



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ & ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ**

**ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ Altman Z-SCORE**

Δημήτριος Γ. Τσαγκαράκης

Πειραιάς, 2016

**ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ Altman Z-SCORE**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αρχικά στην παρούσα εργασία εισάγονται τα βασικά αίτια της χρεωκοπίας καθώς και τα ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά που οδηγούν στην εταιρική αποτυχία. Κατηγοριοποιούνται οι κίνδυνοι και χαρτογραφείται ο τρόπος με τον οποίο αλληλεπιδρούν και οδηγούν στο καταστροφικό αποτέλεσμα.

Κατόπιν εξετάζονται διεξοδικά οι Αριθμοδείκτες Ρευστότητας, Δραστηριότητας, Κεφαλαιακής Διάθρωσης, Βιωσιμότητας και Αποδοτικότητας με έμφαση στις επιπτώσεις που επιφέρουν οι μη αποδεκτές τιμές.

Ακολουθεί η λεπτομερειακή παρουσίαση των μοντέλων Altman και Hillgeist.

Αρχικά, εφαρμόζουμε το μοντέλο του Altman σε δείγμα επιλεγμένων Ελληνικών εν ενεργεία Επιχειρήσεων εισηγμένων στο ΧΑΑ με ιδιαίτερη μνεία στα οικονομικά γεγονότα που χαρακτήρισαν την καθεμία ξεχωριστά σε βάθος πενταετίας. Η επιλογή του δείγματος έγινε με κριτήριο το πωλούμενο αγαθό.

Στην συνέχεια συγκρίνουμε τα αποτελέσματα του z-score (Altman) με τα αντίστοιχα του Z (Hillgeist), έχοντας επίσης εφαρμόσει το μοντέλο σε βάθος πενταετίας.

Ολοκληρώνοντας, συγκρίνουμε τα στατιστικά στοιχεία που προκύπτουν με τα αντίστοιχα του δείγματος των χρεωκοπημένων επιχειρήσεων που έχουμε ήδη επιλέξει με κριτήριο το έτος πτώχευσης.

Τέλος παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της εργασίας και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της Διπλωματικής Εργασίας και ότι κάθε βοήθεια για την προετοιμασία της είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται. Επίσης βεβαιώνω ότι έχω αναφέρει όλες τις πηγές πρωτογενών δεδομένων και ότι μου ανήκουν όλα ανεξαιρέτως τα δευτερογενή σχόλια, απόψεις και κρίσεις που πηγάζουν από τις προαναφερόμενες πηγές.

Τα εισαγωγικά στοιχεία που αφορούν τους παράγοντες εταιρικής αποτυχίας έχουν αντληθεί από την διδαχθείσα ύλη του Μ.Π.Σ.

Η Οικονομική Θεωρία που αναπτύσσεται και εφαρμόζεται αφορά τα Πτωχευτικά Υποδείγματα z-score (Altman) και Z (Hillgeist).

Τα Μεγέθη των ισολογισμών του δείγματος των εισηγμένων εν ενεργεία εταιριών έχουν αντληθεί από τις δημοσιευμένες Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Αναφορές.

Τα Οικονομικά γεγονότα, οι διοικητικές αποφάσεις και τα λοιπά πεπραγμένα που αφορούν τις εταιρίες του δείγματος και καταγράφονται συμπληρωματικά, έχουν αντληθεί από τα δημοσιευμένα Ετήσια Οικονομικά Δελτία.

Τα ιστορικά κλεισίματα των μετοχών για την εκτίμηση της κεφαλαιοποίησης έχουν αντληθεί από την ιστοσελίδα του ΧΑΑ.

Τα αποτελέσματα των z-score του δείγματος των πτωχευμένων εταιριών έχουν αντληθεί από τις δημοσιευμένες ετήσιες χρηματοοικονομικές αναφορές και την ιστοσελίδα της icap.

Οι υπολογισμοί για τις εν ενεργεία επιχειρήσεις έχουν γίνει σε βιβλίο εργασίας excel ενώ για τις πτωχευμένες σε φορητό υπολογιστή τσέπης λόγω του διάσπαρτου των πληροφοριών.

Τέλος, βεβαιώνω ότι αυτή η Διπλωματική Εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά, ειδικά για τις απαιτήσεις του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών «ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ & ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ» του Πανεπιστημίου Πειραιά.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ τον καθηγητή μου κ. **Νικόλαο Δ. Φίλιππα** για την πολύτιμη βοήθεια του κατά την συγγραφή της παρούσας εργασίας.

Ευχαριστώ όλους τους **καθηγητές μου** από κοινού και τον καθένα ξεχωριστά για την ανεκτίμητη γνώση που αποκόμισα κατά την διάρκεια της διетуός μου φοίτησης.

Ευχαριστώ τον Γενικό Διευθυντή της Τράπεζας EUROBANK – ERGASIAS κ. **Ιάκωβο Γιαννακλή** για την βοήθεια του υπό μορφή χορήγησης αδειών, πριν από κάθε εξεταστική περίοδο.

Ευχαριστώ τους **γονείς μου** και την **αδελφή μου** για την στήριξή τους καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Ευχαριστώ την **Μαρία** που με πολύ συνοπτικό τρόπο μου έδωσε το έναυσμα να ολοκληρώσω αυτή τη μοναχική διαδρομή.

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία είναι αφιερωμένη στα παιδιά μου **Γιάννη, Γιώργο** και **Αργυρώ** που μου δίνουν την δύναμη να συνεχίζω.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

- 1.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ
- 1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

- 2.1 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ
- 2.2 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ
- 2.3 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ
- 2.4 ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ
- 2.5 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Altman Z-SCORE

- 3.1 ΔΕΙΓΜΑ
- 3.2 1^Η ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ Altman
- 3.3 2^Η ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ Hillgeist

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

- 4.1 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ Altman
- 4.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΟΜΑΔΑΣ Α' ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
- 4.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΟΜΑΔΑΣ Β' ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
 - 4.3.1 ΕΚΤΕΡ ΑΕ
 - 4.3.2 ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ
 - 4.3.3 ΚΤΗΜΑ Κ ΛΑΖΑΡΙΔΗ ΑΕ
 - 4.3.4 ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ
 - 4.3.5 ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ
 - 4.3.6 ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
 - 4.3.7 ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ
 - 4.3.8 ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ
 - 4.3.9 ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ
 - 4.3.10 ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ ΑΕ
 - 4.3.11 ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ
 - 4.3.12 LAVIPHARM HELLAS ΑΕ
 - 4.3.13 ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
 - 4.3.14 ΑΦΟΙ Χ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕΒΕ
 - 4.3.15 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ
 - 4.3.16 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΟΜΑΔΑΣ Β' - ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Altman
 - 4.3.17 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΟΜΑΔΑΣ Β' – ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Hillgeist
 - 4.3.18 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΕΠΙΛΟΓΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ

Η πτώχευση ως κατάσταση διακρίνεται σε νομική και οικονομική με την πρώτη να περιλαμβάνει τα σύμφωνα με τον πτωχευτικό νόμο οριζόμενα υποκειμενικά και αντικειμενικά κριτήρια και την δεύτερη να πηγάζει από τα προβλήματα ρευστότητας που οδηγούν σε στάση πληρωμής αρχικά και παύση δραστηριότητας στην συνέχεια. Οι λόγοι που συμβάλλουν σε αυτήν την έσχατη κατάσταση έχουν τόσο μικροοικονομικό όσο μακροοικονομικό ύφος εντάσσοντας στον πρώτο τα σχετιζόμενα με την εσωτερική λειτουργία της επιχείρησης και στο δεύτερο τα γεγονότα που διαδραματίζονται στο εξωτερικό περιβάλλον στο οποίο αυτή δραστηριοποιείται. Για όλες τις επιχειρήσεις ανεξαρτήτως νομικής μορφής, κλάδου, μεγέθους και όγκου πωλήσεων, η **βασική αιτία χρεωκοπίας** είναι η έλλειψη ρευστότητας ενώ **οι παράγοντες** που οδηγούν σε αυτήν συνοψίζονται σε :

- αρνητικό κεφάλαιο κίνησης (μείωση των κυκλοφοριακών στοιχείων του ενεργητικού)
- υψηλός δείκτη δανειακής επιβάρυνσης
- μείωση όγκου πωλήσεων με επίδραση στα αποτελέσματα και μεταφερόμενες ζημίες
- έλλειψη επενδύσεων σε πάγια (μακροχρόνια μείωση του κόστους ξένων κεφαλαίων)
- γενικότερο οικονομικό κλίμα.

Σε αυτό το σημείο γίνεται εύκολα αντιληπτό πως το πραγματικό αίτιο που προκαλεί την αδυναμία ρευστότητας μιας επιχείρησης, είναι η ίδια η διοίκηση της επιχείρησης αφού στις πρώτες τέσσερις παραμέτρους φανερώνει την κακή διαχείριση και τον ανύπαρκτο ταμειακό προγραμματισμό, ενώ στην πέμπτη καταδεικνύει την έλλειψη πρόβλεψης και εναλλακτικών στρατηγικών. Ως συνάγεται, αυτή η επιχειρηματική αποτυχία είναι αυτό που τελικά προκύπτει από την αναποτελεσματική διοίκηση αναφορικά με την λήψη σωστών αποφάσεων τόσο μέσα στον μικρόκοσμο της επιχείρησης όσο στην γενικότερη οικονομική συγκυρία.

Οι λόγοι της επιχειρηματικής αποτυχίας συναντώνται ήδη από την στιγμή σύλληψης της ιδέας της και αυτό γιατί η έννοια της αποτυχίας δεν εντάσσεται στο πλάνο δημιουργίας της.

Κάποια από τα **ποιοτικά χαρακτηριστικά** που οδηγούν στην αποτυχία ανεξαρτήτως μεγέθους επιχείρησης παρατίθενται ως ακολούθως :

- Γνώμονας το κέρδος αντί της βιωσιμότητας.
- Έλλειψη οικονομικού πλάνου με στόχους πωλήσεων και προβολής του μίγματος.
- Επιλογή χωροταξικής έδρας χωρίς κριτήριο την προσβασιμότητα της πελατείας ή του ανταγωνισμού στον οποίον εισέρχεται.
- Σκέψη για άμεση και ταχεία ανάπτυξη αντί για σταθερές σταδιακές κινήσεις.
- Έλλειψη πραγματικής επικοινωνίας με τους πελάτες.
- Μη διαφοροποίηση – καινοτομία
- Απάτη
- Ανυπαρξία Ελέγχου

Παράλληλα, κάποια από τα **ποσοτικά χαρακτηριστικά** που οδηγούν στην κατάρρευση άπτονται της διαχείρισης ταμειακών ροών και του ελέγχου και συνοψίζονται ως ακολούθως :

- Ανεπαρκές κεφάλαιο που οδηγεί σε γρήγορο δανεισμό και με μαθηματική ακρίβεια σε αδιέξοδο.
- Απουσία αποθεματικού για τις απρόοπτες ανάγκες λειτουργίας.
- Διευρυνόμενος ετεροχρονισμός εξόφλησης υποχρεώσεων και είσπραξης απαιτήσεων.
- Αυξανόμενη αποθεματοποίηση από λανθασμένη ερμηνεία της Ζήτησης
- Ανακριβείς λογιστικές προβλέψεις και επισφαλείς πελάτες.
- Κακή λογιστική πρακτική με μη έγκαιρη επεξεργασία των τιμολογίων.
- Κακός προγραμματισμός στο κεφάλαιο κίνησης.
- Αποτυχία στην κατανόηση της έννοιας του κόστους.
- Καθυστερήσεις στις παραδόσεις με αποτέλεσμα την εκ του περισσού παροχή εκπτώσεων.
- Ανεπαρκής και ακατάλληλη χρηματοδότηση (βραχυπρόθεσμος αντί για μακροπρόθεσμο δανεισμό).
- Αύξηση του πληθωρισμού άρα και των επιτοκίων χορήγησης που δυσχεραίνει την αποπληρωμή των δανείων.
- Αύξηση των τιμών Α' Υλών ή της ενέργειας που χρησιμοποιείται.

1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Σε αυτό το σημείο εισάγουμε την έννοια του **Κινδύνου** για μια επιχείρηση που προσδιορίζεται ως η απειλή ότι ένα συμβάν, ένα γεγονός ή μια δραστηριότητα μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματοποίηση των στόχων της. Δηλαδή, η πιθανότητα να μην πραγματοποιηθούν οι ευκαιρίες ή να υλοποιηθούν οι απειλές. Είναι προφανές ότι ο κίνδυνος ενυπάρχει σε όλες τις δραστηριότητες όλων των οργανισμών γιατί ακριβώς πηγάζει μέσα από την ίδια την λειτουργία της επιχείρησης και σχετίζεται τόσο με το εσωτερικό και εξωτερικό της περιβάλλον όσο και τις αποφάσεις της Διοίκησης.

