2.5.2. Λάθη στον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.

Συχνά βλέπουμε να γίνονται κάποια χαρακτηριστικά λάθη κατά τον υπολογισμό του WACC, τα οποία κρίνεται και σκόπιμο να αναφερθούν στην παράγραφο αυτή.

Δεν θα πρέπει ποτέ να χρησιμοποιούμε το επιτόκιο του υφιστάμενου χρέους της επιχείρησης ως το κόστος προ φόρων του χρέους της. Το κόστος του χρέους είναι το επιτόκιο που η επιχείρηση θα καταβάλει αν το χρέος εκδοθεί σήμερα.

Κατά την εκτίμηση της αμοιβής κινδύνου της αγοράς στο υπόδειγμα CAPM, δεν θα πρέπει ποτέ να χρησιμοποιούμε τον ιστορικό μέσο όρο απόδοσης των μετοχών σε συνδυασμό με το τρέχον επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Ο ιστορικός μέσος όρος απόδοσης των κοινών μετοχών έχει υπολογισθεί ότι είναι περίπου 12,2%, ο ιστορικός μέσος όρος απόδοσης των μακροπρόθεσμων ομολόγων του δημοσίου

περίπου 5,8%, και η διαφορά μεταξύ τους, η οποία αποτελεί το ιστορικό ασφάλιστρο κινδύνου, είναι 6,4%. Το σημερινό ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς βρίσκεται ως η διαφορά μεταξύ της εκτιμήσεως της τρέχουσας αναμενόμενης απόδοσης των κοινών μετοχών και της τρέχουσας αναμενόμενης απόδοσης των μακροπρόθεσμων ομολόγων του δημοσίου (Treasury Bonds). Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι για κάποια μετοχή εκτιμούμε ότι θα έχουμε μελλοντική απόδοση 11%, και το τρέχον επιτόκιο των μακροπρόθεσμων ομολόγων του δημοσίου είναι 6%. Αυτό σημαίνει ότι περιμένουμε να κερδίσουμε 11% εάν αγοράσουμε μετοχές σήμερα και 6%, εάν αγοράσουμε ομόλογα. Ως εκ τούτου, αυτό συνεπάγεται ένα τρέχον ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς ύψους $11\% - 6\% = 5\%$. Θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε είτε το ιστορικό είτε το τρέχον ασφάλιστρο κινδύνου, αλλά θα ήταν λάθος να χρησιμοποιήσουμε το ιστορικό ποσοστό απόδοσης της αγοράς, 12,2%, διότι θα μας έδινε μία πριμοδότηση κινδύνου ίση με $12,2\% - 5\% = 7,2\%$.

Επιπλέον δεν θα πρέπει να χρησιμοποιούμε ποτέ την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων κατά την εκτίμηση των βαρών (weights) της κεφαλαιακής διάρθρωσης για τον υπολογισμό του WACC. Η πρώτη μας κίνηση θα πρέπει να είναι να χρησιμοποιήσουμε την κεφαλαιακή διάρθρωση στόχο για τον προσδιορισμό των βαρών. Στην περίπτωση ενός εξωτερικού αναλυτή, που δεν γνωρίζει την κεφαλαιακή δομή στόχο καθώς και τα βάρη, είναι καλύτερα να γίνει η εκτίμηση με βάση την τρέχουσα αξία των στοιχείων του κεφαλαίου παρά την λογιστική τους αξία. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τα ίδια κεφάλαια. Γενικά, οι τρέχουσες τιμές των μετοχών, σπάνια είναι κοντά στην λογιστική τους αξία. Εάν το χρέος της εταιρείας δεν είναι διαπραγματεύσιμο στην δευτερογενή αγορά, τότε είναι λογικό να χρησιμοποιήσουμε την λογιστική αξία του χρέους για την εκτίμηση του βάρους, δεδομένου ότι οι λογιστικές τιμές του χρέους σε σχέση με τις τρέχουσες, ιδιαίτερα για το βραχυπρόθεσμο χρέος, είναι συνήθως κοντά η μία με την άλλη. Για να συνοψίσουμε, εάν δεν γνωρίζουμε την κεφαλαιακή διάρθρωση στόχο, τότε χρησιμοποιούμε την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων και όχι την λογιστική.

Τέλος θα πρέπει πάντα να θυμόμαστε ότι συστατικά στοιχεία του κεφαλαίου της επιχείρησης είναι χρήματα που προέρχονται από επενδυτές. Εάν δεν προέρχονται από κάποιο επενδυτή, τότε δεν αποτελούν συνιστώσα του χρηματικού κεφαλαίου της. Αρκετοί είναι εκείνοι που υποστηρίζουν ότι υπάρχουν πηγές χρηματοδότησης, όπως οι λογαριασμοί πληρωτέοι, που θα πρέπει να περιληφθούν στον υπολογισμό του WACC. Ωστόσο, αυτοί οι λογαριασμοί οφείλονται στις σχέσεις της επιχείρησης με τους προμηθευτές και τους εργαζομένους και έχουν αφαιρεθεί κατά τον καθορισμό

του απαιτούμενου κεφαλαίου για μια επένδυση. Ως εκ τούτου, δεν θα πρέπει να συμπεριληφθούν στο WACC. Φυσικά, δεν αγνοούνται στην εταιρική αποτίμηση (corporate valuation) ή στον προϋπολογισμό κεφαλαίου (capital budgeting). Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις επηρεάζουν τις ταμειακές ροές, και επομένως την εταιρική αποτίμηση και την κατάρτιση του προϋπολογισμού κεφαλαίων, αλλά όχι το WACC.

2.5.3. Προβλήματα στον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.

Μια σειρά από δύσκολα ζητήματα που αφορούν το κόστος κεφαλαίου, είτε δεν έχουν αναφερθεί ή έχουν παραλειφθεί. Τα θέματα αυτά είναι εκτός του σκοπού της παρούσας εργασίας, αλλά αξίζουν κάποια αναφορά ώστε να γίνει μια ενημέρωση για τους δυνητικούς κινδύνους.

Ιδιόκτητες επιχειρήσεις. Η ανάλυση μας γύρω από το κόστος κεφαλαίου αναφέρεται κυρίως σε επιχειρήσεις οι οποίες διαθέτουν το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών τους στο κοινό (publicly owned), και επικεντρωθήκαμε στο ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τους μετόχους. Ωστόσο, υπάρχει ένα σοβαρό ερώτημα σχετικά με το πώς θα πρέπει να μετρηθεί το κόστος κεφαλαίου για μια επιχείρηση της οποίας οι μετοχές δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Τα φορολογικά θέματα είναι επίσης ιδιαίτερα σημαντικά σε αυτές τις περιπτώσεις. Γενικά, οι ίδιες αρχές για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου ισχύουν τόσο για επιχειρήσεις που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στην δευτερογενή αγορά όσο και για τις ιδιόκτητες, αλλά οι δυσκολίες εύρεσης αξιόπιστων δεδομένων είναι διαφορετικές σε κάθε περίπτωση.

Μικρές επιχειρήσεις. Οι μικρές επιχειρήσεις είναι κατά κανόνα ιδιόκτητες, καθιστώντας δύσκολο να εκτιμηθεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων τους.

Προβλήματα στην εκτίμηση. Υπάρχουν πρακτικές δυσκολίες κατά την εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Για παράδειγμα, αν χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα DCF, είναι πολύ δύσκολο να χρησιμοποιήσουμε σωστά δεδομένα για την εκτίμηση της ανάπτυξης, γ. Επιπλέον στην μέθοδο Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής κινδύνου, τίθεται θέμα αξιοπιστίας των εκτιμήσεων για το πριμ κινδύνου των

ομολόγων στον τύπο $K_c = \text{Απόδοση ομολογίων επιχείρησης} + \text{Αμοιβή κινδύνου}$. Ως εκ τούτου, δεν μπορούμε ποτέ να είμαστε σίγουροι για το πόσο ακριβής είναι η εκτίμηση μας για το κόστος κεφαλαίου.

Το κόστος κεφαλαίων για επενδύσεις διαφορετικής επικινδυνότητας. Είναι δύσκολο να μετρηθεί ο επενδυτικός κίνδυνος, οπότε και το να ορίσουμε διαφορετικούς συντελεστές προεξόφλησης, για επενδύσεις με διαφορετικούς βαθμούς επικινδυνότητας.

Βάρη / ποσοστά κεφαλαιακής δομής. Στην ανάλυση μας, απλώς λάβαμε σαν δεδομένη την κεφαλαιακή διάρθρωση που έχει σαν στόχο η επιχείρηση και χρησιμοποιήσαμε το στόχο αυτόν ώστε να διατηρήσουμε τους συντελεστές στάθμισης για τον υπολογισμό του WACC. Ο προσδιορισμός της επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι ένα σημαντικό έργο από μόνο του.

Κεφάλαιο 3. Η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

Βασική αποστολή του χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, ενώ πολύ σημαντική είναι η απόφαση σχετικά με τη αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθούν για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης είναι μία από τις πιο σημαντικές.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις θέτουν στόχους για τις διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης. Για παράδειγμα η GE προγραμματίζει να αυξήσει σε 30% του κεφαλαίου της τον δανεισμό, σε 10% τις προνομιούχες μετοχές και σε 60% το κοινό μετοχικό κεφάλαιο. Αυτή είναι η κεφαλαιακή της διάρθρωση στόχος (target capital structure).

3.1. Διαστάσεις κινδύνου.

Δύο είναι οι διαστάσεις κινδύνου μιας επιχείρησης:

- (1) Ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ή η επικινδυνότητα των μετοχών της, όταν αυτή δεν χρησιμοποιεί εξωτερικά κεφάλαια (δανεισμό) για την χρηματοδότηση της και
- (2) Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο οποίος αποτελεί τον πρόσθετο κίνδυνο στον οποίο εκτίθενται οι μέτοχοι, ως αποτέλεσμα της απόφασης της εταιρείας να χρησιμοποιήσει χρέος.

Θεωρητικά, κάθε επιχείρηση αντιμετωπίζει ένα συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου που προκύπτει από την φύση της δραστηριότητας της. Εάν χρησιμοποιεί και δανεισμό για την χρηματοδότηση των εργασιών της, τότε αντιμετωπίζει και μιας δεύτερης μορφής κίνδυνο, τον χρηματοοικονομικό. Για παράδειγμα, εάν η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι 50% χρέος και 50% ίδια κεφάλαια, ο κάθε μέτοχος θα εκτίθεται σε διπλάσιο κίνδυνο σε σχέση με το αν η επιχείρηση χρησιμοποιούσε μόνο ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση της. Φυσικά, οι μέτοχοι μιας επιχείρησης θα απαιτήσουν μεγαλύτερη αμοιβή για την ανάληψη του πρόσθετου (οικονομικού) κινδύνου για τη χρήση του χρέους, και επομένως, η απαιτούμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου θα αυξηθεί. Με άλλα λόγια, όσο μεγαλύτερο το ποσοστό

του χρέους στα κεφάλαια της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος για τους μετόχους, και υψηλότερο το κόστος των κοινών μετοχών.

3.1.1. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος.

Όπως προαναφέρθηκε, επιχειρηματικός κίνδυνος (Business risk) είναι ο κίνδυνος που θα αντιμετώπιζαν οι μέτοχοι της επιχείρησης εάν η τελευταία δεν είχε κανένα χρέος. Ο επιχειρησιακός κίνδυνος προκύπτει από την αβεβαιότητα των προβλέψεων για τις ταμιακές ροές της επιχείρησης, για το λειτουργικό της κέρδος και τις απαιτήσεις της σε κεφάλαια (επενδύσεις). Με άλλα λόγια, δεν γνωρίζουμε πιο είναι το μέγεθος των κερδών εκμετάλλευσης (operating profits), και δεν ξέρουμε πόσο θα πρέπει να επενδύσουμε στην ανάπτυξη νέων προϊόντων, στη δημιουργία νέων μονάδων, και ούτω καθεξής. Η απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων (Return On Investment Capital ή ROIC) συνδυάζει αυτές τις δύο πηγές αβεβαιότητας και η μεταβλητότητα της μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μέτρηση του επιχειρηματικού κινδύνου. Ισχύει:

Απόδοση επενδεδυμένων κεφαλαίων = καθαρά κέρδη μετά από φόρους / κεφάλαιο

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Capital} = \frac{EBIT(1-T)}{Capital}$$

Όπου, το κεφάλαιο είναι το απαιτούμενο ποσό του κεφαλαίου κίνησης, και αριθμητικά ισοδυναμεί με το άθροισμα του χρέους και των κοινών μετοχών της επιχείρησης.

Ο επιχειρησιακός κίνδυνος μπορεί να μετρηθεί με την τυπική απόκλιση του ROIC, σ_{ROIC} . Εάν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις της επιχείρησης είναι σταθερές, ως εναλλακτικό μέτρο του επιχειρηματικού κινδύνου, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την μεταβλητότητα των EBIT, σ_{EBIT} .

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως:

Η διακύμανση της ζήτησης. Όσο πιο σταθερή είναι η ζήτηση για τα προϊόντα της επιχείρησης, με αμετάβλητους τους άλλους παράγοντες, τόσο χαμηλότερος είναι ο κίνδυνος των δραστηριοτήτων της.

Η μεταβλητότητα των τιμών πώλησης. Επιχειρήσεις των οποίων τα προϊόντα πωλούνται σε εξαιρετικά ασταθείς αγορές είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με άλλες των οποίων οι τιμές πώλησης είναι πιο σταθερές.

Μεταβλητότητα του κόστους πρώτων υλών. Οι επιχειρήσεις των οποίων οι τιμές αγοράς πρώτων υλών παρουσιάζουν υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, είναι εκτεθειμένες σε υψηλού βαθμού επιχειρηματικό κίνδυνο.

Δυνατότητα προσαρμογής των τιμών πώλησης στις μεταβολές του κόστους αγοράς πρώτων υλών / εμπορευμάτων. Μερικές επιχειρήσεις είναι σε καλύτερη θέση από άλλες στο να αυξήσουν τις τιμές πώλησης τους σε μία αύξηση του κόστους παραγωγής. Όσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα προσαρμογής στις συνθήκες του κόστους παραγωγής, τόσο χαμηλότερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος.

Δυνατότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων έγκαιρα και με αποτελεσματικό τρόπο. Επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας, όπως οι φαρμακοβιομηχανίες ή οι εταιρείες ηλεκτρονικών υπολογιστών, εξαρτώνται από μια συνεχή ροή παραγωγής και ανάπτυξης νέων προϊόντων. Όσο γρηγορότερα έρχεται η τεχνολογική απαξίωση, τόσο μεγαλύτερος είναι επιχειρηματικός κίνδυνος μιας επιχείρησης.

Η έκθεση κινδύνου σε ξένες αγορές. Οι επιχειρήσεις που δημιουργούν ένα υψηλό ποσοστό των εσόδων τους στο εξωτερικό υπόκεινται σε κέρδη που μπορούν να μειωθούν αισθητά λόγω των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Επίσης, αν μια επιχείρηση λειτουργεί σε μια πολιτικά ασταθή περιοχή, μπορεί να υπόκειται σε πολιτικό κίνδυνο.

Το μέγεθος των παγίων εξόδων, η λειτουργική μόχλευση (operating leverage). Εάν ένα υψηλό ποσοστό του κόστους της επιχείρησης είναι σταθερό και συνεπώς ανελαστικό, όταν η ζήτηση εμφανίζει πτώση, τότε η επιχείρηση εκτίθεται σε σχετικά υψηλού βαθμού επιχειρηματικό κίνδυνο.

Καθένας από τους παραπάνω παράγοντες εξαρτάται τόσο από τα χαρακτηριστικά του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, αλλά σε κάποιο βαθμό και από τη διοίκηση της (management). Για παράδειγμα, οι περισσότερες επιχειρήσεις μπορούν, μέσω των πολιτικών προώθησης, να λάβουν μέτρα για την σταθεροποίηση τόσο της

ποσότητας όσο και της τιμής πώλησης. Ωστόσο, αυτή η σταθεροποίηση μπορεί να απαιτεί μεγάλες δαπάνες σε διαφήμιση ή συμβάσεις τιμών, προκειμένου να δεσμευτούν οι πελάτες να αγοράσουν καθορισμένες ποσοότητες σε καθορισμένες τιμές στο μέλλον. Ομοίως, οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν την αβεβαιότητα για το μελλοντικό κόστος πρώτων υλών / εμπορευμάτων με διαπραγμάτευση της τιμής εργατικών και προμηθειών, αλλά μπορεί να χρειαστεί να πληρώσουν σε τιμές πάνω από την σημερινή. Πολλές επιχειρήσεις επίσης χρησιμοποιούν τεχνικές αντιστάθμισης για τη μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου.

Θεωρώντας τις υπόλοιπες παραμέτρους αμετάβλητες, το υψηλότερο σταθερό κόστος μιας επιχείρησης, σημαίνει και μεγαλύτερη λειτουργική μόχλευση. Το υψηλότερο σταθερό κόστος εν γένει συνδέεται με περισσότερο αυτοματοποιημένες, έντασεως κεφαλαίου, επιχειρήσεις και βιομηχανίες. Ωστόσο, και οι επιχειρήσεις που απασχολούν εργαζόμενους με υψηλή ειδίκευση που πρέπει να διατηρηθούν και να πληρωθούν ακόμη και κατά τη διάρκεια της ύφεσης, επίσης, έχουν σχετικά υψηλά πάγια έξοδα, όπως και οι επιχειρήσεις με υψηλό κόστος ανάπτυξης προϊόντων, διότι η απόσβεση του κόστους ανάπτυξης είναι στοιχείο σταθερού κόστους.

Σε μεγάλο βαθμό, η λειτουργική μόχλευση εξαρτάται από την τεχνολογία. Για παράδειγμα, επιχειρήσεις ηλεκτροδότησης, τηλεφωνικές και αεροπορικές εταιρείες, χαλυβουργικές και εταιρείες χημικών προϊόντων πρέπει απλά να έχουν μεγάλες επενδύσεις σε πάγια στοιχεία του ενεργητικού. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα υψηλό πάγιο κόστος και αυξημένα έξοδα λειτουργικής μόχλευσης. Ομοίως, οι φαρμακευτικές εταιρείες, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, καθώς και άλλες εταιρείες, πρέπει να δαπανούν μεγάλα ποσά για την ανάπτυξη νέων προϊόντων, με αποτέλεσμα την αύξηση της λειτουργικής μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά, επιχειρήσεις τύπου παντοπωλείου, σε γενικές γραμμές έχουν σημαντικά χαμηλότερο σταθερό κόστος, άρα και μικρότερη λειτουργική μόχλευση.

Παρά το γεγονός ότι οι παράγοντες του κλάδου δραστηριοποίησης ασκούν σημαντική επιρροή, όλες οι επιχειρήσεις έχουν κάποιο έλεγχο στην λειτουργική τους μόχλευση. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος μπορεί να επεκτείνει το δυναμικό παραγωγής της, δημιουργώντας εργοστάσιο καύσης είτε φυσικού αερίου είτε άνθρακα. Το εργοστάσιο καύσης άνθρακα θα απαιτήσει μεγαλύτερη επένδυση και θα έχει υψηλότερο σταθερό κόστος, ενώ το μεταβλητό κόστος λειτουργίας του θα είναι σχετικά χαμηλό. Από την άλλη πλευρά, το εργοστάσιο καύσης φυσικού αερίου θα απαιτούσε μια μικρότερη επένδυση και θα

έχει χαμηλότερο σταθερό κόστος, αλλά το μεταβλητό κόστος (για το φυσικό αέριο) θα είναι υψηλό. Έτσι, με τις επενδύσεις της και με τις αποφάσεις προϋπολογισμού του κεφαλαίου της (capital budgeting decisions), οποιαδήποτε εταιρεία μπορεί να επηρεάσει τον βαθμό λειτουργικής μόχλευσης και επομένως το επίπεδο επιχειρηματικού κινδύνου.

3.1.2. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος.

Με τον όρο χρηματοοικονομικό κίνδυνο εννοούμε τον επιπλέον κίνδυνο στον οποίο εκτίθονται οι μέτοχοι ως αποτέλεσμα της απόφασης της επιχείρησης να συμπεριλάβει στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της χρέος. Γενικά, οι μέτοχοι αντιμετωπίζουν ένα ορισμένο ύψος κινδύνου που προκύπτει από τις εργασίες της επιχείρησης, τον επιχειρηματικό κίνδυνο, ο οποίος ορίζεται ως η αβεβαιότητα που εμπεριέχεται στην πρόβλεψη μελλοντικών ROIC. Όταν μια εταιρεία χρησιμοποιεί δανεισμό (χρηματοοικονομική μόχλευση), ο επιχειρηματικός κίνδυνος συγκεντρώνεται στους κοινούς μετόχους της.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι δέκα άτομα αποφασίζουν να ιδρύσουν μια εταιρεία. Εάν το κεφάλαιο της επιχείρησης χωριζόταν μόνο σε κοινές μετοχές, και αν ο καθένας αγοράζε το 10% των μετοχών, τότε κάθε μέτοχος θα συμμετείχε εξίσου στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Ωστόσο, ας υποθέσουμε ότι η επιχείρηση έχει χρηματοδοτηθεί κατά 50% με δανεισμό και 50% με ίδια κεφάλαια, με πέντε από τους επενδυτές να δανείζουν κατά 10% έκαστος την επιχείρηση και τους άλλους πέντε να επενδύουν τα χρήματά τους ως ίδια κεφάλαια. Στην περίπτωση αυτή, οι πέντε πλέον μέτοχοι θα φέρουν όλο τον επιχειρηματικό κίνδυνο, με αποτέλεσμα οι κοινές μετοχές να είναι πολύ πιο επικίνδυνες απ' ό,τι αν η επιχείρηση είχε χρηματοδοτηθεί μόνο με ίδια κεφάλαια. Επομένως, η χρήση χρέους, ή η χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage), συγκεντρώνει τον κίνδυνο της επιχείρησης στους μετόχους της. Η συγκέντρωση αυτή των κινδύνων οφείλεται στο ότι οι δανειστές (debtholders), οι οποίοι λαμβάνουν σταθερό επιτόκιο, δεν συμμετέχουν σε κανένα επιχειρηματικό κίνδυνο. Σε περίπτωση ρευστοποίησης μιας επιχείρησης ικανοποιούνται, κατά σειρά, πρώτα οι απαιτήσεις των ομολογιούχων, μετά των προνομιούχων μετόχων και τελευταία των κοινών μετόχων.

3.2. Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στην προηγούμενη ενότητα δείξαμε πως οι επιλογές επηρεάζουν τον κίνδυνο μιας επιχείρησης καθώς και τις κατηγορίες κινδύνου. Για διάφορους λόγους, περιμένουμε η κεφαλαιακή διάρθρωση να ποικίλλει σημαντικά από κλάδο σε κλάδο. Για παράδειγμα, οι φαρμακευτικές εταιρείες έχουν γενικά πολύ διαφορετική δομή κεφαλαίου σε σχέση με τις αεροπορικές. Επιπλέον, η κεφαλαιακή δομή ποικίλλει μεταξύ επιχειρήσεων και μέσα στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο. Ποιοι παράγοντες εξηγούν αυτές τις διαφορές; Σε μια προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα αυτό, ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες έχουν αναπτύξει διάφορες θεωρίες, οι οποίες έχουν υποβληθεί σε πολλές εμπειρικές δοκιμές. Στην συνέχεια αναφέρονται μερικές από αυτές τις θεωρίες.

3.2.1. Υπόδειγμα Modigliani – Miller: Χωρίς φόρους.

Η σύγχρονη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης ξεκίνησε το 1958, όταν οι καθηγητές Franco Modigliani και Merton Miller (εφεξής MM) δημοσίευσαν το άρθρο τους με τίτλο “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”. Η μελέτη των MM βασίστηκε σε ορισμένες ισχυρές παραδοχές, συμπεριλαμβανομένων των εξής:

1. Δεν υπάρχουν έξοδα μεσιτείας.
2. Δεν υπάρχουν φόροι.
3. Δεν υπάρχουν έξοδα πτώχευσης.
4. Οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν με το ίδιο επιτόκιο όπως οι εταιρείες.
5. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες πληροφορίες με τους διαχειριστές της εταιρείας σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές της ευκαιρίες.
6. Τα EBIT δεν επηρεάζονται από τη χρήση χρέους.

Εάν αυτές οι υποθέσεις θεωρηθούν αληθείς, οι MM απέδειξαν ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, και επομένως θα πρέπει να ισχύει:

$$V_L = V_U = S_L + D \text{ όπου}$$

V_L είναι η αξία μίας εταιρείας η οποία έχει χρηματοδοτηθεί και με ξένα κεφάλαια (levered firm), και είναι ίση με την αξία μίας πανομοιότυπης αλλά χωρίς δάνεια (unlevered) επιχείρησης, V_U .

S_L είναι η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με μόχλευση, και D είναι η αξία του χρέους της.

Υπενθυμίζουμε ότι το WACC είναι ένας συνδυασμός του κόστους του χρέους και των σχετικά υψηλότερων σε κόστος ιδίων κεφαλαίων. Όσο αυξάνεται η μόχλευση, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό (weight) του (χαμηλού κόστους) χρέους, επι του συνολικού κεφαλαίου, αλλά το μετοχικό κεφάλαιο γίνεται πιο επικίνδυνο και επομένως το κόστος του, K_μ , αυξάνεται. Υπό τις παραδοχές των MM, το K_μ αυξάνεται ακριβώς τόσο ώστε να διατηρηθεί το WACC σταθερό. Με άλλα λόγια, αν υποθέσεις των MM είναι σωστές, δεν έχει σημασία το πώς μια επιχείρηση χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της, και επομένως η κεφαλαιακή της διάρθρωση θα είναι άνευ σημασίας.

Παρά το γεγονός ότι ορισμένες από αυτές τις υποθέσεις είναι προφανώς εκτός πραγματικότητας, το συμπέρασμα των MM είναι εξαιρετικά σημαντικό. Εντοπίζοντας τις παραδοχές υπό τις οποίες η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι άνευ σημασίας, οι MM μας έδωσαν στοιχεία για το τι απαιτείται προκειμένου η κεφαλαιακή διάρθρωση να επηρεάζει την αξία μιας επιχείρησης. Το έργο των MM σηματοδότησε την έναρξη της σύγχρονης έρευνας για την κεφαλαιακή διάρθρωση, και οι επόμενες έρευνες επικεντρώθηκαν στην εξέταση των αυστηρών και μη ρεαλιστικών παραδοχών των MM προκειμένου να αναπτυχθεί μια πιο ρεαλιστική θεωρία.

Μια άλλη πολύ σημαντική πτυχή του έργου των MM ήταν διαδικασία της σκέψης τους. Υπέθεσαν δύο χαρτοφυλάκια εκ των οποίων το πρώτο περιλάμβανε το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας χωρίς δανεισμό και τις ταμειακές της ροές με τη μορφή μερισμάτων. Το δεύτερο χαρτοφυλάκιο περιείχε τις μετοχές και το χρέος μιας εταιρείας που έχει χρηματοδοτηθεί με δανειακά κεφάλαια καθώς και τις ταμειακές ροές της με τη μορφή μερισμάτων και πληρωμές τόκων. Υπό τις παραδοχές των MM, οι ταμιακές ροές των δύο χαρτοφυλακίων θα ήταν ίδιες. Στη συνέχεια, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι, αν δύο χαρτοφυλάκια παράγουν τις ίδιες ταμειακές ροές, τότε θα πρέπει να έχουν την ίδια αξία. Η προσέγγιση τους αυτή ήταν εξίσου σημαντική με τα συμπεράσματά της.

3.2.2. Υπόδειγμα Modigliani – Miller: Με φόρους.

Στην συνέχεια, οι MM προχώρησαν σε μία δημοσίευση το 1963 στην οποία «χαλάρωσαν» την υπόθεση ότι δεν υπάρχουν εταιρικοί φόροι (corporate taxes).

Ο φορολογικός κώδικας επιτρέπει στις εταιρείες να εκπέσουν τις πληρωμές τόκων ως έξοδο, αλλά η καταβολή μερίσματος στους μετόχους δεν εκπίπτει. Αυτή η διαφορετική μεταχείριση ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν το χρέος στην κεφαλαιακή τους δομή. Αυτό σημαίνει ότι οι πληρωμές τόκων μειώνουν τους φόρους που καταβάλλονται από μια εταιρεία, και αν μια εταιρεία πληρώνει λιγότερο στο κράτος, αυτό σημαίνει ότι μεγαλύτερο κομμάτι από τις ταμειακές ροές της είναι διαθέσιμο για επενδυτές της. Με άλλα λόγια, η φορολογική έκπτωση των τόκων προστατεύει (shields) το προ φόρων εισόδημα της επιχείρησης.

Όπως και στην προηγούμενη δημοσίευση τους, οι MM προσέθεσαν ένα δεύτερο σημαντικό τρόπο προσέγγισης για την επίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης: Η αξία μιας επιχείρησης με δάνεια είναι η αξία μιας κατά τα άλλα πανομοιότυπης χωρίς δανεισμό επιχείρησης συν την παρούσα αξία των πληρωμών τόκων.

$$V_L = V_U + \text{Παρούσα αξία φορολογικής εξοικονόμησης}$$

Όπου η παρούσα αξία των πληρωμών τόκων είναι ίση με το γινόμενο του φορολογικού συντελεστή της εταιρείας, T , επί το ποσό της οφειλής, D . Δηλαδή:

$$V_L = V_U + T \times D$$

Με φορολογικό συντελεστή 40%, αυτό σημαίνει ότι κάθε ευρώ χρέους προσθέτει περίπου 40 λεπτά στην αξία της επιχείρησης, και αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι σχεδόν 100% χρέος. Οι MM επίσης έδειξαν ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων, $K_{ικ}$, αυξάνεται όσο αυξάνεται η χρηματοοικονομική μόχλευση, αλλά όχι τόσο γρήγορα όσο αν δεν υπήρχαν φόροι. Ως αποτέλεσμα, σύμφωνα με τους MM, με τη φορολογία των επιχειρήσεων το WACC μειώνεται καθώς το χρέος αυξάνεται.

3.2.3. Miller: Η επίδραση των εταιρικών και προσωπικών φόρων.

Αργότερα ο Merton Miller (αυτή τη φορά χωρίς τον Modigliani), αναφέρθηκε στις συνέπειες των προσωπικών φόρων (personal taxes). Επεσήμανε ότι όλα τα έσοδα από ομολογίες είναι γενικά τόκοι, ενώ το εισόδημα από μετοχές προέρχεται είτε από μερίσματα είτε από κεφαλαιακά κέρδη. Οι τόκοι και τα μερίσματα φορολογούνται ως προσωπικό εισόδημα, ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με φόρο που τελεί υπό αναστολή μέχρι οι μετοχές να πωληθούν και τα κέρδη να πραγματοποιηθούν (realized gain). Εάν οι μετοχές κρατηθούν μέχρι τον θάνατο του κατόχου τους, ο φόρος κεφαλαιακών κερδών δεν θα καταβληθεί. Έτσι, κατά μέσο όρο, οι αποδόσεις των μετοχών φορολογούνται με χαμηλότερους πραγματικούς συντελεστές από ό,τι οι αποδόσεις από χρέος.

Για παράδειγμα, αν το εισόδημα από μετοχές και ομόλογα φορολογηθούν με τον ίδιο φορολογικό συντελεστή, ένας επενδυτής ενδέχεται να απαιτήσει απόδοση 10% για τα ομόλογα μιας εταιρείας, και 16% για τις μετοχές της, λόγω του μεγαλύτερου κινδύνου των μετοχών. Ωστόσο, δεδομένης της ευνοϊκής μεταχείρισης του εισοδήματος από μετοχές, οι επενδυτές μπορεί να είναι πρόθυμοι να αποδεχθούν μια απόδοση γύρω στο 14%.

Έτσι, όπως επισήμανε ο Miller, η έκπτωση των τόκων δανείων από το φορολογητέο εισόδημα ευνοεί τη χρήση χρέους για χρηματοδότηση, αλλά η ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση των εσόδων από μετοχές χαμηλώνει την απαιτούμενη απόδοση και, επομένως, ευνοεί τη χρήση ίδιων κεφαλαίων. Ο Miller έδειξε ότι οι καθαρές επιπτώσεις των εταιρικών και προσωπικών φόρων προκύπτουν από την παρακάτω εξίσωση:

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_s)}{(1 - T_d)} \right] \times D \text{ όπου:}$$

T_c = ο εταιρικός φορολογικός συντελεστής

T_s = ο προσωπικός φορολογικός συντελεστής επί του εισοδήματος από μετοχές και

T_d = ο φορολογικός συντελεστής επί του εισοδήματος από ομολογίες.

3.2.4. Η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory).

Τα αποτελέσματα της μελέτης των MM επίσης εξαρτώνται από την υπόθεση ότι δεν υπάρχουν έξοδα σε περίπτωση πτώχευσης. Ωστόσο, στην πράξη, η πτώχευση μπορεί να είναι αρκετά δαπανηρή. Οι επιχειρήσεις που είναι σε καθεστώς πτώχευσης έχουν πολύ υψηλά δικαστικά και λογιστικά έξοδα, και επίσης δυσκολεύονται να διατηρήσουν τους πελάτες, τους προμηθευτές και τους εργαζομένους τους. Επιπλέον, η πτώχευση συχνά αναγκάζει την επιχείρηση να ρευστοποιήσει περιουσιακά της στοιχεία για λιγότερο από ό,τι θα άξιζαν, αν συνέχιζε κανονικά την λειτουργία της. Για παράδειγμα, εάν μια χαλυβουργική σταματούσε τις δραστηριότητες της, δύσκολα θα μπορούσε να βρει αγοραστές για τις υψικαμίνους της εταιρείας. Πάγια, όπως εργοστάσια ή μηχανολογικός εξοπλισμός είναι συχνά μη ρευστοποιήσιμα επειδή διαμορφώνονται σύμφωνα με τις ανάγκες μιας συγκεκριμένης επιχείρησης, αλλά και επειδή είναι δύσκολο να αποσυναρμολογηθούν και να μετακινηθούν.

Θα πρέπει να σημειώσουμε επίσης, ότι όχι μόνο πτώχευση αλλά και η απειλή αυτής, δημιουργεί τα ίδια προβλήματα. Εργαζόμενοι σε θέσεις κλειδιά αποχωρούν οικειοθελώς, προμηθευτές αρνούνται να χορηγήσουν πίστωση, οι πελάτες αναζητήσουν πιο αξιόπιστους προμηθευτές, καθώς και οι δανειστές απαιτούν υψηλότερα επιτόκια ή επιβάλουν πιο αυστηρές ρήτρες σε επιχειρήσεις υποψήφιες για πτώχευση.

Τα προβλήματα που συνδέονται με μια πτώχευση, το πιθανότερο είναι να δημιουργηθούν όταν η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης περιλαμβάνει πολύ μεγάλα ξένα κεφάλαια. Ως εκ τούτου, το κόστος πτώχευσης αποθαρρύνει τις επιχειρήσεις από υπερβολικά επίπεδα χρέους.

Οι επιχειρήσεις των οποίων τα κέρδη είναι πιο ευμετάβλητα (volatile), με αμετάβλητες τις υπόλοιπες παραμέτρους, αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης και, ως εκ τούτου, θα πρέπει να χρησιμοποιούν λιγότερο χρέος από ό,τι εκείνες με πιο σταθερά κέρδη. Αυτό είναι σύμφωνο και με την προγενέστερη αναφορά μας ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή λειτουργική μόχλευση, και επομένως μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο, θα πρέπει να περιορίσουν την χρηματοοικονομική μόχλευση.

Ομοίως, οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν υψηλά κόστη, σε περίπτωση χρηματοοικονομικής δυσχέρειας θα πρέπει να βασίζονται σε μικρότερο βαθμό στο χρέος. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις των οποίων τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία δεν ρευστοποιούνται εύκολα και θα πρέπει να πωληθούν σε πολύ χαμηλές τιμές, θα πρέπει να περιορίσουν τη χρήση χρηματοδότησης με χρέος.

Οι ανωτέρω ισχυρισμοί οδήγησαν στην ανάπτυξη αυτού που ονομάζεται «θεωρία της αντιστάθμισης» (trade-off theory), κατά την οποία οι επιχειρήσεις αντισταθμίζουν τα οφέλη των φοροαπαλλαγών με τα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού και τα κόστη από τον κίνδυνο της χρεοκοπίας. Ουσιαστικά, η «θεωρία της αντιστάθμισης» λέει ότι η αξία μιας επιχείρησης χωρίς δάνεια είναι ίση με την αξία μιας επιχείρησης με δάνεια συν την αξία της ασπίδας φόρου και το αναμενόμενο κόστος που οφείλεται στην οικονομική δυσχέρεια.

3.2.5. Θεωρία μηνυμάτων-σημάτων.

Μια από τις υποθέσεις των MM ήταν ότι οι επενδυτές και η διοίκηση της επιχείρησης έχουν τις ίδιες πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές της (symmetric information). Ωστόσο, στην πραγματικότητα η διοίκηση έχει καλύτερη πληροφόρηση. Αυτό ονομάζεται ασύμμετρη πληροφόρηση, και έχει σημαντικές συνέπειες στην βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Για να καταλάβουμε γιατί, ας σκεφτούμε δύο περιπτώσεις: στην πρώτη τα στελέχη της εταιρείας γνωρίζουν ότι οι προοπτικές της είναι εξαιρετικά θετικές (εταιρεία A) ενώ στην δεύτερη γνωρίζουν ότι το μέλλον αναμένεται αρνητικό (εταιρεία B).

Ας υποθέσουμε, για παράδειγμα, ότι η εταιρεία A μόλις ανακάλυψε μια νέα θεραπεία για το κοινό κρυολόγημα. Θέλει να διατηρήσει το νέο προϊόν μυστικό, καθώς δεν υπάρχει πατέντα και θέλει να καθυστερήσει όσο το δυνατόν περισσότερο την είσοδο ανταγωνιστών στην αγορά. Θα πρέπει να κατασκευάσει νέες εγκαταστάσεις για να κατασκευάσει το νέο προϊόν, οπότε θα πρέπει να προχωρήσει σε αύξηση κεφαλαίου. Πώς θα πρέπει η διοίκηση της εταιρείας A να αντλήσει τα αναγκαία κεφάλαια; Σε περίπτωση που πωλήσει ίδιες μετοχές, τότε, όταν αρχίσει να κερδίζει από το νέο προϊόν, η τιμή των μετοχών θα αυξηθεί κατακόρυφα και οι νέοι μέτοχοι θα κερδίσουν τόσο από το τυχόν μέρισμα όσο και από τα μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη. Και οι παλιοί μέτοχοι (συμπεριλαμβανομένου και των στελεχών) όμως θα κερδίσουν, αλλά όχι

τόσο όσο αν η εταιρεία δεν είχε πωλήσει τις μετοχές, γιατί τότε δεν θα χρειαζόταν να μοιραστούν τα κέρδη από το νέο προϊόν με τους νέους μετόχους. Ως εκ τούτου, θα περίμενε κανείς μια επιχείρηση με πολύ θετικές προοπτικές να αποφύγει την πώληση μετοχών και να προσπαθήσει να βρει τα απαιτούμενα νέα κεφάλαια από άλλες πηγές, μεταξύ αυτών και τον δανεισμό ίσως και πέρα από το επίπεδο της κεφαλαιακής διάρθρωσης-στόχου.

Τώρα ας υποθέσουμε ότι η διοίκηση της εταιρείας Β έχει πληροφορίες ότι οι παραγγελίες θα μειωθούν απότομα, επειδή ένας ανταγωνιστής έχει εγκαταστήσει νέα τεχνολογία και έχει βελτιώσει την ποιότητα των προϊόντων του. Η επιχείρηση Β πρέπει να αναβαθμίσει τις εγκαταστάσεις της, με υψηλό κόστος, προκειμένου να διατηρήσει τις τρέχουσες πωλήσεις της. Σαν αποτέλεσμα, η απόδοση των επενδύσεων της θα πέσει (αλλά όχι τόσο όσο εάν δεν αναλάβει δράση, το οποίο θα οδηγούσε σε απώλεια 100% μέσω της πτώχευσης). Πώς πρέπει η εταιρεία Β να αντλήσει τα αναγκαία κεφάλαια; Εδώ η κατάσταση είναι ακριβώς αντίθετη από αυτή που αντιμετωπίζει η εταιρεία Α, που δεν ήθελε να πωλήσει μετοχές προκειμένου να αποφύγει να μοιραστεί τα οφέλη από τις μελλοντικές θετικές εξελίξεις. Μια επιχείρηση με αρνητικές προοπτικές θα ήθελε να πωλήσει μετοχές, έτσι ώστε να προσελκύσει νέους επενδυτές που θα μοιραστούν τις απώλειες. Το συμπέρασμα από όλα αυτά είναι ότι οι επιχειρήσεις με εξαιρετικά θετικές προοπτικές δεν προτιμούν τη χρηματοδότηση μέσω προσφοράς νέων μετοχών, ενώ οι επιχειρήσεις με αρνητικές προοπτικές θα ήθελαν να χρηματοδοτηθούν με ίδια κεφάλαια. Πώς θα αντιδρούσε ένας επενδυτής σε αυτό το συμπέρασμα αν δει ότι η εταιρεία σχεδιάζει να εκδώσει νέες μετοχές; Αυτό θα πρέπει να τον ανησυχήσει και ως εκ τούτου, με τις άλλες μεταβλητές να παραμένουν σταθερές, θα πρέπει να μειώσει την εκτίμηση του για την αξία της επιχείρησης.

Με λίγα λόγια, η αναγγελία προσφοράς μετοχών από μία εταιρεία γενικά εκλαμβάνεται ως σημάδι ότι οι προοπτικές της δεν είναι καλές. Αντίθετα, μία προσφορά χρέους (debt offering) με έκδοση ομολόγων λαμβάνεται ως ένα θετικό μήνυμα. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι τα στελέχη της εταιρείας Β δεν μπορούν να στείλουν ψευδή μήνυμα στους επενδυτές, μιμούμενοι την εταιρεία Α και να εκδώσουν ομόλογα. Με δυσμενείς μελλοντικές προοπτικές, η έκδοση χρέους θα μπορούσε σύντομα να οδηγήσει την εταιρεία Β σε πτώχευση. Όλα αυτά δείχνουν ότι όταν μια εταιρεία ανακοινώνει έκδοση νέων μετοχών ή πώληση ιδίων, η τιμή τους στο χρηματιστήριο θα συμπιεστεί, καθώς εκπέμπεται ένα αρνητικό μήνυμα.

Ποιες είναι όμως οι επιπτώσεις όλων αυτών των αποφάσεων στην κεφαλαιακή διάρθρωση; Ακόμη και αν οι προοπτικές της εταιρείας είναι λαμπρές, θα πρέπει, υπό κανονικές συνθήκες, να μην εξαντλούνται τα περιθώρια της επιχείρησης για δανεισμό ώστε, σε περίπτωση που κάποια ιδιαίτερα καλή επενδυτική ευκαιρία εμφανισθεί, να μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την άντληση νέων κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει, υπό κανονικές συνθήκες, να χρησιμοποιούν περισσότερο μετοχικό κεφάλαιο και λιγότερο χρέος από αυτό που υποστηρίζει η «θεωρία της αντιστάθμισης» .

Τέλος, μια επιχείρηση μπορεί να αντλήσει κεφάλαια σύμφωνα με συγκεκριμένες προτιμήσεις και προτεραιότητες (pecking order theory). Στη συγκεκριμένη περίπτωση η εταιρεία πρώτα προχωράει στην αύξηση κεφαλαίου εσωτερικά, με επανεπένδυση των αποθεματικών της, με ροές μετρητών από αποσβέσεις ή την εκποίηση βραχυπρόθεσμων εμπορεύσιμων τίτλων που έχει στα χέρια της. Όταν αυτή η διαθεσιμότητα κεφαλαίων εξαντληθεί, μόνο τότε η εταιρεία θα εκδώσει ομολογίες και ίσως προνομιούχες μετοχές. Μόνο ως ύστατη λύση θα προχωρήσει στην έκδοση νέων μετοχών.

3.3. Παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.

Εκτός από τον εταιρικό και προσωπικό φόρο, το μήνυμα που θέλει να στείλει η διοίκηση στους επενδυτές (signaling) και τον κίνδυνο πτώχευσης, που συζητήθηκαν νωρίτερα, η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας εξαρτάται και από την επιθυμία των μετόχων της για έλεγχο και περιορισμό των στελεχών της καθώς και από το σύνολο των επενδυτικών της ευκαιριών.

3.3.1. Η χρήση χρέους στον έλεγχο και περιορισμό των στελεχών της επιχείρησης.

Συγκρούσεις ενδέχεται να προκύψουν, εάν τα στελέχη της εταιρείας και οι μέτοχοι έχουν διαφορετικούς στόχους. Τα προβλήματα αυτά είναι ιδιαίτερα πιθανά όταν οι

διευθυντές της επιχείρησης έχουν μεγάλη ρευστότητα στην διάθεσή τους. Η διοίκηση χρησιμοποιεί συχνά τα υπερβάλλοντα αποθέματα μετρητών για τη χρηματοδότηση μικρών έργων ή για παροχές, όπως πολυτελή εταιρικά αυτοκίνητα και αεροσκάφη (jets), σουίτες σε γήπεδα, όλα τα εκ των οποίων ελάχιστα συνεισφέρουν στην μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών. Ακόμη χειρότερα, οι διαχειριστές της θα μπορούσαν να μπουν στον πειρασμό να πληρώσουν υπερβολικά πολύ για μια εξαγορά, κάτι που θα μπορούσε να στοιχίσει στους μετόχους εκατοντάδες εκατομμύρια. Αντιθέτως, οι διαχειριστές με περιορισμένη ρευστότητα είναι λιγότερο διατεθειμένοι να σπαταλήσουν.

Οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν τις πλεονάζουσες ταμειακές ροές με ποικίλους τρόπους. Ένας τρόπος είναι η επιστροφή ενός ποσού προς τους μετόχους, μέσω υψηλότερων μερισμάτων ή επαναγορά μετοχών. Μια άλλη εναλλακτική λύση είναι η αλλαγή της κεφαλαιακής διάρθρωσης προς περισσότερο χρέος, με την ελπίδα ότι υψηλότερες απαιτήσεις για εξυπηρέτηση του χρέους θα αναγκάσει την διοίκηση να είναι πιο πειθαρχημένη. Αν το χρέος δεν εξυπηρετείται, η επιχείρηση θα υποχρεωθεί σε χρεοκοπία, και τα στελέχη πιθανόν να χάσουν τις δουλειές τους. Ως εκ τούτου, όταν η επιχείρηση έχει μεγάλες δανειακές υποχρεώσεις και υπάρχει ο κίνδυνος απολύσεων, είναι λιγότερο πιθανό να προχωρήσουν σε δαπάνες όπως η αγορά ενός νέου ακριβού εταιρικού τζετ. Με λίγα λόγια, το υψηλό επίπεδο χρέους δεσμεύει ταμειακές ροές, δεδομένου ότι απαιτείται ένα μεγάλο μέρος τους για την εξυπηρέτηση του χρέους.

Ένας δεύτερος τρόπος δέσμευσης πλεοναζόντων ταμειακών ροών είναι μια εξαγορά με χρήση δανεισμού (leveraged buyout, ή LBO). Στην περίπτωση αυτή, ο δανεισμός χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση της εξαγοράς μετοχών της εταιρείας. Πολλές εξαγορές έχουν σχεδιαστεί ειδικά για τη μείωση της εταιρικής σπατάλης. Όπως αναφέρθηκε, οι υψηλές δόσεις αποπληρωμής χρέους αναγκάζουν τα διευθυντικά στελέχη να διατηρούν μετρητά και να περιορίζουν τις περιττές δαπάνες.

Από την άλλη πλευρά όμως, ένα υπερβολικά μεγάλο ποσοστό ξένων κεφαλαίων προς ίδια μπορεί να περιορίσει σε υπερβολικό βαθμό την διοίκηση. Και αυτό γιατί τα στελέχη, κατα κύριο λόγο, εξαρτώνται, όπως και το εισόδημα τους, από μία μόνο εταιρεία. Έτσι, όταν βρίσκονται αντιμέτωποι με μία επένδυση με θετική καθαρή παρούσα αξία μεν αλλά πολύ ριψοκίνδυνη από την άλλη, μπορεί να αποφασίσουν ότι δεν αξίζει το ρίσκο, ακόμα και αν οι μέτοχοι βρίσκουν αποδεκτό το επίπεδο κινδύνου. Αυτό αποτελεί υποεπένδυση (underinvestment problem). Όσο μεγαλύτερο

το χρέος της εταιρείας, τόσο μεγαλύτερος και ο κίνδυνος οικονομικής δυσχέρειας και συνεπώς, τόσο μεγαλύτερη και η πιθανότητα η διοίκηση να απορρίπτει ριψοκίνδυνα σχέδια, ακόμη και αν έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία.

Φυσικά, η αύξηση του χρέους και η μείωση των ταμειακών διαθεσίμων έχει και το μειονέκτημά ότι αυξάνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας. Και αυτό γιατί θα μπορούσε σε μια περίοδο ύφεσης ή αν κάποιο γεγονός πέρα από τον έλεγχο της επιχείρησης, όπως ένας πόλεμος, ένας σεισμός ή μια απεργία, εμφανισθεί, να αντιμετωπίσει δυσκολίες λόγω της χαμηλής ρευστότητας της.

3.3.2. Χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια και οι επενδυτικές ευκαιρίες.

Όπως προαναφέρθηκε, η χρηματοπιστωτική δυσχέρεια και η πτώχευση έχουν υψηλό κόστος για τις επιχειρήσεις και αυτό μπορεί να αποθαρρύνει εκείνες με υψηλό δανεισμό να αναλάβουν το ρίσκο για νέα ριψοκίνδυνα σχέδια. Κάτι τέτοιο όμως, έχει σαν αποτέλεσμα η εταιρεία να χάνει σε αξία με το να μην κάνει κάποιες δυνητικά επικερδείς επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά, εάν μια επιχείρηση έχει πολύ λίγες επενδυτικές ευκαιρίες, τα υψηλά επίπεδα χρέους, μπορεί να αποθαρρύνουν την διοίκηση από την σπατάλη χρημάτων σε επένδους χαμηλής αποδοτικότητας. Για τις εταιρείες αυτές, μια αύξηση του δείκτη χρέους μπορεί να αυξήσει την αξία της.

Οι επιχειρήσεις με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες, θα πρέπει να διατηρήσουν την ικανότητά τους να επενδύουν χρησιμοποιώντας χαμηλά επίπεδα χρέους, και ταυτόχρονα να διατηρήσουν την δυνατότητα τους να δανείζονται. Αντίθετα επιχειρήσεις με λιγοστές επενδυτικές ευκαιρίες θα πρέπει να χρησιμοποιούν υψηλά επίπεδα χρέους και, επομένως, να έχουν σημαντικές πληρωμές τόκων, πράγμα που σημαίνει επιβολή περιορισμών στην διοίκηση μέσω χρέους.

Στην πραγματικότητα, κανείς δεν ξέρει πώς να προσδιορίσει με ακρίβεια την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, ή πώς να μετρήσει τα αποτελέσματα της κεφαλαιακής διάρθρωσης στις τιμές των μετοχών και στο κόστος κεφαλαίου. Στην πράξη, οι αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης πρέπει να γίνονται με τον συνδυασμό της κρίσης και της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

3.4. Παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Γενικά οι ακόλουθοι παράγοντες λαμβάνονται υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων για την διάρθρωση κεφαλαίου:

Η σταθερότητα των πωλήσεων. Μια επιχείρηση της οποίας οι πωλήσεις είναι σχετικά σταθερές, μπορεί με ασφάλεια να αναλάβει περισσότερο χρέος και να έχει υψηλά πάγια έξοδα (fixed charges) απ' ό,τι μια εταιρεία με μη σταθερές πωλήσεις. Για παράδειγμα, οι εταιρείες κοινής ωφέλειας, λόγω της σταθερής ζήτησης, ιστορικά είναι σε θέση να χρησιμοποιούν μεγαλύτερη χρηματοοικονομική μόχλευση από ό,τι οι βιομηχανικές επιχειρήσεις.

Η διάρθρωση του ενεργητικού. Οι επιχειρήσεις των οποίων τα περιουσιακά στοιχεία είναι κατάλληλα ως εγγύησεις, έχουν την τάση να χρησιμοποιούν τον δανεισμό σε πολύ μεγάλο βαθμό. Τα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν από πολλές επιχειρήσεις, είναι ιδανικά για εγγύηση, ενώ τα εξειδικευμένα όχι. Έτσι, οι εταιρείες ακινήτων είναι συνήθως υψηλής χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ενώ, για παράδειγμα, οι εταιρείες που εμπλέκονται με την τεχνολογική έρευνα δεν είναι.

Η λειτουργική μόχλευση. Με τους άλλους παράγοντες σταθερούς, μία εταιρεία με μικρή λειτουργική μόχλευση είναι σε καλύτερη θέση να χρησιμοποιήσει τον δανεισμό, καθώς θα έχει μικρότερο επιχειρηματικό κίνδυνο.

Ο ρυθμός ανάπτυξης. Με τους άλλους παράγοντες σταθερούς, οι ταχύτερα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις πρέπει να βασίζονται περισσότερο σε ξένα κεφάλαια. Επιπλέον, τα έξοδα διαχείρισης (floatation costs) από την πώληση κοινών μετοχών υπερβαίνουν εκείνα που προκύπτουν από την πώληση εταιρικών ομολογιών, γεγονός που ενθαρρύνει τις γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις να βασίζονται περισσότερο σε δανεισμό. Ταυτόχρονα όμως, αυτές οι εταιρείες συχνά αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα, η οποία τείνει να μειώσει την προθυμία τους να χρησιμοποιούν χρέος.

Η κερδοφορία. Παρατηρούμε συχνά ότι οι επιχειρήσεις με πολύ υψηλά ποσοστά κερδοφορίας χρησιμοποιούν σχετικά λίγο χρέος. Αν και δεν υπάρχει θεωρητική

εξήγηση για το γεγονός αυτό, μία πρακτική εξήγηση είναι ότι οι πολύ προσοδοφόρες επιχειρήσεις όπως η Intel, η Microsoft, και η Coca-Cola απλά δεν δυσκολεύονται ιδιαίτερα για να χρηματοδοτήσουν την λειτουργία τους. Τα υψηλά ποσοστά επιστροφής, τους επιτρέπουν να χρηματοδοτηθούν περισσότερο με διαθέσιμα ίδια κεφάλαια.

Οι φόροι. Οι τόκοι είναι δαπάνη που εκπίπτει, και όσο πιο υψηλός είναι φορολογικός συντελεστής, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσό που εκπίπτει. Ως εκ τούτου, όσο υψηλότερο το ποσοστό του φόρου, τόσο μεγαλύτερο το πλεονέκτημα που προκύπτει από τον δανεισμό.

Ο έλεγχος της επιχείρησης (control). Η επίδραση του χρέους έναντι των μετοχών για τον έλεγχο μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Για παράδειγμα, αν η διοίκηση έχει την πλειοψηφία των ψήφων στο διοικητικό συμβούλιο, αλλά δεν είναι σε θέση να αγοράσει επιπλέον μετοχές, για μια νέα χρηματοδότηση μπορεί να επιλέξει τον δανεισμό. Από την άλλη πλευρά, αν η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης είναι τόσο αδύναμη, η διοίκηση μπορεί να αποφασίσει να χρησιμοποιήσει ίδια κεφάλαια, καθώς η χρήση δανεισμού μπορεί να υποβάλει την εταιρεία σε σοβαρό κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων της, και τα στελέχη να χάσουν τη δουλειά τους. Εντούτοις, αν χρησιμοποιείται πολύ λίγο χρέος, η επιχείρηση διατρέχει τον κίνδυνο της εξαγοράς. Έτσι, κατα περίπτωση, και ανάλογα το είδος των κεφαλαίων που προστατεύει τα συμφέροντα της διοίκησης, η επιχείρηση θα προχωρήσει είτε σε νέο δανεισμό είτε σε χρήση μετοχικού κεφαλαίου.

Η στάση της διοίκησης. Επειδή κανείς δεν μπορεί να αποδείξει ότι μία συγκεκριμένη κεφαλαιακή δομή θα οδηγήσει σε υψηλότερη τιμή τις μετοχές σε σχέση με κάποια άλλη, η διοίκηση χρησιμοποιεί την δική της κρίση σχετικά με την κατάλληλη κεφαλαιακή δομή. Κάποιες διοικήσεις τείνουν να είναι πιο συντηρητικές από άλλες, και επομένως, χρησιμοποιούν λιγότερο τον δανεισμό από τον μέσο όρο των εταιρειών του κλάδου τους, ενώ πιο επιθετικές διοικήσεις, στην αναζήτηση υψηλότερων κερδών, χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος.

Οι στάσεις των δανειστών και των οργανισμών αξιολόγησης. Ανεξάρτητα από τις αναλύσεις της διοίκησης της επιχείρησης για την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, οι δανειστές της και οι οργανισμοί αξιολόγησης επηρεάζουν τις αποφάσεις για την κεφαλαιακή δομή. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων, οι εταιρείες δίνουν πολύ μεγάλο βάρος στις συμβουλές και στις βαθμολογίες τους. Για παράδειγμα, αν για

κάποια επιχείρηση, κριθεί από τον οίκο Moody's ή την Standard & Poor's, ότι η έκδοση περισσότερου χρέους θα υποβαθμίσει τα ομόλογα της, αυτό θα επηρεάσει την απόφασή της, ώστε να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξη της με κοινές μετοχές.