Οι **Επιχειρηματικοί κίνδυνοι** λοιπόν ομαδοποιούνται στις ακόλουθες τρεις κατηγορίες:

Εξωτερικοί :

1. Οι μεταβολές στις προτιμήσεις των καταναλωτών, τις διαθέσεις και τις απόψεις της κοινής γνώμης
2. Αλλαγή νομοθετικού πλαισίου ή γενικότερα της κυβέρνησης
3. Περιβαλλοντικοί κίνδυνοι
4. Φυσικές καταστροφές
5. Δημογραφικές τάσεις
6. Οικονομικές και γεωπολιτικές εξελίξεις
7. Ανταγωνισμός
8. Τεχνολογικές εξελίξεις

Εσωτερικοί :

1. Τα ίδια τα παραγόμενα προϊόντα – υπηρεσίες
2. Η ίδια η παραγωγική διαδικασία

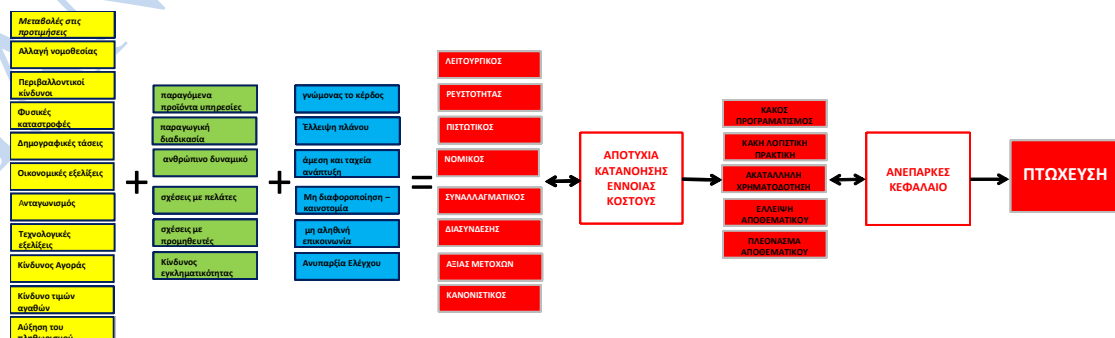
3. Το ανθρώπινο δυναμικό
4. Αμφίδρομες σχέσεις με πελάτες και προμηθευτές

Ελλειμματική Διοίκηση :

1. Κίνδυνος Διασύνδεσης που προκύπτει από την συσχέτιση δύο εσωτερικών περιουσιακών στοιχείων με τρίτο ευμετάβλητο στοιχείο
2. Κίνδυνος Αγοράς που σχετίζεται από ανώμαλες εξελίξεις
3. Λειτουργικός Κίνδυνος που προκύπτει από δυσλειτουργίες στο σύστημα διοίκησης, πληροφόρησης και ελέγχου των διαδικασιών
4. Πιστωτικός Κίνδυνος που προέρχεται από την αδυναμία τήρησης των υποσχέσεων οφειλής του αντισυμβαλλόμενου
5. Κίνδυνος Ρευστότητας και διακανονισμού που πηγάζουν τόσο από τον ετεροχρονισμό μεταξύ εισπράξεων και πληρωμών όσο από την γεωγραφική χρονική υστέρηση
6. Νομικός Κίνδυνος που πηγάζει από ένα συμβόλαιο που δεν εκτελείται λόγω ανεπαρκών συνοδευτικών στοιχείων
7. Συναλλαγματικός Κίνδυνος που προέρχεται από τις μεταβολές στις ισοτιμίες
8. Κίνδυνο αξίας μετοχών λόγω μεταβολής της τιμής τους στις Οργανωμένες Αγορές
9. Κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης που προκύπτει από την μη τήρηση νόμων του Κράτους
10. Κίνδυνο εγκληματικότητας – απάτης από εργαζόμενους, πελάτες και προμηθευτές
11. Κίνδυνο τιμών αγαθών, που προέρχεται από την μεταβολή στις τιμές των α' υλών.

Από την στιγμή που η επιχείρηση εμπλέκεται σε τουλάχιστον ένα από τα ως άνω περιγραφόμενα χαρακτηριστικά δημιουργούνται οι προϋποθέσεις δυσμενούς δυναμικής που αρχίζει με την απώλεια αξιοπιστίας και τελειώνει με την πτώχευση. Πιο απλά, η μόνη επιχείρηση που δεν εμπλέκεται καθ' οιονδήποτε τρόπο άμεσο ή έμμεσο σε μία από τις ως άνω προϋποθέσεις και δεν κινδυνεύει με χρεωκοπία, είναι η επιχείρηση που δεν λειτουργεί.

Στο σχήμα που ακολουθεί φαίνεται ο **τρόπος αλληλεπίδρασης απειλών και κινδύνων** που οδηγούν στην αποτυχία κατανόησης του πραγματικού κόστους, καθώς και το επαγωγικό καταστροφικό αποτέλεσμα.



Όμως, ακόμα και αν η επιχείρηση φτάσει στο τελευταίο βήμα, ίσως υπάρχει διέξοδος ακριβώς εκεί στο σημείο ακροβασίας ανάμεσα στην συνέχεια της δραστηριότητας με σκοπό την επιβίωση και την διάλυση προς εκκαθάριση, αρκεί η διοίκηση να είναι πεπεισμένη ότι μπορεί να τα καταφέρει.

Η διέξοδος θα μπορούσε αναλυθεί σε τρεις επιμέρους τομείς που ιεραρχούνται με σειρά σπουδαιότητας γιατί αν δεν ικανοποιούνται τα κριτήρια του πρώτου δεν έχει νόημα η μετάβαση στον δεύτερο και τον τρίτο :

1. Επαναδιαπραγμάτευση από μηδενική βάση με τους πιστωτές στους όρους αποπληρωμής των υποχρεώσεων.
2. Αναδιοργάνωση της εταιρίας με απομάκρυνση των στελεχών που την εξέθεσαν σε κίνδυνο και εφαρμογή νέας στρατηγικής.
3. Ρευστοποίηση πάγιου ενεργητικού και επανεπένδυση σε κυκλοφοριακά στοιχεία της παραγωγικής διαδικασίας.

Προϋπόθεση αναγκαία και απαραίτητη για να ικανοποιηθεί η πρώτη συνθήκη, είναι να πεισθούν οι δανειστές της επιχείρησης για την αύξηση του κύκλου εργασιών δεδομένου ότι το κέρδος πραγματοποιείται από τις πωλήσεις και όχι από την αλλαγή του management.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Ποια είναι όμως τα σημάδια που υποδηλώνουν ότι μια επιχείρηση βρίσκεται σε κίνδυνο κατάρρευσης; Η απάντηση σε αυτό το βασικό ερώτημα βρίσκεται μέσα στις αναλύσεις των αριθμοδεικτών πρωτίστως εκείνων συσχετιζόμενων με την ρευστότητα, την κεφαλαιακή επάρκεια, την αποδοτικότητα, τον βαθμό εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων και το κεφάλαιο κίνησης και δευτερευόντως εκείνων συσχετιζόμενων με την ορθολογική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, τις επενδύσεις και τις δαπάνες. Κάθε δείκτης είναι μοναδικός και απεικονίζει ένα δικό του αποσπασματικό διαφορετικό τμήμα της χρηματοοικονομικής υγείας της επιχείρησης. Είναι ευνόητο βέβαια πως τα διάφορα είδη αριθμοδεικτών αλληλοσυμπληρώνονται και ταξινομούνται σε κατηγορίες ανάλογα με τον σκοπό που εξυπηρετούν. Το πλήθος τους όμως και το εύρος των παρεχόμενων πολύπλοκων πληροφοριών ήταν και είναι αυτό που προβλημάτιζε πάντα τους εκάστοτε αναλυτές σχετικά με την πρόβλεψη της προσωρινής ή χρόνιας οικονομικής δυσπραγίας η οποία με μαθηματική ακρίβεια θα οδηγούσε στην πτώχευση.

2.1 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

$$\text{Αρ. Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Αποθέματα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

$$\text{Αρ. Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

$$\text{Αρ. Ταμιακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Ληξιπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

$$\text{Αρ. Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Προβλεπόμενες Ημερήσιες Λειτουργικές Δαπάνες}}$$

Η ρευστότητα εμφανίζει την ισορροπία των βραχυχρόνιων στοιχείων του ισολογισμού και τον βαθμό ετοιμότητας της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της οποιαδήποτε στιγμή αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες. Ο προσδιορισμός του βαθμού ρευστότητας ενδιαφέρει κατά κύριο λόγο τους πιστωτές διότι δείχνει αν η επιχείρηση μπορεί να καλύψει την ληξιπρόθεσμη οφειλή της από το ταμείο ή πρέπει να περιμένει πρώτα να εισπράξει από τους πελάτες της ή τέλος αν χρειάζεται να ρευστοποιήσει ή και να εκποιήσει αποθέματα προκειμένου να ανταπεξέλθει. Σε αυτό ειδικά το σημείο θα προκύψουν άμεσα και θέματα λογιστικής αναμόρφωσης αν τα αποθέματα έχουν επιμετρηθεί βάσει του ιστορικού κόστους κτήσης αφού η ρευστοποίηση τους στην τρέχουσα αξία θα έχει επιπτώσεις στην Καθαρή Θέση. Ρευστότητα είναι ο καθημερινός κύκλος μετατροπών των αποθεμάτων σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και τέλος των απαιτήσεων σε μετρητά.

Ανεπαρκής Ρευστότητα σημαίνει :

- Αρνητική επίδραση στα κέρδη αφού η επιχείρηση αδυνατεί είτε να εξασφαλίσει προνομιακές τιμές αγοράς α' υλών είτε να επωφεληθεί σε περιόδους εκπτώσεων των προμηθευτών.
- Κλονισμός της εμπιστοσύνης των πιστωτών με αποτέλεσμα την δημιουργία δυσχερειών στις αγορές εμπορευμάτων με άμεση συνέπεια την μείωση των πωλήσεων και κατ' επέκταση της κερδοφορίας της.
- Ανύπαρκτο περιθώριο ασφαλείας στην αντιμετώπιση ανεπιθύμητων εξελίξεων ή οικονομικών γεγονότων καθώς επίσης και στην χορήγηση βραχυπρόθεσμων πιστώσεων με επίσης επίπτωση στις πωλήσεις.
- Χαμηλή επένδυση σε πάγια άρα μείωση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας με συνέπεια στην κερδοφορία.
- Κακό προγραμματισμό συναλλακτικού κύκλου με ετεροχρονισμό πληρωμών και εισπράξεων άρα και όρους παροχής πίστωσης που φανερώνει την έλλειψη ποιοτικής διοίκησης.

2.2. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Αρ. Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων	=	$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Απαιτήσεις}}$
------------------------------------	---	---

Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων	=	$\frac{365}{\text{Α.Τ.Ε.Α.}}$
------------------------------------	---	-------------------------------

Αρ. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	=	$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$
--------------------------------------	---	--

Μέση Περίοδος Ανανέωσης Αποθεμάτων	=	$\frac{365}{\text{Α.Τ.Κ.Α.}}$
------------------------------------	---	-------------------------------

Λειτουργικός Κύκλος	=	Μ.Π.Ε.Α. + Μ.Π.Α.Α.
---------------------	---	---------------------

Αρ. Ταχύτητας Εξοφλήσεως Προμηθευτών	=	$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Προμηθευτές}}$
--------------------------------------	---	---

Μέση Περίοδος Εξόφλησης Προμηθευτών	=	$\frac{365}{\text{Α.Τ.Ε.Π.}}$
-------------------------------------	---	-------------------------------

Εμπορικός Κύκλος	=	Λειτουργικός Κύκλος - Μ.Π.Ε.Π.
------------------	---	--------------------------------

Δείχνει την ορθολογική ή μη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων και τον βαθμό αποτελεσματικότητας των. Ο γενικός κανόνας για όλες τις επιχειρήσεις είναι πως μόνο όφελος αποκομίζει από την εντατική χρήση των στοιχείων της, αφού η γρήγορη χρονικά μετατροπή αποθεμάτων και απαιτήσεων σε μετρητά είναι ο συντελεστής ευημερίας.

Μη αποτελεσματική χρήση περιουσιακών στοιχείων σημαίνει :

- Υψηλή αποθεματοποίηση με επιβάρυνση σε κόστος
- Υψηλό κίνδυνο από απαξίωση ή ακατάλληλα αποθέματα
- Αδυναμία ανανέωσης αποθεμάτων
- Δέσμευση Κεφαλαίων που πέραν του τρέχοντος κόστους επιβαρύνονται και με το κόστος ευκαιρίας αφού θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε κερδοφόρες επενδύσεις
- Αποτυχημένη πιστωτική πολιτική έναντι των πελατών και ετεροχρονισμό
- Υψηλό κίνδυνο πρόκλησης ζημιών από επισφαλείς και ανεπίδεκτους πελάτες
- Αδυναμία παροχής πιστώσεων από προμηθευτές με ευνοϊκούς όρους με συνέπεια την μείωση της ανταγωνιστικότητας και της κερδοφορίας της

2.3. ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Αρ. Ξένων Κεφαλαίων	=	Ξένα Κεφάλαια
		Ενεργητικό

Αρ. Ιδίων Κεφαλαίων	=	Ίδια Κεφάλαια
		Ενεργητικό

Αρ. Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	=	Ενεργητικό
		Ίδια Κεφάλαια

Αρ. Δανειακής Επιβάρυνσης	=	Ξένα Κεφάλαια
		Ίδια Κεφάλαια

Δείχνει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης που έχει χρηματοδοτηθεί με ξένα κεφάλαια. Η σχέση Ιδίων και Ξένων εμπεριέχει υψηλό βαθμό σπουδαιότητας. Τα Ίδια στην ουσία είναι αυτά που αναλαμβάνουν πλήρως τον επιχειρηματικό κίνδυνο, είναι μόνιμα χωρίς χρόνο επιστροφής και επενδύονται σε μακροχρόνιες επενδύσεις ενώ τα Ξένα πρέπει να εξοφλούνται προσαυξημένα με τους τόκους σε τακτά χρονικά διαστήματα ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Υψηλό ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων σημαίνει :

- Υψηλός δανεισμός
- Σταθερές επιβαρύνσεις και υποχρεώσεις για την εξόφληση τους με διαρκή πίεση στην οικονομική μονάδα για την επιστροφή αυτών των κεφαλαίων
- Αρνητικές Συνθήκες μακροχρόνιας ανάπτυξης – εξέλιξης
- Ανύπαρκτο περιθώριο ασφαλείας για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων ζημιών
- Μεγάλη πιθανότητα αθέτησης εξόφλησης τόκων
- Μεγάλη πιθανότητα χρεωκοπίας.

2.4. ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ

Αρ. Κάλυψης Χρεωστικών Τόκων	=	$\frac{\text{Κέρδη Προ Φόρων Και Τόκων}}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}$
------------------------------	---	--

Αρ. Κάλυψης Κάλυψης Καθαρών Εκροών για Τόκους	=	$\frac{\text{Καθαρές Λειτουργικές Ροές}}{\text{Καθαρές Εκροές για Τόκους}}$
---	---	---

Δείχνει την θέση της επιχείρησης σε στενό πλαίσιο βιωσιμότητας.

Υψηλός παρονομαστής σημαίνει :

- Ανικανότητα εξυπηρέτησης Χρεωστικών Τόκων μέσω των κερδών
- Ελάχιστες έως μηδενικές φορές κάλυψη τόκων από τα καθαρά κέρδη
- Μικρό περιθώριο ασφαλείας για τους πιστωτές της επιχείρησης
- Μεγάλη πιθανότητα οικονομικής αποτυχίας.