Οι συνθήκες της αγοράς. Οι συνθήκες στις αγορές μετοχών και ομολόγων υπόκεινται τόσο σε μακροπρόθεσμες όσο και σε βραχυπρόθεσμες αλλαγές που μπορεί να έχουν σημαντική επίπτωση στην βέλτιστη κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της πρόσφατης πιστωτικής κρίσης, η αγορά των junk ομολόγων έχει στερέψει, και απλά δεν υπάρχει αγορά σε "λογικό" επιτόκιο για κάθε νέα έκδοση μακροπρόθεσμων ομολόγων με πιστοληπτική αξιολόγηση χαμηλότερη από BBB. Ως εκ τούτου, οι εταιρείες με χαμηλή βαθμολογία που χρειάζονται κεφάλαια, αναγκαστικά θα απευθυνθούν είτε στην χρηματιστηριακή αγορά είτε στην αγορά βραχυπρόθεσμου χρέους, ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή δομή-στόχο. Όταν οι συνθήκες θα είναι πιο ευνοϊκές, οι εταιρείες αυτές θα προχωρήσουν στην έκδοση ομολόγων για να πετύχουν την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση.

Η εσωτερικές εξελίξεις της επιχείρησης. Η εσωτερική κατάσταση μιας εταιρείας μπορεί επίσης να έχει επιπτώσεις στην κεφαλαιακή διάρθρωση-στόχο της. Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε μια επιχείρηση που έχει μόλις ολοκληρώσει επιτυχώς ένα πρόγραμμα Έρευνας & Ανάπτυξης (R&D), και προβλέπει υψηλότερα κέρδη στο άμεσο μέλλον. Ωστόσο, για τα νέα κέρδη δεν έχουν γίνει ακόμη προβλέψεις από τους επενδυτές, και ως εκ τούτου δεν αντικατοπτρίζονται στην τιμή της μετοχής. Η εν λόγω εταιρεία δεν θα ήθελε να εκδόσει νέες μετοχές, αλλά θα προτιμούσε να χρηματοδοτήσει τα σχέδια της με δανεισμό μέχρι τα νέα υψηλότερα κέρδη πραγματοποιηθούν και αρχίσουν να αντικατοπτρίζονται στην τιμή της μετοχής. Στη συνέχεια, θα μπορούσε να πωλήσει ένα μέρος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου της, να αποπληρώσει το χρέος, και να επιστρέψει στην κεφαλαιακή δομή-στόχο της.

Η Οικονομική ευελιξία. Οι επιχειρήσεις με επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες πρέπει να είναι σε θέση να τις χρηματοδοτήσουν.

Η ανάλυση μας στηρίζεται στις αγοραίες αξίες και όχι στις λογιστικές. Τα διευθυντικά στελέχη πρέπει να μεγιστοποιήσουν την αγοραία αξία της επιχείρησης και όχι την λογιστική. Όταν αναφερθήκαμε στο κόστος κεφαλαίου, τονίσαμε ότι τα βάρη (weights) που χρησιμοποιούνται για να βρούμε το WACC, πρέπει να είναι σε τιμές της αγοράς και όχι λογιστικές. Ο λόγος για την επιλογή αυτή στηρίζεται στην συλλογιστική ότι η βέλτιστη κεφαλαιακή δομή είναι εκείνη που μεγιστοποιεί την

αγοραία αξία της επιχείρησης. Η δομή αυτή θα πρέπει να υπολογισθεί και στη συνέχεια να χρησιμοποιηθεί ως η κεφαλαιακή διάρθρωση-στόχος που θα χρησιμοποιηθεί για να υπολογισθούν τα βάρη για το WACC. Πριν από τους Modigliani – Miller, στη δεκαετία του 1950 και του 1960, οι εκτιμήσεις του WACC βασίζονταν στις λογιστικές αξίες. Αυτό ήταν λάθος, και οδηγούσε σε σοβαρά εσφαλμένες εκτιμήσεις και επομένως σε εσφαλμένες αποφάσεις προϋπολογισμού των κεφαλαίων.

Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω παραμέτρους οδηγούμαστε στην επίτευξη του στόχου μας, που είναι η οικονομική ευελιξία. Από επιχειρησιακή άποψη, αυτό σημαίνει διατήρηση επαρκούς αποθεματικού δανειοληπτικής ικανότητας (maintaining adequate reserve borrowing capacity). Κάτι τέτοιο εξαρτάται σαφώς από τους παράγοντες που εξετάστηκαν παραπάνω, συμπεριλαμβανομένων των προβλεπόμενων αναγκών της επιχείρησης για κεφάλαια, των προβλεπόμενων συνθηκών της αγοράς κεφαλαίων, της εμπιστοσύνης που έχει η διοίκηση στις προβλέψεις της, καθώς και των συνεπειών από την έλλειψη κεφαλαίων.

3.5. Ο υπολογισμός της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Όπως έχει προαναφερθεί, η διοίκηση θα πρέπει να επιλέξει εκείνη την κεφαλαιακή δομή που μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων. Η βασική προσέγγιση είναι να εξεταστεί μια δοκιμαστική δομή, που βασίζεται στις αγοραίες αξίες του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου, και στη συνέχεια να εκτιμηθεί ο πλούτος των μετόχων στο πλαίσιο αυτής της κεφαλαιακής δομής. Η μέθοδος αυτή επαναλαμβάνεται μέχρις ότου να προσδιοριστεί η βέλτιστη δομή. Υπάρχουν πέντε βήματα για την ανάλυση κάθε δυνατής κεφαλαιακής διάρθρωσης:

- (1) Η εκτίμηση του επιτοκίου που θα πληρώσει η επιχείρηση.
- (2) Ο υπολογισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων.
- (3) Η εκτίμηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC).
- (4) Η εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών και της παρούσας αξίας τους, η οποία είναι και η αξία της επιχείρησης και
- (5) Η αφαίρεση της αξίας του χρέους για να βρούμε τον πλούτο των μετόχων, τον οποίο θέλουμε να μεγιστοποιήσουμε.

Κεφάλαιο 4. Ο κλάδος των Φαρμακαποθηκών.

Προκειμένου να κατανοήσουμε το πλαίσιο υπό το οποίο λαμβάνονται αποφάσεις κεφαλαιακού προγραμματισμού και κεφαλαιακής διάρθρωσης στον κλάδο των φαρμακαποθηκών στην Ελλάδα, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε στα βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου και σε ορισμένα βασικά μεγέθη.

4.1. Η εγχώρια φαρμακευτική αγορά.

Προϊόντα του κλάδου είναι τα φαρμακευτικά σκευάσματα τα οποία, ανάλογα με τις ιδιότητες και τα χαρακτηριστικά τους, διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες. Μια βασική διάκριση είναι μεταξύ των πρωτοτύπων ή καινοτόμων και των γενεσιμίων ή αντιγράφων. Ενώ, μια δεύτερη διάκριση είναι μεταξύ των συνταγογραφούμενων και των μη συνταγογραφούμενων (ΜΗ.ΣΥ.ΦΑ. / Ο.Τ.Σ.).

Στον ελληνικό χώρο το 2009 δραστηριοποιούνται περίπου 350 φαρμακευτικές επιχειρήσεις, οι οποίες παράγουν ή διακινούν περισσότερα από 6,5 χιλ. φαρμακευτικά σκευάσματα, εγκεκριμένα από τον Ε.Ο.Φ., και απασχολούν περίπου 15 χιλ. εργαζομένους. Ο κλάδος κυριαρχείται από θυγατρικές εταιρείες πολυεθνικών φαρμακοβιομηχανιών, ενώ οι ελληνικές επιχειρήσεις ασχολούνται κυρίως με την παραγωγή αντιγράφων φαρμάκων, καθώς και με την αντιπροσώπηση και διακίνηση φαρμακευτικών σκευασμάτων.

Στην εγχώρια φαρμακευτική αγορά λειτουργούν σχεδόν 160 φαρμακαποθήκες που δίνουν απασχόληση σε περίπου 2,5 χιλ. άτομα και διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες: τις συνεταιριστικές και τις ιδιωτικές. Τέλος, λειτουργούν περίπου 11,5 χιλ. φαρμακεία τα οποία προμηθεύονται, σχεδόν καθημερινά και ίσως παραπάνω από μία φορά την ημέρα, τα φαρμακευτικά σκευάσματα από τις φαρμακαποθήκες.

Ο συνολικός τζίρος του κλάδου φαρμάκων το 2009 είναι περίπου 5,9 δις € σε τιμές ex-factory, ποσό που αντιστοιχεί περίπου στο 2,3 % του ελληνικού Α.Ε.Π. Από αυτά τα 5,9 δις €, τα 4,2 δις € αποτελούν κύκλο εργασιών των φαρμακαποθηκών.

Περαιτέρω ανάλυση του κλάδου φαρμάκων δεν θεωρείται απαραίτητη για τους σκοπούς του συγκεκριμένου εκπονήματος.

4.2. Ο κλάδος Φαρμάκων και οι επιπτώσεις τις οικονομικής κρίσης.

Σύμφωνα με πανελλαδική έρευνα της Stat Bank στις 185 μεγαλύτερες (βάσει κύκλου εργασιών) φαρμακευτικές επιχειρήσεις, που δημοσίευσαν ισολογισμό ως τις 10 Ιουλίου 2011, ιδιαίτερα προβληματική εμφανίζεται η εικόνα στον κλάδο φαρμάκου κατά το 2010. Σύμφωνα με την έρευνα, οι 110 μεγαλύτερες παραγωγικές και εμπορικές επιχειρήσεις φαρμάκων της χώρας μετέτρεψαν κέρδη 419 εκατ. ευρώ του 2009 σε ζημιές 170 εκατ. ευρώ το 2010. Αντίστοιχα, οι 75 μεγαλύτερες φαρμακαποθήκες της χώρας εμφάνισαν ζημιές 887 εκατομμυρίων ευρώ. Η οικονομική ύφεση σε συνδυασμό με τις πρόσφατες κυβερνητικές αποφάσεις στον τομέα της υγείας είχαν ως αποτέλεσμα την ραγδαία επιδείνωση των οικονομικών αποτελεσμάτων των φαρμακευτικών επιχειρήσεων.

Από τις 185 εταιρείες του δείγματος, μόνον οι 53 εμφάνισαν βελτίωση των οικονομικών τους επιδόσεων ενώ οι 132 παρουσίασαν επιδείνωση των αποτελεσμάτων τους. Έτσι, 41 εταιρείες εμφάνισαν αύξηση κερδών, 4 παρουσίασαν κέρδη (έναντι ζημιών την προηγούμενη χρήση) και 8 επιχειρήσεις εμφάνισαν μείωση ζημιών. Από την άλλη πλευρά, 63 εταιρείες παρουσίασαν μείωση κερδών, 50 επιχειρήσεις από κέρδη «πέρασαν» σε ζημιές και 19 αύξησαν τις ζημιές τους.

Οι 75 μεγαλύτερες φαρμακαποθήκες μείωσαν τις συνολικές πωλήσεις τους κατά 13,9% για να φτάσουν τα 3,7 δισεκατομμύρια ευρώ. Οι ίδιες επιχειρήσεις μετέτρεψαν τα συνολικά κέρδη των 124,3 εκατομμυρίων ευρώ του 2009 σε συνολικές ζημιές 887,2 εκατομμυρίων ευρώ το 2010.

Στοιχεία που σηματοδοτούν την πορεία του κλάδου είναι οι ανακατανομές στην απασχόληση, καθώς αρκετές επιχειρήσεις – κυρίως στον τομέα του εμπορίου – εμφάνισαν μείωση προσωπικού και η τόνωση της εξωστρέφειας της ελληνικής φαρμακοβιομηχανίας. Στον κλάδο εξακολουθεί να επικρατεί υψηλή συγκέντρωση δυνάμεων καθώς οι 20 μεγαλύτερες παραγωγικές και εισαγωγικές εταιρείες διαχειρίζονται περίπου το 72% των συνολικών πωλήσεων και το 80% των κερδών στην παραγωγή και εισαγωγή φαρμάκων.

4.3. Ο κλάδος των φαρμακαποθηκών.

Στην ενότητα αυτή θα αναφερθούμε στα βασικά χαρακτηριστικά και στις ιδιαιτερότητες του κλάδου των φαρμακαποθηκών. Κρίνεται σκόπιμο να κατανοήσουμε τους λόγους που οδηγούν στην ανάγκη αυξημένης ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας από την πλευρά των φαρμακαποθηκών. Ο έντονος ανταγωνισμός, τα χαμηλά περιθώρια κερδοφορίας, η απόλυτα ρυθμιζόμενη από το κράτος αγορά και ο μεγάλος βαθμός εξάρτησης από την πορεία και την στρατηγική των φαρμακευτικών αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου.

4.3.1. Βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου των φαρμακαποθηκών.

Η Ελλάδα καταλαμβάνει τη 2η θέση στην Ευρώπη, όσον αφορά στο πλήθος των φαρμακαποθηκών ανά κάτοικο, ενώ σε απόλυτα μεγέθη αποσπτά την 3η θέση, γεγονός που δεικνύει υπερπροσφορά επιχειρήσεων και συνεπάγεται έντονο ανταγωνισμό. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στη Γαλλία λειτουργούν 9 φαρμακαποθήκες και στη Γερμανία 16. Στην προηγούμενη ενότητα αναφέρθηκε ότι στην Ελλάδα λειτουργούν σχεδόν 160 φαρμακαποθήκες που δίνουν απασχόληση σε περίπου 2,5 χιλ. άτομα.

Βασική δραστηριότητα των φαρμακαποθηκών είναι η προμήθεια, η κατοχή, η εμπορία και η διανομή φαρμακευτικών προϊόντων. Οι φαρμακαποθήκες αποτελούν το συνδετικό κρίκο μεταξύ των φαρμακευτικών επιχειρήσεων και των φαρμακείων από όπου προμηθεύεται τα σκευάσματα ο τελικός καταναλωτής. Σημαντικές παράμετροι επιτυχίας αποτελούν η πληρότητα στα φάρμακα που διαθέτουν, η άμεση εξυπηρέτηση των φαρμακείων, η παροχή καλών τιμών και εκπτώσεων, η δυνατότητα για μεγαλύτερη πίστωση.

Ο έντονος ανταγωνισμός των επιχειρήσεων χονδρικού εμπορίου φαρμάκων αποδίδεται κατά βάση στην υπερπροσφορά επιχειρήσεων, αλλά και στην πρακτική παράκαμψης των φαρμακέμπορων που υιοθετείται σε ορισμένες περιπτώσεις από τις φαρμακευτικές επιχειρήσεις. Προκειμένου να επιβιώσει μια φαρμακαποθήκη είναι υποχρεωμένη να προσφέρει όσο το δυνατόν υψηλότερες εκπτώσεις και πιστώσεις

μεγαλύτερης διάρκειας στα φαρμακεία ώστε να εξασφαλίσει τη συνεργασία τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τα περιθώρια κερδοφορίας να συρρικνώνονται, ενώ οι απαιτήσεις σε ρευστότητα είναι υψηλές. Επιπλέον, στον κλάδο παρατηρείται χαμηλή επιχειρηματικότητα και αδυναμία ορθής οικονομικής διαχείρισης, ενώ δραστηριοποιούνται πολλές μικρές επιχειρήσεις με οικογενειακό χαρακτήρα, που με προσωπική εργασία και χαμηλά κόστη, προσπαθούν να επιβιώσουν. Οι μεγαλύτερες φαρμακαποθήκες έχουν προβεί σε επενδύσεις που αφορούν στους αποθηκευτικούς τους χώρους, στην απόκτηση προηγμένων λύσεων αποθήκευσης και διακίνησης και στην εφαρμογή συστημάτων on-line παραγγελιών με στόχο την καλύτερη και άμεση εξυπηρέτηση των φαρμακείων, καθώς και την ελαχιστοποίηση του κόστους.

Ενδεικτικό του έντονου ανταγωνισμού που επικρατεί στον κλάδο είναι και η προσπάθεια δημιουργίας συνεταιριστικών οργάνωσεων από την πλευρά των φαρμακοποιών. Οι τοπικές αυτές ενώσεις προσφέρουν στα μέλη τους οφέλη όπως ο άμεσος και απρόσκοπτος εφοδιασμός με φαρμακευτικά και λοιπά προϊόντα, την παροχή προσφορών ή εκπτώσεων και τη χορήγηση πιστωτικών διευκολύνσεων. Παράλληλα, παρέχεται πλήθος υποστηρικτικών βοηθητικών υπηρεσιών, όπως μηχανογραφική υποστήριξη, κοινή προβολή, εκπαίδευση και ενημέρωση των μελών σε επιχειρηματικά και επιστημονικά θέματα, βελτίωση των διαδικασιών διαχείρισης αποθεμάτων, συνεχής ενημέρωση για νέα είδη, τιμές, προσφορές κ.ά. Τέλος, δίδεται στους φαρμακοποιούς το κίνητρο της συμμετοχής στα κέρδη του συνεταιρισμού με τη διανομή μερίσματος. Αρκετοί από αυτούς έχουν εξελιχθεί σε ομίλους επιχειρήσεων, ιδρύοντας θυγατρικές επιχειρήσεις, ώστε να ενδυναμώσουν τη γεωγραφική τους παρουσία εκμεταλλευόμενες την ανάπτυξη κοινών δικτύων διανομής. Ο κλάδος λοιπόν, περιλαμβάνει τις ιδιωτικές φαρμακαποθήκες, ορισμένες εκ των οποίων είναι θυγατρικές φαρμακευτικών επιχειρήσεων, καθώς και τους συνεταιρισμούς φαρμακοποιών. Μεταξύ αυτών ξεχωρίζουν δυο συνεταιριστικοί όμιλοι (Προμηθευτικός Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Αττικής και ο Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Θεσσαλονίκης) και δυο όμιλοι επιχειρήσεων (ο όμιλος ALAPIS με 7 φαρμακαποθήκες και ο όμιλος LAVIPHARM με 6 φαρμακαποθήκες). Σημαντική διαφορά των ιδιωτικών φαρμακαποθηκών με τις συνεταιριστικές αποτελεί η προσπάθεια των πρώτων και για εξαγωγική δραστηριότητα ενώ οι δεύτερες επικεντρώνονται κυρίως στην προμήθεια των φαρμακείων της εγχώριας αγοράς. Επιπλέον, οι ιδιωτικές φαρμακαποθήκες είναι πιο ευέλικτες, διαθέτουν συγκριτικά καλύτερη οργάνωση και δεικνύουν ταχύτερη λήψη αποφάσεων.

Ένας άλλος παράγοντας έντασης του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων του

κλάδου είναι το δίκτυο διανομής των φαρμάκων, από την φαρμακευτική εταιρεία που παρασκευάζει κάποιο φαρμακευτικό σκεύασμα μέχρι τον τελικό καταναλωτή. Οι φαρμακαποθήκες επιδιώκουν την επέκταση του δικτύου τους μέσω συνεργασιών με πληθώρα φαρμακείων, προκειμένου να ενισχύσουν τις πωλήσεις τους και να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο σε περιπτώσεις καθυστερημένων εξοφλήσεων από μερίδα των πελατών τους. Μερίδα φαρμακαποθηκών, κυρίως μεγάλου μεγέθους, διατηρεί συμβόλαια αποκλειστικής συνεργασίας με τις φαρμακευτικές εταιρείες, αναλαμβάνοντας τη διανομή των φαρμάκων τους είτε απευθείας σε φαρμακεία, είτε σε άλλες φαρμακαποθήκες. Στον κλάδο όμως δραστηριοποιούνται και εταιρείες logistics, όπως η UNILOG A.E., οι οποίες αναλαμβάνουν, κυρίως για λογαριασμό των θυγατρικών φαρμακευτικών επιχειρήσεων των ξένων φαρμακοβιομηχανιών, τη διανομή των φαρμάκων είτε σε φαρμακαποθήκες, είτε σε φαρμακεία. Τέλος, υπηρεσίες διανομής για λογαριασμό των πολυεθνικών εταιρειών, που δε διαθέτουν τις αναγκαίες εγκαταστάσεις και το απαραίτητο ανθρώπινο δυναμικό στην εγχώρια αγορά, προσφέρουν και εγχώριες φαρμακοβιομηχανίες, όπως η ΦΑΜΑΡ Α.Β.Ε. και η ΑΛΑΠΙΣ Α.Β.Ε.Ε.

4.3.2. Το σύστημα τιμολόγησης φαρμάκων.

Η αγορά φαρμάκων είναι απόλυτα ρυθμιζόμενη από το κράτος, όσον αφορά στη διαμόρφωση των τιμών και των περιθωρίων κέρδους των εμπλεκόμενων μερών.

Τον Μάρτιο του 2010 ψηφίστηκε το άρθρο 14 του Νόμου 3840 σύμφωνα με το οποίο, το σύστημα τιμολόγησης που εφαρμόζεται στην Ελλάδα ορίζει ότι η τιμή κάθε φαρμάκου βασίζεται στο μέσο όρο των τριών χαμηλότερων αντίστοιχων τιμών πώλησης στους χονδρεμπόρους μεταξύ των κρατών-μελών της Ε.Ε., στα οποία υφίστανται και ανακοινώνονται επίσημα στοιχεία από τις αρμόδιες αρχές αυτών.

Τον Μάιο όμως του 2010 πραγματοποιήθηκε επίπεδη μείωση από -3% έως -27% ανάλογα με τη χονδρική τιμή των φαρμακευτικών προϊόντων, με μεταβατική ρύθμιση λόγω επείγοντος και επιτακτικού δημοσίου συμφέροντος. Αποτέλεσμα της επίπεδης αυτής μείωσης ήταν η πτώση των πωλήσεων, η αύξηση των παράλληλων εξαγωγών, η εμφάνιση ελλείψεων στην αγορά, η αδυναμία προγραμματισμού της παραγωγής και η επιδίωξη εξάντλησης των αποθεμάτων από τις φαρμακαποθήκες. Βασικά επιχειρήματα των επιχειρήσεων του κλάδου ήταν ότι παλαιότερα φάρμακα

γίνονται ασύμφορα, καταργούνται και αντικαθίστανται από νεότερα και ακριβότερα, δεν λαμβάνεται υπόψη ποια φάρμακα ήταν ήδη πολύ φθηνά, και πλέον καθίστανται μη κερδοφόρα.

Τον Σεπτέμβριο του 2010 ανακοινώθηκε το Δελτίο Τιμών, με το οποίο επιτεύχθηκε μεσοσταθμική μείωση της τάξης του 20%, ενώ η συνολική εξοικονόμηση δαπάνης για τους ασφαλιστικούς οργανισμούς εκτιμάται ότι θα φθάσει τα €1,2 δισ. ετησίως. Σύμφωνα με την Α.Δ. 08/2010 (Σεπτέμβριος 2010), η τιμή των φαρμακευτικών προϊόντων επανεξετάζεται και ανατιμολογείται από τη Γ.Γ.Ε. τρεις φορές το χρόνο.

4.3.3. Παράλληλο εμπόριο.

Βασική πηγή εσόδων για τους ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου αποτελεί και η πραγματοποίηση παράλληλων εξαγωγών σε χώρες ακριβότερες από την Ελλάδα.

Με τον όρο παράλληλο εμπόριο εννοούμε την μεταπώληση ενός φαρμακευτικού προϊόντος από μία επιχείρηση που το αγόρασε νόμιμα σε ένα κράτος-μέλος της Ε.Ε. προς μια άλλη επιχείρηση που εδρεύει σε άλλο κράτος-μέλος, χωρίς τη συναίνεση των αδειούχων κυκλοφορίας του προϊόντος, ή των δικαιούχων του σήματος που φέρει, ή των δικαιούχων του διπλώματος ευρεσιτεχνίας με το οποίο προστατεύεται το φαρμακευτικό προϊόν

Η συγκεκριμένη πρακτική δεν απαγορεύεται στην Ε.Ε., καθότι ισχύει η «αρχή της ανάλωσης των δικαιωμάτων με την πρώτη εθελούσια πώληση του προϊόντος μέσα στην Ε.Ε.», με την εξαίρεση των φαρμακείων και την προϋπόθεση της κάλυψης πρωτίστως των αναγκών της εγχώριας αγοράς.

Στόχος των επιχειρήσεων που εξάγουν παράλληλα είναι η εκμετάλλευση των χαμηλότερων τιμών στην αγορά προέλευσης συγκριτικά με τις τιμές που υφίστανται στην αγορά προορισμού. Με το παράλληλο εμπόριο επιτυγχάνεται αύξηση των εσόδων για τις φαρμακαποθήκες, ενίσχυση του ανταγωνισμού σε επίπεδο τιμών και κατ' επέκταση η δυνατότητα μείωσης της δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης.

Από την άλλη πλευρά, εξαιτίας του παράλληλου εμπορίου θίγονται τα συμφέροντα των φαρμακευτικών επιχειρήσεων, καθότι κάμπτονται οι πωλήσεις τους στις αγορές

με υψηλότερες τιμές. Στην προσπάθεια τους να αντιμετωπίσουν την πρακτική αυτή των φαρμακέμπορων χρησιμοποιούν μηχανισμούς, όπως ανάπτυξη συστημάτων πρόβλεψης των αναγκών της εγχώριας αγοράς, ώστε να πωλούν στις φαρμακαποθήκες τη βέλτιστη ποσότητα ανά φάρμακο.

Τέλος, με τις παράλληλες εξαγωγές αυξάνεται ο κίνδυνος φαινόμενων έλλειψης φαρμάκων στην αγορά προέλευσης, εφόσον προτιμάται να εξαχθούν τα προϊόντα σε υψηλότερες τιμές από ότι να διατεθούν στην εγχώρια αγορά.

4.3.4. Προβλήματα και προοπτικές του κλάδου φαρμακαποθηκών.

Στην ενότητα αυτή θα αναφερθούμε σε κάποια χαρακτηριστικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις του χονδρικού εμπορίου φαρμάκων καθώς και τις προοπτικές του κλάδου.

Οι φαρμακαποθήκες είναι άμεσα εξαρτημένες από τους προμηθευτές τους και από την πιστωτική τους πολιτική. Οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις, λόγω του μεγέθους τους, έχουν τη δυνατότητα παροχής υψηλότερων εκπτώσεων στα φαρμακεία, σε σημείο που οι φαρμακέμποροι να μην είναι σε θέση να τους ανταγωνιστούν. Οι φαρμακαποθήκες λειτουργούν υπό καθεστώς υψηλής πίεσης διότι λαμβάνουν μικρή και ανελαστική πίστωση από τις φαρμακευτικές επιχειρήσεις, ενώ οι πελάτες τους πληρώνουν με σημαντική καθυστέρηση, διότι και οι ίδιοι αντιμετωπίζουν καθυστερήσεις πληρωμών από τα ασφαλιστικά ταμεία.

Επιπλέον, οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις παρουσιάζονται φειδωλές ως προς τις ποσότητες που παρέχουν στους φαρμακεμπόρους, με στόχο την αποφυγή των παράλληλων εξαγωγών. Ως εκ τούτου, για τις φαρμακαποθήκες προκύπτουν προβλήματα σχετικά με την προμήθεια αρκετών φαρμάκων, γεγονός που δεν επιτρέπει την επέκταση του δικτύου των συνεργαζόμενων φαρμακείων, καθώς δε θα ήταν σε θέση να καλύψουν πλήρως τις ανάγκες αυτών και συνεπώς θα έχαναν σε αξιοπιστία.

Οι συχνές αλλαγές στην τιμολόγηση των φαρμάκων επηρεάζουν αρνητικά τις φαρμακαποθήκες, καθώς επηρεάζονται οι πωλήσεις τους σε αξία, αντιμετωπίζουν υψηλά διαχειριστικά κόστη προσαρμογής στις αλλαγές τιμών που προκύπτουν,

αυξάνονται οι απαιτήσεις στη διαχείριση των αποθεμάτων προκειμένου να μην αντιμετωπίσουν απαξίωση των προϊόντων τους σε περίπτωση μείωσης τιμών.

Ο μεγάλος βαθμός εξάρτησης από το ρυθμιστικό πλαίσιο και οι συνεχείς εξελίξεις του δυσχεραίνουν την πραγματοποίηση προβλέψεων.

Οι παράλληλες εξαγωγές αν και δίνουν την δυνατότητα στους φαρμακέμπορους να αυξήσουν τις πωλήσεις τους και να βελτιώσουν τα περιθώρια κέρδους τους, επηρεάζονται από παράγοντες που δεν ελέγχουν οι ίδιες οι φαρμακαποθήκες και για αυτό οι προοπτικές τους ως προς αυτήν την πτυχή είναι αβέβαιες

Ωστόσο, οι φαρμακαποθήκες διατηρούν το συγκριτικό πλεονέκτημα της δυνατότητας καθημερινής παράδοσης στα φαρμακεία είτε πρόκειται για μεγάλη ποσότητα φαρμάκων είτε όχι, ενώ οι ανταγωνιστές τους συνήθως πραγματοποιούν 1-2 παραδόσεις ανά εβδομάδα.

Κεφάλαιο 5. Εμπειρική μελέτη.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναφερθήκαμε στα βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου του χονδρικού εμπορίου φαρμακευτικών σκευασμάτων προκειμένου να κατανοήσουμε το πλαίσιο υπό το οποίο λαμβάνονται αποφάσεις κεφαλαιακού προγραμματισμού και κεφαλαιακής διάρθρωσης από τις εταιρείες του κλάδου.

Στην ενότητα αυτή θα εφαρμόσουμε την θεωρία που αναλύθηκε λεπτομερώς στα κεφάλαια 2 και 3 προκειμένου, με την χρήση οικονομικών καταστάσεων, να υπολογίσουμε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) καθώς και τους βασικούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης για ένα δείγμα δέκα εταιρειών του κλάδου των φαρμακαποθηκών για τα έτη 2005 έως 2009.

Στο τέλος του κεφαλαίου, και αφού μετρήσουμε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, θα προσπαθήσουμε να βγάλουμε, με βάση την θεωρία, συμπεράσματα για το πλαίσιο υπό το οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις πάνω σ' αυτά τα δύο βασικά εργαλεία χρηματοοικονομικής διοίκησης.

5.1. Δείγμα εταιρειών.

Οι εταιρείες του κλάδου των φαρμακαποθηκών, με εξαίρεση την Lavipharm και τον όμιλο ALAPIS, είναι μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών. Είναι κατά κύριο λόγο, είτε μικρές οικογενειακού χαρακτήρα ιδιωτικές επιχειρήσεις, οι οποίες ελέγχονται από ένα μικρό αριθμό μετόχων, είτε συνεταιρισμοί φαρμακοποιών με τοπικό χαρακτήρα. Το γεγονός αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την όχι εύκολη συλλογή οικονομικών στοιχείων καθώς δεν υπάρχει υποχρέωση δημοσιοποίησης τους.

Τα κριτήρια για την επιλογή του δείγματος είναι τόσο η διαθεσιμότητα στοιχείων όσο και η όσο το δυνατόν καλύτερη αντιπροσώπευση του κλάδου από πλευράς μεγέθους (τζίρος της εταιρείας), γεωγραφικής διασποράς και του τύπου της επιχείρησης (συνεταιρισμός ή ιδιωτική επιχείρηση).

Προκειμένου να καλύπτονται τα κριτήρια μας, αλλά να υπάρχει και αντιπροσωπευτικότητα του κλάδου, θα μετρήσουμε το μέσο σταθμικό κόστος και θα υπολογίσουμε τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης για τις παρακάτω οκτώ εταιρείες: Προμηθευτικός Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Αττικής, Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Θεσσαλονίκης, ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε. (Θεσσαλονίκη), ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε. (Αθήνα), Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Κρήτης ΣΥΝ. Π.Ε., ΚΑΙΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ Α.Ε., Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Λέσβου, Συνεταιριστική Φαρμακαποθήκη Ρόδου Α.Ε.

5.2. Υποθέσεις υπολογισμού του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.

Λόγω αδυναμίας πρόσβασης σε πληροφορίες που διατίθενται μόνο σε εσωτερικούς χρήστες των επιχειρήσεων, προχωρήσαμε σε κάποιες υποθέσεις για τον υπολογισμό του WACC.

I. Για το κόστος ξένων κεφαλαίων θα έπρεπε να βρούμε το κόστος για κάθε είδος τοκοφόρου βραχυπρόθεσμης υποχρέωσης ή δανειακής επιβάρυνσης ξεχωριστά. Όμως, λόγω έλλειψης στοιχείων, θα διαιρέσουμε το υπόλοιπο του λογαριασμού *χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα* που αναφέρονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως με το άθροισμα των υπολοίπων των λογαριασμών *τράπεζες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και τράπεζες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις*.

Στην παράγραφο 2.1., Κόστος Ξένων Κεφαλαίων, αναφέραμε ότι το πραγματικό κόστος δανεισμού εκτιμάται αν από το ετήσιο μέσο ονομαστικό κόστος δανεισμού αφαιρεθεί ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης και ο ετήσιος δείκτης πληθωρισμού. Για την απλοποίηση της ανάλυσης μας, θα υποθέσουμε ότι δεν έχουμε πληθωρισμό. Επιπλέον, στις περισσότερες των περιπτώσεων, τα έξοδα έκδοσης νέου δανεισμού είναι μικρά σε σχέση με το κεφάλαιο, οπότε οι περισσότεροι αναλυτές τα αγνοούν στον υπολογισμό του κόστους δανεισμού.

II. Για το κόστος μετοχικού κεφαλαίου θα χρησιμοποιήσουμε το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή CAPM). Θα χρησιμοποιήσουμε δηλαδή τον τύπο:

$K_k = A_{\chi k} + \beta \times (A_{\chi \alpha} - A_{\chi k})$ όπου:

$A_{\chi k}$ = Απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου και

$A_{\chi \alpha}$ = Απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η μέθοδος υπολογισμού του συντελεστή β για την εκτίμηση του κόστους μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών του δείγματος μας, είναι εκτός του σκοπού της συγκεκριμένης μελέτης. Μια αποδεκτή προσέγγιση για τον υπολογισμό του θα ήταν να χρησιμοποιήσουμε τον ιστορικό συντελεστή β των εταιρειών του δείγματος μας που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στην συνέχεια, και με την υπόθεση ότι ο συντελεστής β για τις εταιρείες αυτές (Lavipharm και ALAPIS) αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν και οι υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου, να τον χρησιμοποιήσουμε για τον υπολογισμό του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου και των υπόλοιπων εταιρειών του δείγματος μας. Λόγω αδυναμίας εύρεσης του ιστορικού συντελεστή β των εταιρειών Lavipharm ή ALAPIS για τα έτη 2005 έως 2009, θα υποθέσουμε ότι οι εταιρείες του δείγματος μας έχουν τον μέσο όρο του συντελεστή β (beta) μιας μέσης εταιρείας και ίσο με 1,0 (κεφ. 2, παρ. 2.1.3.). Επομένως, για το κόστος μετοχικού κεφαλαίου και για το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, για τις εταιρείες του δείγματος μας και για τους σκοπούς αυτού του εκπονήματος, ισχύει $\beta = 1,0$.

5.3. Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) για τις επιχειρήσεις του δείγματος.

Για την σημασία του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου, από εδώ και στο εξής WACC, ως εργαλείο για την διοίκηση της επιχείρησης και την αξία της σωστής εκτίμησης αυτού, αναφερθήκαμε λεπτομερώς στο κεφάλαιο 2. Στην ενότητα αυτή θα εφαρμόσουμε την θεωρία που αναπτύχθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο προκειμένου να υπολογίσουμε το WACC για τις εταιρείες του δείγματος μας.

5.3.1. Κόστος ξένων κεφαλαίων / δανείων.

Ισχύει : Κόστος ξένων κεφαλαίων / δανείων = *χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα / τράπεζες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις + τράπεζες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.*

Από τα δημοσιευμένα στοιχεία των εταιρειών του δείγματος μας προκύπτει ο παρακάτω πίνακας με την χρηματοδότηση τους από ξένα κεφάλαια.

Εταιρεία	Μακρ. & Βραχ. τραπεζικές υποχρεώσεις				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	2.000	1.264	1.533	1.472	6.279
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	8.750	8.500	8.700	10.360	16.650
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	8.616	20.990	32.010	38.245	52.965
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	3.767	2.385	1.965	3.983	8.325
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	9.320	10.559	6.628	8.931	9.219
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	10.683	12.895	16.274	17.949	16.320
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	6.219	6.959	9.287	11.286	12.377
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	1.879	1.887	1.918	509	504

*τα ποσά είναι σε χιλιάδες €.

Και το παρακάτω προ φόρων κόστος δανεισμού.

Εταιρεία	Κόστος Ξένων Κεφαλαίων				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	1,09%	2,67%	1,65%	15,75%	1,59%
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	3,46%	5,56%	6,70%	5,62%	3,28%
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	2,62%	2,44%	3,10%	4,82%	3,86%
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	3,67%	7,21%	6,45%	4,76%	3,22%
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	4,60%	5,12%	7,57%	7,95%	6,04%
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	3,42%	3,46%	4,55%	5,41%	2,89%
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	6,55%	7,49%	6,04%	5,89%	4,05%
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	8,64%	6,84%	6,51%	25,84%	12,82%

Για τα έτη 2005 έως 2009 ίσχυε ο παρακάτω φορολογικός συντελεστής εισοδήματος επιχειρήσεων.

Φορολογικός συντελεστής εισοδήματος επιχειρήσεων	2005	2006	2007	2008	2009
	32,00%	29,00%	25,00%	25,00%	25,00%

Επομένως, το μετά φόρων κόστος δανεισμού για τις εταιρείες του δείγματος μας είναι:

Εταιρεία	Κόστος Ξένων Κεφαλαίων μετά Φόρων				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	0,74%	1,90%	1,24%	11,81%	1,19%
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	2,35%	3,94%	5,02%	4,21%	2,46%
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	1,78%	1,74%	2,32%	3,62%	2,89%
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	2,50%	5,12%	4,84%	3,57%	2,41%
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	3,13%	3,63%	5,68%	5,96%	4,53%
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	2,33%	2,46%	3,41%	4,06%	2,17%
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	4,46%	5,32%	4,53%	4,42%	3,04%
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	5,88%	4,86%	4,88%	19,38%	9,61%

5.3.2. Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Αναφέραμε ότι για το κόστος μετοχικού κεφαλαίου θα χρησιμοποιήσουμε το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή CAPM). Θα χρησιμοποιήσουμε δηλαδή τον τύπο $K_k = A_{\chi\kappa} + \beta \times (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})$ όπου για την απόδοση χωρίς κίνδυνο, $A_{\chi\kappa}$, θα χρησιμοποιήσουμε την απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου ενώ για την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, $A_{\chi\alpha}$, θα χρησιμοποιήσουμε την απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών, για τα έτη 2005-2009 ανέρχεται σε:

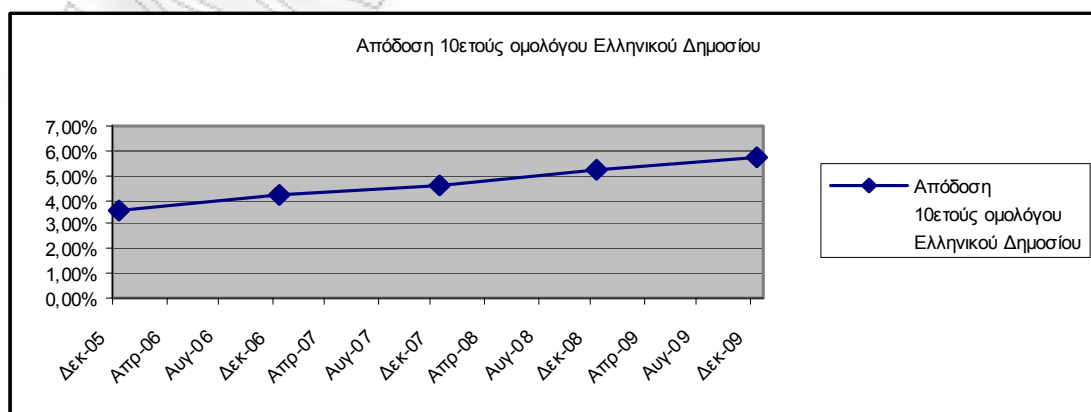
Εταιρεία	ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	9.101	9.438	9.491	9.704	9.852
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	2.409	2.571	2.637	2.700	2.745
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	19.330	21.803	21.803	25.576	25.576
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	2.520	2.520	3.000	3.600	4.500
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	1.197	1.616	1.646	1.768	1.816
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	294	294	294	294	294
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	870	870	870	870	870
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	140	168	168	268	268

*τα ποσά είναι σε χιλιάδες €.

Για την απόδοση χωρίς κίνδυνο $A_{\chi\kappa}$ (απόδοση 10ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου), για τα έτη 2005 έως 2009, έχουμε τις παρακάτω αποδόσεις.

Ημερομηνία	Απόδοση 10ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου
30/12/2005	3,50%
29/12/2006	4,21%
31/12/2007	4,63%
31/12/2008	5,23%
31/12/2009	5,77%

Και διαγραμματικά:



Για τον συντελεστή β (beta) , από τις υποθέσεις μας στην παράγραφο 6.2, ισχύει $\beta=1,0$.

Για την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς $A_{\chi\alpha}$ έχουμε τις παρακάτω αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Έτος	Απόδοση Γ.Δ. Χ.Α.Α.
2005	29,20%
2006	20,09%
2007	15,95%
2008	-65,69%
2009	21,21%

Επομένως, χρησιμοποιώντας τον τύπο $K_k = A_{\chi\kappa} + \beta \times (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})$, προκύπτει το παρακάτω κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις του δείγματος:

Έτος	$A_{\chi\kappa}$	B	$A_{\chi\alpha}$	$A_{\chi\kappa} + \beta \times (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})$
2005	3,50%	1,0	29,20%	29,20%
2006	4,21%	1,0	20,09%	20,09%
2007	4,63%	1,0	15,95%	15,95%
2008	5,23%	1,0	-65,69%	-65,69%
2009	5,77%	1,0	21,21%	21,21%

Στην παράγραφο 2.2.1.2. (Υπολογισμός κινδύνου της αγοράς, $(A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})$), αναφερθήκαμε στις μεγάλες διαφορές των χρηματιστηριακών δεικτών, ανάλογα με την χρονική περίοδο στην οποία βρισκόμαστε, ανάπτυξη ή ύφεση. Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007, που προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων και με γενεσιουργό χώρα τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, οδήγησε σε μεγάλη πτώση τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Αποτέλεσμα της κρίσης είναι να οδηγούμαστε στο παράδοξο ότι ενώ το πραγματικό μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου αυξάνεται, λόγω της

αποστροφής των επενδυτών στον κίνδυνο, προκαλούνται αρνητικές αποδόσεις στην αμοιβή κινδύνου της αγοράς.

5.3.3. Κόστος αποθεματικών κεφαλαίων

Το σύνολο των αποθεματικών κεφαλαίων των εταιρειών του δείγματος μας απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα.

Εταιρεία	ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	5.957	8.478	11.069	13.781	16.507
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	7.171	8.350	9.777	11.176	12.470
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	7.445	5.012	5.057	4.259	4.597
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	395	409	479	535	628
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	969	1.949	2.139	2.520	2.731
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	148	148	149	149	149
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	74	85	95	105	125
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	61	62	65	66	67

*τα ποσά είναι σε χιλιάδες €.

Στο κεφάλαιο 2 είδαμε ότι το κόστος των αποθεματικών κεφαλαίων της επιχείρησης είναι ίσο με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Επομένως, προκύπτει ο παρακάτω πίνακας με το κόστος των αποθεματικών κεφαλαίων των επιχειρήσεων:

Έτος	Κόστος Αποθεματικών Κεφαλαίων
2005	29,20%
2006	20,09%
2007	15,95%
2008	-65,69%
2009	21,21%

5.3.4. Κόστος προνομιούχου κεφαλαίου.

Από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών του δείγματος προκύπτει ότι δεν χρησιμοποιούν την έκδοση προνομιούχων μετοχών ως πηγή χρηματοδότησης. Επομένως το κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου είναι ίσο με 0.

5.3.5. Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Από τους ισολογισμούς των εταιρειών για τα έτη 2005 - 2009 προκύπτει η παρακάτω κεφαλαιακή διάρθρωση ανά εταιρεία.

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	Αποθεματικό	34,92%	44,20%	50,10%	55,22%	50,58%
	Δανειακά					
	Κεφάλαια	11,72%	6,59%	6,94%	5,90%	19,24%
	Κοινό Μετοχικό					
	Κεφάλαιο	53,35%	49,21%	42,96%	38,88%	30,18%
	Προνομιούχο					
	Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε. Total		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	Αποθεματικό	39,12%	42,99%	46,30%	46,11%	39,13%
	Δανειακά					
	Κεφάλαια	47,74%	43,77%	41,21%	42,75%	52,25%
	Κοινό Μετοχικό					
	Κεφάλαιο	13,14%	13,24%	12,49%	11,14%	8,61%
	Προνομιούχο					
	Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε. Total		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	Αποθεματικό	21,04%	10,49%	8,59%	6,26%	5,53%
	Δανειακά					
	Κεφάλαια	24,35%	43,91%	54,37%	56,18%	63,71%
	Κοινό Μετοχικό					
	Κεφάλαιο	54,62%	45,61%	37,04%	37,57%	30,76%
	Προνομιούχο					
	Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε. Total		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	Αποθεματικό	5,91%	7,70%	8,80%	6,59%	4,67%
	Δανειακά					
	Κεφάλαια	56,37%	44,88%	36,10%	49,06%	61,88%
	Κοινό Μετοχικό					
	Κεφάλαιο	37,71%	47,43%	55,10%	44,34%	33,45%
	Προνομιούχο					
	Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε. Total		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	Αποθεματικό	8,43%	13,80%	20,54%	19,07%	19,84%
	Δανειακά					
	Κεφάλαια	81,14%	74,76%	63,65%	67,56%	66,97%
	Κοινό Μετοχικό					
	Κεφάλαιο	10,42%	11,44%	15,81%	13,37%	13,19%
	Προνομιούχο					
	Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε. Total		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
PHARMA GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	Αποθεματικό	1,33%	1,11%	0,89%	0,81%	0,89%
	Δανειακά Κεφάλαια	96,02%	96,68%	97,35%	97,59%	97,36%
	Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο	2,64%	2,20%	1,76%	1,60%	1,75%
	Προνομιούχο Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	PHARMA GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	Αποθεματικό	1,04%	1,07%	0,92%	0,85%	0,93%
	Δανειακά Κεφάλαια	86,82%	87,93%	90,59%	92,05%	92,56%
	Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο	12,15%	10,99%	8,49%	7,10%	6,51%
	Προνομιούχο Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε. Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Εταιρεία	Είδος Κεφαλαίων	2005	2006	2007	2008	2009
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	Αποθεματικό	2,95%	2,92%	3,04%	7,88%	8,04%
	Δανειακά Κεφάλαια	90,30%	89,15%	89,16%	60,35%	60,03%
	Κοινό Μετοχικό Κεφάλαιο	6,75%	7,93%	7,80%	31,77%	31,92%
	Προνομιούχο Κεφάλαιο	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε. Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Όπως είδαμε στο κεφάλαιο 2, για να βρούμε το του Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου μιας επιχείρησης (WACC) ισχύει ο τύπος:

$$\text{ΜΣΚΚ} = \Sigma_1 \times \text{Κ}_\delta + \Sigma_2 \times \text{Κ}_\alpha + \Sigma_3 \times \text{Κ}_\pi + \Sigma_4 \times \text{Κ}_\kappa \text{ όπου:}$$

ΜΣΚΚ = Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της επιχείρησης

Σ_1 = Αναλογία Μακροπρόθεσμου Δανεισμού

Σ_2 = Αναλογία Αποθεματικών

Σ_3 = Αναλογία Προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

Σ_4 = Αναλογία Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου

Επομένως, προκύπτει ο παρακάτω πίνακας με το WACC των επιχειρήσεων του δείγματος μας:

Εταιρεία	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	25,86%	18,89%	14,92%	-61,12%	17,36%
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	16,38%	13,02%	11,44%	-35,81%	11,41%
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	22,52%	12,03%	8,54%	-26,76%	9,54%
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	14,14%	13,37%	11,94%	-31,71%	9,58%
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	8,04%	7,79%	9,41%	-17,28%	10,04%
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	3,39%	3,04%	3,74%	2,38%	2,67%
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	7,72%	7,10%	5,60%	-1,15%	4,39%
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	8,14%	6,51%	6,08%	-14,35%	14,25%

5.4. Κεφαλαιακή διάρθρωση δείγματος επιχειρήσεων.

Στο κεφάλαιο 3 αναλύσαμε τις διαστάσεις κινδύνου που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση, τις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης καθώς και τους παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά τη λήψη αποφάσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στην ενότητα αυτή, με βάση τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων του δείγματος μας, θα υπολογίσουμε τους βασικούς δείκτες ρευστότητας, απόδοσης επενδεδυμένων κεφαλαίων, κεφαλαιακής διάρθρωσης και

σε συνδυασμό με τα συμπεράσματα μας από τον υπολογισμό του WACC θα επιχειρήσουμε να βγάλουμε κάποια ασφαλή συμπεράσματα για τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν την λήψη αποφάσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης στον κλάδο των φαρμακαποθηκών.

5.4.1. Δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Οι αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν είναι: της απόδοσης συνολικού ενεργητικού προ φόρων (ROA), της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων προ φόρων (ROE), της άμεσης ρευστότητας, των συνολικών υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια, των ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια, των ξένων προς τα συνολικά κεφάλαια, το σύνολο ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια και η κάλυψη τόκων από λειτουργικά κέρδη.

Πριν προχωρήσουμε στον υπολογισμό των δεικτών, είναι χρήσιμο να εξηγήσουμε τι μας δείχνει ο κάθε αριθμοδείκτης.

Ο αριθμοδείκτης *Απόδοσης Συνολικού Ενεργητικού Προ Φόρων (ROA)* εκφράζει τον λόγο των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης προς το ενεργητικό της και στην ουσία μετρά την αποδοτικότητα του συνόλου των επενδυμένων από την επιχείρηση κεφαλαίων.

Ο αριθμοδείκτης *Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων (ROE)* μετράει το βαθμό αξιοποίησης των ιδίων κεφαλαίων, την ικανότητα δηλαδή της επιχείρησης να χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαια (κεφάλαια μετόχων) με τέτοιο τρόπο ώστε να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη.

Ο αριθμοδείκτης της *Άμεσης Ρευστότητας* μας δείχνει αν η επιχείρηση με τα μετρητά του ταμείου που διαθέτει, είναι σε θέση να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ανά πάσα στιγμή. Είναι ένας από τους κυριότερους δείκτες που χρησιμοποιούν οι δανειστές για να εκτιμήσουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μας τόσο καλύτερος είναι ο βαθμός ρευστότητας. Θα πρέπει όμως να επισημανθεί, ότι πολύ μεγάλος βαθμός ρευστότητας δεν σημαίνει πάντοτε σωστή οικονομική διαχείριση, ιδίως όταν η επιχείρηση είναι σε θέση να αντεπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της με μικρότερο βαθμό ρευστότητας. Επομένως, το άριστο ύψος του

αριθμοδείκτη αυτού πρέπει να κυμαίνεται σε ένα σημείο, το οποίο θα επιτρέπει στην επιχείρηση να ανταποκρίνεται στα βραχυχρόνια χρέη της με σχετική άνεση, χωρίς όμως ένα σημαντικό μέρος των διαθεσίμων της να παραμένει στο ταμείο αναξιοποίητο.

Ο αριθμοδείκτης των *Συνολικών Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια* σχετίζεται με τη έννοια της μόχλευσης η οποία δηλώνει τη δυνατότητα επίτευξης κέρδους μέσω του δανεισμού, δείχνει δηλαδή τη σχέση μεταξύ των υποχρεώσεων που έχει η επιχείρηση προς τρίτους και των κεφαλαίων που η ίδια διαθέτει.

Ο αριθμοδείκτης *Ξένα προς Ίδια κεφάλαια* χρησιμοποιείται ευρύτατα στην πράξη και δείχνει τι ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων αποτελούν τα ξένα κεφάλαια και είναι ενδεικτικός του βαθμού προστασίας των πιστωτών με ίδια κεφάλαια. Όσο πιο μικρό το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων τόσο πιο χαμηλή είναι η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης και επομένως, μικρότερος ο κίνδυνος αφερεγγυότητας και το αντίθετο.

Ο αριθμοδείκτης *Ξένα προς Συνολικά κεφάλαια* δείχνει τι ποσοστό του συνόλου των κεφαλαίων ή του ενεργητικού αποτελούν τα Ξένα Κεφάλαια και είναι ενδεικτικός του βαθμού προστασίας των πιστωτών από το σύνολο των κεφαλαίων της επιχείρησης. Όσο πιο χαμηλή είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο πρόθυμοι είναι οι πιστωτές να χορηγήσουν πρόσθετες πιστώσεις.

Ο αριθμοδείκτης *Σύνολο Ενεργητικού προς Ίδια Κεφάλαια* απεικονίζει το ποσοστό των στοιχείων του ενεργητικού που έχει αποκτηθεί με ίδια κεφάλαια και επομένως, όσο πιο υψηλό το ποσοστό αυτό, τόσο πιο μεγάλη ασφάλεια παρέχεται στους πιστωτές, ιδίως σε αυτούς που έχουν εμπράγματα ασφάλειες.

Τέλος, ο αριθμοδείκτης *Κάλυψη Τόκων από Λειτουργικά Κέρδη* εκφράζει τη σχέση μεταξύ των λειτουργικών καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους επιβαρύνεται για τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Παρέχει ένδειξη για το περιθώριο ασφάλειας που απολαμβάνουν οι μακροχρόνιοι πιστωτές καθόσον εμφανίζει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Ο αριθμοδείκτης αυτός παρέχει ένδειξη της αποτελεσματικής χρησιμοποίησεως των ξένων κεφαλαίων από την επιχείρησης.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ
Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού Προ Φόρων (ROA)	Κέρδη Προ Φόρων / Συνολικό Ενεργητικό
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων (ROE)	Κέρδη Προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια
Άμεση Ρευστότητα	(Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Συνολικές Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια	Συνολικές Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια
Ξένα προς ίδια κεφάλαια	Ξένα Κεφάλαια / Ίδια Κεφάλαια
Ξένα κεφάλαια προς συνολικά	Ξένα Κεφάλαια / Συνολικά Κεφάλαια
Σύνολο Ενεργητικού προς Ίδια Κεφάλαια	Σύνολο Ενεργητικού / Ίδια Κεφάλαια
Κάλυψη τόκων από λειτουργικά κέρδη	Καθ. κέρδη Εκμεταλλεύσεως προ φόρων και τόκων / Σύνολο τόκων

Από τους ισολογισμούς των εταιρειών του δείγματος μας προκύπτουν οι παρακάτω πίνακες.

Εταιρεία	Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού Προ Φόρων (ROA)				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	7,28%	6,83%	6,82%	5,66%	5,46%
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	4,38%	4,81%	6,16%	5,63%	4,81%
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	1,05%	1,27%	1,09%	0,43%	0,76%
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	1,88%	1,96%	8,34%	6,07%	5,81%
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	3,07%	2,82%	3,35%	1,26%	1,61%
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	4,23%	2,78%	2,20%	1,51%	5,58%
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	3,45%	2,80%	2,03%	1,71%	3,18%
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	2,68%	0,21%	1,48%	0,39%	0,33%

Παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις πετυχαίνουν μια χαμηλή, αλλά ταυτόχρονα σχετικά σταθερή αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων τους. Η χαμηλή αυτή κερδοφορία οφείλεται στον μεγάλο ανταγωνισμό που παρατηρείται στον κλάδο, αλλά και στην απόλυτα ρυθμιζόμενη από το κράτος αγορά. Προκειμένου να επιβιώσουν οι φαρμακαποθήκες είναι υποχρεωμένες να προσφέρουν όσο το δυνατόν υψηλότερες εκπτώσεις και πιστώσεις μεγαλύτερης διάρκειας στα φαρμακεία, με αποτέλεσμα τα

περιθώρια κερδοφορίας να συρρικνώνονται. Η σταθερότητα στην αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων οφείλεται τόσο στο γεγονός ότι το κράτος, μέσω του Δελτίου Τιμών, ρυθμίζει τις τιμές και τα περιθώρια κέρδους των εμπλεκόμενων μερών, όσο και στον χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης και στην έλλειψη επενδύσεων από τις εταιρείες του κλάδου.

Εταιρεία	Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων (ROE)				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	23,39%	20,65%	20,13%	16,47%	14,88%
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	21,43%	24,34%	29,18%	27,64%	23,28%
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	2,97%	3,97%	4,18%	1,48%	3,08%
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	14,15%	13,66%	48,00%	31,63%	43,56%
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	32,10%	20,73%	25,58%	9,65%	11,84%
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	60,73%	138,47%	128,91%	58,31%	322,40%
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	36,97%	32,01%	27,50%	27,54%	55,26%
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	49,61%	4,80%	31,27%	5,99%	6,14%

Οι επιχειρήσεις αποδεικνύονται αρκετά ικανές στο να παράγουν κέρδη από την χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων τους. Η ικανότητα τους αυτή οφείλεται στο μεγάλο ποσοστό χρέους στα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης.

Εταιρεία	Άμεση Ρευστότητα				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	1,10	1,15	1,15	1,19	1,26
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	0,93	0,92	0,96	0,92	0,99
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	1,11	1,26	1,42	1,32	1,27
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	0,76	0,81	0,88	0,80	0,83
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	0,77	0,82	0,74	0,71	0,71
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	0,88	1,13	1,76	0,98	1,11
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	0,96	0,95	1,29	1,42	1,32
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	0,78	0,63	0,66	0,70	0,77

Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι οι εταιρείες του δείγματός μας παρουσιάζουν μια σχετική δυσχέρεια στο να ανταποκριθούν στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους ανά πάσα στιγμή. Η ανάγκη για πληρότητα στα φάρμακα που διαθέτουν, η άμεση εξυπηρέτηση των φαρμακείων, η παροχή καλών τιμών και εκπτώσεων και η δυνατότητα για μεγαλύτερη πίστωση δεν τους επιτρέπουν να αφήνουν σημαντικό μέρος των διαθεσίμων τους να παραμένει στο ταμείο αναξιοποίητο, ενώ ταυτόχρονα περιορίζουν την ρευστότητα τους.