2.5 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ

$$\text{Αρ. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Κεφαλαίου Κίνησης} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Κεφάλαιο Κίνησης)}}$$

$$\text{Αρ. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Πάγιου Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$$

$$\text{Αρ. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Ενεργητικό}}$$

$$\text{Αρ. Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Μετά Από Φόρους}}{\text{Πωλήσεις}}$$

$$\text{Αρ. Μικτού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

$$\text{Αρ. Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Μετά Από Φόρους} + \text{Χ.Τ.} * (1-\phi.\sigma.)}{\text{Ενεργητικό}}$$

$$\text{Αρ. Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Μετά Από Φόρους}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

$$\text{Αρ. Συνδυασμένης Αποδοτικότητας Συνόλου Κεφαλαίων} = [\text{Α.Κ.Π.Κ.} + \text{Χ.Τ.} * (1-\phi.\sigma.) / \text{Πωλήσεις}] * \text{Α.Τ.Κ.Ε.}$$

$$\text{Αρ. Συνδυασμένης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων} = \text{Α.Κ.Π.Κ.} * \text{Α.Τ.Κ.Ε.} * \text{Α.Χ.Μ.}$$

Δείχνει την μέση χρήση των περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να πραγματοποιηθούν έσοδα από πωλήσεις και ταυτόχρονα την ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη μέσα από τις καθημερινές της δραστηριότητες.

Χαμηλή Αποδοτικότητα σημαίνει :

- Λανθασμένες αποφάσεις επένδυσης σε Κεφάλαιο κίνησης και μη ορθολογική χρήση του για πραγματοποίηση εσόδων από πωλήσεις
- Αδυναμία απορρόφησης ζημιών από επερχόμενη μείωση πωλήσεων
- Λανθασμένες αποφάσεις επένδυσης σε πάγια με συνέπεια την μείωση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας
- Ανικανότητα πραγματοποίησης κερδών μέσω των πωλήσεων
- Αγορές εμπορευμάτων σε υψηλές τιμές και παραγωγή έτοιμων με υψηλό κόστος.

Ο λόγος χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών πηγάζει αφ' ενός από την ανάγκη να γίνεται αμέσως αντιληπτή η πραγματική αξία των απόλυτων μεγεθών αφ' ετέρου από την σπουδαιότητα ποσοτικοποίησης της ποιότητας μιας οικονομικής οντότητας πόσο μάλλον όταν αυτή οδεύει αργά προς κατάρρευση μολονότι στα στοιχεία των χρηματοοικονομικών αναφορών δεν διαφαίνονται (σε πρώτο ανάγνωσμα) ενδείξεις αβέβαιης συνέχισης της δραστηριότητας.

Μια **αναποτελεσματική πρακτική είσπραξης απαιτήσεων** σημαίνει απαξίωση λόγω μη ανανέωσης των αποθεμάτων και αδυναμία αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων με συνέπεια οι τελευταίες να καθίστανται ληξιπρόθεσμες και παράλληλα σταδιακή μείωση των πωλήσεων με ταυτόχρονη αύξηση των απαιτήσεων. Μία **υψηλή τιμή του Λειτουργικού Κύκλου** καταδεικνύει την αποτυχημένη πιστωτική πολιτική της διοίκησης έναντι των πελατών της και βέβαια την λανθασμένη διαχείριση των αποθεμάτων ενώ παράλληλα ελλοχεύει τον κίνδυνο πρόκλησης ζημιών από επισφαλείς πελάτες και κατά κανόνα δέσμευση επιχειρηματικών κεφαλαίων για μακρύ χρονικό διάστημα. Η **χαμηλού βαθμού εξόφληση υποχρεώσεων** φανερώνει την κακή πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και βέβαια την δυσχέρεια λήψης περαιτέρω πιστώσεων με επίπτωση στην μείωση της ανταγωνιστικότητας και της κερδοφορίας της. Μία **υψηλή τιμή του Εμπορικού Κύκλου** φανερώνει τον ετεροχρονισμό πληρωμών εισπράξεων με χάσμα χρόνου που μπορεί να αποβεί μοιραίο. Η δομή των κεφαλαίων εστιάζει το ενδιαφέρον τόσο των πιστωτών όσο και των μετόχων διότι σχετίζεται με την ικανότητα αποπληρωμής των υποχρεώσεων της και τον παρεχόμενο βαθμό ασφάλειας στους μετόχους. Ένας **υψηλός δείκτης Ξένων Κεφαλαίων** φανερώνει την επερχόμενη αδυναμία αποπληρωμής υποχρεώσεων. Ένας **χαμηλός δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων** από την άλλη μεριά δίνει ενδείξεις υψηλού δανεισμού (δηλαδή υψηλό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης), αρνητικών συνθηκών εξέλιξης, μεγάλη πιθανότητα αθέτησης αποπληρωμών τόκων και λοιπών υποχρεώσεων και βέβαια υψηλή πιθανότητα χρεωκοπίας. Η **ανεπάρκεια ρευστότητας** κλονίζει την εμπιστοσύνη των πιστωτών με άμεση συνέπεια τις δυσχερείς αγορές πρώτων υλών και εμπορευμάτων την μείωση των πωλήσεων και την επερχόμενη κήρυξη της επιχείρησης σε κατάσταση χρεωκοπίας. **Χαμηλό μόνιμο κεφάλαιο κίνησης** μεταφράζεται σε ανεπάρκεια κεφαλαίων άρα κακή πιστοληπτική ικανότητα. **Αρνητικό Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης** είναι ευνόητο πως δεν χρήζει σχολιασμού ανεξαρτήτως οικονομικών συγκυριών. Η **Ανεπάρκεια Κεφαλαίου Κίνησης** σε πρώτο επίπεδο αφήνει απροστάτευτη την επιχείρηση από μια επερχόμενη συρρίκνωση των περιουσιακών της στοιχείων, αδυνατεί να καλύψει ληξιπρόθεσμες οφειλές και να επωφεληθεί πιστώσεων με ευνοϊκούς όρους. Σε δεύτερο επίπεδο δεν επιτρέπει την διατήρηση ικανοποιητικού αποθέματος ώστε να καλύπτεται η ζήτηση, άρα αναβολή ή μείωση της δυναμικής των πωλήσεων. Σε τρίτο επίπεδο σημαίνει αδυναμία έκδοσης νέων τίτλων ή σύναψης μακροπρόθεσμου δανεισμού που ερμηνεύεται από την έλλειψη εμπιστοσύνης προς την διοίκηση. Σε τέταρτο επίπεδο μπορεί να ερμηνευτεί ως υπερβολική επένδυση σε πάγια, λανθασμένο τραπεζικό δανεισμό ή αλόγιστη μερισματική πολιτική. Μία **χαμηλή τιμή του Δείκτη Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος** δείχνει την αδυναμία των ταμιακών διαθέσιμων να καλύψουν τις καθημερινές τρέχουσες ανάγκες με αποτέλεσμα την αναγωγή και χρήση των εσόδων από πωλήσεις ή λοιπά έσοδα κεφαλαίων. Ένας **χαμηλός δείκτης κάλυψης τόκων** καταδεικνύει το αυτονόητο : την οικονομική δυσχέρεια και την επερχόμενη χρεωκοπία. Και αποτελεί λογική συνέχεια της αδυναμίας κάλυψης όχι μόνο των τρεχουσών καθημερινών αναγκών αλλά και αυτών που λογίζονται ανά τρίμηνο ή εξάμηνο. Η **χαμηλή αποδοτικότητα** δεν δημιουργεί κέρδη στους μετόχους άρα δεν

εμπνέει εμπιστοσύνη για αύξηση κεφαλαίου με σκοπό την βιωσιμότητα, την σταθερότητα και βέβαια την ανάπτυξη, πόσο μάλλον για νέες επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά οι πιστωτές βλέπουν την αδυναμία πραγματοποίησης κερδών ως επερχόμενη αδυναμία εξόφλησης των υποχρεώσεων της επιχείρησης προς αυτούς. Και ενώ μπορεί το **καθαρό περιθώριο κέρδους** να επιδέχεται πιέσεων αναλόγως συνθηκών αγοράς, ανταγωνισμού, αλλαγής καταναλωτικών προτιμήσεων, διαφήμισης και πολλών άλλων παραγόντων, το μικτό είναι εκείνο που απορροφά τους επερχόμενους οικονομικούς κραδασμούς και απαιτείται να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα. Μια **χαμηλή τιμή λοιπόν του μικτού περιθωρίου κέρδους** που σταδιακά βαίνει μειούμενη οδηγεί στην χρεωκοπία.

Εκ των προαναφερομένων συνάγεται πως **οι Αριθμοδείκτες είναι τα πιο χρήσιμα εργαλεία πρόβλεψης βιωσιμότητας ή μη κάθε επιχείρησης ανεξαρτήτως μεγέθους και περιβαλλοντολογικών συνθηκών, δεδομένου ότι η μελλοντική της χρηματοοικονομική θέση είναι συνάρτηση των αποφάσεων που λαμβάνει σήμερα.**

Και οι αποδέκτες των συμπερασμάτων είναι

- Πιστωτές, Δανειστές, Εμπορικές Τράπεζες για πιθανή χρηματοδότηση
- Ελεγκτές για την ύπαρξη παραδοχής συνέχειας της επιχείρησης
- Διοίκηση της επιχείρησης για λήψη προληπτικών ή διορθωτικών μέτρων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Altman Z-SCORE

3.1 ΔΕΙΓΜΑ

Ένα από τα καταγεγραμμένα στην βιβλιογραφία Υποδείγματα Πρόβλεψης Πτώχευσης είναι η Τεχνική Ανάλυσης «Z-score» ή **Διακριτική Ανάλυση (multivariate Discriminant analysis - MDA)** του καθηγητή **E. I. Altman**, το οποίο βασίζεται στα χρηματοοικονομικά μεγέθη της επιχείρησης όπως αυτά εμφανίζονται στις Χρηματοοικονομικές Αναφορές. Πρόκειται για μια σειρά μελετών όπως παρατίθενται ακολούθως:

- Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, (1968),
- Zeta Analysis, (1977),
- Corporate Finance Distress, (1983),
- The success of business failure prediction Models, (1984),
- Corporate Distress Diagnosis, (1994),

μέσα από τα οποία ο Edward Altman επιδιώκει να αξιολογήσει την ποιότητα της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών αναφορών και των αριθμοδεικτών (ποσοτικοποίηση ποιότητας) προσδοκώντας σε μία τεχνική που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψει την πτώχευση των επιχειρήσεων. Το σημείο διαφοροποίησης του σε σχέση με τους υπόλοιπους μελετητές είναι πως οι δείκτες που χρησιμοποιεί λαμβάνουν υπ' όψη ολόκληρο το προφίλ των επιχειρήσεων εξετάζοντας την επίδραση που έχουν οι παρατηρήσεις αυτές στο σύνολο τους με βάση κάποιους στατιστικούς συντελεστές βαρύτητας. Έτσι δίνεται η δυνατότητα ταξινόμησης της κάθε παρατήρησης σε μια προκαθορισμένη ομάδα ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της (μολονότι η επιλογή των δεικτών γίνεται αυθαίρετα και μεροληπτικά).

Η διαδικασία της μεθόδου αρχίζει με τον απλό διαχωρισμό σε δύο ή περισσότερες ομάδες (έως 5) ανάλογα με τον εμφανή ή μη κίνδυνο πτώχευσης όπως αυτός προκύπτει από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία και στην συνέχεια γίνεται πολύπλοκη αφού γίνεται προσπάθεια να βρεθεί ο γραμμικός συνδυασμός των χαρακτηριστικών που διαχωρίζουν τις ομάδες με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ακρίβεια. Στο τελευταίο στάδιο της διαδικασίας τα κοινά χαρακτηριστικά προσδιορίζουν τους συντελεστές βαρύτητας και έτσι δημιουργείται η βάση ταξινόμησης, σύμφωνα με το γραμμικό μοντέλο:

$Z = n_1X_1 + n_2X_2 + \dots + n_nX_n$ όπου, n οι συντελεστές, X το αποτέλεσμα των χρησιμοποιούμενων αριθμοδεικτών (ανεξάρτητες μεταβλητές) και z το αποτέλεσμα της αξιολόγησης.

Στην μέθοδο του ο Altman ακολούθησε τα ακόλουθα στάδια :

- 1) Επέλεξε 33 υγιείς επιχειρήσεις (πρώτη ομάδα) και 33 χρεωκοπημένες (του ίδιου κλάδου) εκείνη την περίοδο (δεύτερη ομάδα) με συνάφεια ως προς το μέγεθος.
- 2) Χρησιμοποίησε 22 μεταβλητές που επέλεξε με κριτήριο αφ' ενός την στατιστική συχνότητα εμφάνισης τους στην βιβλιογραφία αφ' ετέρου την κατ' εκείνον σπουδαιότητα τους τόσο ως προς την μεταξύ τους συσχέτιση όσο ως προς την προβλεπτική τους ικανότητα.

3) Αξιολόγησε το μοντέλο εφαρμόζοντας 6 ελέγχους. Ο 1^{ος} διενεργείται στο αρχικό δείγμα παρατηρήσεων (33 πτωχευμένες ομάδες Β) ένα χρόνο πριν την χρεοκοπία και προκύπτει ακρίβεια της τάξεως του 95%. Ο 2^{ος} έλεγχος διενεργείται επίσης στην Ομάδα Β αλλά με παρατηρήσεις 2 ετών πριν και προκύπτει ακρίβεια της τάξεως του 72%. Ο 3^{ος} έλεγχος εξετάζει την μεροληψία της έρευνας σε παρατηρήσεις και των δύο ομάδων του αρχικού δείγματος προκειμένου να αναδειχθεί ως ασήμαντος παράγοντας. Ο 4^{ος} έλεγχος διενεργείται σε 25 νέο πτωχευμένες επιχειρήσεις (νέο δείγμα) αλλά με χαρακτηριστικά όμοια του αρχικού δείγματος και προκύπτει ακρίβεια πρόβλεψης της τάξεως του 96%. Ο 5^{ος} έλεγχος εξετάζει νέο δείγμα 66 υγιών επιχειρήσεων αυτή τη φορά προκειμένου να επαληθευτεί η ορθότητα της ταξινόμησης τους στην Ομάδα Α (group υγιών) και προκύπτει αποτέλεσμα της τάξεως του 79%. Ο 6^{ος} και τελευταίος έλεγχος αφορά την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου (στην Ομάδα Β) για περισσότερα έτη πέραν των δύο αρχικά εξεταζόμενων (δηλαδή για 3, 4 ή 5) πριν την χρεοκοπία με αποτελέσματα των οποίων η ακρίβεια προκύπτει κατ' αντιστοιχία σε ποσοστά της τάξεως 48% για το 3^ο, 29% για το 4^ο και 36% για το 5^ο.