Εταιρεία	Συνολικές Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	2,18	1,99	1,91	1,87	1,69
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	3,85	3,99	3,68	3,85	3,80
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	1,84	2,11	2,82	2,44	3,04
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	6,50	5,93	4,71	4,16	6,46
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	9,44	6,34	6,62	6,63	6,34
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	13,37	48,89	57,47	37,54	56,78
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	9,59	10,32	12,30	14,79	16,09
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	17,54	21,92	20,11	14,54	17,55

Όπως προαναφέραμε, ο αριθμοδείκτης των *Συνολικών Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια* δείχνει τη σχέση μεταξύ των υποχρεώσεων που έχει η επιχείρηση προς τρίτους και των κεφαλαίων που η ίδια διαθέτει. Το μεγάλο ποσοστό χρέους, η εξυπηρέτηση του αλλά και οι υποχρεώσεις των φαρμακαποθηκών προς τους προμηθευτές τους (φαρμακευτικές επιχειρήσεις) έχουν ως αποτέλεσμα να παρατηρούμε υψηλούς δείκτες *Συνολικών Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια*.

Εταιρεία	Ξένα προς ίδια κεφάλαια				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	0,13	0,07	0,07	0,06	0,24
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	0,86	0,74	0,68	0,71	0,97
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	0,31	0,74	1,12	1,20	1,61
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	1,15	0,79	0,50	0,84	1,46
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	4,20	2,96	1,74	1,98	1,94
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	7,12	29,15	36,77	22,82	30,23
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	6,44	7,20	9,47	11,38	12,28
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	8,20	7,95	6,19	1,12	1,07

Εταιρεία	Ξένα κεφάλαια προς συνολικά				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	0,12	0,07	0,07	0,06	0,19
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	0,46	0,42	0,40	0,42	0,49
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	0,24	0,43	0,53	0,55	0,62
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	0,53	0,44	0,33	0,46	0,59
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	0,81	0,75	0,64	0,66	0,66
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	0,88	0,97	0,97	0,96	0,97
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	0,87	0,88	0,90	0,92	0,92
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	0,89	0,89	0,86	0,53	0,52

Οι αριθμοδείκτες *Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια* και *Ξένα προς Συνολικά Κεφάλαια* είναι ενδεικτικοί του βαθμού προστασίας των πιστωτών, τόσο με ίδια κεφάλαια όσο και από το σύνολο των κεφαλαίων της επιχείρησης. Με εξαίρεση τον ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.,

οι επιχειρήσεις εμφανίζουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση και αυξημένο κίνδυνο αφερεγγυότητας. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με το υψηλό ποσοστό του δείκτη *Ξένα κεφάλαια προς Συνολικά*, έχει σαν αποτέλεσμα ο κίνδυνος να μην χορηγηθούν πρόσθετες πιστώσεις στις εταιρείες από τους δανειστές τους είναι μεγάλος.

Εταιρεία	Σύνολο Ενεργητικού προς Ίδια Κεφάλαια				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	3,21	3,02	2,95	2,91	2,72
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	4,90	5,06	4,74	4,91	4,84
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	2,84	3,12	3,83	3,45	4,04
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	7,52	6,96	5,76	5,21	7,50
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	10,45	7,36	7,63	7,64	7,35
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	14,37	49,89	58,47	38,54	57,78
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	10,71	11,44	13,52	16,07	17,40
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	18,54	22,93	21,14	15,55	18,55

Κατά τον υπολογισμό των δύο προηγούμενων αριθμοδεικτών παρατηρήσαμε ότι οι επιχειρήσεις του δείγματός μας παρουσιάζουν υψηλό κίνδυνο αφερεγγυότητας λόγω της υψηλής δανειακής τους επιβάρυνσης. Όμως από τον δείκτη *Σύνολο Ενεργητικού προς Ίδια Κεφάλαια* βλέπουμε ότι οι πιστωτές προστατεύονται από εμπράγματα ασφάλειες.

Εταιρεία	Κάλυψη τόκων από λειτουργικά κέρδη				
	2005	2006	2007	2008	2009
ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.	150,91	90,34	142,33	15,01	34,46
ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	11,04	8,53	8,36	8,92	9,66
ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.	10,34	9,83	5,64	2,64	2,47
ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	8,52	5,28	19,17	10,86	11,69
ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	2,78	2,51	3,19	2,19	3,05
ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.	4,45	3,01	2,18	1,49	3,04
ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	2,11	1,55	1,62	1,43	2,15
ΣΥΝ. ΦΑΡΜ/ΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.	1,99	1,64	2,14	1,42	2,38

Στον τελευταίο πίνακα αντιλαμβανόμαστε ότι παρόλο τον υψηλό δανεισμό τους, οι εταιρείες παρουσιάζονται αρκετά αποτελεσματικές στην χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων και ικανές να εξοφλούν τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη τους.

Κεφάλαιο 6. Συμπεράσματα – Προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

Στα προηγούμενα κεφάλαια αυτού του εκπονήματος αναλύσαμε δύο μεγάλες θεματολογικές ενότητες της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Αναφερθήκαμε στα συστατικά στοιχεία του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου και αναλύσαμε τις διάφορες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι οποίες έχουν υποβληθεί σε πολλές εμπειρικές δοκιμές.

Στη συνέχεια εστίασαμε στον κλάδο των φαρμακαποθηκών στην Ελλάδα και προκειμένου να κατανοήσουμε το πλαίσιο υπό το οποίο λαμβάνονται αποφάσεις κεφαλαιακού προγραμματισμού και κεφαλαιακής διάρθρωσης, αναλύσαμε τα βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου. Υπολογίσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και κάποιους βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες για ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα εταιρειών.

Αναφέρθηκε ότι δύο είναι οι διαστάσεις κινδύνου μιας επιχείρησης: ο επιχειρηματικός και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος. Η πρώτη κατηγορία προκύπτει από την φύση της δραστηριότητας της επιχείρησης ενώ η δεύτερη από τον πρόσθετο κίνδυνο στον οποίο εκτίθενται οι μέτοχοι, ως αποτέλεσμα της απόφασης της εταιρείας να χρησιμοποιήσει δανεισμό.

Βασική αποστολή του χρηματοοικονομικού μάντζμεντ είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Οι επιλογές της διοίκησης επηρεάζουν τον κίνδυνο στον οποίο η τελευταία εκτίθεται και η απόφαση της σχετικά με τη αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθούν είναι μία από τις πιο σημαντικές. Η κεφαλαιακή διάρθρωση, για διάφορους λόγους, ποικίλλει σημαντικά τόσο από κλάδο σε κλάδο όσο και στις επιχειρήσεις με ίδιο αντικείμενο δραστηριότητας.

Οι επενδυτές μιας επιχείρησης, είτε αναφερόμαστε σε μετόχους είτε σε δανειστές, έχουν μια κοινή συνισταμένη: την απαίτηση τους για μια απόδοση (return) των κεφαλαίων που επενδύουν. Από την πλευρά της επιχείρησης, τα κεφάλαια αυτά έχουν ένα κόστος χρήσης.

Μια επιχείρηση θα πρέπει να επιδιώκει την χρηματοδότηση της από έναν τέτοιο συνδυασμό πηγών ώστε να λειτουργεί με το ελάχιστο συνολικό κόστος κεφαλαίων. Αυτό

συμπεριλαμβάνει την εξέταση όχι μόνο του επιμέρους κόστους κάθε πηγής κεφαλαίων, αλλά και το πώς η χρησιμοποίηση μιας πηγής θα επηρεάσει τη διαθεσιμότητα και το κόστος των άλλων πηγών χρηματοδότησης.

Για παράδειγμα μια επιχείρηση που χρηματοδοτείται πολύ λίγο από ίδια κεφάλαια θα συναντήσει δυσκολίες να χρηματοδοτηθεί με δάνεια αλλά και με μεγάλο κόστος, καθώς το κόστος ξένων κεφαλαίων εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζομένου.

Κάθε επιχείρηση έχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, η οποία ορίζεται ως το μίγμα εκείνο του χρέους, των προνομιούχων μετοχών, των κοινών μετοχών και των αποθεματικών, που μεγιστοποιεί την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Ως εκ τούτου, μια εταιρεία που στόχο έχει την μεγιστοποίηση της αξίας της, θα καθορίσει ένα στόχο (βέλτιστης) κεφαλαιακής διάρθρωσης και στη συνέχεια θα χρησιμοποιεί το σωστό μείγμα χρηματοδότησης με τέτοιο τρόπο ώστε διαχρονικά να διατηρεί την πραγματική της κεφαλαιακή δομή εντός του στόχου της.

Το κόστος του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου εξαρτώνται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και κυρίως από τα μελλοντικά βάρη που αναμένουν οι επενδυτές. Μια αύξηση του κόστους του χρέους της επιχείρησης θα αυξήσει και το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Αντίθετα, μια μείωση των επιτοκίων δανεισμού όπως στις Ηνωμένες Πολιτείες την δεκαετία του 1990, θα μειώσει και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων με αποτέλεσμα οι εταιρείες να ενθαρρυνθούν να προχωρήσουν σε νέες επενδύσεις.

Είναι σαφές, ωστόσο, ότι μια επιχείρηση μπορεί να αλλάξει την κεφαλαιακή της δομή, και μια τέτοια αλλαγή μπορεί να επηρεάσει το κόστος του κεφαλαίου της. Για παράδειγμα, το μετά φόρων κόστος του χρέους είναι χαμηλότερο από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, εάν η επιχείρηση αποφασίσει να χρησιμοποιήσει περισσότερο χρέος και λιγότερο κοινό μετοχικό κεφάλαιο ή αποθεματικά, η μεταβολή των βαρών της εξίσωσης WACC θα τείνει να μειώσει το μέσο σταθμικό κόστος. Ωστόσο, με την αύξηση του χρέους, θα αυξηθεί η επικινδυνότητα τόσο του χρέους όσο και του μετοχικού κεφαλαίου. Η αύξηση αυτή του κινδύνου, θα οδηγήσει τους επενδυτές να απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την συγκεκριμένη επιχείρηση (είτε ως δανειστές, είτε ως μέτοχοι). Το μεγαλύτερο κόστος των συστατικών στοιχείων του κεφαλαίου (component costs), θα τείνει να αντισταθμίσει τις επιπτώσεις από την μεταβολή των συντελεστών στάθμισης.

6.1. Συμπεράσματα εμπειρικής μελέτης κλάδου φαρμακαποθηκών.

Ο έντονος ανταγωνισμός, τα χαμηλά περιθώρια κερδοφορίας, η απόλυτα ρυθμιζόμενη από το κράτος αγορά και ο μεγάλος βαθμός εξάρτησης από την πορεία και την στρατηγική των μεγάλων φαρμακευτικών επιχειρήσεων, αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου. Σημαντικές παράμετροι επιτυχίας αποτελούν η πληρότητα στα φάρμακα που διαθέτουν, η άμεση εξυπηρέτηση των φαρμακείων, η παροχή καλών τιμών και εκπτώσεων, η δυνατότητα για μεγαλύτερη πίστωση. Προκειμένου να επιβιώσουν οι φαρμακαποθήκες είναι υποχρεωμένες να προσφέρουν όσο το δυνατόν υψηλότερες εκπτώσεις και πιστώσεις μεγαλύτερης διάρκειας στα φαρμακεία ώστε να εξασφαλίσουν τη συνεργασία τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τα περιθώρια κερδοφορίας να συρρικνώνονται, ενώ οι απαιτήσεις σε ρευστότητα να είναι υψηλές. Επιπλέον, στον κλάδο παρατηρείται χαμηλή επιχειρηματικότητα και αδυναμία ορθής οικονομικής διαχείρισης, ενώ δραστηριοποιούνται πολλές μικρές επιχειρήσεις με οικογενειακό χαρακτήρα, που με προσωπική εργασία και χαμηλά κόστη, προσπαθούν να επιβιώσουν.

Από την ανάλυση μας παρατηρήσαμε ότι οι φαρμακαποθήκες πετυχαίνουν μια χαμηλή, αλλά ταυτόχρονα σχετικά σταθερή αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων τους, ενώ επιπλέον αποδεικνύονται αρκετά ικανές στο να παράγουν κέρδη από την χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων τους. Συγχρόνως, παρουσιάζονται αρκετά αποτελεσματικές στην χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων και ικανές να εξοφλούν τους τόκους από τα κέρδη τους. Το υψηλό ποσοστό χρέους στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση και η ανάγκη για πληρότητα στα φάρμακα που διαθέτουν έχουν σαν αποτέλεσμα να παρουσιάζουν μια σχετική δυσχέρεια στο να ανταποκριθούν στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Η ανάγκη για άμεση εξυπηρέτηση των φαρμακείων δεν τους επιτρέπει να αφήνουν σημαντικό μέρος των διαθεσίμων τους να παραμένει αναξιοποίητο. Τέλος, η υψηλή δανειακή επιβάρυνση τους, οδηγεί σε αυξημένο κίνδυνο αφερεγγυότητας και μη χορήγησης πρόσθετων πιστώσεων από τους δανειστές παρά μόνο με εμπράγματα εγγυήσεις.

Οι φαρμακαποθήκες, με εξαίρεση τον όμιλο ALAPIS τον όμιλο LAVIPHARM, δεν είναι εισηγμένες στο ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών ώστε να έχουν εύκολη άντληση μετοχικού κεφαλαίου από την χρηματιστηριακή αγορά. Αυτός ίσως είναι και ένας σημαντικός λόγος χρησιμοποίησης μεγάλου ποσοστού δανεισμού στα κεφάλαια

τους. Επιπλέον ο χαμηλός επιχειρηματικός κίνδυνος, η σταθερή ζήτηση για φαρμακευτικά σκευάσματα, η απόλυτα ρυθμιζόμενη από το κράτος αγορά (πολύ χαμηλή μεταβλητότητα τιμών), το χαμηλό σταθερό κόστος, η σχετική έλλειψη μεγάλων επενδύσεων και επενδυτικών ευκαιριών, ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου, ευνοούν την χρησιμοποίηση χρέους. Η έκπτωση των τόκων από τους φόρους που πληρώνουν οι επιχειρήσεις μπορεί να είναι ακόμα ένας λόγος χρησιμοποίησης δανεισμού.

Ωστόσο το υψηλό χρέος θα αυξήσει την επικινδυνότητα και του μετοχικού κεφαλαίου. Η αύξηση αυτή του κινδύνου, θα οδηγήσει τους επενδυτές να απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση προκείμενου να χρηματοδοτήσουν τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις (είτε ως δανειστές, είτε ως μέτοχοι).

Λόγω του ότι οι φαρμακαποθήκες δεν έχουν δυνατότητα άντλησης μετοχικού κεφαλαίου από την χρηματιστηριακή αγορά, θα πρέπει να διατηρήσουν την δυνατότητα τους να δανείζονται, ώστε όχι μόνο να είναι οικονομικά ευέλικτες αλλά και να αποφύγουν την πτώχευση και τα προβλήματα που την συνοδεύουν.

6.2. Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Αντικειμενικός σκοπός του συγκεκριμένου εκπονήματος ήταν μέσω της παρουσίασης και της εφαρμογής της θεωρίας του κόστους κεφαλαίου και της κεφαλαιακής διάρθρωσης να δοθεί περαιτέρω γνώση για τον κλάδο των φαρμακαποθηκών.

Η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ένα θέμα που μπορεί να αναλυθεί περαιτέρω σε άλλη διπλωματική εργασία όπως και η χρησιμοποίηση και των τριών μεθόδων αποτίμησης του κοινού κόστους κεφαλαίου.

Η παρούσα διπλωματική εργασία χρησιμοποίησε τα οικονομικά στοιχεία των φαρμακαποθηκών για το διάστημα 2005 έως 2009. Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση έκανε εμφανή τα σημάδια της από το 2007. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα είχε μια αντίστοιχη έρευνα που θα κάλυπτε το διάστημα από το 2010 και έπειτα και που θα μελετούσε τις επιπτώσεις της Ελληνικής Κρίσης Χρέους στον κλάδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Αρτίκης Γ.Π., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks,2002.
2. Αρτίκης Γ.Π., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3^η Έκδοση, Interbooks,2002.

Ξενόγλωσση

3. R.A. Brealey, S. C. Myers and A. J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, Fourth Edition, McGraw-Hill,2004.
4. Damodaran A., Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset, 2nd edition, Wiley Finance, 2002.

Άρθρα

5. Giddy, Ian H. Managerial & Decision Economics, 1981, Vol. 2 Issue 4, p263-271
6. Teagarden, Thomas K. Journal of Property Tax Assessment & Administration, 2008, Vol. 5 Issue 1, p71-74
7. Lloyd, W. James; Davis, Lauren E.. Journal of Accountancy, Nov2007, Vol. 204 Issue 5, p56-62
8. De Mey, Jozef. Geneva Papers on Risk & Insurance - Issues & Practice, Jan2000, Vol. 25 Issue 1, p25-33
9. McNulty, James J.; Yeh, Tony D.; Schulze, William S.; Lubatkin, Michael H.. Harvard Business Review, Oct2002, Vol. 80 Issue 10, p114-121
10. Lister, Roger. Accountancy, Dec2006, Vol. 138 Issue 1360, p42-43
11. Clubb, Colin D. B.; Doran, Paul. Journal of Business Finance & Accounting, Jul95, Vol. 22 Issue 5, p681-694
12. Kincheloe, Stephen C.. Appraisal Journal, Jan1990, Vol. 58 Issue 1, p88-95
13. Dangerfield, Byron; Merk, Lawrence H.; Narayanaswamy, C.R.. Engineering Economist, 1999, Vol. 44 Issue 4, p377-386
14. Pastor, Lubos; Stambaugh, Robert F.. Journal of Finance, Feb1999, Vol. 54 Issue 1, p67-71
15. Pagano, Michael S.; Stout, David E.. Management Accounting Quarterly, Spring2004, Vol. 5 Issue 3, p1-20
16. Arnold, Tom; Crack, Timothy Falcon. Financial Analysts Journal, Nov/Dec2004, Vol. 60 Issue 6, p78-82

17. Kester, W. Carl; Luehrman, Timothy A.. Harvard Business Review, May/Jun92, Vol. 70 Issue 3, p130-138
18. Richman, Tom. Harvard Business Review, Sep/Oct95, Vol. 73 Issue 5, p15
19. Piper, Thomas R.; Weinhold, Wolf A.. Harvard Business Review, Jul/Aug82, Vol. 60 Issue 4, p106-114
20. Pettit, Justin. Harvard Business Review, Apr2001, Vol. 79 Issue 4, p141-147
21. Passov, Richard. Harvard Business Review, Nov2003, Vol. 81 Issue 11, p119-128
22. The value of share buybacks. By: Dobbs, Richard, Rehm, Werner, McKinsey Quarterly, 00475394, 2005, Issue 3
23. Berger, Philip G.; Ofek, Eli; Yermack, David L.. Journal of Finance, Sep97, Vol. 52 Issue 4, p1411-1438
24. Miller, Merton H.. Journal of Economic Perspectives, Fall88, Vol. 2 Issue 4, p99-120
25. Modigliani, F., and M.H. Miller. 1958. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. American Economic Review 48, p261-297.
26. Modigliani, F., and M.H. Miller. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. American Economic Review 53, p433-443.
27. Ross, Stephen A.. Journal of Applied Finance, Spring/Summer2005, Vol. 15 Issue 1, p5-23
28. Rongbing Huang; Ritter, Jay R.. Journal of Financial & Quantitative Analysis, Apr2009, Vol. 44 Issue 2, p237-271
29. Frank, Murray Z.; Goyal, Vidhan K.. Financial Management (Blackwell Publishing Limited), Spring2009, Vol. 38 Issue 1, p1-37
30. Rizov, Marian. Journal of Economic Surveys, Sep2008, Vol. 22 Issue 4, p648-684
31. Harris, Milton; Raviv, Artur. Journal of Finance, Mar1991, Vol. 46 Issue 1, p297-355
32. BRADLEY, MICHAEL; JARRELL, GREGG A.; KIM, E. HAN. Journal of Finance, Jul1984, Vol. 39 Issue 3, p857-878
33. Lee, Wayne Y.; Barker, Henry H.. Southern Economic Journal, Apr77, Vol. 43 Issue 4, p1453

Πηγές

www.hellastat.com

www.stastbank.gr

www.naftemporiki.gr

www.capital.gr

www.ase.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ – ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΝ

ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.					
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ					
	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
A. ΟΦΕΙΛΟΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ					
B. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
4. Λοιπά εξόδα εγκαταστάσεως	649.173,54	769.144,99	561.185,30	489.124,00	461.576,00
Αποσβέσεις	566.369,29	525.699,49	479.924,07	462.704,30	450.027,62
Καθαρή Αξία	82.804,25	243.445,50	81.261,23	26.419,70	11.548,38
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	649.173,54	769.144,99	561.185,30	489.124,00	461.576,00
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ					
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	82.804,25	243.445,50	81.261,23	26.419,70	11.548,38
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
II. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
1. Γήπεδα - οικόπεδα	629.533,97	629.533,97	629.533,97	629.533,97	629.533,97
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	2.343.376,25	2.323.594,25	2.322.594,25	2.318.614,25	2.318.614,25
Αποσβέσεις	1.252.194,99	1.130.510,82	1.010.324,06	891.599,62	773.208,85
Καθαρή Αξία	1.091.181,26	1.193.083,43	1.312.270,19	1.427.014,63	1.545.405,40
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	605.304,90	580.122,90	574.537,50	568.287,50	565.563,89
Αποσβέσεις	563.018,91	554.741,81	539.504,37	528.944,92	516.482,20
Καθαρή Αξία	42.285,99	25.381,09	35.033,13	39.342,58	49.081,69
5. Μεταφορικά μέσα	701.348,33	762.278,53	637.674,29	587.319,56	535.867,20
Αποσβέσεις	438.326,96	412.657,19	415.528,55	328.286,56	336.686,96
Καθαρή Αξία	263.021,37	349.621,34	222.145,74	259.033,00	199.178,24
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	1.027.048,44	1.147.094,27	1.060.893,95	1.057.968,58	1.004.901,66
Αποσβέσεις	914.696,56	1.061.830,17	1.011.565,92	976.365,94	906.480,58
Καθαρή Αξία	112.351,88	85.264,10	49.328,03	81.602,64	98.421,08
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	5.306.611,89	5.442.623,92	5.225.233,96	5.161.723,86	5.054.480,97
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	3.168.237,42	3.159.739,99	2.976.922,90	2.725.197,04	2.532.860,59
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	2.138.374,47	2.282.883,93	2.248.311,06	2.436.526,82	2.521.620,38
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	5.306.611,89	5.442.623,92	5.225.233,96	5.161.723,86	5.054.480,97
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	3.168.237,42	3.159.739,99	2.976.922,90	2.725.197,04	2.532.860,59
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	2.138.374,47	2.282.883,93	2.248.311,06	2.436.526,82	2.521.620,38
III. ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΒΕΣΙΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	838.300,00	838.300,00	588.290,00	588.290,00	588.290,00
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις	27.600,02	27.600,00	27.600,02	27.600,02	21.780,02
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	7.865,87	8.496,21	7.544,39	9.155,96	8.655,96
ΣΥΝΟΛΟ ΠΛΗΜΜΥΧΩΝ ΚΑΙ ΑΛΛΩΝ ΜΑΚΡΟΠ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	873.765,89	874.396,21	623.434,41	625.045,98	618.725,98
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	6.180.377,78	6.317.020,13	5.848.668,37	5.786.769,84	5.673.206,95
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	3.168.237,42	3.159.739,99	2.976.922,90	2.725.197,04	2.532.860,59
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	3.012.140,36	3.157.280,14	2.871.745,47	3.061.572,80	3.140.346,36
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I. ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπορεύματα	12.473.889,04	12.334.755,05	12.248.832,35	10.099.454,68	9.138.434,69
5. Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	88.675,01	68.811,50	101.322,21	59.063,82	72.574,94
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΩΝ	12.562.564,05	12.403.566,55	12.350.154,56	10.158.518,50	9.211.009,63
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	41.724.414,08	38.456.511,82	33.074.727,58	27.901.907,82	23.285.752,65
2. Γραμμάτια εισπρακτέα					
Χαρτοφυλακίου		27.401,74		32.617,70	
Στις τράπεζες για εισπραχθείσα	996.128,08	689.445,94	650.460,35	914.155,36	1.042.126,95
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση	187.898,42	155.517,88	102.770,99	123.212,13	5.830,66
3. Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)	12.584.083,10	12.507.026,33	10.851.620,21	11.020.971,43	9.267.474,38
3. Επιταγές σε καθυστέρηση (σφραγισμένες)					6.809,68
4. Κεφάλαια εισπρακτέα στην επομένη χρήση					107.864,00
11. Χρεώστες διάφοροι	737.110,74	779.638,84	666.072,06	684.685,63	676.730,88
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	56.229.634,42	52.615.542,55	45.345.651,19	40.677.550,07	34.392.589,20
IV. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	21.393,71	21.045,69	15.988,88	9.126,78	11.442,67
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	55.752,48	99.408,93	221.792,71	427.110,64	1.852.458,25
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	77.146,19	120.454,62	237.781,59	436.237,42	1.863.900,92
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	68.869.344,66	65.139.563,72	57.933.587,34	51.272.305,99	45.467.499,75
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
1. Έξοδα επομένων χρήσεων	16.289,11	6.084,50	9.148,79	2.469,00	2.469,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	16.289,11	6.084,50	9.148,79	2.469,00	2.469,00
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	71.980.578,38	68.546.373,86	60.895.742,83	54.362.767,49	48.621.863,49
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟ					
1. Αλλότρια περιουσιακά στοιχεία					2.537,50
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών	12.975,80	25.671,16	17.980,23		
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	12.975,80	25.671,16	17.980,23		2.537,50
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
I. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΛΠ.)					
1. Καταβλημένο	9.459.944,00	9.320.004,00	9.117.091,00	9.068.112,00	8.746.250,00
2. Οφειλόμενο	391.757,06	384.432,06	373.884,06	369.782,06	354.839,06
3. Αποσβεσμένο					
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	9.851.701,06	9.704.436,06	9.490.975,06	9.437.894,06	9.101.089,06
III. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ					
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	65.911,45	65.911,45	65.911,45	65.911,45	65.911,45
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	65.911,45	65.911,45	65.911,45	65.911,45	65.911,45
IV. ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
1. Τακτικό αποθεματικό	2.579.429,55	2.280.117,28	1.985.926,88	1.652.232,91	1.362.193,75
2. Αποθεματικά καταστατικού	2.244.477,88	1.958.397,88	1.630.797,88	1.525.797,88	1.258.757,88
3. Ειδικά αποθεματικά	33.649,32	33.649,32	33.649,32	33.649,32	33.649,32
4. Έκτακτα αποθεματικά	11.471.311,32	9.334.311,32	7.245.311,32	5.104.311,32	3.148.311,32
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	178.154,84	174.374,76	173.155,96	162.302,75	153.813,42
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	16.507.022,91	13.780.850,56	11.068.841,36	8.478.294,18	5.956.725,69
V. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεων εις νέο	976,84	602,75	293,10	596,46	630,84
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	976,84	602,75	293,10	596,46	630,84
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	26.425.612,26	23.551.800,82	20.626.020,97	17.982.696,15	15.124.357,04
B. ΠΡΟΒΛΗΜΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
1. Προβλήματα για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	936.000,00	825.000,00	675.000,00	569.840,00	513.230,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΗΜΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	936.000,00	825.000,00	675.000,00	569.840,00	513.230,00
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Προμηθευτές	19.005.176,34	20.318.739,08	17.402.312,74	14.061.625,49	12.663.665,24
2. Επιταγές πληρωτέες (μεταχρονολογημένες)	15.881.975,31	17.895.654,56	16.278.805,14	16.286.981,22	15.167.934,09
3. Τράπεζες λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	6.279.159,11	1.471.966,81	1.532.797,08	1.264.215,66	2.000.000,00
4. Προκαταβολές πελατών	13.493,94	9.237,17	10.690,58	5.696,51	36.824,25
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	1.252.016,19	1.419.982,88	962.320,13	956.617,79	1.389.578,36
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	276.790,66	270.865,79	226.154,90	200.130,44	195.674,82
10. Μερίσματα πληρωτέα	500.000,00	500.000,00	800.000,00	600.000,00	500.000,00
11. Πατωτές διάφοροι	1.379.990,55	2.271.687,07	2.266.430,83	2.430.371,76	1.025.575,16
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	44.588.602,10	44.158.133,36	39.479.511,40	35.805.638,87	32.979.251,92
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	44.588.602,10	44.158.133,36	39.479.511,40	35.805.638,87	32.979.251,92
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
2. Έξοδα χρήσεων δεδουλευμένα	30.364,02	11.439,68	115.210,46	4.592,47	5.024,53
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	30.364,02	11.439,68	115.210,46	4.592,47	5.024,53
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	71.980.578,38	68.546.373,86	60.895.742,83	54.362.767,49	48.621.863,49
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ					
1. Δικαιούχοι αλλότρων περιουσιακών στοιχείων					2.537,50
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών	12.975,80	25.671,16	17.980,23		
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	12.975,80	25.671,16	17.980,23		2.537,50

ΠΡΟ.ΣΥ.Φ.Α.Π.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	239.597.919,76	225.840.097,96	199.809.512,32	179.387.758,60	166.180.835,45
Μείον: Κόστος πωλήσεων	229.977.142,65	216.622.084,07	191.184.675,80	171.865.453,62	158.717.922,37
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	9.620.777,11	9.218.013,89	8.624.836,52	7.522.304,98	7.462.913,08
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	224.926,07	283.050,77	410.092,45	284.843,21	292.053,22
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	9.845.703,18	9.501.064,66	9.034.928,97	7.807.148,19	7.754.966,30
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	1.873.186,18	1.760.067,05	1.593.594,12	1.276.231,71	1.376.438,90
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	4.844.651,56	4.591.875,20	4.150.244,56	3.786.718,55	3.563.557,74
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	6.717.837,74	6.351.942,25	5.743.838,68	5.062.950,26	4.939.996,64
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	3.127.865,44	3.149.122,41	3.291.090,29	2.744.197,93	2.814.969,66
ΠΛΕΟΝ					
1. Έσοδα συμμετοχών	900.000,00	1.000.000,00	940.000,00	961.000,00	610.000,00
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	101.777,44	95.322,84	87.355,06	67.209,79	166.232,47
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	1.001.777,44	1.095.322,84	1.027.355,06	1.028.209,79	776.232,47
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	99.770,44	231.798,10	25.252,96	33.790,94	21.892,79
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	99.770,44	231.798,10	25.252,96	33.790,94	21.892,79
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	4.029.872,44	4.012.647,15	4.293.192,39	3.738.616,78	3.569.309,34
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	1.325,37	574,57	4.562,26	58,63	3.961,07
2. Έκτακτα κέρδη	15.552,98	16.707,03	3.419,75	31.368,30	14.970,50
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	16.878,35	17.281,60	7.982,01	31.426,93	18.931,57
ΜΕΙΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	4.705,36	1.469,67	43.650,95	286,10	1.854,18
2. Έκτακτες ζημιές					
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων					
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	111.000,00	150.000,00	105.160,00	56.610,00	48.217,21
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	115.705,36	151.469,67	148.810,95	56.896,10	50.071,39
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	-98.827,01	-134.188,07	-140.828,94	-25.469,17	-31.139,82
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)	3.931.045,43	3.878.459,08	4.152.363,45	3.713.147,61	3.538.169,52
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	310.155,70	330.554,63	303.143,83	308.416,95	488.889,87
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	310.155,70	330.554,63	303.143,83	308.416,95	488.889,87
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	3.931.045,43	3.878.459,08	4.152.363,45	3.713.147,61	3.538.169,52
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθάρα αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	3.931.045,43	3.878.459,08	4.152.363,45	3.713.147,61	3.538.169,52
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	602,75	293,10	596,46	630,84	282,44
Υπόλοιπο κερδών προηγούμενων χρήσεων					
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων	124.006,45	155.007,81			
Αποθεματικά προς διάθεση					
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	796.032,91	769.487,32	812.315,69	809.647,89	935.858,20
Λοιποί φόροι					
Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	17.883,38	12.353,10	3.108,11	3.108,11	2.634,00
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	813.916,29	781.840,42	815.423,80	812.756,00	938.492,20
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	2.993.725,44	2.941.903,95	3.337.536,11	2.901.022,45	2.599.959,76
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό	299.312,27	294.190,40	333.693,97	290.039,16	263.853,42
2. Πρώτο μέρος	500.000,00	500.000,00	800.000,00	600.000,00	500.000,00
5. Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά	2.137.000,00	2.089.000,00	2.141.000,00	1.956.000,00	1.765.000,00
6. Αποθεματικά από απαλλασσόμενα της φορολογίας έσοδα					
6. Αποθεματικά από έσοδα φορολογηθέντα κατ' ειδικό τρόπο	3.780,08	1.218,80	10.853,21	8.489,33	34.500,50
Αμοιβές διευθυντών και στελεχών					
Διανεμόμενα κέρδη στο προσωπικό	52.656,25	56.892,00	51.695,83	45.897,50	35.975,00
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	976,84	602,75	293,10	596,46	630,84
Αποθεματικά για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου					
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	2.993.725,44	2.941.903,95	3.337.536,11	2.901.022,45	2.599.959,76

ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.					
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ					
	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	919.633,08	843.875,39	661.902,45	402.677,29	353.735,32
Αποσβέσεις	616.172,04	466.222,63	368.717,53	335.008,83	275.954,52
Καθαρή αξία	303.461,04	377.652,76	293.184,92	67.668,46	77.780,80
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	919.633,08	843.875,39	661.902,45	402.677,29	353.735,32
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ					
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	616.172,04	466.222,63	368.717,53	335.008,83	275.954,52
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	303.461,04	377.652,76	293.184,92	67.668,46	77.780,80
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
II. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
1. Γηπέδα - οικόπεδα	561.601,12	366.601,12	366.282,70	366.282,70	366.282,70
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	2.022.890,62	2.012.259,28	2.012.259,28	1.993.407,91	1.919.164,90
Αποσβέσεις	630.924,87	529.877,10	429.272,23	328.978,82	231.875,48
Καθαρή αξία	1.391.966,75	1.482.382,18	1.582.987,05	1.664.429,09	1.687.289,42
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	1.811.046,90	1.610.582,90	1.605.664,32	1.348.532,74	1.321.460,38
Αποσβέσεις	1.382.205,62	1.142.260,35	911.124,40	681.834,00	497.660,36
Καθαρή αξία	428.841,28	468.322,55	694.539,92	666.698,74	823.800,02
5. Μεταφορικά μέσα	904.352,62	737.795,17	639.339,78	490.122,80	516.237,29
Αποσβέσεις	505.825,28	455.447,34	362.173,78	302.898,00	304.181,62
Καθαρή αξία	398.527,34	282.347,83	277.166,00	187.224,80	212.055,67
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	1.265.046,10	1.086.232,53	1.035.328,52	958.370,80	698.582,84
Αποσβέσεις	1.040.448,79	891.451,47	765.580,10	618.319,21	582.144,90
Καθαρή αξία	224.597,31	194.781,06	269.748,42	340.051,59	116.437,94
7. Ακίνητοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές				113.716,50	
Καθαρή αξία				113.716,50	
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	6.564.937,36	5.813.471,00	5.658.874,60	5.270.433,45	4.821.728,11
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	3.559.404,56	3.019.036,26	2.468.150,51	1.932.030,03	1.615.862,36
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	3.005.532,80	2.794.434,74	3.190.724,09	3.338.403,42	3.205.865,75
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	3.559.404,56	3.019.036,26	2.468.150,51	1.932.030,03	1.615.862,36
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	3.005.532,80	2.794.434,74	3.190.724,09	3.338.403,42	3.205.865,75
III. ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΣΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	254.978,00	254.978,00	254.978,00	254.978,00	254.978,00
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις	27.900,00	27.900,00	27.900,00	27.900,00	26.500,00
5. Γραμμάτια εισπρακτέα μεροληψίας Αθήνας	422.314,83	229.120,33	291.830,50	372.981,95	196.883,00
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	23.863,00	23.105,00	20.388,20	12.301,26	12.050,95
ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΛΛΩΝ ΜΑΚΡΟΠΡ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	729.055,83	535.103,33	595.096,70	668.161,31	490.491,95
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	7.293.993,19	6.348.574,33	6.253.971,30	5.938.594,76	5.312.220,06
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	3.559.404,56	3.019.036,26	2.468.150,51	1.932.030,03	1.615.862,36
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	3.734.588,63	3.329.538,07	3.785.820,79	4.006.564,73	3.696.357,70
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπορεύματα	14.224.732,60	16.051.970,72	11.251.065,60	12.016.932,11	9.546.332,77
4. Πρώτες και βοηθητικές ύλες	4.807,04	4.807,04	10.868,32	21.240,05	40.384,26
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	14.229.539,64	16.056.777,76	11.261.933,92	12.038.172,16	9.586.717,03
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	58.321.552,57	44.102.679,82	36.644.263,56	34.239.518,83	28.515.901,06
2. Γραμμάτια εισπρακτέα Χαρτοφυλακίου	2.546.323,85	1.960.826,81	2.036.719,46	1.837.276,12	1.322.646,15
Στις τραπεζές για είσοδο					
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση	48.299,73	71.912,18	94.327,61	49.949,42	39.734,36
3. Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)	2.366.108,83	2.579.599,57	2.108.385,09	2.492.745,90	3.857.282,37
10. Επιταγές - επίδικα πελάτες και χρωστές	25.226,52	62.488,66	35.889,48	60.374,86	21.144,28
11. Χρωστές διάφοροι	1.101.278,85	948.909,19	778.522,03	647.202,43	596.774,16
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	64.408.790,35	49.726.416,23	41.698.107,23	39.327.067,56	34.353.482,38
IV. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	18.750,43	19.244,33	20.606,17	17.780,10	16.888,32
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	342.242,83	1.775.331,76	3.495.891,12	2.864.054,55	2.123.290,15
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	360.993,26	1.794.576,09	3.516.497,29	2.881.834,65	2.140.178,47
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	360.993,26	1.794.576,09	3.516.497,29	2.881.834,65	2.140.178,47
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	78.999.323,25	67.577.770,08	56.476.538,44	54.247.074,37	46.080.377,88
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
1. Έξοδα επομένων χρήσεων	10.747,81	12.899,84	11.800,66	8.971,97	9.625,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	10.747,81	12.899,84	11.800,66	8.971,97	9.625,00
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	83.048.120,73	71.297.860,75	60.567.344,81	58.330.279,53	49.864.141,38
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ					
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλείων	6.000,00	3.000,00			
4. Λοιποί χρεωστικοί λογαριασμοί τάξεως	12,57	10,75	9,02	5,34	5,05
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	6.012,57	3.010,75	9,02	5,34	5,05
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
I. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΑΠ.)					
1. Καθολικό	2.745.000,00	2.700.000,00	2.637.000,00	2.571.000,00	2.409.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	2.745.000,00	2.700.000,00	2.637.000,00	2.571.000,00	2.409.000,00
III. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ					
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	318,42	318,42			
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων παγίου ενεργητικού	241.000,00				
Μείον: Αποσβέσεις επιχορηγήσεων					
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	241.318,42	318,42			
IV. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
1. Τακτικά αποθεματικά	2.391.289,49	2.091.289,49	1.789.289,49	1.509.289,49	1.310.129,94
3. Ειδικά αποθεματικά	1.837.504,35	1.607.074,35	1.409.599,35	1.215.339,35	
2. Έκτακτα αποθεματικά	2.201.299,65	1.901.299,65	1.599.299,65	1.319.299,65	1.120.140,10
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων					
Αποθεματικά διάφορα	5.643.938,93	5.184.541,41	4.594.267,76	3.924.908,36	3.058.817,57
Αποθεματικά από απαλοσώσιμα της φορολογίας έσοδα	70.917,10	70.917,10	70.453,36	70.453,36	70.453,36
Αποθεματικά διάφορων νόμων					
Ειδικό αφορολόγητο αποθεματικών επενδύσεων					
Αποθεματικό από έσοδα φοροληθέντα κατά ειδικό τρόπο					
Αφορολόγητα αποθεματικά από κράτος καταβολή φόρων	325.489,91	320.691,39	313.596,60	310.269,80	308.656,44
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	12.470.439,43	11.175.813,39	9.776.506,21	8.349.560,01	7.171.164,41
V. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεων εις νέο	1.700.037,46	654.204,82	374.165,60	605.531,54	603.972,56
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	1.700.037,46	654.204,82	374.165,60	605.531,54	603.972,56
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	17.156.795,31	14.530.336,63	12.787.671,81	11.526.091,55	10.184.136,97
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
Προβλέψεις για επισφάλεις απαιτήσεις	652.552,57	678.855,72	678.855,72	700.000,00	400.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	652.552,57	678.855,72	678.855,72	700.000,00	400.000,00
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΣΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Προμηθευτές	21.240.910,07	19.432.327,25	17.174.651,02	16.750.355,17	13.166.803,61
2. Επιταγές πληρωτέες (μεταχρονολογημένες)	24.170.901,45	22.822.834,03	17.626.404,76	18.177.447,09	15.138.775,07
3. Τράπεζες λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	16.650.000,00	10.360.000,00	8.700.000,00	8.500.000,00	8.750.000,00
4. Προκαταβολές πελατών					
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	1.765.522,79	1.348.879,14	1.479.379,04	1.056.382,88	1.020.679,51
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	270.366,32	240.293,08	211.637,10	191.154,40	172.546,27
10. Μέρηματα πληρωτέα	820.000,00	1.500.000,00	1.600.000,00	1.170.000,00	800.000,00
11. Πιστωτές διάφοροι	194.496,13	262.643,20	225.064,38	174.835,62	190.041,27
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΣΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	65.112.196,76	55.966.976,70	47.017.136,30	46.020.175,16	39.238.845,73
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	65.112.196,76	55.966.976,70	47.017.136,30	46.020.175,16	39.238.845,73
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
2. Έξοδα χρήσεως δεδουλευμένα	126.576,09	121.691,70	83.680,98	84.012,82	41.158,68
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	126.576,09	121.691,70	83.680,98	84.012,82	41.158,68
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	83.048.120,73	71.297.860,75	60.567.344,81	58.330.279,53	49.864.141,38
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ					
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλείων	6.000,00	3.000,00			
4. Λοιποί πιστωτικοί λογαριασμοί τάξεως	12,57	10,75	9,02	5,34	5,05
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	6.012,57	3.010,75	9,02	5,34	5,05

ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	289.576.733,49	263.626.847,91	237.781.193,90	209.219.675,84	184.726.437,25
Μείον: Κόστος πωλήσεων	277.575.251,26	252.265.538,55	227.241.839,97	200.228.454,63	176.543.711,80
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	12.001.482,23	11.361.309,36	10.539.353,93	8.991.221,21	8.182.725,45
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	10.315,42	8.606,10		19.810,79	21.743,50
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	12.011.797,65	11.369.915,46	10.539.353,93	9.011.032,00	8.204.468,95
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	1.134.641,10	1.056.631,69	1.029.001,92	878.590,36	1.006.706,62
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	6.385.989,40	5.784.737,83	5.247.465,10	4.594.213,93	4.333.613,29
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	7.520.630,50	6.841.369,52	6.276.467,02	5.472.804,29	5.340.319,91
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	4.491.167,15	4.528.545,94	4.262.886,91	3.538.227,71	2.864.149,04
ΠΛΕΟΝ					
1. Έσοδα συμμετοχών	31.496,59	54.995,05	39.495,93	18.800,00	10.799,34
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	7.107,24	15.053,77	7.769,55	3.910,88	3.022,19
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	38.603,83	70.048,82	47.265,48	22.710,88	13.821,53
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	545.795,66	582.209,12	582.568,73	472.221,99	302.647,17
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	545.795,66	582.209,12	582.568,73	472.221,99	302.647,17
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	3.983.975,32	4.016.385,64	3.727.583,66	3.088.716,60	2.575.323,40
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	10.692,44				
2. Έκτακτα κέρδη		1.850,00	4.300,00	17.315,63	8.654,24
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων					
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	10.692,44	1.850,00	4.300,00	17.315,63	8.654,24
ΜΕΙΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	739,24	1.085,00	325,50	758,50	519,10
2. Έκτακτες ζημιές		261,82	748,45	209,60	492,78
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων					
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους				300.000,00	400.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	739,24	1.346,82	1.073,95	300.968,10	401.011,88
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	9.953,20	503,18	3.226,05	-283.652,47	-392.357,64
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)	3.993.928,52	4.016.888,82	3.730.809,71	2.805.064,13	2.182.965,76
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	779.341,40	662.277,41	608.517,31	490.416,93	477.158,31
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	779.341,40	662.277,41	608.517,31	490.416,93	477.158,31
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	3.993.928,52	4.016.888,82	3.730.809,71	2.805.064,13	2.182.965,76
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	3.993.928,52	4.016.888,82	3.730.809,71	2.805.064,13	2.182.965,76
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	654.204,82	374.165,60	605.531,54	603.972,56	425.612,73
Υπόλοιπο κερδών προηγούμενων χρήσεων					
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων					
Αποθεματικά προς διάθεση			461.326,65		
Έσοδα από αχρησιμοποίητες προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων					105.000,00
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	1.023.297,36	1.021.291,07	949.311,17	835.253,59	714.445,81
Λοιποί φόροι					
Φόρος αποθεματικών (διαφόρων νόμων)			161.464,33		
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	1.023.297,36	1.021.291,07	1.110.775,50	835.253,59	714.445,81
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	3.624.835,98	3.369.763,35	3.686.892,40	2.573.783,10	1.999.132,68
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό	300.000,00	302.000,00	280.000,00	199.159,55	148.441,67
2. Πρώτο μέρισμα	820.000,00	1.500.000,00	1.600.000,00	1.170.000,00	800.000,00
5. Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά	800.000,00	906.000,00	840.000,00	597.478,65	148.441,67
Ειδικό αποθεματικό επενδύσεων			589.400,00		
Αφορολόγητα αποθεματικά από εφάπαξ καταβολή φόρων					
Αφορολόγητα αποθεματικά διαφόρων νόμων					296.883,34
Αφορολόγητα αποθεματικά Ν. 148/47					
6. Αποθεματικά από απαλλασσόμενα της φορολογίας έσοδα		463,74			
6. Αποθεματικά από έσοδα φορολογηθέντα κατ' ειδικό τρόπο	4.798,52	7.094,79	3.326,80	1.613,36	1.393,44
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	1.700.037,46	654.204,82	374.165,60	605.531,54	603.972,56
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	3.624.835,98	3.369.763,35	3.686.892,40	2.573.783,10	1.999.132,68

ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.					
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	464.750,27	447.064,50	394.305,03	378.095,03	373.220,20
Αποσβέσεις	407.954,67	393.756,83	351.485,45	289.025,10	230.202,12
Καθαρή Αξία	56.795,60	53.307,67	42.819,58	89.069,93	143.018,08
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	464.750,27	447.064,50	394.305,03	378.095,03	373.220,20
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ					
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ					
407.954,67	393.756,83	351.485,45	289.025,10	230.202,12	143.018,08
56.795,60	53.307,67	42.819,58	89.069,93	143.018,08	
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΡΓΗΤΙΚΟ					
II. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
1. Γήπεδα - οικόπεδα	963.468,33	963.468,34	963.468,34	963.468,34	963.468,34
2. Κτίρια και τεχνικά έργα	6.888.815,94	5.012.884,78	3.480.449,78	3.473.099,78	3.467.515,38
Αποσβέσεις	1.493.099,68	1.026.546,22	714.457,88	440.892,60	167.618,18
Καθαρή Αξία	5.395.716,26	3.986.338,56	2.765.991,90	3.032.207,18	3.299.897,20
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	6.364.634,39	6.331.301,39	220.042,21	220.042,21	754.205,55
Αποσβέσεις	1.504.410,99	554.715,30	92.603,60	61.465,32	556.664,02
Καθαρή Αξία	4.860.223,40	5.776.586,09	127.438,61	158.576,89	197.541,53
5. Μεταφορικά μέσα	1.194.224,75	1.180.351,28	1.138.071,76	1.204.468,49	839.273,70
Αποσβέσεις	874.645,44	757.385,89	577.493,07	502.872,82	505.832,89
Καθαρή Αξία	319.579,31	422.965,39	560.578,69	701.595,67	333.440,81
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	8.303.726,80	8.198.976,46	8.304.291,15	7.030.061,22	6.935.656,20
Αποσβέσεις	7.549.042,69	7.052.282,11	5.396.636,98	3.376.776,45	1.620.656,10
Καθαρή Αξία	754.684,11	1.146.694,35	2.907.654,17	3.653.284,77	5.315.000,10
7. Ακινήτοποιησης υπό εκτέλεση και προκαταβολές		1.875.931,15	1.607.499,47	745.639,47	395.619,47
Καθαρή Αξία		1.875.931,15	1.607.499,47	745.639,47	395.619,47
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	23.714.870,21	23.562.913,40	15.713.822,71	13.636.759,51	13.355.738,64
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ					
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ					
23.714.870,21	23.562.913,40	15.713.822,71	13.636.759,51	13.355.738,64	13.355.738,64
11.421.198,80	9.390.929,52	6.781.191,53	4.382.007,19	2.850.771,19	2.850.771,19
12.293.671,41	14.171.983,88	8.932.631,18	9.254.752,32	10.504.967,45	10.504.967,45
III. ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
2. Συμμετοχές σε Λοιπές επιχειρήσεις	17.608,22	17.608,22	17.608,22	17.608,22	17.608,22
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	74.369,01	74.369,01	74.369,01	74.369,01	74.369,01
ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΆΛΛΩΝ ΜΑΚΡΟΠ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	91.977,23	91.977,23	91.977,23	91.977,23	91.977,23
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ					
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ					
23.806.847,44	23.654.890,63	15.805.799,94	13.728.736,74	13.447.715,87	13.447.715,87
11.421.198,80	9.390.929,52	6.781.191,53	4.382.007,19	2.850.771,19	2.850.771,19
12.385.648,64	14.263.961,11	9.024.608,41	9.346.729,55	10.596.944,68	10.596.944,68
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπόρευμα	15.290.693,36	14.345.678,55	14.069.563,92	12.461.386,79	9.094.148,62
5. Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	1.146.857,38	2.846.674,82	4.288.836,21	4.298.599,35	2.556.714,40
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	16.437.550,74	17.192.353,37	18.358.400,13	16.759.986,14	11.650.863,02
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	55.695.797,28	44.084.633,40	48.008.341,68	34.686.989,66	34.196.839,88
Μείον: Προβλέψεις	1.975.811,71	1.975.811,71	1.975.811,71	957.859,37	
Μείον: Προβλέψεις για δόσεις πελατών σε καθυστέρηση					
2. Γραμμάτια εισπρακτέα					
Χαρτοφυλακίου	1.491.170,46	1.653.300,68	1.277.560,08	1.017.725,47	787.570,67
Στις τράπεζες για είσπραξη			47.755,60		
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση	32.868,67	32.868,67	82.916,50	82.916,50	82.916,50
3. Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)		24.251.660,05	26.073.377,48	19.236.638,52	16.332.655,02
Χαρτοφυλακίου	23.213.198,94				
Στις τράπεζες σε εγγύηση	8.947.242,23				
3. Επιταγές σε καθυστέρηση (σφαγιασμένες)	2.071.062,71	429.045,81	346.839,85	376.812,72	244.659,17
11. Χρεώσεις διάφοροι	9.095.227,02	7.250.792,48	4.636.583,56	5.740.365,89	4.451.888,73
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	98.570.755,60	75.726.489,38	78.497.563,04	60.183.589,39	56.096.529,97
III. ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ					
3. Λοιπά χρεόγραφα	5.010.409,05	976.202,00	1.736.017,29	1.262.134,72	648.346,39
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	5.010.409,05	976.202,00	1.736.017,29	1.262.134,72	648.346,39
IV. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	155.487,46	99.411,39	254.364,36	301.650,21	238.170,18
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	718.959,08	1.680.292,65	1.536.308,24	107.217,86	35.473,17
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	874.446,54	1.779.704,04	1.790.672,60	408.868,07	273.643,35
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
120.893.161,93	95.674.748,79	100.382.653,06	78.614.578,32	68.669.382,73	
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
1. Έξοδα επιμνημόνιων χρήσεων	14.200,00	12.390,00	20.597,00	10.172,00	7.948,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	14.200,00	12.390,00	20.597,00	10.172,00	7.948,00
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
133.349.806,17	110.004.407,57	109.470.678,05	88.060.549,80	79.417.293,49	
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΤΙΚΟΙ					
2. Χρεωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών	3.003.000,00	3.003.000,00			
4. Λοιποί χρεωτικοί λογαριασμοί τόξεως				6.926.477,44	6.678.592,34
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	3.003.000,00	3.003.000,00		6.926.477,44	6.678.592,34
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
I. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΛΠ.)					
1. Καταβλημένο	25.575.750,00	25.575.750,00	21.802.890,00	21.802.890,00	19.330.020,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	25.575.750,00	25.575.750,00	21.802.890,00	21.802.890,00	19.330.020,00
IV. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
1. Τακτικό αποθεματικό	3.727.775,50	3.689.685,65	3.671.994,88	3.627.229,55	3.587.394,83
4. Έκτακτα αποθεματικά	75.747,59	75.747,59	9.458,85	9.458,85	2.452.344,25
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	793.593,79	493.593,79	1.375.694,37	1.375.694,37	1.405.678,97
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4.597.116,88	4.259.027,03	5.057.148,10	5.012.382,77	7.445.418,05
V. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέο	2.799.283,82	2.075.576,75	1.723.811,68	1.420.121,47	1.199.497,52
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	2.799.283,82	2.075.576,75	1.723.811,68	1.420.121,47	1.199.497,52
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
32.972.150,70	31.910.353,78	28.583.849,78	28.235.394,24	27.974.935,57	
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	169.792,62	169.792,62	169.792,62	124.950,58	
2. Λοιπές προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα					
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	169.792,62	169.792,62	169.792,62	124.950,58	
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
I. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Ομολογιακά δάνεια	17.973.699,00	18.411.360,00	22.725.000,00	10.600.000,00	
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	17.973.699,00	18.411.360,00	22.725.000,00	10.600.000,00	
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Προμηθευτές	18.492.423,20	18.339.101,25	17.872.244,65	18.680.697,97	17.738.430,77
2. Επιταγές πληρωτέες (μεταχρονολογημένες)	23.722.789,09	19.009.409,48	20.305.521,34	18.710.400,74	24.309.405,44
3. Τράπεζες λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	24.853.525,51	12.328.776,11	4.410.240,96	8.789.947,14	8.616.376,63
4. Προκαταβολές πελατών	4.363.639,00	1.659.806,33	9.165.958,26	304.179,10	220.315,67
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	376.940,24	54.961,73	220.744,94	355.375,06	405.297,12
6. Ασφαλιστικά οργανισμοί	210.650,80	196.039,44	166.595,64	138.325,93	127.016,65
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	10.137.661,00	7.504.545,00	4.875.000,00	1.600.000,00	
10. Μερίσματα πληρωτέα		400.695,00	450.000,00	500.000,00	
11. Πιστωτές διάφοροι	54.904,70	73,78	500.000,00		
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	82.212.533,54	59.493.408,12	57.966.305,79	49.078.925,94	51.416.842,28
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	100.186.232,54	77.904.768,12	80.691.305,79	59.678.925,94	51.416.842,28
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
2. Έξοδα χρήσεως δεδουλευμένα	21.630,31	19.493,05	25.729,86	21.279,04	25.515,64
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	21.630,31	19.493,05	25.729,86	21.279,04	25.515,64
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
133.349.806,17	110.004.407,57	109.470.678,05	88.060.549,80	79.417.293,49	
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ					
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών	3.003.000,00	3.003.000,00			
4. Λοιποί πιστωτικοί λογαριασμοί τόξεως				6.926.477,44	6.678.592,34
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	3.003.000,00	3.003.000,00		6.926.477,44	6.678.592,34

ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Ι. Α.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	234.060.144,15	220.788.917,25	205.450.263,56	191.401.402,05	171.255.224,76
Μείον: Κόστος πωλήσεων	223.008.531,57	210.320.584,65	195.405.787,58	182.410.803,06	164.730.876,33
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	11.051.612,58	10.468.332,60	10.044.475,98	8.990.598,99	6.524.348,43
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	7.500,47	4.372,11	145.969,62	170.472,88	87.072,79
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	11.059.113,05	10.472.704,71	10.190.445,60	9.161.071,87	6.611.421,22
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	1.878.847,88	2.938.189,83	3.107.098,36	2.655.431,94	1.538.680,56
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	6.214.822,46	5.327.796,52	4.063.909,47	3.903.779,58	4.190.692,70
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	8.093.670,34	8.265.986,35	7.171.007,83	6.559.211,52	5.729.373,26
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
ΠΛΕΟΝ					
2. Έσοδα χρεογράφων	5.576,51	94.567,01	88.004,92		
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	58.646,96	50.791,52	57.356,12	106.634,21	169.681,22
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΣΟΔΩΝ	64.223,47	145.358,53	145.361,04	106.634,21	169.681,22
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	2.042.131,43	1.843.433,28	991.648,21	513.188,48	225.677,69
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	2.042.131,43	1.843.433,28	991.648,21	513.188,48	225.677,69
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
	987.534,75	508.643,61	2.173.150,60	2.195.306,08	826.051,49
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Εκτακτα και ανόργανα έσοδα	16.323,85		37.673,67	20,00	
2. Εκτακτα κέρδη	123,77	39,80	5.604,14	29.307,83	8.284,66
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	129.318,35			2.588,00	
4. Έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων					
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	145.765,97	39,80	43.277,81	31.915,83	8.284,66
ΜΕΙΟΝ					
1. Εκτακτα και ανόργανα έξοδα	35.484,28	33.445,50	1.568,57	1.305,96	2.191,46
2. Εκτακτες ζημιές	27.667,98	3.484,10		17.697,45	472,01
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	54.419,23		3.165,46	128.254,43	
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους			1.017.952,34	957.859,37	200,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	117.571,49	36.929,60	1.022.686,37	1.105.117,21	2.863,47
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	28.194,48	-36.889,80	-979.408,56	-1.073.201,38	5.421,19
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)					
	1.015.729,23	471.753,81	1.193.742,04	1.122.104,70	831.472,68
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	2.087.004,31	2.652.713,59	2.574.500,92	2.444.584,94	1.451.613,99
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	2.087.004,31	2.652.713,59	2.574.500,92	2.444.584,94	1.451.613,99
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	1.015.729,23	471.753,81	1.193.742,04	1.122.104,70	831.472,68
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	1.015.729,23	471.753,81	1.193.742,04	1.122.104,70	831.472,68
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	2.075.576,75	1.723.811,70	1.420.121,47	1.199.497,52	1.031.526,02
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων			85.640,46		350.661,50
Αποθεματικά προς διάθεση		882.100,58		2.472.870,00	
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	253.932,31	117.938,45	309.646,02	361.646,03	258.007,59
Λοιποί φόροι					
Φόρος αποθεματικών (διαφόρων νόμων)		256.921,38			
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	253.932,31	374.859,83	309.646,02	361.646,03	258.007,59
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ	2.837.373,67	2.702.806,26	2.218.577,03	4.432.826,19	1.254.329,61
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό	38.089,85	17.690,77	44.765,35	39.834,72	28.270,07
2. Πρώτο μέρισμα		70.000,00	450.000,00	500.000,00	
Μερίσματα χρήσεως για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου		473.250,00			
5. Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά		66.288,74			
Ειδικό αποθεματικό επενδύσεων					
Αφορολόγητα αποθεματικά διαφόρων νόμων					26.562,02
6. Αποθεματικά από απαλλασσόμενα της φορολογίας έσοδα					
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	2.799.283,82	2.075.576,75	1.723.811,68	1.420.121,47	1.199.497,52
Αποθεματικά για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου				2.472.870,00	
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	2.837.373,67	2.702.806,26	2.218.577,03	4.432.826,19	1.254.329,61

ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.					
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	74.221,92	64.779,61	64.779,61	63.709,61	63.141,83
Αποσβέσεις	74.221,59	64.779,35	64.779,35	59.487,34	42.031,11
Καθαρή Αξία	0,33	0,26	0,26	4.222,27	21.110,72
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	74.221,92	64.779,61	64.779,61	63.709,61	63.141,83
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ					
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	0,33	0,26	0,26	4.222,27	21.110,72
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
II. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	75.758,09	52.367,03	52.367,03	192.102,47	143.082,47
Αποσβέσεις	14.505,30	10.291,52	7.840,52	17.829,70	8.800,43
Καθαρή Αξία	61.252,79	42.075,51	44.526,51	174.272,77	134.282,04
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	93.803,61	1.383,61	1.383,61	1.383,61	1.383,61
Αποσβέσεις	9.536,79	1.383,57	1.383,57	1.383,57	1.383,57
Καθαρή Αξία	84.266,82	0,04	0,04	0,04	0,04
5. Μεταφορικά μέσα	211.598,00	184.198,84	168.554,65	137.985,80	137.985,80
Αποσβέσεις	138.682,82	113.239,11	91.255,05	116.898,17	105.348,57
Καθαρή Αξία	72.915,18	70.959,73	77.299,60	21.087,63	32.637,23
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	270.300,69	149.292,44	147.338,78	145.011,85	113.169,55
Αποσβέσεις	177.999,88	133.677,31	124.496,03	111.828,09	95.567,44
Καθαρή Αξία	92.300,81	15.615,13	22.842,75	33.183,76	17.602,11
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	651.460,39	387.241,92	369.644,07	476.483,73	395.621,43
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	340.724,79	258.591,51	224.975,17	247.939,53	211.100,01
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	310.735,60	128.650,41	144.668,90	228.544,20	184.521,42
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	651.460,39	387.241,92	369.644,07	476.483,73	395.621,43
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	340.724,79	258.591,51	224.975,17	247.939,53	211.100,01
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	310.735,60	128.650,41	144.668,90	228.544,20	184.521,42
III. ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	63.205,00	2.151,00	257,00	3.719,96	3.719,96
ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΜΜΙΧΘΩΝ ΚΑΙ ΆΛΛΩΝ ΜΑΚΡΟΠ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	63.205,00	2.151,00	257,00	3.719,96	3.719,96
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	714.665,39	389.392,92	369.901,07	480.203,69	399.341,39
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	340.724,79	258.591,51	224.975,17	247.939,53	211.100,01
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	373.940,60	130.801,41	144.925,90	232.264,16	188.241,38
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπορεύματα	11.212.152,43	8.399.241,68	6.053.873,06	6.268.782,58	7.768.847,45
5. Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	558.098,47	303.224,62	49.238,43	30.323,15	483.613,48
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	11.770.250,90	8.702.466,30	6.103.111,49	6.299.105,73	8.252.460,93
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	16.794.310,95	6.855.191,86	6.911.192,69	5.551.900,00	5.260.225,21
Μείον: Προβλέψεις	415.814,87	993.763,20	615.503,44	286.568,44	286.568,44
2. Γραμμάτια εισπρακτέα	74.380,61	42.736,13	42.357,99	65.136,14	596.061,37
Χαρτοφυλάκιου					
Στις τράπεζες για είσπραξη			2.844,36	37.939,54	2.890.808,74
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση		357.118,78	357.118,78	357.118,78	405.541,40
3. Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)	12.255.539,13	8.007.849,01	7.563.485,71	7.619.319,98	4.075.401,99
11. Χρεώστες διάφοροι	1.732.084,63	1.591.953,27	2.059.091,34	944.365,03	1.159.761,88
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	30.440.500,45	15.861.085,85	16.320.587,43	14.289.211,03	14.101.232,15
III. ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ					
3. Λοιπά χρεόγραφα	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
IV. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	69.194,27	13.640,90	10.994,41	55.594,25	24.960,50
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	6.912,47	60,42	7.327,40		2.083.793,70
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	76.106,74	13.701,32	18.321,81	55.594,25	2.108.754,20
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	76.106,75	13.701,33	18.321,82	55.594,26	2.108.754,21
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	42.286.858,10	24.577.253,48	22.442.020,74	20.643.911,02	24.462.447,29
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
1. Έξοδα επομένων χρήσεων	52.245,66	2.841,55	2.290,00	1.758,53	1.597,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	52.245,66	2.841,55	2.290,00	1.758,53	1.597,00
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	42.713.044,69	24.710.896,70	22.589.236,90	20.882.155,98	24.673.396,39
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ					
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών					2.200,00
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ					2.200,00
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
I. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΛΠ.)					
1. Καταβλημένο	4.500.000,00	3.600.000,00	3.000.000,00	2.520.000,00	2.520.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	4.500.000,00	3.600.000,00	3.000.000,00	2.520.000,00	2.520.000,00
IV. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
1. Τακτικό αποθεματικό	292.430,87	199.780,19	143.719,32	73.549,15	59.675,63
4. Έκτακτα αποθεματικά	322.951,04	322.951,04	322.951,04	322.951,04	322.951,04
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	12.481,81	12.481,81	12.481,81	12.481,81	12.481,81
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	627.863,72	535.213,04	479.152,17	408.982,00	395.108,48
V. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέο	567.568,30	609.455,32	444.298,83	71.065,53	365.939,15
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	567.568,30	609.455,32	444.298,83	71.065,53	365.939,15
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	5.695.432,02	4.744.668,36	3.923.451,00	3.000.047,53	3.281.047,63
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	235.075,36	210.223,85	175.606,12	67.139,96	67.139,96
2. Λοιπές προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα			25.539,86		
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	235.075,36	210.223,85	201.145,98	92.679,82	67.139,96
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Προμηθευτές	3.426.517,96	2.423.866,36	2.470.803,80	3.913.722,27	2.581.787,47
2. Γραμμάτια πληρωτέα και υποσχετικές					342,72
2. Επιταγές πληρωτέες (μεταχρονολογημένες)	20.908.103,76	11.226.759,49	11.369.999,97	10.141.519,91	13.620.255,14
3. Τράπεζες λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	8.325.080,62	3.982.999,67	1.965.334,00	2.384.503,15	3.767.076,64
4. Προκαταβολές πελατών	433.385,93	665.880,25	719.608,76	650.049,59	293.919,71
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	849.071,88	398.599,56	775.224,06	389.690,90	264.508,28
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	79.443,63	73.516,14	59.498,99	47.052,93	42.064,87
10. Μερίσματα πληρωτέα	2.610.000,00	900.000,00	1.020.000,00	130.000,00	302.000,00
11. Πιστώτες διάφοροι	150.933,53	84.383,02	84.170,34	132.889,88	453.253,97
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	36.782.537,31	19.756.004,49	18.464.639,92	17.789.428,63	21.325.208,80
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	36.782.537,31	19.756.004,49	18.464.639,92	17.789.428,63	21.325.208,80
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	42.713.044,69	24.710.896,70	22.589.236,90	20.882.155,98	24.673.396,39
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ					
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών					2.200,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ					2.200,00

ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	97.735.701,73	76.604.952,34	66.787.000,32	56.597.425,08	57.313.688,27
Μείον: Κόστος πωλήσεων	91.649.862,39	71.835.416,99	62.177.232,92	53.726.469,25	54.868.303,52
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	6.085.839,34	4.769.535,35	4.609.767,40	2.870.955,83	2.445.384,75
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	75.000,00	2.725,00	6.274,00		1.098.827,64
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	6.160.839,34	4.772.260,35	4.616.041,40	2.870.955,83	3.544.212,39
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	1.063.818,11	1.269.894,04	964.373,08	924.769,47	1.535.470,10
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	2.047.834,07	1.477.386,07	1.260.920,18	1.092.891,38	883.146,91
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	3.111.652,18	2.747.280,11	2.225.293,26	2.017.660,85	2.418.617,01
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
ΠΛΕΟΝ					
2. Έσοδα χρεογράφων					
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	21,47	41,31	21.465,57	16.696,94	
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΣΟΔΩΝ	21,47	41,31	21.465,57	16.696,94	
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	267.887,42	189.585,62	126.780,00	171.848,92	138.235,21
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΣΟΔΩΝ	267.887,42	189.585,62	126.780,00	171.848,92	138.235,21
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	2.781.321,21	1.835.435,93	2.285.433,71	698.143,00	987.360,17
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Εκτακτα και ανόργανα έσοδα	148.472,12	51.808,61	65.962,52	25.586,84	17.597,88
2. Εκτακτες κέρδη	0,99	999,99	33.200,25		
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	11.437,83				
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	159.910,94	52.808,60	99.162,77	25.586,84	17.597,88
ΜΕΙΟΝ					
1. Εκτακτα και ανόργανα έξοδα	1.166,65		4.661,06		153,60
2. Εκτακτες ζημιές	458.567,36	8.996,97	160.519,19	313.871,66	253.831,11
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	733,90	180,00	7.170,00	100,00	
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους		378.259,76	328.935,00		286.568,44
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	460.467,91	387.436,73	501.285,25	313.971,66	540.553,15
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	-300.556,97	-334.628,13	-402.122,48	-288.384,82	-522.955,27
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)	2.480.764,24	1.500.807,80	1.883.311,23	409.758,18	464.404,90
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	81.302,22	33.619,26	39.288,02	54.295,75	52.588,03
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	81.302,22	33.619,26	39.288,02	54.295,75	52.588,03
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	2.480.764,24	1.500.807,80	1.883.311,23	409.758,18	464.404,90
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	2.480.764,24	1.500.807,80	1.883.311,23	409.758,18	464.404,90
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	609.455,32	444.298,83	71.065,53	365.939,15	233.329,26
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων				498.470,52	
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	630.000,58	379.590,44	479.907,76	132.287,76	166.920,80
Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι					
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	630.000,58	379.590,44	479.907,76	132.287,76	166.920,80
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	2.460.218,98	1.565.516,19	1.474.469,00	144.939,05	530.813,36
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό	92.650,68	56.060,87	70.170,17	13.873,52	14.874,21
2. Πρώτο μέρος	1.800.000,00	900.000,00	960.000,00	60.000,00	150.000,00
6. Αποθεματικά από απαλλασσόμενα της φορολογίας έσοδα					
6. Αποθεματικά από έσοδα φορολογηθέντα κατ' ειδικό τρόπο					
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	567.568,30	609.455,32	444.298,83	71.065,53	365.939,15
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	2.460.218,98	1.565.516,19	1.474.469,00	144.939,05	530.813,36

ΣΥ.Φ.Α.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.					
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ					
	2009	2008	2007	2006	2005
Ε. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
1. Έσοδα από πωλήσεις και πρώτης εγκατάστασης				43.223,08	43.223,08
Αποσβέσεις				43.223,08	42.971,30
Καθαρή Αξία				0,00	251,78
4. Λοιπά έσοδα εγκαταστάσεων	77.959,69	115.634,42	114.419,54	193.495,40	126.637,17
Αποσβέσεις	65.373,90	84.616,71	69.118,75	138.154,43	116.576,94
Καθαρή Αξία	12.585,79	31.017,71	45.300,79	55.340,97	10.060,23
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	77.959,69	115.634,42	114.419,54	236.718,48	169.860,25
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	65.373,90	84.616,71	69.118,75	181.377,51	159.548,24
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	12.585,79	31.017,71	45.300,79	55.340,97	10.312,01
Γ. ΠΛΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ι. ΔΙΣΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΗΣ					
5. Λοιπές αξιωματικές ακινήτοποιησεις	121.174,00	142.702,69	140.912,69	65.352,69	60.148,69
Αποσβέσεις	90.051,71	91.847,78	60.964,39	46.902,19	36.936,05
Καθαρή Αξία	31.122,29	50.854,91	79.948,30	18.450,50	23.212,64
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΣΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	121.174,00	142.702,69	140.912,69	65.352,69	60.148,69
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	90.051,71	91.847,78	60.964,39	46.902,19	36.936,05
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	31.122,29	50.854,91	79.948,30	18.450,50	23.212,64
ΙΙ. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΗΣ					
1. Γήπεδα - ακοδόδα	646.521,01	646.521,01	461.800,72	461.800,72	461.800,72
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	897.225,99	897.189,99	868.428,07	833.111,67	825.211,87
Αποσβέσεις	468.202,00	323.340,72	277.153,67	235.056,17	193.494,76
Καθαρή Αξία	529.023,99	573.849,27	593.274,40	598.055,50	631.717,11
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπές μηχανολογικές εξοπλισμούς	21.005,64	21.005,64	21.005,64	21.005,64	21.005,64
Αποσβέσεις	17.292,46	15.209,25	12.948,64	10.453,22	7.845,31
Καθαρή Αξία	3.713,18	5.796,39	8.057,00	10.552,42	13.160,33
5. Μεταφορικά μέσα	203.856,39	203.856,39	203.856,39	121.026,98	125.169,09
Αποσβέσεις	154.085,24	135.892,45	115.988,30	104.606,76	96.111,45
Καθαρή Αξία	49.771,15	67.963,94	87.868,09	16.420,22	29.057,64
6. Επιπλα και λοιπές εξοπλισμούς	528.513,84	516.202,84	472.357,96	379.156,28	359.443,49
Αποσβέσεις	452.208,43	409.934,92	367.768,53	318.708,43	283.817,44
Καθαρή Αξία	76.305,41	106.267,92	104.589,43	60.447,85	75.626,05
7. Αντικείμενα υπό εκτέλεση και προκαταβολές	6.441,52	6.477,52	6.477,52	6.477,52	6.477,52
Καθαρή Αξία	6.441,52	6.477,52	6.477,52	7.289,18	7.289,18
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	2.303.564,39	2.291.253,39	2.033.926,30	1.823.390,47	1.792.630,81
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	991.788,13	884.377,34	773.859,14	668.824,58	581.268,96
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	1.311.776,26	1.406.876,05	1.260.067,16	1.154.565,89	1.211.361,85
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	2.424.738,39	2.433.956,08	2.174.838,99	1.888.743,16	1.852.779,50
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	1.081.839,84	976.225,12	834.823,53	715.726,77	618.205,01
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	1.342.898,55	1.457.730,96	1.340.015,46	1.173.016,39	1.234.574,49
ΙΙΙ. ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΕΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	1.872.853,41	1.872.853,41	1.573.668,91	963.838,91	119.400,00
2. Γραμμάτια εισπρακτέα μακροπρόθεσμων τίτλων	126.500,00	220.500,00	406.361,29	740.343,01	82.449,75
6. Τίτλοι με χαρακτηριστικά ακινήτοποιησεων	29.895,50	29.895,50	29.895,50	28.759,50	23.149,50
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.292,30	5.292,30	4.158,62	2.223,62	1.853,62
ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΜΑΚΡΟΠ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	2.044.541,21	2.128.541,21	2.014.084,32	1.735.165,04	226.852,93
ΣΥΝΟΛΟ ΠΛΟΥΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	4.466.279,60	4.562.497,29	4.108.943,31	3.623.908,20	2.079.332,43
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	1.081.839,84	976.225,12	834.823,53	715.726,77	618.205,01
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	3.387.439,76	3.586.272,17	3.274.119,78	2.908.181,43	1.461.127,42
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ι. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπόρευμα	8.481.103,72	7.557.934,17	6.482.523,12	5.431.554,42	5.439.518,73
2. Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	1.573.656,61	2.034.558,97	1.260.067,16	1.154.565,89	6.919,86
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	10.054.760,33	9.592.493,14	7.742.590,28	6.586.120,31	6.446.438,59
ΙΙ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	10.061.904,79	10.258.559,84	8.843.752,32	7.103.190,14	4.411.645,97
Μείον: Προβλέψεις	880.623,49	718.855,39	418.855,39	418.855,39	418.855,39
Μείον: Προβλέψεις για δόσεις πωλητών σε καθυστέρηση					
2. Γραμμάτια εισπρακτέα					
Χαρτοφυλάκιο	106.914,72	142.340,16	168.664,95	215.590,11	241.403,23
Σης τράπεζες σε εγγύηση					
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση	21.585,38	21.585,38		13.815,75	
3. Επιταγές εισπρακτέες (υποαναλογισμένες)	11.646.576,36	11.033.100,48	9.445.033,86	8.169.143,71	11.689.143,29
3. Επιταγές σε καθυστέρηση (σφραγισμένες)	313.231,90	12.619,22	12.619,22	12.619,22	12.619,22
Μείον: Προβλέψεις	313.231,90				
4. Κεφάλαιο εισπρακτέο στην επομένη χρήση					
11. Χρωστές διάφορα	339.926,65	352.522,81	268.817,33	197.333,35	208.901,80
12. Αναρροαση διαγραφέντων προκαταβολών και πιστώσεων	1.176,63	59,21			
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	21.136.462,01	21.102.463,42	18.320.032,29	17.647.876,91	16.144.858,12
ΙΙΙ. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	11.214,39	3.718,22	15.272,70	8.646,02	16.283,17
3. Καταθέσεις όψεως και τραπεζικών	76.146,16	89.876,24	190.202,88	155.075,31	58.744,76
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	87.360,55	93.594,46	205.475,58	163.721,33	75.027,93
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΩΓΡΑΦΩΝ	87.360,55	93.594,46	205.475,58	163.721,33	75.027,93
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	31.458.582,89	30.788.351,02	25.225.265,19	23.250.950,13	21.666.315,74
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
1. Έσοδα επομένων χρήσεων	18.653,89	19.402,48	31.795,68	13.432,95	6.977,07
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα	61.757,99	46.444,17	9.372,43	14.619,81	70.000,00
3. Λοιπά μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	703,35	8.721,08	458,77	18.280,19	2.524,70
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	81.115,20	74.567,73	41.626,88	46.332,95	79.501,77
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	34.939.723,64	34.480.208,63	28.966.292,64	26.260.805,48	23.217.556,94
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟ					
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυητών και εμπόρων στην ασφαλείαν	1.293.471,00	1.297.566,00	1.297.566,00	17.608,22	17.608,22
4. Λοιπά χρεωστικοί λογαριασμοί τάζεωσ	4.888,00				
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	1.298.359,00	1.297.566,00	1.297.566,00	17.608,22	17.608,22
ΠΛΗΘΗΤΙΚΟ					
Α. ΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
Ι. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΛ.Π.)					
1. Καταβλημένο	1.816.269,52	1.767.673,68	1.646.184,08	1.615.811,68	1.197.359,64
2. Οφειλόμενο					
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	1.816.269,52	1.767.673,68	1.646.184,08	1.615.811,68	1.197.359,64
ΙΙ. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ					
1. Καταβλημένο					
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΦΟΡΑΣ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ					
ΙΙΙ. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ					
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	188.441,43	188.441,43			54.549,52
3. Επιδρομή/πληρωμές επενδύσεων λόγω ενεργητικού	20.102,86	37.302,86			
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΠΡΟΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	208.544,29	225.744,29			54.549,52
ΙΙΙΙ. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
1. Τακτικό αποθεματικό	726.762,68	654.781,44	546.786,94	473.637,72	295.752,07
2. Αποθεματικό καταστατικό	480.469,17	442.532,87	383.671,42	344.880,76	185.216,09
3. Ειδικά αποθεματικά	1.265.947,47	1.186.367,15	987.416,35	937.678,65	320.931,17
4. Εκτακτα αποθεματικά	257.126,63	236.428,73	220.663,28	192.646,62	166.579,55
5. Αφωρολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	345,38	345,38	345,38	345,38	344,48
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2.730.651,33	2.520.455,57	2.138.883,37	1.949.189,13	968.823,36
ΙΙΙΙΙ. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως ες νέο	172,78	687,43	13.189,68	4.649,35	322,42
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	172,78	687,43	13.189,68	4.649,35	322,42
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4.795.637,92	4.514.560,97	3.798.257,13	3.569.650,16	2.221.054,94
Β. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
2. Λοιπές προβλέψεις για κινδύνους και έσοδα					
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ι. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
2. Δάνεια τραπεζών				926.388,92	
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ				926.388,92	
ΙΙ. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Πληρωτέες	6.515.356,74	7.101.988,50	4.845.464,37	3.838.923,39	3.384.508,81
2. Επιταγές πληρωτέες (μεταχρονολογημένες)	10.290.285,50	8.048.721,64	8.220.421,03	7.104.672,35	7.183.312,68
3. Τράπεζες λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	9.218.858,13	8.931.045,38	6.627.816,83	9.103.631,71	9.320.103,53
4. Προκαταβολές πελατών	292.645,21	136.709,78	184.486,60	190.502,81	203.153,85
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	284.126,09	195.348,98	446.914,40	419.041,44	392.002,45
6. Λοιπά χρεωστικά οργανισμών	143.051,01	137.259,81	129.024,68	102.828,91	84.103,33
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επομένη χρήση				529.166,64	
10. Μερίσματα πληρωτέα	328.003,00	260.000,00	380.000,00	370.000,00	360.000,00
11. Ποσότητες διάφορα	3.083.745,64	5.105.804,59	4.309.879,12	55.333,26	47.821,38
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	30.158.071,32	29.916.878,48	25.152.007,08	21.714.098,51	20.975.006,03
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	30.158.071,32	29.916.878,48	25.152.007,08		

ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	95.468.638,08	88.273.363,01	78.366.001,83	67.384.044,21	61.517.925,16
Μείον: Κόστος πωλήσεων	91.287.014,31	84.360.599,02	74.725.795,72	64.218.975,07	58.645.603,40
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	4.181.623,77	3.912.763,99	3.640.206,11	3.165.069,14	2.872.321,76
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	1.261.701,49	1.054.110,98	749.830,50	525.917,37	434.120,61
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	5.443.325,26	4.966.874,97	4.390.036,61	3.690.986,51	3.306.442,37
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	575.943,11	591.040,81	467.848,30	390.228,49	370.951,94
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	3.319.929,77	2.982.002,89	2.461.987,05	2.072.199,64	1.865.714,49
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	3.895.872,88	3.573.043,70	2.929.835,35	2.462.428,13	2.236.666,43
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	1.547.452,38	1.393.831,27	1.460.201,26	1.228.558,38	1.069.775,94
ΠΛΕΟΝ					
2. Έσοδα χρεογράφων	322,20	234,24	213,12	193,92	176,16
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	25.220,54	31.258,66	23.692,80	52.515,92	30.409,50
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	25.542,74	31.492,90	23.905,92	52.709,84	30.585,66
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	556.402,24	710.060,38	501.826,56	540.157,42	428.728,28
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	556.402,24	710.060,38	501.826,56	540.157,42	428.728,28
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	1.016.592,88	715.263,79	982.280,62	741.110,80	671.633,32
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	17.200,00	21.584,34			66.480,48
2. Έκτακτα κέρδη		3.421,60	42,00	2.009,62	0,99
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	10.942,14	90,08	74,45		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	28.142,14	25.096,02	116,45	2.009,62	66.481,47
ΜΕΙΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	1.970,00	305,42		365,05	127,24
2. Έκτακτες ζημιές			431,83		
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	4.791,01	4.412,28		1.273,50	25.103,76
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	475.000,00	300.000,00	10.351,55		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	481.761,01	304.717,70	10.783,38	1.638,55	25.231,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	-453.618,87	-279.621,68	-10.666,93	371,07	41.250,47
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)	562.974,01	435.642,11	971.613,69	741.481,87	712.883,79
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	148.211,28	161.486,36	142.941,78	126.441,76	123.154,45
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	148.211,28	161.486,36	142.941,78	124.896,38	123.154,45
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	1.545,38	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	562.974,01	435.642,11	971.613,69	739.936,49	712.883,79
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	562.974,01	435.642,11	971.613,69	739.936,49	712.883,79
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	687,43	13.189,68	4.649,35	322,42	7.959,63
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων			218.850,00		
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	141.664,11	109.852,48	246.503,98	255.688,53	259.429,85
Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	11.029,95	15.230,08	5.652,74	5.652,74	4.790,46
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	152.694,06	125.082,56	252.156,72	261.341,27	264.220,31
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	410.967,38	323.749,23	505.256,32	478.917,64	456.623,11
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό	41.395,80	31.530,90	56.033,32	52.134,15	48.150,35
2. Πρώτο μέρισμα	328.003,00	260.000,00	380.000,00	370.000,00	360.000,00
4. Αποθεματικά καταστατικού	20.697,90	15.765,45	28.016,66	52.134,14	24.075,17
5. Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά	20.697,90	15.765,45			
Αφορολόγητα αποθεματικά διαφόρων νόμων			28.016,66		24.075,17
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	172,78	687,43	13.189,68	4.649,35	322,42
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	410.967,38	323.749,23	505.256,32	478.917,64	456.623,11