Τα κύρια συμπεράσματα του μοντέλου είναι :

A) η τάση επιδείνωσης των αριθμοδεικτών όσο πλησιάζει χρονικά η χρεοκοπία και

B) οι σημαντικές αλλαγές γίνονται φαίνονται ανάμεσα στον 2^ο και τον 3^ο χρόνο πριν το γεγονός. Δηλαδή : με γεγονός εντός του 2016, οι αρνητικές αλλαγές των δεικτών εμφανίζονται ανάμεσα στα συγκριτικά στοιχεία του 2014 και 2013 ενώ για τα έτη 2012 και 2011 φαίνονται απλά τάσεις επιδείνωσης των αποτελεσμάτων.

Οι κύριες αδυναμίες του μοντέλου τόσο σε ποιοτικό όσο σε ποσοτικό επίπεδο είναι:

- Η ραγδαία αύξηση της πιθανότητας λανθασμένης ταξινόμησης της επιχείρησης σε υγιή ή μη μετά τα 2 έτη.
- Στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό περιλαμβάνονται αποθέματα προς πώληση τα οποία την στιγμή του υπολογισμού είναι αδύνατον να εκτιμώνται στην τρέχουσα ρευστοποιήσιμη αξία καθώς επίσης αξιόγραφα εισπρακτέα που εξ αντικειμένου δεν μπορούν να είναι εισπρακτέα από επιχειρήσεις με οικονομικές δυσχέρειες.
- Στα παρακρατηθέντα κέρδη περιλαμβάνονται μεταβολές στις τιμές ιδίων μετοχών, εμπορευμάτων ή χρεογράφων που δεν συμβάλλουν στην ταμειακή κατάσταση της επιχείρησης και την ικανότητα της να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της.
- Στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων περιλαμβάνονται έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα τα οποία επίσης δεν αντικατοπτρίζουν μια μελλοντική ταμιακή θέση.

3.2 1^Η ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ Altman

Επειδή όπως προαναφέραμε τα ποσοστά ακρίβειας για τα έτη 3 έως 5 πριν το γεγονός δεν ήταν ικανοποιητικά, το 1977 οι Altman, Haldeman και Narayanan σε συνεργασία δημοσίευσαν στο άρθρο τους **ZETA ANALYSIS : “A new model to identify bankruptcy risk of corporations”** ένα αναθεωρημένο μοντέλο πρόβλεψης χρεοκοπίας το οποίο προέκυπτε αποτελεσματικό για διάστημα χρόνου 5 έτη πριν το γεγονός. Οι λόγοι που τους οδήγησαν στην επικαιροποίηση του υποδείγματος (πέραν της εντονότατης κριτικής που είχε δεχθεί) ήταν αφ’ ενός οι αλλαγές που είχαν επέλθει στην Λογιστική Πρακτική αφ’ ετέρου η μεγαλύτερη συχνότητα χρεοκοπημένων επιχειρήσεων ανεξαρτήτως μεγέθους ενεργητικού που μείωναν την προβλεπτική του ικανότητα. Πέραν αυτών το υπόδειγμα επεκτάθηκε και σε περισσότερες ευάλωτες ομάδες όπως το λιανικό εμπόριο ξεφεύγοντας από τα αυστηρά πλαίσια κλάδων έντασης εργασίας όπως στο αρχικό δείγμα (αμιγώς κατασκευαστικές επιχειρήσεις). Το νέο μοντέλο βασίστηκε σε ένα δείγμα 53 εταιριών οι οποίες πτώχευσαν την περίοδο ‘69 – ’75 (Ομάδα Α) και 58 μη πτωχευμένων (Ομάδα Β) που αντιπροσώπευαν τόσο την βιομηχανία όσο το λιανικό εμπόριο. Χρησιμοποιήθηκαν 27 συνολικά μεταβλητές που κατηγοριοποιήθηκαν σε ομάδες Αριθμοδεικτών και προκειμένου να βελτιώσουν την κανονικότητα τους εφάρμοσαν την Δευτεροβάθμια Ανάλυση Διαχωρισμού (quadratic) αντί της γραμμικής (linear) με αποτέλεσμα να καταλήξουν στις 7 ακόλουθες μεταβλητές με την μεγαλύτερη σπουδαιότητα :

1. X_1 : Απόδοση Περιουσιακών Στοιχείων (Κέρδη π. φ. τ./ Ενεργητικό)

Αξιολογεί την χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης αφού εκφράζει την αποδοτικότητα του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων.

2. X_2 : Σταθερότητα των κερδών

Εκφράζεται η κερδοφορία και υπολογίζεται από το τυπικό σφάλμα της εκτίμησης της μεταβλητής X_1 για διάστημα μεγαλύτερο των 5 ετών.

3. X_3 : Εξυπηρέτηση Χρέους (Κέρδη π. φ. τ./Χρηματοοικονομικά Έξοδα)

Ο δείκτης κάλυψης τόκων ο οποίος έχει υποστεί λογαριθμικό μετασχηματισμό προκειμένου να βελτιωθεί η κανονικότητα του.

4. X_4 : Σωρευτική Κερδοφορία (Παρακρατηθέντα Κέρδη/ Ενεργητικό)

Συνεκτιμάται η ηλικία της επιχείρησης, το χρέος και η μερισματική της πολιτική.

5. X_5 : Ρευστότητα (Κυκλοφορούν Ενεργητικό/ Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις)

Θεωρήθηκε ως ο σημαντικότερος από τους δείκτες ρευστότητας

6. X_6 : Κεφαλαιοποίηση (Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων/Συνολικά)

Απαραίτητος ο δείκτης κεφαλαιοποίησης γιατί εμφανίζει την τρέχουσα αξία των ιδίων κεφαλαίων για χρονικό διάστημα 5 ετών έτσι ώστε να ομαλοποιούνται ισχυρές διακυμάνσεις των αγορών.

7. X_7 : Μέγεθος Επιχείρησης (Μεταβολή Ενεργητικού)

Υπολογίζει την μεταβολή της περιουσίας ώστε να ομαλοποιεί την κανονικότητα της στις ακραίες παρατηρήσεις και εμφανίζεται επίσης με λογαριθμικό μετασχηματισμό.

Έτσι, το 2000 ο Altman έχοντας ως βάση το z-score εμπλουτισμένο πλέον με τα στοιχεία του αναθεωρημένου ZETA και λαμβάνοντας υπ' όψη τα αξιολογικά σχόλια των άλλων ερευνητών αναφορικά με την αποτελεσματικότητα του μοντέλου, κατέληξε στην τελική του μορφή, όπου προσδιορίζει τις κριτικές τιμές του Z, βάσει των οποίων μπορούν να κατηγοριοποιούνται οι επιχειρήσεις σε ζώνες χρεοκοπίας ή ασφάλειας και εμφανίζεται σε τρεις εκδοχές α) για εισηγμένες, β) για ιδιωτικές και γ) για μη μεταποιητικές, ως ακολούθως :

1) Z – Score για εισηγμένες επιχειρήσεις :

$$Z' = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 0,9 * X_5$$

Όπου :

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 = Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

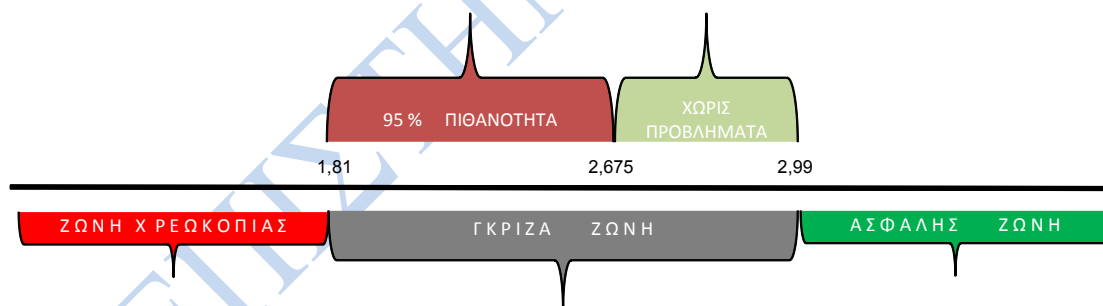
X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 = Χρηματιστηριακή Αξία / Σύνολο Υποχρεώσεων

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Όπου :

Για :	$Z \leq 1,81$	η επιχείρηση θα πτωχεύσει.
Για :	$1,81 < Z < 2,99$	η επιχείρηση βρίσκεται στην γκριζα ζώνη
Για :	$Z < 2,675$	η επιχείρηση έχει 95% πιθανότητες πτώχευσης
Για :	$Z > 2,675$	η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει προβλήματα
Για :	$Z \geq 2,99$	η επιχείρηση είναι οικονομικά υγιής.



2) Z – Score για ιδιωτικές επιχειρήσεις :

$$Z'' = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5$$

Όπου :

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 = Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 = Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Υποχρεώσεων

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Όπου :

Για : $Z < 1,23$ η επιχείρηση βρίσκεται στην ζώνη χρεωκοπίας

Για : $1,23 < Z < 2,90$ η επιχείρηση βρίσκεται στην γκρίζα ζώνη

Για : $Z > 2,99$ η επιχείρηση βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη.



3) Z – Score για μη μεταποιητικές επιχειρήσεις :

$$Z'' = 6,56 * X_1 + 3,26 * X_2 + 6,72 * X_3 + 1,05 * X_4$$

Όπου :

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 = Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 = Λογιστική Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Υποχρεώσεων

Η μη χρήση της μεταβλητής X_5 σχετίζεται με έναν βαθμό άνισης μεταχείρισης που θα μπορούσε να προκύψει ανάμεσα στις επιχειρήσεις παραγωγής και στις επιχειρήσεις λιανικής ή παροχής υπηρεσιών αφού ο κύκλος εργασιών των πρώτων (σε ομοειδή περιουσιακά μεγέθη) είναι σαφώς μικρότερος από τον αντίστοιχο των δεύτερων.

Για : $Z < 1,10$ η επιχείρηση βρίσκεται στην ζώνη χρεωκοπίας

Για : $1,10 < Z < 2,60$ η επιχείρηση βρίσκεται στην γκρίζα ζώνη

Για : $Z > 2,60$ η επιχείρηση βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη.



Ανάλυση των παραγόντων του υποδείγματος :

1.

ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΣΧΕΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ
X 1	Κεφάλαιο Κίνησης
	Σύνολο Ενεργητικού

Η σπουδαιότητα του συνίσταται στο γεγονός ότι η χρηματοοικονομική θέση θεωρείται ανίσχυρη όταν η επιχείρηση δεν έχει την ικανότητα να ικανοποιεί τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της, άρα δεν διατηρεί συνθήκες ευνοϊκής πιστοληπτικής κατάστασης. Το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης συνοδεύεται από συνεχόμενα αρνητικά λειτουργικά κέρδη. Η σχέση Κεφάλαιο Κίνησης (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις) προς Σύνολο Ενεργητικού ποσοτικοποιεί την ρευστότητα της επιχείρησης σε συνάρτηση με την Συνολική της Κεφαλαιοποίηση. Η σημαντικότητα του γίνεται όλο και περισσότερο εμφανής σε χρήσεις με Λειτουργικές Ζημιές. Το Κεφάλαιο Κίνησης πρέπει να είναι θετικό, έτσι ώστε τα εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού να καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και να παρέχουν στην επιχείρηση την ικανότητα ομαλής αποπληρωμής.

Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε επειδή μετρά τον βαθμό συσχέτισης των ρευστοποιήσιμων κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με το μέγεθος της.

2.

ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΣΧΕΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ
X 2	Παρακρατηθέντα Κέρδη
	Σύνολο Ενεργητικού

Η σπουδαιότητα συνίσταται στο γεγονός ότι τα τελικά (αρνητικά) κέρδη μειώνουν το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ύστερα από την πληρωμή φόρων μερισμάτων και αμοιβών Δ.Σ. Αρνητικά Παρακρατηθέντα Κέρδη σημαίνει μείωση της περιουσίας των μετόχων. Τα Παρακρατηθέντα Κέρδη είναι το μέρος των κερδών που δεν έχουν διανεμηθεί στους μετόχους προκειμένου είτε να επενδυθούν σε πάγια είτε να εξοφλήσουν επικείμενες υποχρεώσεις. Σύμφωνα με τον τύπο

+ Αδιανέμητα Κέρδη Έναρξης
+ Καθαρά Έσοδα Χρήσης
- Μερίσματα που Πληρώθηκαν
= Παρακρατηθέντα Κέρδη

η επιχείρηση μπορεί να λογοδοτήσει για την μερισματική της πολιτική ή να έχει προβεί σε καθ' υπέρβαση μέρισμα με αποτέλεσμα να έχει αρνητικά κέρδη εις νέον. Πρόκειται για απόφαση διοίκησης άρα κρύβει κινδύνους, σε αντίθεση με το τακτικό αποθεματικό που το επιβάλλει ο νόμος. Εδώ βέβαια αναδύεται θέμα αδικίας μιας σχετικά νέας ηλικιακά επιχείρησης που δεν έχει προλάβει να συσσωρεύσει κέρδη σε

σύγκριση με μια μακροβιότερη στην αγορά. Στον αντίλογο όμως οι πιθανότητες αποτυχίας για νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις είναι μεγαλύτερες.

Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε γιατί μετράει την εισπρακτική ικανότητα της επιχείρησης δεδομένου ότι η ανάγκη χρήσης των κερδών μετά από διανομή για μελλοντική επένδυση στηρίζεται στην αδυναμία είσπραξης απαιτήσεων σε μορφή ταμειακών διαθεσίμων.

3.

ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΣΧΕΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ
X 3	Κέρδη προ Φόρων και Τόκων
	Σύνολο Ενεργητικού

Η σπουδαιότητα του συνίσταται στην αναλογία αποτελεσμάτων χρήσης και περιουσίας μετρώντας την αποδοτικότητα. Επειδή δείχνει την κερδοφορία ανά μονάδα ενεργητικού, ένας αρνητικός δείκτης σημαίνει πως οι βασικές λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης είναι ζημιογόνες. Αναμφισβήτητα από τα πιο σημαντικά μεγέθη, αφού η ίδια η ύπαρξη της επιχείρησης στηρίζεται κατά βάση στην ικανότητα της να παράγει κέρδη που προκύπτουν από το Ενεργητικό της. Είναι το μέτρο της πραγματικής παραγωγικότητας της επιχείρησης ανεξαρτήτως φορολογικού πλαισίου και λοιπών παραγόντων μόχλευσης. Η απαραίτητη προϋπόθεση βιωσιμότητας είναι το θετικό πρόσημο. Είναι ευνόητο ότι σε περίπτωση οριακού αρνητικού πρόσημου, η επιχείρηση περνάει στην κερδοφορία με κατάλληλη αύξηση κεφαλαίου.

Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε επειδή τα λειτουργικά κέρδη στην πράξη είναι το κλειδί της οικονομικής ευημερίας της επιχείρησης.

4.

ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΣΧΕΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ
X 4	Χρηματιστηριακή Αξία (Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων)
	Σύνολο Υποχρεώσεων

Η σπουδαιότητα του συνίσταται στο γεγονός ότι όσο μικρότερη η συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο μείγμα των υποχρεώσεων, τόσο περισσότερο ανασφαλείς είναι οι πιστωτές της επιχείρησης αφού ο κίνδυνος μοιράζεται μεταξύ των μετόχων. Ακριβώς λόγω της μικρής συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων μπορεί η επιχείρηση να εμφανίζει μεγαλύτερη αποδοτικότητα αλλά ελλοχεύει ταυτόχρονα και μεγαλύτερο κίνδυνο. Αποτυπώνει το συνολικό τίμημα που θα πλήρωνε κάποιος για να αγοράσει το σύνολο των μετοχών της επιχείρησης και υποδεικνύει την σχέση του συνόλου των μετοχών κοινών και προνομιούχων ως προς το σύνολο των Υποχρεώσεων (βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων). Επειδή η Καθαρή θέση είναι ότι απομένει στην επιχείρηση μετά την εξόφληση των Υποχρεώσεων της, ο Λόγος Καθαρή Θέση προς Υποχρεώσεις δείχνει τον βαθμό που οι υποχρεώσεις μπορούν να υπερβούν το Ενεργητικό και να καταστήσουν την επιχείρηση αφερέγγυα.

Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε ως μέτρο έμμεσης συσχέτισης με την αγορά (εξωτερικό περιβάλλον) αφού η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών είναι το πιο δυναμικό στοιχείο της επιχείρησης.

5.

ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ	ΣΧΕΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ
X 5	Πωλήσεις
	Σύνολο Ενεργητικού

Η σπουδαιότητα του συνίσταται στο γεγονός ότι καταδεικνύει την αποτελεσματική ή μη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αφού οι πωλήσεις φέρνουν αποτελέσματα. Χαμηλό επίπεδο δείκτη σημαίνει αναποτελεσματικότητα, ενδεχομένως υπερεπένδυση και σίγουρα μη αποδοτικότητα. Η σχέση Πωλήσεις προς Ενεργητικό (Σύνολο Κεφαλαίων) καταδεικνύει την ικανότητα της επιχείρησης τόσο σε επίπεδο διοίκησης όσο σε επίπεδο λειτουργίας να μετατρέπει τα περιουσιακά της στοιχεία σε πωλήσεις και φανερώνει την παραγωγική της δυναμική ανεξαρτήτως συνθηκών. Όπως ήδη αναφέραμε οι πωλήσεις καθορίζουν το τελικό αποτέλεσμα ανεξάρτητα από το μικροκαι μακροπεριβάλλον, ανεξάρτητα από ευμενείς ή δυσμενείς όρους και τέλος ανεξάρτητα από πολιτικές και διαδικασίες.

Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε γιατί δεν θα μπορούσε να λείπει ένα τυπικό μέτρο κύκλου εργασιών.

3.3 2^H ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ Hillgeist

Επειδή

- Το χρηματοοικονομικό προφίλ των πτωχευμένων επιχειρήσεων άλλαξε λόγω αύξησης του μέσου μεγέθους τους
- Η πρόσβαση σε χρηματοοικονομικά δεδομένα είχε γίνει ευκολότερη
- Τα μοντέλα έβρισκαν εφαρμογή σε όλους τους κλάδους δραστηριότητας και
- Τα πρότυπα χρηματοοικονομικών αναφορών είχαν αναπροσαρμοστεί

το 2004 οι Hillgeist, Cram και Lundstedt συντάξαν μια αναθεωρημένη μελέτη του z-score η οποία κάλυπτε την αδυναμία των προηγούμενων (αφού στο δείγμα της αποτελούμενο από 78.100 υγιείς και 756 πτωχευμένες επιχειρήσεις περιόδου 1980-2000 εμπεριείχε και μικρές επιχειρήσεις) και παρουσίασαν την ακόλουθη διαφοροποιημένη μορφή του Z-score :

$$Z_n = -0,08X_1 + 0,04X_2 - 0,10X_3 - 0,022X_4 + 0,06X_5$$

Όπου, X_i είναι οι μεταβλητές όπως ακριβώς έχουν παρουσιαστεί και ερμηνευτεί στην προηγούμενη παράγραφο.

Η πρώτη ειδοποιός διαφορά του αναθεωρημένου μοντέλου σε σχέση με το αρχικό είναι πως έχει εκτιμηθεί με χρήση λογιστικής παλινδρόμησης, με συνέπεια όσο αυξάνεται το αποτέλεσμα του Z τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα για να θεωρηθεί μια επιχείρηση προβληματική. Επειδή λοιπόν το ζητούμενο Z για την οικονομική υγεία μιας επιχείρησης είναι το δυνατόν μικρότερο, είναι λογικό πως όσο αυξάνεται η τιμή των μεταβλητών X_1, X_3, X_4 τόσο μειώνεται η πιθανότητα εταιρικής αποτυχίας και αντίστοιχα όσο αυξάνεται η τιμή των μεταβλητών X_2, X_5 τόσο αυξάνεται η πιθανότητα πτώχευσης. Στο αποτέλεσμα του αναθεωρημένου μοντέλου δεν συναντάμε εντάξεις σε gray – zones αφού τίθεται θέμα αρνητικού ή θετικού πρόσημου για την κατηγοριοποίηση σε ασφαλή ζώνη ή σε ζώνη χρεοκοπίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

4.1 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ Altman

Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει η εφαρμογή του υποδείγματος z-score όπως αυτή αναπτύχθηκε από τον καθηγητή E. Altman και παρουσιάστηκε αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Οι λόγοι για τους οποίους επιλέξαμε το συγκεκριμένο μοντέλο είναι :

- Η απλότητα του
- Μικρός όγκος απαιτούμενων δεδομένων και εύκολη πρόσβαση
- Ισχυρή ικανότητα πρόβλεψης.

Επιλογή Δείγματος :

Το δείγμα μας αποτελείται από :

- Την Ομάδα Α («Α» ως ομάδα αναφοράς) αποτελούμενη από πτωχευμένες επιχειρήσεις) με κριτήριο επιλογής τους την διαφορετικότητα στο έτος κήρυξης χρεωκοπίας. Πρόκειται για 23 πτωχευμένες επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους στα ακόλουθα έτη πτώχευσης 2004 : 1, 2005 : 8, 2007 : 1, 2009 : 2, 2010 : 3 και 2011 : 8, με αποτελέσματα z-score σε βάθος πενταετίας.
- την Ομάδα Β («Β» ως εξεταζόμενη ομάδα) αποτελούμενη από υγιείς επιχειρήσεις εισηγμένες στο ΧΑΑ με κριτήριο επιλογή τους το πωλούμενο αγαθό. Πρόκειται λοιπόν για 15 υγιείς επιχειρήσεις από 15 διαφορετικούς κλάδους με αποτελέσματα z-score σε βάθος πενταετίας.

4.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΟΜΑΔΑΣ Α' ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

	ΠΤΩΧΕΥΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	D - 5	D - 4	D - 3	D - 2	D - 1	D
1	ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ ΤΡΑΥΛΟΥ ΑΕ	1,74	0,37	0,56	0,28	0,18	2004
2	ΕΛΕΦΑΝΤ ΑΕΕ	1,11	1,50	0,94	0,95	0,20	2005
3	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ ΕΕΑΕ	2,28	1,35	0,90	0,82	0,66	2005
4	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ ΑΕΒΕ	2,96	2,15	1,54	1,65	1,78	2005
5	ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΕ	3,61	1,71	1,16	0,92	-0,72	2005
6	ΕΜΦΑΣΙΣ ΑΕ	0,00	0,00	0,00	1,38	1,34	2005
7	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ ΑΕ	4,33	1,99	1,24	1,24	0,82	2005
8	ΡΛΙΑΣ ΑΒΕΕ	0,18	-0,92	-1,76	-1,32	-2,05	2005
9	ΙΝΤΕΑΛ ΑΒΕΕ ΔΕΣ	1,94	0,59	-0,41	-2,54	-2,87	2005
10	ΓΕΝΕΡ ΑΕ	2,16	1,56	1,53	1,38	0,95	2007
11	ΜΑΞΙΜ Κ Μ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ ΑΕ	0,29	0,28	0,30	0,28	-0,07	2009
12	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ ΑΤΕ	0,90	1,11	1,51	1,25	-1,45	2009
13	ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΑΕ	-0,62	-0,66	-0,71	-1,84	-2,64	2010
14	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ ΑΕ	-0,03	-0,10	-0,19	0,01	-0,14	2010
15	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ ΑΒΕΕ	0,45	0,70	0,69	0,64	-0,30	2010
16	MICROLAND COMPUTERS ΑΕΒΕ	4,25	5,15	-6,31	-15,17	-6,30	2011
17	RIDENCO ΑΕ	1,11	1,27	0,91	0,63	-0,86	2011
18	ΑΤΤΙ- ΚΑΤ ΑΕ	1,03	1,04	0,94	0,22	-2,02	2011
19	ΕΔΡΑΣΗ ΦΑΛΛΙΔΑΣ Χ ΑΤΕ	1,12	0,77	0,59	-1,27	-1,13	2011
20	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕΒΕ	1,52	1,30	-0,49	0,02	1,09	2011
21	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ ΚΩΝ ΚΑΙ ΥΙΟΙ ΑΕΒΕ	1,78	1,19	1,25	0,06	-3,37	2011
22	ΠΑΠΥΤΣΑΝΗΣ ΑΕΒΕ	0,69	0,57	0,93	-0,13	0,30	2011
23	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ ΑΓΑΕ	0,32	0,34	0,69	0,31	-1,85	2011
	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ	1,44	1,01	0,25	-0,44	-0,80	
	MIN Z-SCORE	-0,62	-0,92	-6,31	-15,17	-6,30	
	MAX Z-SCORE	4,33	5,15	1,54	1,65	1,78	
	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ	70%	87%	100%	100%	100%	
	ΣΦΑΛΜΑ ΤΥΠΟΥ 1	30%	13%	0%	0%	0%	

Η στήλη «D» εμφανίζει το έτος πτώχευσης. Για τα έτη 1 έως 5 πριν το έτος πτώχευσης οι υπολογισμοί του z-score έχουν γίνει με στοιχεία από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων.

Παρατηρούμε πως η ακρίβεια του υποδείγματος του Altman είναι απόλυτη σε ποσοστό 100% για τρία έτη πριν το έτος πτώχευσης, 87% και 70% για τέσσερα και πέντε έτη αντίστοιχα πριν το έτος πτώχευσης. Παρατηρούμε επίσης την πτωτική πορεία των αποτελεσμάτων του υποδείγματος καθ' όλη την εξεταζόμενη 5ετία και το μέγιστης σπουδαιότητας στατιστικό στοιχείο να εμφανίζονται η χαμηλότερη μέση τιμή, η χαμηλότερη ελάχιστη και η χαμηλότερη μέγιστη στο έτος 1 πριν το έτος πτώχευσης. Αν λοιπόν η σύνταξη της παρούσας μελέτης γινόταν με στοιχεία της 31/12/XX(D-3) για κάθε επιχείρηση με σκοπό την πρόβλεψη χρεωκοπίας για την επόμενη χρήση (D-2, D-1, D) τότε το μοντέλο του Altman θα είχε προβλεπτική ικανότητα 100%.

Ως Σφάλμα Τύπου 1 θεωρείται η ταξινόμηση μιας επιχείρησης ως υγιούς ενώ στην πραγματικότητα θα περιέλθει σε κατάσταση πτώχευσης.

4.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΟΜΑΔΑΣ Β' ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

	ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
1	ΕΚΤΕΡ ΑΕ
2	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ
3	ΚΤΗΜΑ Κ ΛΑΖΑΡΙΔΗ ΑΕ
4	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ
5	ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ
6	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
7	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ
8	ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ
9	ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ
10	ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ ΑΕ
11	ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ
12	ΛΑΝΙΡΗΑΡΜ HELLAS ΑΕ
13	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
14	ΑΦΟΙ Χ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕΒΕ
15	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ

4.3.1 ΕΚΤΕΡ Α.Ε.

ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΚΑΙ ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ / ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1959 σαν προσωπική, μετατράπηκε σε ΕΠΕ το 1962 και από το '73 λειτουργεί με την σημερινή της νομική μορφή. Σκοπός της είναι η μελέτη, ανάληψη και εκτέλεση πάσης φύσεως τεχνικών έργων Δημοσίων, Δημοτικών, ΝΠΔΔ, ΝΠΙΔ, Οργανισμών και Συνεταιρισμών καλύπτοντας όλο το φάσμα εργασιών όπως οικοδομές, οδοποιία, γεφυροποιία, λιμάνια, σιδηρόδρομοι, αεροδρόμια και διυλιστήρια καθώς και ενεργειακά, περιβαλλοντολογικά και λοιπά συναφή έργα. Απασχολεί συνολικά 59 άτομα προσωπικό.

Το '11, η στασιμότητα στο θεσμικό πλαίσιο παραγωγής δημοσίων έργων είχε αρνητική επίδραση στις επιχειρηματικές δράσεις με αποτέλεσμα οι εργοληπτικές εταιρείες στο σύνολο τους να εμφανίζουν ζημίες και μείωση του μέσου κύκλου εργασιών. Έτσι οι στόχοι περιορίζονται στην μετριοπαθή και συνετή διαχείριση της εταιρίας, την επιβίωση της και τις όσο το δυνατόν λιγότερες απώλειες.

Το '12 η μείωση των υποχρεώσεων κατά 72% (με την εξόφληση ομολογιακού δανείου) και η άνοδος της τιμής της μετοχής κατά 45% σε σχέση με την προηγούμενη χρήσηφέρουν την εταιρία στην γκρίζα ζώνη.