PHARMA GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
1. Έξοδα ιδρύσεως και πρώτης εγκαταστάσεως	2.430,90	2.430,90	2.430,90	2.430,90	2.430,90
Αποσβέσεις	2.430,89	2.430,89	2.430,89	2.430,89	2.430,89
Καθαρή Αξία	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	129.027,52	129.027,52	9.012,78	9.012,78	9.012,78
Αποσβέσεις	31.764,27	11.287,31	9.012,68	9.012,68	9.012,68
Καθαρή Αξία	97.263,25	117.740,21	0,10	0,10	0,10
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	131.458,42	131.458,42	11.443,68	11.443,68	11.443,68
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	34.195,16	13.718,20	11.443,57	11.443,57	11.443,57
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	97.263,26	117.740,22	0,11	0,11	0,11
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
II. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
1. Γήπεδα - οικόπεδα	900.000,00	900.000,00			
4. Μηχανήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	5.399,85	5.399,85	5.399,85	5.399,85	5.399,85
Αποσβέσεις	5.399,79	5.399,79	5.399,79	5.399,79	5.399,79
Καθαρή Αξία	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
5. Μεταφορικά μέσα	178.656,72	140.628,06	140.628,06	146.605,87	153.942,63
Αποσβέσεις	130.179,64	118.572,28	107.894,58	131.447,02	130.796,62
Καθαρή Αξία	48.477,08	22.055,78	32.733,48	15.158,85	23.146,01
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	127.539,34	124.454,24	117.522,56	117.815,49	114.343,40
Αποσβέσεις	120.985,73	115.645,08	114.771,20	114.598,57	106.564,23
Καθαρή Αξία	6.553,61	8.809,16	2.751,36	3.216,92	7.779,17
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	1.211.595,91	1.170.482,15	263.550,47	269.821,21	273.685,88
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	256.565,16	239.617,15	228.065,57	251.445,38	242.760,64
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	955.030,75	930.865,00	35.484,90	18.375,83	30.925,24
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	1.211.595,91	1.170.482,15	263.550,47	269.821,21	273.685,88
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	256.565,16	239.617,15	228.065,57	251.445,38	242.760,64
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	955.030,75	930.865,00	35.484,90	18.375,83	30.925,24
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	256.565,16	239.617,15	228.065,57	251.445,38	242.760,64
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	955.030,75	930.865,00	35.484,90	18.375,83	30.925,24
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I. ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπορεύματα	4.011.245,91	3.164.155,48	3.833.985,90	3.741.575,79	3.709.979,73
5. Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	15.860,73	66.677,47	319.537,89	613.408,98	99.699,59
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΩΝ	4.027.106,64	3.230.832,95	4.153.523,79	4.354.984,77	3.809.679,32
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	11.025.343,28	14.221.806,06	11.505.412,20	9.402.722,77	9.295.017,87
Μείον: Προβλέψεις		483.693,70	483.693,70	174.696,45	
2. Γραμμάτια εισπρακτέα	186.518,92	156.690,61			
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση	15.128,94	15.128,94	15.128,94	15.128,94	15.128,94
3. Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)	8.652.982,75	8.786.848,25	7.587.223,77	6.684.368,71	6.222.272,17
Στις τράπεζες σε εγγύηση	1.183.781,98				116.656,94
3. Επιταγές σε καθυστέρηση (σφραγισμένες)	903.860,99	449.351,48	222.973,49	199.953,03	116.517,47
10. Επισημαστές - επιδικοί πελάτες και χρεώστες	618.441,18	333.326,30	333.326,30	355.223,55	534.590,72
Μείον: Προβλέψεις		333.326,30	333.326,30	355.223,55	268.800,00
11. Χρεώστες διάφοροι	1.498.451,23	901.355,61	918.259,46	1.135.033,40	1.150.032,10
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	24.084.509,27	24.047.487,25	19.765.304,16	17.262.510,40	17.181.416,21
IV. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	5.547,21	2.390,79	3.302,47	5.699,97	4.781,16
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	2.025.417,83	1.990.377,53	1.921.682,38	426.186,68	529.284,44
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	2.030.965,04	1.992.768,32	1.924.984,85	431.886,65	534.065,60
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	2.030.965,04	1.992.768,32	1.924.984,85	431.886,65	534.065,60
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	30.142.580,95	29.271.088,52	25.843.812,80	22.049.381,82	21.525.161,13
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	31.194.874,96	30.319.693,74	25.879.297,81	22.067.757,76	21.556.086,48
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟ					
4. Λοιποί χρεωστικοί λογαριασμοί τάξεως	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
I. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΛΠ.)					
1. Καταβλημένο	294.000,00	294.000,00	294.000,00	294.000,00	294.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	294.000,00	294.000,00	294.000,00	294.000,00	294.000,00
IV. ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
1. Τακτικό αποθεματικό	98.000,00	98.000,00	98.000,00	98.000,00	98.000,00
5. Αφρολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	50.645,48	50.645,48	50.645,48	50.316,60	50.316,60
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	148.645,48	148.645,48	148.645,48	148.316,60	148.316,60
V. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέο	97.263,26	343.989,76			1.058.036,58
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	97.263,26	343.989,76			1.058.036,58
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	539.908,74	786.635,24	442.645,48	442.316,60	1.500.353,18
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
2. Λοιπές προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα					
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
I. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Ομολογιακά δάνεια	4.200.000,00	3.000.000,00	13.091.995,34	6.031.503,00	
2. Δάνεια τραπεζών	3.015.645,00				
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	7.215.645,00	3.000.000,00	13.091.995,34	6.031.503,00	
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Προμηθευτές	5.983.739,03	5.226.951,41	2.745.780,93	2.927.595,37	3.002.681,30
2. Επιταγές πληρωτέες (μεταχρονολογημένες)	5.913.801,74	5.179.432,38	5.694.474,83	4.248.405,71	4.743.137,44
3. Τράπεζες λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	8.804.223,11	4.902.144,93	3.182.061,91	6.863.830,29	10.683.433,79
4. Προκαταβολές πελατών				23.978,51	28.716,50
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	697.631,87	127.675,11	129.699,66	104.095,92	24.352,03
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	33.541,88	30.208,91	27.561,47	22.925,30	20.892,08
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	300.000,00	10.046.891,66			
10. Μερίσματα πληρωτέα	1.552.235,76	55.737,25	535.308,13	1.398.373,15	1.406.869,65
11. Πιστωτές διάφοροι	154.147,83	964.016,85	29.770,06	4.733,91	145.650,51
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	23.439.321,22	26.533.058,50	12.344.656,99	15.593.938,16	20.055.733,30
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	30.654.966,22	29.533.058,50	25.436.652,33	21.625.441,16	20.055.733,30
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	31.194.874,96	30.319.693,74	25.879.297,81	22.067.757,76	21.556.086,48
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ					
4. Λοιποί πιστωτικοί λογαριασμοί τάξεως	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82	43.103,82

PHARMA GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	60.525.563,01	57.305.703,28	57.437.717,87	52.227.303,85	53.764.580,13
Μείον: Κόστος πωληθέντων	58.315.059,24	55.130.984,86	55.119.684,73	50.211.319,44	51.486.037,57
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	2.210.503,77	2.174.718,42	2.318.033,14	2.015.984,41	2.278.542,56
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	230.832,61	199.522,78	176.099,04	157.424,39	145.420,27
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	2.441.336,38	2.374.241,20	2.494.132,18	2.173.408,80	2.423.962,83
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	125.561,42	120.392,47	115.574,10	141.195,82	134.032,73
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	921.730,18	820.879,75	783.103,01	704.014,43	702.817,48
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	1.047.291,60	941.272,22	898.677,11	845.210,25	836.850,21
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	1.394.044,78	1.432.968,98	1.595.455,07	1.328.198,55	1.587.112,62
ΠΛΕΟΝ					
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	738,17	0,91	14.877,21	563,19	1.380,68
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	738,17	0,91	14.877,21	563,19	1.380,68
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	471.166,43	970.511,58	739.716,75	445.942,28	365.301,82
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	471.166,43	970.511,58	739.716,75	445.942,28	365.301,82
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	923.616,52	462.458,31	870.615,53	882.819,46	1.223.191,48
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα					
2. Έκτακτα κέρδη	42,50		344,50		
4. Έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων	817.020,00				
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	817.062,50		344,50		
ΜΕΙΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα		3.805,29		60,00	1.010,67
2. Έκτακτες ζημιές			13.261,06	9.171,37	42.247,09
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους			287.100,00	261.120,00	268.800,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ		3.805,29	300.361,06	270.351,37	312.057,76
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	817.062,50	-3.805,29	-300.016,56	-270.351,37	-312.057,76
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)	1.740.679,02	458.653,02	570.598,97	612.468,09	911.133,72
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	37.424,97	13.826,21	13.485,18	16.021,49	39.715,05
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	37.424,97	13.826,21	13.485,18	16.021,49	39.715,05
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	1.740.679,02	458.653,02	570.598,97	612.468,09	911.133,72
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	1.740.679,02	458.653,02	570.598,97	612.468,09	911.133,72
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	343.989,76			1.058.036,58	1.058.036,58
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων				137.829,42	
Αποθεματικά προς διάθεση					
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	435.169,76	114.663,26	142.649,74	177.615,75	291.562,79
Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι					
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	435.169,76	114.663,26	142.649,74	177.615,75	291.562,79
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	1.649.499,02	343.989,76	427.949,23	1.355.059,50	1.677.607,51
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό					
2. Πρώτο μέρισμα	456.928,24		149.782,23	152.198,32	216.849,83
3. Πρόσθετο μέρισμα	1.095.307,52		278.167,00	1.202.861,18	402.721,10
6. Αποθεματικά από απαλλασσόμενα της φορολογίας έσοδα					
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	97.263,26	343.989,76			1.058.036,58
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	1.649.499,02	343.989,76	427.949,23	1.355.059,50	1.677.607,51

ΚΑΙΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ Α.Ε.					
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
1. Έξοδα ιδρύσεως και πρώτης εγκαταστάσεως	9.504,74	9.504,74	9.504,74	9.504,74	9.504,74
Αποσβέσεις	1.332,32	1.332,32	1.332,32	1.332,32	1.332,32
Καθαρή Αξία	8.172,42	8.172,42	8.172,42	8.172,42	8.172,42
2. Συναλλαγματικές διαφορές δανείων για κτήση παγίων στοιχείων					
Αποσβέσεις					
Καθαρή Αξία					
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	17.147,51	17.147,51	16.299,80		
Αποσβέσεις	10.627,59	7.367,63	3.259,96		
Καθαρή Αξία	6.519,92	9.779,88	13.039,84		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	26.652,25	26.652,25	25.804,54	9.504,74	9.504,74
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	11.959,91	8.699,95	4.592,28	1.332,32	1.332,32
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	14.692,34	17.952,30	21.212,26	8.172,42	8.172,42
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
II. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	7.478,67	7.478,67	7.478,67	7.478,67	7.478,67
Αποσβέσεις	4.989,67	3.745,16	2.500,65	1.256,14	1.256,14
Καθαρή Αξία	2.489,00	3.733,51	4.978,02	6.222,53	6.222,53
5. Μεταφορικά μέσα	190.509,15	147.844,14	124.386,42	109.629,80	109.629,80
Αποσβέσεις	111.660,32	92.137,80	84.502,72	67.867,07	52.227,40
Καθαρή Αξία	78.848,83	55.706,34	39.883,70	41.762,73	57.402,40
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	124.258,26	111.968,27	100.668,86	86.180,77	81.227,86
Αποσβέσεις	84.802,13	72.486,92	61.128,88	52.717,45	47.344,51
Καθαρή Αξία	39.456,13	39.481,35	39.539,98	33.463,32	33.883,35
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	322.246,08	267.291,08	232.533,95	203.289,24	198.336,33
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	201.452,12	168.369,88	148.132,25	121.840,66	100.828,05
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	120.793,96	98.921,20	84.401,70	81.448,58	97.508,28
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	322.246,08	267.291,08	232.533,95	203.289,24	198.336,33
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	201.452,12	168.369,88	148.132,25	121.840,66	100.828,05
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	120.793,96	98.921,20	84.401,70	81.448,58	97.508,28
III. ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	35,21	35,21	35,21	35,21	35,21
ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΜΜ/ΧΩΝ ΚΑΙ ΆΛΛΩΝ ΜΑΚΡΟΠ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	35,21	35,21	35,21	35,21	35,21
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	322.281,29	267.326,29	232.569,16	203.324,45	198.371,54
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	201.452,12	168.369,88	148.132,25	121.840,66	100.828,05
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	120.829,17	98.956,41	84.436,91	81.483,79	97.543,49
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
I. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπορεύματα	1.869.804,10	1.922.089,99	1.448.102,32	1.476.744,89	1.251.416,12
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	1.869.804,10	1.922.089,99	1.448.102,32	1.476.744,89	1.251.416,12
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	7.313.720,47	6.691.440,15	5.849.783,99	4.866.137,09	4.398.738,99
2. Γραμμάτια εισπρακτέα					
Χαρτοφυλακίου					
Στις τράπεζες για εισπραξη					
3. Επιταγές εισπρακτέες (μεταχρονολογημένες)	6.880.894,50	5.582.964,85	5.108.101,61	4.026.790,23	3.800.963,51
11. Χρεώστες διάφοροι	122.465,07	67.476,38	53.401,15	88.881,55	102.052,00
12. Λογαριασμοί διαχειρίσεως προκαταβολών και πιστώσεων	137.171,29	41.221,39	65.601,94	44.739,63	89.650,83
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	14.454.251,33	12.383.102,77	11.076.888,69	9.026.548,50	8.391.405,33
IV. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	55.286,79	49.539,48	27.227,85	77.450,43	60.408,50
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	1.021.398,45	1.455.231,81	599.128,91	367.116,00	435.026,81
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	1.076.685,24	1.504.771,29	626.356,76	444.566,43	495.435,31
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	1.076.685,24	1.504.771,29	626.356,76	444.566,43	495.435,31
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	17.400.740,67	15.809.964,05	13.151.347,77	10.947.859,82	10.138.256,76
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
1. Έξοδα επομένων χρήσεων	2.884,00	2.800,00	2.693,00	25.523,88	94.455,36
2. Έσοδα χρήσεως εισπρακτέα					
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	2.884,00	2.800,00	2.693,00	25.523,88	94.455,36
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	17.539.146,18	15.929.672,76	13.259.689,94	11.063.039,91	10.338.428,03
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
I. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΛΠ.)					
1. Καταβλημένο	870.000,00	870.000,00	870.000,00	870.000,00	870.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	870.000,00	870.000,00	870.000,00	870.000,00	870.000,00
IV. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
1. Τακτικό αποθεματικό	124.905,98	104.502,10	94.736,49	84.910,72	74.403,80
4. Έκτακτα αποθεματικά					
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	124.905,98	104.502,10	94.736,49	84.910,72	74.403,80
V. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέο	13.009,05	16.835,28	16.188,79	11.957,90	20.705,98
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	13.009,05	16.835,28	16.188,79	11.957,90	20.705,98
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.007.915,03	991.337,38	980.925,28	966.868,62	965.109,78
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ					
2. Λοιπές προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα	317.930,36	267.930,36	217.930,36	117.930,36	117.930,36
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	317.930,36	267.930,36	217.930,36	117.930,36	117.930,36
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
I. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Ομολογιακά δάνεια	4.421.850,00	4.869.110,00	3.016.370,00		
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	4.421.850,00	4.869.110,00	3.016.370,00		
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Προμηθευτές	971.931,82	776.102,10	1.124.646,15	1.399.164,05	918.715,37
2. Επιταγές πληρωτέες (μεταχρονολογημένες)	2.255.408,93	2.315.850,24	1.411.433,60	1.340.430,76	1.705.058,93
3. Τράπεζες λογαριασμών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	6.607.737,99	5.769.545,43	5.687.439,13	6.959.498,64	6.218.700,70
5. Υποχρεώσεις από φάρμακα - τέλη	190.581,91	78.980,68	54.503,61	116.946,60	195.635,94
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	27.030,14	24.656,57	23.311,81	22.080,28	20.035,44
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	1.347.260,00	647.260,00	583.630,00		
10. Μερίσματα πληρωτέα	391.500,00	184.900,00	159.500,00	139.200,00	197.200,00
11. Πιστωτές διάφοροι				920,60	41,51
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	11.791.450,79	9.797.295,02	9.044.464,30	9.978.240,93	9.255.387,89
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	16.213.300,79	14.666.405,02	12.060.834,30	9.978.240,93	9.255.387,89
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
2. Έξοδα χρήσεως δεδουλευμένα		4.000,00			
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		4.000,00			
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	17.539.146,18	15.929.672,76	13.259.689,94	11.063.039,91	10.338.428,03

ΚΑΙΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ Α.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	31.445.218,65	29.095.914,87	27.269.919,20	24.863.690,36	23.649.617,20
Μείον: Κόστος πωλήσεων	29.557.700,95	27.383.146,63	25.635.584,68	23.381.663,78	22.182.429,87
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	1.887.517,70	1.712.768,24	1.634.334,52	1.482.026,58	1.467.187,33
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	1.887.517,70	1.712.768,24	1.634.334,52	1.482.026,58	1.467.187,33
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	132.592,39	120.796,25	140.854,96	64.992,36	88.941,44
2. Έξοδα λειτουργίας ερευνών - ανάπτυξης					
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	711.948,63	670.247,41	616.233,18	630.983,17	536.503,94
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	844.541,02	791.043,66	757.088,14	695.975,53	625.445,38
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	1.042.976,68	921.724,58	877.246,38	786.051,05	841.741,95
ΠΛΕΟΝ					
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	65.084,68	62.294,76	53.277,87	44.316,38	40.501,09
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	65.084,68	62.294,76	53.277,87	44.316,38	40.501,09
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	501.194,98	665.209,52	560.786,75	521.092,52	407.454,69
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	501.194,98	665.209,52	560.786,75	521.092,52	407.454,69
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	606.866,38	318.809,82	369.737,50	309.274,91	474.788,35
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	784,52	4.238,38		199,05	41,78
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	784,52	4.238,38		199,05	41,78
ΜΕΙΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	678,99	76,52		0,03	117,49
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	50.000,00	50.000,00	100.000,00		117.930,36
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	50.678,99	50.076,52	100.000,00	0,03	118.047,85
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	-49.894,47	-45.838,14	-100.000,00	199,02	-118.006,07
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)	556.971,91	272.971,68	269.737,50	309.473,93	356.782,28
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	36.342,20	31.851,61	29.551,55	21.012,61	18.717,80
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	36.342,20	31.851,61	29.551,55	21.012,61	18.717,80
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡ	556.971,91	272.971,68	269.737,50	309.473,93	356.782,28
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	556.971,91	272.971,68	269.737,50	309.473,93	356.782,28
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	16.835,28	16.188,79	11.957,90	20.705,98	28.136,44
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων			22.958,88	69.179,48	30.922,64
Αποθεματικά προς διάθεση					
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	148.894,26	77.659,58	73.221,96	99.335,61	124.474,72
Λοιποί φόροι					
Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι					
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	148.894,26	77.659,58	73.221,96	99.335,61	124.474,72
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	424.912,93	211.500,89	185.514,56	161.664,82	229.521,36
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό	20.403,88	9.765,61	9.825,77	10.506,92	11.615,38
2. Πρώτο μέρισμα	135.000,00	64.900,00	57.300,00	52.500,00	66.000,00
3. Πρόσθετο μέρισμα	256.500,00	120.000,00	102.200,00	86.700,00	131.200,00
5. Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά					
7. Αμοιβές από ποσοστά μελών διοικητικού συμβουλίου					
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	13.009,05	16.835,28	16.188,79	11.957,90	20.705,98
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	424.912,93	211.500,89	185.514,56	161.664,82	229.521,36

ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.					
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ					
	2009	2008	2007	2006	2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
4. Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	51.833,22	51.833,22	50.733,20	50.733,20	
Αποσβέσεις	41.026,56	30.659,92	20.293,28	10.146,64	
Καθαρή Αξία	10.806,66	21.173,30	30.439,92	40.586,56	
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	51.833,22	51.833,22	50.733,20	50.733,20	
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	41.026,56	30.659,92	20.293,28	10.146,64	
10.806,66	21.173,30	30.439,92	40.586,56		
Γ. ΠΛΗΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ι. ΛΟΣΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
5. Λοιπές ασώματες ακινητοποιήσεις				9.600,00	
Αποσβέσεις				9.600,00	
Καθαρή Αξία				0,00	
ΣΥΝΟΛΟ ΛΟΣΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ				9.600,00	
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ				9.600,00	
0,00				0,00	
II. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
1. Γήπεδα - οικοπέδα	99.027,12	99.027,12	75.753,26	75.753,26	28.903,60
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	164.723,69	164.723,69	162.610,10	162.610,10	156.719,02
Αποσβέσεις	134.289,83	126.053,65	116.410,05	108.279,55	100.369,95
Καθαρή Αξία	30.433,86	38.670,04	46.200,05	54.330,55	56.349,07
5. Μεταφορικά μέσα	55.249,77	53.413,45	34.058,30	34.058,30	34.058,30
Αποσβέσεις	38.131,64	32.495,16	28.149,03	24.240,00	20.183,30
Καθαρή Αξία	17.118,13	20.918,29	5.909,27	9.818,30	13.875,00
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	108.996,17	108.762,39	105.229,24	99.913,44	81.483,05
Αποσβέσεις	99.693,57	97.464,56	92.538,25	88.401,39	80.200,68
Καθαρή Αξία	9.302,60	11.297,83	12.690,99	11.512,05	1.282,37
7. Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές					100.000,00
Καθαρή Αξία					100.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΣΩΜΑΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	427.996,75	425.926,65	377.650,90	372.335,10	401.163,97
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	272.115,04	256.013,37	237.097,33	220.920,94	200.753,93
155.881,71	169.913,28	140.553,57	151.414,16	200.410,04	
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	427.996,75	425.926,65	377.650,90	381.935,10	401.163,97
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	272.115,04	256.013,37	237.097,33	230.520,94	200.753,93
155.881,71	169.913,28	140.553,57	151.414,16	200.410,04	
III. ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις					3.961,85
6. Τίτλοι με χαρακτηρισμό ακινητοποιήσεων	3.961,85	3.961,85	3.961,85	3.961,85	
ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΜΜΙΧΘΩΝ ΚΑΙ ΑΛΛΩΝ ΜΑΚΡΟΠ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ					
3.961,85	3.961,85	3.961,85	3.961,85	3.961,85	3.961,85
ΣΥΝΟΛΟ ΠΛΗΡΟΥΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	431.958,60	429.888,50	381.612,75	385.896,95	405.125,82
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ	272.115,04	256.013,37	237.097,33	230.520,94	200.753,93
159.843,56	173.875,13	144.515,42	155.376,01	204.371,89	
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Ι. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ					
1. Εμπορεύματα	2.063.974,62	2.160.615,37	2.212.746,10	1.948.937,82	881.453,53
3. Παραγωγή σε εξέλιξη					
5. Προκαταβολές για αγορά αποθεμάτων	149.884,31	19.124,16	15.659,74	7.958,41	11.590,85
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ					
2.213.858,93	2.179.739,53	2.228.405,84	1.956.896,23	893.044,38	
II. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ					
1. Πελάτες	3.766.627,60	2.114.010,69	1.575.940,30	1.322.323,53	1.005.053,87
Μείων: Προβλέψεις	35.000,00				
2. Γραμμάτια εισπρακτέα				1.083,45	
Χαρτοφυλάκιου					
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση	10.940,13	10.940,13	10.940,13	10.940,13	10.940,13
3. Επιπλέον εισπρακτέα (μεταχρονολογημένες)	2.014.901,68	1.960.146,83	1.943.543,43	1.406.179,99	1.774.023,68
Στις τράπεζες σε εγγύηση					
3. Επιπλέον σε καθυστέρηση (σφραγισμένες)	14.635,35	14.635,35	14.635,35	14.635,35	
7. Απαίτησης κατά οργάνων διοικήσεως					
11. Χρεώστες διάφοροι	13.393,55	40.733,11	50.840,24	87.607,17	23.678,84
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ					
5.785.498,31	4.140.466,11	3.595.899,45	2.842.769,62	2.813.696,52	
IV. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ					
1. Ταμείο	2.612,16	1.444,23	6.026,53	13.133,08	84.986,92
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας	585.088,27	452.652,22	511.131,85	428.065,69	253.608,75
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ					
587.700,43	454.096,45	517.158,38	441.198,77	338.595,67	
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
587.700,43	454.096,45	517.158,38	441.198,77	338.595,67	
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
1. Έξοδα επομένων χρήσεων	4.346,86	4.451,72	3.864,19	1.908,65	
2. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	6.016,34	58.406,99	24.452,49		
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
10.363,20	62.858,71	28.316,68	1.908,65		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ					
8.768.071,09	7.032.209,23	6.544.735,69	5.438.735,84	4.249.708,46	
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ					
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών					
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ					
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
Α. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
Ι. ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΛΠ.)					
1. Καταβλημένα	267.757,00	267.757,00	167.755,00	167.755,00	140.434,90
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ					
267.757,00	267.757,00	167.755,00	167.755,00	140.434,90	
III. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ					
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	23.911,14	23.911,14	36,78	36,78	27.356,88
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ					
23.911,14	23.911,14	36,78	36,78	27.356,88	
IV. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΙΑ					
1. Τακτικά αποθεματικά	22.245,01	21.199,21	20.235,30	16.604,14	16.200,00
4. Εκτακτα αποθεματικά	225,41	225,41	225,41	225,41	225,41
5. Αφωρολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00	45.000,00
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
67.470,42	66.424,62	65.460,71	61.829,55	61.425,41	
V. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ					
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέο	113.542,44	94.164,17	76.400,85	7.613,64	
Υπόλοιπο ζημιών χρήσεως εις νέο					
Υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων					
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟΝ					
113.542,44	94.164,17	76.400,85	7.613,64		
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
472.681,00	452.256,93	309.653,34	237.234,97	229.217,19	
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
1. Προμηθευτές	1.980.759,53	1.882.050,17	1.531.963,28	1.073.504,99	414.523,13
2. Γραμμάτια πληρωτέα και υποσχετικές					
3. Επιπλέον πληρωτέα (μεταχρονολογημένες)	3.669.704,46	2.038.824,47	2.142.242,97	2.084.851,33	1.208.318,07
3. Τράπεζες λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	503.556,35	508.573,52	1.918.010,03	1.886.845,83	1.878.633,30
4. Προκαταβολές πελατών	554.041,30	937.260,29	560.870,80	126.055,88	406.131,85
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	18.982,67	6.660,95	46.739,06	9.358,47	76.945,12
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	31.725,48	26.058,57	25.624,52	19.890,87	15.926,06
10. Μέριατα πληρωτέα					20.013,74
11. Πιστωτές διάφοροι	1.535.357,14	1.178.516,33	554,33		
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ					
8.294.126,93	6.577.944,30	6.226.004,99	5.200.507,37	4.020.491,27	
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ					
8.294.126,93	6.577.944,30	6.226.004,99	5.200.507,37	4.020.491,27	
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
2. Έξοδα χρήσεως δεδουλευμένα	1.263,16	2.008,00	9.077,36	993,50	
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
1.263,16	2.008,00	9.077,36	993,50		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ					
8.768.071,09	7.032.209,23	6.544.735,69	5.438.735,84	4.249.708,46	
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ					
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών					
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ					

ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ Α.Ε.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	2009	2008	2007	2006	2005
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ					
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ					
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	23.356.877,09	19.658.711,92	16.844.238,16	11.560.359,74	11.236.540,96
Μείον: Κόστος πωλήσεων	22.467.451,65	18.820.034,78	16.002.647,21	10.909.617,71	10.567.664,00
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	889.425,44	838.677,14	841.590,95	650.742,03	668.876,96
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	176.555,29	112.199,49	9.848,21	493,07	
ΣΥΝΟΛΟ ΜΙΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	1.065.980,73	950.876,63	851.439,16	651.235,10	668.876,96
ΜΕΙΟΝ					
1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	123.531,75	172.280,84	44.283,56	37.364,07	36.317,46
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	815.343,26	619.794,57	565.521,70	434.501,06	324.825,48
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	938.875,01	792.075,41	609.805,26	471.865,13	361.142,94
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	127.105,72	158.801,22	241.633,90	179.369,97	307.734,02
ΠΛΕΟΝ					
1. Έσοδα συμμετοχών					157,44
2. Έσοδα χρεογράφων	163,20	163,20	163,20	161,28	
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	1.903,30	648,15	428,24	99,82	24,37
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	2.066,50	811,35	591,44	261,10	181,81
ΜΕΙΟΝ					
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	64.536,63	131.439,08	124.845,93	129.123,73	162.384,18
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	64.536,63	131.439,08	124.845,93	129.123,73	162.384,18
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	64.635,59	28.173,49	117.379,41	50.507,34	145.531,65
II. ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ					
ΠΛΕΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	199,99		202,83		
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	21,53				
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΔΩΝ	221,52		202,83		
ΜΕΙΟΝ					
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα		585,03	638,10	385,58	
2. Έκτακτες ζημιές		499,75	17.336,93		31.825,03
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	820,50		2.776,34	29.137,50	
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	35.000,00				
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΩΝ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	35.820,50	1.084,78	20.751,37	29.523,08	31.825,03
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	-35.598,98	-1.084,78	-20.548,54	-29.523,08	-31.825,03
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ)	29.036,61	27.088,71	96.830,87	20.984,26	113.706,62
ΜΕΙΟΝ					
Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	26.468,31	27.769,59	26.117,18	41.405,67	15.078,92
Μείον: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	26.468,31	27.769,59	26.117,18	31.805,67	15.078,92
ΑΦΑΙΡΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0,00	0,00	0,00	9.600,00	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	29.036,61	27.088,71	96.830,87	11.384,26	113.706,62
ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ					
Καθάρα αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) χρήσεως	29.036,61	27.088,71	96.830,87	11.384,26	113.706,62
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	94.164,17	76.400,85	7.613,64		
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων					55.263,89
Αποθεματικά προς διάθεση					
ΜΕΙΟΝ					
Φόρος εισοδήματος	7.463,93	6.976,96	24.412,50	3.366,48	36.428,99
Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	1.148,61	1.384,52			
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΩΝ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	8.612,54	8.361,48	24.412,50	3.366,48	36.428,99
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Η ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	114.588,24	95.128,08	80.032,01	8.017,78	22.013,74
ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ					
1. Τακτικό αποθεματικό	1.045,80	963,91	3.631,16	404,14	2.000,00
2. Πρώτο μέρισμα					20.013,74
3. Πρόσθετο μέρισμα					
Αφορολόγητα αποθεματικά διαφόρων νόμων					
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	113.542,44	94.164,17	76.400,85	7.613,64	
8. Υπόλοιπο ζημιών εις νέο					
ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	114.588,24	95.128,08	80.032,01	8.017,78	22.013,74