Το '13 μολονότι ο κύκλος εργασιών σημείωσε αύξηση 785% αφού υπεγράφησαν κατασκευαστικά συμβόλαια στα οποία η εταιρία είχε μειοδοτήσει τα προηγούμενα χρόνια, το βραχυπρόθεσμο ενεργητικό αυξήθηκε κατά 36% ακριβώς λόγω της αύξησης των υπό εκτέλεση έργων και η ταυτόχρονηαύξηση υποχρεώσεων κατά 380% (προμηθευτές) επαναφέρουν την εταιρία σε ζώνη χρεωκοπίας λόγω της οριακή κερδοφορίας δυσανάλογης με τα επίπεδα του τζίρου (αφού υπογραφή σύμβασης δεν σημαίνει και εξόφληση άρα έσοδο).

Το '14 ο Κύκλος εργασιών μειώνεται κατά 30% (αφού η εταιρία κατάφερε να μειοδοτήσει μόνο σε έναν διαγωνισμό) μειώνεται το βραχυπρόθεσμο ενεργητικό λόγω μείωσης των εμπορικών απαιτήσεων (λόγω είσπραξης) αλλά οι υποχρεώσεις της εταιρίας αυξάνονται κατά 22% (€ 3.500.000) λόγω δανεισμού για χρήση κεφαλαίου κίνησης που θα εξυπηρετούσε την υλοποίηση δημοσίων έργων που ενδεχομένως θα αναλάμβανε (ήταν η χρονιά επανεκκίνησης των έργων στους αυτοκινητόδρομους). Όμως το αρνητικό αποτέλεσμα καθώς και η μείωση της χρηματιστηριακής αξίας διατηρούν την εταιρία σε ζώνη χρεωκοπίας.

Το '15 αν και ο τζίρος αυξάνεται κατά 20% (ορθή η απόφαση λήψης δανείου το '14), το βραχυπρόθεσμο ενεργητικό επίσης αυξάνεται λόγω αύξησης των αποθεμάτων (ανασταλτικό παράγοντα συνιστά η αύξηση των εμπορικών απαιτήσεων λόγω καθυστερήσεων εξόφλησης από φορείς του Δημοσίου) ταυτόχρονα αυξάνονται και οι υποχρεώσεις προς προμηθευτές λόγω της αύξησης των υπο εκτέλεση έργων με αποτέλεσμα η εταιρία να παραμένει στην ζώνη χρεωκοπίας.

ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	5.075.675	2.101.996	18.567.452	11.927.338	14.895.518
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	-4.637.332	981.085	450.876	-116.905	404.451
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-5.017.477	642.223	1.149.860	145.788	353.800
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	5.160.605	1.465.420	7.045.099	5.266.533	7.785.957
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	5.810.213	1.932.896	8.077.395	9.137.490	8.067.165
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	26.315.359	23.419.128	30.014.504	30.957.692	29.841.849
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	11.794.905	12.374.120	12.526.951	11.006.553	11.171.570
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	14.520.454	11.045.008	17.487.553	19.951.139	18.670.279
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	9.359.849	9.579.588	10.442.454	14.684.606	10.884.322
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	11.250.000	11.250.000	11.250.000	11.250.000	11.250.000
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	6.300.000,00	6.300.000,00	6.300.000,00	6.300.000,00	6.300.000,00
ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,346	0,500	0,650	0,391	0,399
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	3.892.500	5.625.000	7.312.500	4.398.750	4.488.750
ΔΙΑΦΟΡΑ	-2.407.500	-675.000	1.012.500	-1.901.250	-1.811.250
Z - score (Altman)	0,13	2,47	1,66	1,22	1,28

4.3.2 ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. Α΄ ΥΛΕΣ/ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1989 σαν ατομική επιχείρηση και ένα χρόνο μετά απέκτησε την νομική μορφή που έχει σήμερα. Παράγει και διαθέτει προφίλ αλουμινίου μέσω αυτοματοποιημένων βιομηχανικών γραμμών. Απασχολεί 148 άτομα προσωπικό.

Το '11 είναι μία ακόμα χρονιά πωτικής τάσης της οικονομικής δραστηριότητας ειδικά στις κατασκευές και ακόμα περισσότερο στον κλάδο του αλουμινίου όπου ο ανταγωνισμός είναι εντονότατος. Η ασφυξία ρευστότητας έχει ως συνιστώσες αφ' ενός την απροθυμία των Τραπεζών για χορήγηση κεφαλαίων κίνησης αφ' ετέρου την στάση των ίσων των επιχειρήσεων που προτιμούν να μην πουλήσουν παρά να αυξήσουν περισσότερο τις επισφάλειες τους.

Το '12 η εταιρία διέκοψε την λειτουργία δύο υποκαταστημάτων με σκοπό την μείωση του κόστους λειτουργίας και ταυτόχρονα προέβη σε προβλέψεις απομείωσης συμμετοχών σε ελληνικές θυγατρικές επιχειρήσεις ύψους € 14.000Χ. Εξακολουθεί να βρίσκεται στην ζώνη χρεωκοπίας σύμφωνα με το υπόδειγμα, μολονότι η χρηματιστηριακή αξία είναι σχεδόν διπλάσια σε σχέση με την προηγούμενη χρήση που δείχνει ότι οι πρακτικές της διοίκησης απολαμβάνουν της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Το '13 ήταν μια χρονιά μετάβασης με πλήθος οικονομικών γεγονότων όπως πώληση ιδίων μετοχών, παύση λειτουργίας υποκαταστημάτων, πώληση ποσοστού θυγατρικών και πώληση παγίων με σκοπό την κάλυψη υποχρεώσεων της εταιρίας ακριβώς λόγω της άρνησης χρηματοδότησης των Τραπεζών και την εξυπηρέτηση των εταιρικών συμφερόντων. Προχώρησε σε μείωση κεφαλαίου για κάλυψη μεταφερόμενων ζημιών προηγούμενων χρήσεων και αύξηση του αριθμού των μετοχών με μείωση της νέας ονομαστικής αξίας ανά μετοχή. Αποτέλεσμα 15 εκατομμύρια ζημιές χρήσης και 14 εκατομμύρια αρνητικό κεφάλαιο κίνησης.

Το '14 ο κύκλος εργασιών συρρικνώθηκε ακόμα περισσότερο εμφανίζοντας μείωση σε ποσοστό 23%, το ζημιογόνο αποτέλεσμα άγγιξε σε χρηματικές μονάδες τα επίπεδα του τζίρου, το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης έφτασε σε δυσθεώρητα επίπεδα (-24 εκατομμύρια), έγινε περαιτέρω μείωση του μετοχίου κεφαλαίου και πάλι με σκοπό τον συμψηφισμό ζημιών και στην συνέχεια εκ νέου αύξηση με έκδοση νέων μετοχών με την ίδια ονομαστική αξία και βέβαια συνεχίστηκε η πώληση θυγατρικών.

Το '15 ο τζίρος αυξήθηκε κατά 42%, εφαρμόστηκε η ίδια πολιτική μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας για κάλυψη ζημιών και έκδοση νέων μετοχών με ονομαστική αξία 0,30, πωλήθηκε μια αδρανής θυγατρική και απώλεσε το δικαίωμα σημαντικής επιρροής που κατείχε στην γερμανική εταιρία alco deutschland ag λογιστικοποιώντας ζημία 1,5 εκατομμυρίων.

ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	268.395.764	257.045.940	4.444.668	3.436.511	4.903.633
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	-7.167.073	-6.377.582	-15.289.627	-3.331.297	-7.121.408
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-4.177.420	-4.719.934	-14.923.597	-2.970.243	-7.071.919
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	65.389.084	68.471.242	20.969.247	29.786.394	31.902.700
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	112.678.967	112.250.434	38.171.463	34.002.631	35.613.259
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	170.917.453	162.785.474	39.541.403	32.412.988	26.265.927
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	99.952.093	94.000.744	32.243.049	26.622.014	19.972.861
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	70.965.360	68.784.730	7.298.354	5.790.974	6.293.066
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	5.576.276	313.488	-13.670.893	-23.995.420	-25.609.634
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	17.200.576	17.200.576	17.200.576	30.000.000	5.000.000
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,25	1,25	0,40	0,40	0,30
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	21.500.720,00	21.500.720,00	10.000.000,00	2.000.000	1.500.000,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,020	2,640	1,550	0,307	0,180
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	17.544.588	45.409.521	26.660.893	9.210.000	900.000
ΔΙΑΦΟΡΑ	-3.956.132	23.908.801	16.660.893	7.210.000	-600.000
Z - score	1,41	1,52	-1,68	-1,08	-2,25

4.3.3 ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.

ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ/ ΑΠΟΣΤΑΞΗ ΚΑΙ ΟΙΝΟΠΑΡΑΓΩΓΗ

Η εταιρία ξεκίνησε την παραγωγή κρασιού σε μικρές ποσότητες από έναν και μοναδικό προσωπικό αμπελώνα το 1981 στην Δράμα και έφτασε σταδιακά να καλλιεργεί 2.200 στρέμματα με ελληνικές και διεθνείς ποικιλίες σταφυλιών. Έχει μια συλλογή 700 βραβείων και διεθνών διακρίσεων σε κρασιά τα οποία η ίδια καλλιεργεί, παράγει και εμφιαλώνει. Απασχολεί κατά μέσο όρο 100 άτομα προσωπικό (μόνιμο και εποχικό) αναλόγως αναγκών.

Το '11 λόγω της συμπίεσης του μικτού περιθωρίου κέρδους κατά 8 μονάδες (από 46% σε 38%), ελήφθη η απόφαση πώλησης των προϊόντων απ' ευθείας στους πελάτες χονδρικής (χωρίς διαμεσολαβητές ή αντιπροσώπους).

Το '12 οι πωλήσεις μειώνονται κατά 12% (αφορά την εγχώρια αγορά του κλάδου εστίασης), εκκρίνωσε κλήματα συνολικής επιφάνειας 93 στρεμμάτων (μείωση παραγωγής) και εξακολουθεί να αποπληρώνει με υψηλό χρηματοοικονομικό κόστος μακροπρόθεσμο δανεισμό με την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου. Αναπροσάρμοσε τις αποδοχές του προσωπικού και προχώρησε σε ΑΜΚ με αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής κατά 0,03 ευρώ (ήτοι από 0,30 σε 0,33).

Το '13 η εταιρία εμφανίζει μικρή αύξηση πωλήσεων(οφειλόμενη στην εγχώρια αγορά που τελικά είναι και το βαρόμετρο βιωσιμότητας της), αυξάνεται το περιθώριο μικτού κέρδους κατά 2 μονάδες (ως αποτέλεσμα της αλλαγής της συναλλακτικής πολιτικής του '11). Προγραμματίζει τοποθέτηση νέων προϊόντων, συνεχίζει την πολιτική περικοπής δαπανών αλλά παραμένει αιχμάλωτη του υψηλού μακροπρόθεσμου δανεισμού με επιτόκιο της τάξεως του 9,5%. Αποφασίζει να πωλήσει μέρος πάγιων εγκαταστάσεων για να βελτιώσει την ρευστότητα της. Η ιδιαιτερότητα της χρήσης είναι πως η ονομαστική αξία της μετοχής ισούται με την χρηματιστηριακή της αξία ενώ οι υποχρεώσεις της παραμένουν σε δυσθεώρητα επίπεδα.

Το '14 εμφανίζει εκ νέου αύξηση πωλήσεων κατά 12% (πετυχημένη η απόφαση της διοίκησης το '13 για νέα προϊόντα) αλλά η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων (650 ημέρες) και το σταθερό εμπόδιο του μακροπρόθεσμου δανεισμού δεν επιτρέπουν στην εταιρία να φύγει από την ζώνη χρεωκοπίας.

Το '15 και πάλι αύξηση πωλήσεων κατά 14% αλλά τα προ φόρων αποτελέσματα επιβαρύνθηκαν με ζημιά απομείωσης παγίων κατά 740X και μολονότι είναι λογιστική ζημιά δεν μπορεί να εξαιρεθεί όπως η εταιρία αναφέρει στο υπόμνημα της και να μην ληφθεί υπ' όψη άρα δεν υπάρχει βελτίωση σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Η επαναδιαπραγμάτευση του επιτοκίου του τραπεζικού δανεισμού και μείωση του κατά 2 μονάδες βάσης δεν φαίνεται ικανή για διόρθωση των αποτελεσμάτων.

Έγινε νέα ΑΜΚ με νέα ονομαστική αξία μετοχής προσαυξημένη κατά 0,03 (ήτοι 0,36 από 0,33) σε μια προσπάθεια να διατηρηθεί έστω στην ίδια οικονομική (δυσχερή έτσι και αλλιώς) κατάσταση που βιώνει την τελευταία πενταετία.

ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ ΑΕ	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	6.239.867	5.459.990	5.806.859	6.475.114	7.361.430
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	-670.632	-925.103	-944.449	-1.721.504	-1.202.900
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	23.113	-349.777	-297.081	-98.763	215.597
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	1.421.505	1.404.867	2.213.695	3.165.416	3.232.328
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	12.712.415	12.412.619	12.149.310	13.256.834	13.277.328
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	39.665.822	38.425.852	37.219.478	36.610.015	35.431.144
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	28.830.709	28.352.845	27.848.604	27.283.588	26.104.683
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	10.835.113	10.073.007	9.370.874	9.326.427	9.326.461
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	9.413.608	8.668.140	7.157.179	6.161.011	6.094.133
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	15.804.800	15.804.800	15.804.800	15.804.800	15.804.800
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,30	0,33	0,33	0,33	0,36
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	4.741.440,00	5.215.584,00	5.215.584,00	5.215.584,00	5.689.728,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,181	0,400	0,330	0,389	0,270
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	2.860.669	6.321.920	5.215.584	6.148.067	4.267.296
ΔΙΑΦΟΡΑ	-1.880.771	1.106.336	0	932.483	-1.422.432
Z - score	0,54	0,64	0,57	0,56	0,56

4.3.4 ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε. ΧΗΜΙΚΑ / ΒΑΣΙΚΑ ΧΗΜΙΚΑ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1981 με αντικείμενο δραστηριότητας την παραγωγή, επεξεργασία και εμπορία χημικών α' υλών για παραγωγή φαρμάκων και καλλυντικών πρωτίστως και ποτών, απορρυπαντικών, ζωικών διατροφών, επεξεργασίας μετάλλων και ελαστικών δευτερευόντως. Το '15 βραβεύτηκε ως η υγιέστερα αναπτυσσόμενη εταιρία. Απασχολεί 113 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 παρέχει εγγυήσεις με σκοπό την τραπεζική χρηματοδότηση υπέρ θυγατρικής της στην Ρουμανία και παράλληλα ιδρύει θυγατρική και στην Ουκρανία. Εμφανίζει ικανοποιητική κερδοφορία και σχετικά υψηλό Μ.Κ.Π.

Το '12 συνεχίζεται η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων λόγω της κερδοφορίας, εμφανίζεται αύξηση πωλήσεων και κερδών με παράλληλη μείωση δανεισμού.

Το '13 συνεχίζεται η αυξητική πορεία του κύκλου εργασιών και των αποτελεσμάτων και εξακολουθεί να κρατά το Μ.Π.Κ. στα ίδια επίπεδα παρά την δυσμενή οικονομική γενική συγκυρία ενώ παράλληλα μειώνεται το σύνολο των υποχρεώσεων (στο μέρος που αφορά τον τραπεζικό δανεισμό).

Το '14 επήλθε μείωση του κύκλου εργασιών κατά μόλις 1% με αντίστοιχη μείωση της κερδοφορίας αλλά λίγες χιλιάδες ευροσε καθαρά αποτελέσματα των 3 εκατομμυρίων δεν χρήζουν μνημόνευσης. Τα ίδια κεφάλαια συνεχίζουν να αυξάνονται ενώ η αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 1,8 X δεν αφορά Τραπεζικό δανεισμό αλλά σύναψη εμπορικής συνεργασίας (επένδυση).

Το '15 η εταιρία προχωρεί στην ίδρυση νέας θυγατρικής στην Τουρκία με σκοπό να αποκτήσει πρόσβαση σε μια αγορά 75 εκατομμυρίων πληθυσμού. Συνεχίζεται η αύξηση του κύκλου εργασιών και βέβαια των ιδίων κεφαλαίων ως αποτέλεσμα της κερδοφορίας.

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	83.139.391	88.684.433	100.035.973	98.782.203	104.815.712
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	2.993.760	3.200.537	3.501.396	3.493.253	2.698.163
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	4.781.588	5.095.098	5.634.493	5.519.926	4.865.034
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	26.345.218	24.511.823	25.333.982	28.076.473	36.772.136
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	37.294.053	33.466.699	32.660.751	33.769.841	40.816.095
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	73.533.200	72.598.379	75.214.384	78.316.517	88.257.523
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	19.134.774	19.506.485	19.214.912	21.050.752	21.326.000
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	54.398.426	53.091.894	55.999.472	57.265.765	66.931.523
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	28.053.208	28.580.071	30.665.490	29.189.292	30.159.387
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	26.730.187	26.730.187	26.730.187	26.730.187	26.730.187
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	16.038.112,20	16.038.112,20	16.038.112,20	16.038.112,20	16.038.112,20
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,570	0,910	1,160	0,946	0,970
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	15.236.207	24.324.470	31.007.017	25.286.757	25.928.281
ΔΙΑΦΟΡΑ	-801.906	8.286.358	14.968.905	9.248.645	9.890.169
Z - score	1,99	2,30	2,57	2,33	2,08

4.3.5 ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ / ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1920 με αντικείμενο δραστηριότητας την διάθεση και εμπορία ειδών οικιακής χρήσης καθώς και ξενοδοχειακού εξοπλισμού έχοντας την αποκλειστική αντιπροσωπία 25 φημισμένων ξένων οίκων. Απασχολεί 160 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 προβαίνει σε ενοποίηση αποθηκών και εταιριών καθώς και σε αναδιοργάνωση της μητρικής με σκοπό τον εξορθολογισμό των λειτουργιών και περιορισμό δαπανών. Αναπτύσσει εναλλακτικά δίκτυα πώλησης και νέες συνεργασίες.

Το '12 οι πωλήσεις μειώθηκαν σε ποσοστό 23% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση ενώ αυξήθηκαν οι ζημίες με το ίδιο ποσοστό και ως σημαντικότερο γεγονός αναφέρεται η συμφωνία αναδιοργάνωσης του μεγαλύτερου μέρους του δανεισμού της εταιρίας (πλάνο 5ετίας). Κλείνει ζημιολύτους τομείς, προσπαθεί να αναπτύξει τις εξαγωγές και συνάπτει νέες συνεργασίες στον κλάδο των supermarkets αλλά δεν προχωράει σε ΑΜΚ.

Το '13 η εταιρία οι πωλήσεις μειώνονται ακόμα περισσότερο και συγκεκριμένα κατά 8% σε σχέση με το '12 αλλά η εταιρία δείχνει ικανοποιημένη λόγω επιβράδυνσης του ρυθμού μείωσης. Οι Ζημίες ανέρχονται σε 4,8 εκατομμύρια μολονότι υλοποιεί τα σχέδια ανάπτυξης που είχε θέσει ήδη από τις προηγούμενες χρήσεις όπως ανάπτυξη εξαγωγών, ανάπτυξη ειδών στον επαγγελματικό εξοπλισμό και συνεργασίες με νέα κανάλια διανομής. Εξακολουθεί να μην προβαίνει σε ΑΜΚ.

Το '14 περαιτέρω μείωση των πωλήσεων (σωρευτικά κατά 23% σε σχέση με το '11) εξακολουθεί να γράφει ζημίες (4,1 εκατομμύρια από 4,7 το '13), δεν αλλάζει κάτι στην πολιτική πωλήσεων και λειτουργίας όπως σχεδιάστηκε το '12 παρά μόνο ευελπιστεί (όπως αναφέρει) στην σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος μετά τις επερχόμενες εκλογές.

Το '15 εξακολουθεί η ίδια πτωτική τάση τόσο στις πωλήσεις όσο και τα ζημιολύτα αποτελέσματα, καμία αλλαγή στην πολιτική (δηλαδή καμία διοικητική απόφαση παρά τις μεταφερόμενες ζημίες και την μείωση πωλήσεων σε βάθος 5ετίας) και καμία σκέψη για ΑΜΚ.

ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	36.720.808	28.253.605	26.017.660	24.425.497	23.299.222
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	-5.709.382	-6.353.045	-4.727.294	-4.100.243	-3.817.114
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	-2.908.087	-3.510.523	-1.925.162	-1.486.486	-1.261.129
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	43.781.927	47.262.019	45.554.816	49.469.855	50.368.372
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	52.218.497	53.082.834	51.353.867	53.444.388	54.290.455
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	52.882.287	47.382.426	40.196.986	38.874.037	35.923.324
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	19.485.127	18.035.143	16.854.572	15.911.535	21.680.772
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	33.397.160	29.347.283	23.342.414	22.962.502	14.242.552
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	-10.384.767	-17.914.736	-22.212.402	-26.507.353	-36.125.820
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	13.191.620	13.191.620	13.191.620	13.191.620	13.191.620
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	8.178.804,40	8.178.804,40	8.178.804,40	8.178.804,40	8.178.804,40
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,196	0,154	0,241	0,120	0,120
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	2.585.558	2.031.509	3.179.180	1.582.994	1.582.994
ΔΙΑΦΟΡΑ	-5.593.247	-6.147.295	-4.999.624	-6.595.810	-6.595.810
Z - score	0,09	-0,33	-0,37	-0,51	-0,87

4.3.6. ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ **ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ / ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ**

Η εταιρία ξεκίνησε το 1973 με παραγωγή ειδών προσωπικής φροντίδας όπως κρέμες, φαρμακευτικά συστατικά από βότανα, καλλυντικά και διάφορα ομοιοπαθητικά σκευάσματα και χαρακτηρίζεται από την παραγωγή τουλάχιστον ενός καινοτομικού προϊόντος ανά έτος. Απασχολεί 262 άτομα προσωπικό.

Το '11 εμφανίζει ζημία 3,3 εκατομμύρια λόγω απομειώσεων συμμετοχών και αυξημένων αποσβέσεων. Προχωρεί σε ΑΜΚ με έκδοση νέων μετοχών υπέρ του στρατηγικού επενδυτή «arneta ltd» εταιρία ειδικού σκοπού με έδρα την Κύπρο. Προχωρεί σε ενέργειες βελτίωσης της εικόνας της μάρκας με ενίσχυση της θέσης στα φαρμακεία, νέες μεθόδους επικοινωνίας, προώθησης και προβολής. Εισάγει καινοτομικό προϊόν αντιγήρανσης. Ενισχύει εξαγωγές και επενδύει σε έρευνα και ανάπτυξη. Ακολουθεί αυστηρή πιστωτική πολιτική για μικρότερη δυνατή έκθεση σε κίνδυνο επισφαλειών.

Το '12 εμφανίζει μείωση πωλήσεων σε ποσοστό 6% (πωλήσεις εξωτερικού) ενώ το μικτό κέρδος ανέρχεται σε 62% λόγω σωστής διαχείρισης του κόστους. Επιμένει να επενδύει στην καινοτομία (έρευνα και ανάπτυξη) και στις ενέργειες προβολής των προϊόντων (αυξάνει το μερίδιο του στα φαρμακεία) και ασκεί στρατηγική ανάπτυξης στο εξωτερικό εστιάζοντας στις χώρες που ήδη έχουν διεισδύσει τα προϊόντα του ομίλου και διαθέτουν την φιλοσοφία κατανάλωσης αυτών. Προχωρεί σε μία συνεργασία με το Εργαστήριο Βιολογικής Γεωργίας του Γεωπονικού Πανεπιστημίου Αθηνών, χαρτογραφώντας την Ελληνική γλωρίδα και εντοπίζοντας τις πιο κατάλληλες περιοχές για βιολογική καλλιέργεια επιλεγμένων βοτάνων.

Το '13 εμφανίζει μείωση πωλήσεων κατά 2% (όπως και στην προηγούμενη χρήση η μείωση οφείλεται στις χαμηλότερες πωλήσεις προς την Johnson&Johnsonη οποία ιδιοπαράγει και προωθεί τα δικά της προϊόντα προς πώληση), το μικτό περιθώριο κέρδους διατηρείται στα ίδια επίπεδα >60% και τα αποτελέσματα εμφανίζονται ζημιογόνα με αίτια : α) έξοδα λήξης σύμβασης με την Johnson&Johnsonβ) αυξημένες προωθητικές ενέργειες και γ) κόστος προετοιμασίας για διεθνείς στρατηγικές συνεργασίες.

Το '14 οι πωλήσεις αυξάνονται κατά 30% ως αποτέλεσμα των επιλογών και των στρατηγικών που εφάρμοσε η εταιρία. Το μικτό κέρδος πλησιάζει το 65% ενώ εμφανίζει οριακή κερδοφορία προ φόρων. Τα προϊόντα της παίζουν πρωταγωνιστικό ρόλο στην ελληνική αγορά, συνεχίζει την επένδυση στην έρευνα, διπλασιάζει τις πωλήσεις στο εξωτερικό και συνάπτει στρατηγική συμμαχία με την AVONγια να διεισδύσει στην Λατινική Αμερική. Προωθεί νέα προϊόντα στην αγορά αφού η εταιρία εστιάζει στην καινοτομία.

Το '15 οι πωλήσεις αυξάνονται κατά 8% ενισχυμένες από την διεθνή παρουσία του ομίλου ενώ το μικρό κέρδος παραμένει στο 65% ακριβώς λόγω των στοχευμένων ενεργειών πώλησης και μείωσης κόστους και οικονομιών κλίμακας. Στην Ελλάδα κατακτά την πρώτη θέση στην κατηγορία «προσωπική περιποίηση» στα φαρμακεία με διψήφιο ποσοστό ρυθμού ανάπτυξης, στο εξωτερικό συνεχίζει την ίδια αναπτυξιακή πολιτική και επιμένει στην καινοτομία αφού αξιοποιεί τα ευρήματα των ερευνών της με νέες σειρές προϊόντων.

ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	42.679.754	40.034.646	39.245.241	50.555.464	54.493.439
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	-3.303.017	-4.538.147	-4.643.572	-2.186.296	-1.558.339
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	1.510.595	-244.078	-1.267.683	231.296	3.571.036
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	35.694.737	28.994.748	27.380.437	20.427.954	29.993.071
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	63.252.890	52.659.600	51.003.035	53.279.250	48.025.383
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	90.797.305	75.128.084	69.350.843	69.300.541	63.039.032
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	40.457.317	37.310.908	34.676.967	32.013.145	30.217.693
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	50.339.988	37.817.176	34.673.876	37.287.396	32.821.339
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	14.645.251	8.822.428	7.293.439	16.859.442	2.828.268
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	13.450.000	13.586.500	13.586.500	13.586.500	13.586.500
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	5.245.500,00	5.298.735,00	5.298.735,00	5.298.735,00	5.298.735,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	3,180	3,960	3,050	3,800	3,770
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	42.771.000	53.802.540	41.438.825	51.628.700	51.221.105
ΔΙΑΦΟΡΑ	37.525.500	48.503.805	36.140.090	46.329.965	45.922.370
Z - score	1,03	1,14	0,97	1,50	1,62

4.3.7 ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ / ΕΚΔΟΣΕΙΣ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1994 με αντικείμενο δραστηριότητας την έκδοση, εκτύπωση και κυκλοφορία εφημερίδων και περιοδικών, την παραγωγή και εκμετάλλευση οπτικοακουστικών έργων καθώς και την ίδρυση και λειτουργία τηλεοπτικού σταθμού σε επίπεδο εθνικής εμβέλειας. Απασχολεί 126 άτομα προσωπικό.

Το '11 παρατηρείται μείωση του τζίρου κατά 8% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση η οποία προέρχεται από μείωση διαφημιστικών εσόδων ενώ ο δανεισμός είναι αρκετά υψηλός σε σχέση με τον τζίρο. Προχωράει στην εξαγορά της θυγατρικής «ΤΗΛΕΘΕΑΤΗΣ ΑΕ» δια απορροφήσεως και του ραδιοφωνικού σταθμού «ΛΑΜΨΗFM» κίνηση με την οποία αποκτά κυρίαρχη θέση στον χώρο των μουσικών ραδιοφώνων και υπογράφει σύμβαση έκδοσης του νέου μηνιαίου περιοδικού «ESQUIRE». Αποφασίζει να αναστείλει την εκδοτική δραστηριότητα στην Ρουμανία (σε ύφεση η διαφημιστική αγορά) και να εστιάσει ακόμα περισσότερο στην Βουλγαρία και την Σερβία όπου ήδη κατέχει δεσπόζουσα θέση. Προχωρεί σε αναδιάρθρωση της δομής του Ομίλου με σκοπό τον περιορισμό του λειτουργικού κόστους.

Το '12 με ανεπαίσθητη μείωση του κύκλου εργασιών περνά σε κερδοφορία προ φόρων ως αποτέλεσμα του περιορισμού του κόστους όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη παράγραφο. Εκδίδει ομολογιακό δάνειο 6,4 εκατομμύρια με σκοπό την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου τραπεζικού δανεισμού. Αποεπενδύει από μονάδες με υψηλό κόστος και επενδύει σε εναλλακτικές χαμηλού κόστους επιχειρηματικές μονάδες (διαδίκτυο) ενώ ταυτόχρονα οι μέτοχοι χορηγούν δάνειο 3 εκατομμύρια προς την εταιρία προκειμένου να μην αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας.

Το '13 φαίνεται δραστική μείωση του συνολικού δανεισμού (5 εκατομμύρια) καθώς και μείωση χρηματοοικονομικού κόστους λόγω μείωσης επιτοκίου και περνάει σε κερδοφορία.

Το '14 η εταιρία εξακολουθεί να είναι κερδοφόρα αλλά με μείωση κατά το ήμισυ λόγω του περιορισμού του μικτού κέρδους γιατί αν και τα έσοδα από διαφήμιση παρέμειναν σταθερά μειώθηκαν τα έσοδα από κυκλοφορία περιοδικών και εντύπων.

Το '15 εμφανίζεται περαιτέρω μείωση του κύκλου εργασιών που οφείλεται τόσο σε μείωση εσόδων διαφήμισης (χαμηλότερη τιμολόγηση σε ίδια ποσότητα εργασίας) όσο σε μείωση εσόδων κυκλοφορίας εντύπων και περιοδικών. Η χρηστή διοίκηση έχει ως αποτέλεσμα και την παράλληλη μείωση δαπανών λειτουργίας με το πρόγραμμα εξοικονόμησης – περιορισμού κόστους που η εταιρία έχει θέσει σε λειτουργία από το '11.

ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	60.489.445	58.849.329	56.147.070	50.752.759	43.208.771
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	-1.958.003	-119.226	1.228.154	604.602	187.199
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	-1.240.975	252.313	2.337.734	2.553.651	1.485.716
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	43.076.890	34.827.541	34.594.624	26.083.672	30.278.436
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	45.604.142	43.187.215	38.729.832	36.096.758	32.329.095
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	47.949.937	45.490.723	42.366.811	40.068.364	36.347.516
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	14.987.526	14.779.630	15.447.082	15.142.874	15.030.401
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	32.962.411	30.711.093	26.919.729	24.925.490	21.317.115
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	-10.114.479	-4.116.448	-7.674.895	-1.158.182	-8.961.321
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	15.300.000	15.300.000	15.300.000	15.300.000	15.300.000
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	4.590.000,00	4.590.000,00	4.590.000,00	4.590.000,00	4.590.000,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,900	0,700	1,790	1,290	0,788
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	29.070.000	10.710.000	27.387.000	19.737.000	12.056.400
ΔΙΑΦΟΡΑ	24.480.000	6.120.000	22.797.000	15.147.000	7.466.400
Z - score	1,12	1,22	1,62	1,66	1,14

4.3.8 ΦΙΛΙΠΠΙΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.Ε. ΕΜΠΟΡΙΟ / ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1937 και δραστηριοποιείται στον χώρο της μουσικής σε όλο το φάσμα από παιδικά μουσικά όργανα μέχρι πλήρη συστήματα και τεχνολογίες ήχου. Απασχολεί 82 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 εμφανίζει μείωση πωλήσεων σε ποσοστό 17% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση και ζημία 740Χ. Οι υποχρεώσεις στο 50% του τζίρου. Οι υποχρεώσεις ανέρχονται σε ποσοστό 50% επί του τζίρου αλλά ένα μεγάλο μέρος τους σχετίζεται με επενδύσεις σε ενσώματα περιουσιακά στοιχεία. Προχώρησε σε αποεπένδυση (με κλείσιμο ζημιολόγων μονάδων) και επαναδιαπραγμάτευση των ενοικίων όλων των μισθωμένων ακινήτων.

Το '12 κλείνει με περαιτέρω μείωση πωλήσεων κατά 21%, οι ζημιές ξεπερνούν τα 2 εκατομμύρια και να σημειωθεί πως τα αποθέματα ανέρχονται στο 35% του ενεργητικού. Πρέπει να γίνεται ιδιαίτερη μνεία για τα αποθέματα για δύο λόγους : α) δεν απαξιώνονται πλην ελαχίστων εξαιρέσεων (περιφερειακά υλικά) β) η τρέχουσα αξία μπορεί να υπερβεί το ιστορικό κόστος (μία κιθάρα του '70 για παράδειγμα ή γνήσιο αντίγραφο αυτής μπορεί να αλλάζει τιμή προς τα επάνω χρόνο με τον χρόνο). Το σύνολο των υποχρεώσεων παραμένει υψηλό (11 εκατομμύρια σε τζίρο 18 εκατομμυρίων) ενώ συνέχισε την πολιτική αποεπενδύσεων από ζημιολόγους μονάδες.

Το '13 ο κύκλος εργασιών μειώνεται κατά 6% σε σχέση με το '12, ενώ οι ζημιές στα επίπεδα των 630 Χ και τα αποθέματα σε ποσοστό 31% του ενεργητικού. Συνεχίζεται η ίδια πολιτική ανακαινίσεων καταστημάτων, παύσης ζημιολόγων μονάδων επαναδιαπραγμάτευσης μισθωμάτων και νέων συνεργασιών χονδρικής. Στην ετήσια οικονομική έκθεση η εταιρία προβλέπει σταθεροποίηση του Κύκλου Εργασιών λόγω αύξησης του μεριδίου αγοράς και βελτιωμένα αποτελέσματα κάνοντας μνεία σε παράγοντες που επηρέασαν αρνητικά την τρέχουσα χρήση, ένας εκ των οποίων ήταν η καταστροφή απαξιωμένων αποθεμάτων για το οποίο ο γράφων διατηρεί επιφυλάξεις.

Το '14 παρατηρείται ανεπαίσθητη αύξηση του τζίρου κατά 3% ως αποτέλεσμα του μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς που απέκτησε η εταιρία με τις συνεργασίες αποκλειστικών αντιπροσωπειών, περνάει στην κερδοφορία και εξακολουθεί να διατηρεί υψηλό απόθεμα.

Το '15 ο κύκλος εργασιών αυξάνεται κατά 12% φτάνοντας στα 19,6 εκατομμύρια και η κερδοφορία ξεπερνά τις 600.000 ως αποτέλεσμα της πολιτικής περικοπής δαπανών, αναδιοργάνωσης και νέων συνεργασιών που ακολούθησε τα προηγούμενα έτη.

ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	22.550.332	17.994.587	17.008.151	17.522.607	19.623.884
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	-740.000	-2.075.294	-634.741	198.994	619.819
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-341.442	-1.507.303	-144.126	700.206	1.122.069
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	9.827.912	3.419.710	3.749.152	4.015.940	4.517.424
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	11.388.533	10.325.120	10.131.305	10.680.376	10.645.670
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	31.804.129	27.826.766	26.790.627	27.369.062	28.031.126
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	14.899.591	13.880.102	13.277.641	13.722.541	13.337.576
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	16.904.538	13.946.664	13.512.986	13.646.521	14.693.550
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	7.076.626	10.526.954	9.763.834	9.630.581	10.176.126
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	6.340.000	6.340.000	6.340.000	6.340.000	6.340.000
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	3.804.000,00	3.804.000,00	3.804.000,00	3.804.000,00	3.804.000,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,850	0,401	0,584	1,040	0,820
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	5.389.000	2.542.340	3.702.560	6.593.600	5.198.800
ΔΙΑΦΟΡΑ	1.585.000	-1.261.660	-101.440	2.789.600	1.394.800
Z - score	1,12	0,90	1,18	1,46	1,52

4.3.9 ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε. Α.Ε. **ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ / ΕΠΙΠΛΑ**

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1900 και δραστηριοποιείται στον χώρο του ακριβού και ιδιαίτερου επίπλου (παραγωγή και εμπορία) και απασχολεί 20 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 οι πωλήσεις μειώνονται κατά 53% σε σχέση με το '10 και ανέρχονται σε 4,430 εκατομμύρια οι ζημιές στα 2,3 εκατομμύρια ενώ το σύνολο των υποχρεώσεων στα 15,4 εκατομμύρια ευρώ. Η πολιτική της εταιρίας δεν εστιάζεται στην μείωση του δανεισμού αλλά στην μη περαιτέρω αύξηση του. Η μοναδική προσπάθεια της διοίκησης για αναστροφή της πτωτικής πορείας είναι η ενίσχυση των εξαγωγών στον Αραβικό κόσμο.

Το '12 οι πωλήσεις εμφανίζουν αύξηση κατά 18% (λόγω της δραστηριότητας των θυγατρικών στον περσικό κόλπο) αλλά με ισόποση σε ποσοστό (μεγαλύτερη σε χρηματικές μονάδες) αύξηση του συνόλου των υποχρεώσεων και βέβαια ζημιές στα επίπεδα των 2 εκατομμυρίων. Εξακολουθεί να εστιάζει στην Αραβική αγορά ενώ προχωρεί σε ΑΜΚ με ανατιμημένη αξία μετοχής (από 0,62 σε 1,34) και μείωση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 7.621.755 για συμψηφισμό ζημιών προηγούμενων χρήσεων.

Το '13 οι ζημιές (3,5 εκατομμύρια) υπερβαίνουν σε μέγεθος τις πωλήσεις (2,9 εκατομμύρια) ενώ οι υποχρεώσεις αυξάνονται κατά 1 εκατομμύριο ευρώ. Καμία αλλαγή στην ακολουθούμενη στρατηγική, μολονότι ακολουθεί προδιαγεγραμμένη πορεία στην χρεωκοπία. Προχωρεί σε μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής (από 1,34 σε 0,32) και ακυρώνει 3.229.566 μετοχές για συμψηφισμό ζημιών προηγούμενων χρήσεων.

Το '14 η μόνη αλλαγή στα προαναφερόμενα είναι η περαιτέρω μείωση των πωλήσεων και αύξηση των ζημιών.

Το '15 εμφανίζεται σημαντική αύξηση των πωλήσεων τυπική και όχι ουσιαστική γιατί η βάση υπολογισμού (πωλήσεις του '14) είναι σχεδόν ανύπαρκτες (1 εκατομμύριο).

ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε. Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	4.430.066	5.203.347	2.955.887	1.064.092	3.054.395
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	-3.055.407	-2.044.637	-3.537.643	-3.113.356	-1.812.902
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	-2.293.196	-1.347.452	-2.233.889	-2.683.517	-989.328
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	12.844.072	9.573.323	6.340.798	14.865.109	16.652.684
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	15.486.717	16.793.196	17.782.370	19.247.666	22.028.155
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	16.685.822	17.851.070	15.332.162	13.772.865	14.823.570
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	10.268.857	9.906.079	9.617.125	9.270.693	9.011.445
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	6.416.965	7.944.991	5.715.037	4.502.172	5.812.125
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	-6.427.107	-1.628.332	-625.761	-10.362.937	-10.840.559
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	6.459.132	4.235.361	3.229.566	3.229.566	4.737.503
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,62	1,34	0,32	0,32	0,32
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	4.004.661,84	5.675.383,74	1.033.461,12	1.033.461,12	1.516.000,96
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,070	0,482	1,000	0,520	0,300
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	6.911.271	2.041.444	3.229.566	1.679.374	1.421.251
ΔΙΑΦΟΡΑ	2.906.609	-3.633.940	2.196.105	645.913	-94.750
Z - score	-0,67	-0,18	-0,57	-1,74	-1,04

4.3.10 ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ / ΚΑΠΝΟΣ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1888 ως ατομική επιχείρηση στην Καλαμάτα και πήρε την σημερινή της μορφή το 1991 και δραστηριοποιείται στην καλλιέργεια και εμπορία καπνού. Απασχολεί 520 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Η από χρήση σε χρήση εξέταση των στοιχείων δεν κρίνεται απαραίτητη. Παρατηρείται αύξηση κύκλου εργασιών συνοδευόμενη από αυξανόμενη κερδοφορία έτος προς έτος, μείωση συνόλου υποχρεώσεων με εξαίρεση το '15 όπου παρατηρείται αύξηση σε ποσοστό 40% με ανάλογη αύξηση τζίρου. Εμφανίζει μόνιμα Θετικό κεφάλαιο κίνησης, Ισχυρή κεφαλαιοποίηση και μεγάλη χρηματιστηριακή αξία. Το Z προκύπτει υψηλό και δεν αφήνει περιθώρια αμφιβολίας για την οικονομική υγεία της εταιρίας.

ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	610.056	629.844	720.907	728.820	836.866
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	37.685	47.780	39.940	63.912	53.904
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	41.496	59.416	60.980	87.040	84.039
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	115.102	63.412	73.317	74.872	109.515
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	124.339	73.248	85.531	85.883	121.255
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	362.650	338.295	366.884	407.139	471.068
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	70.888	74.188	73.872	70.843	74.459
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	291.762	264.107	293.012	336.296	396.609
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	176.660	200.695	219.695	261.424	287.094
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	2.760.000	2.760.000	2.760.000	2.760.000	2.760.000
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	212.520,00	212.520,00	212.520,00	212.520,00	212.520,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,080	0,119	0,180	0,205	0,240
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	220.800	328.440	496.800	565.800	662.400
ΔΙΑΦΟΡΑ	8.280	115.920	284.280	353.280	449.880
Z - score	3,69	5,86	6,67	7,26	6,36

4.3.11 ΕΛ. ΔΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ.Ε.

ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ / ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΑΞΕΣΟΥΑΡ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1944 και δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία κλωστών, νημάτων και λοιπών ειδών ραπτικής και χειροτεχνίας. Απασχολεί 184 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 ο κύκλος εργασιών εμφανίζεται μειωμένος σε ποσοστό 17% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση ως αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης αύξησης μεριδίου στην παραγωγή κλωστοϋφαντουργίας από επιχειρήσεις ασιατικών χωρών χαμηλού εργατικού κόστους. Η ζημία ανέρχεται σε 3,5 εκατομμύρια (από 4,2 την προηγούμενη χρήση) ως αποτέλεσμα της πολιτικής περικοπής δαπανών που ακολούθησε η εταιρία.

Το '12 παρατηρείται αύξηση του τζίρου σε ποσοστό 15% η οποία δεν σχετίζεται όμως με πωλήσεις επεξεργασμένων αγαθών αλλά με την αυξημένη ζήτηση του βάμβακος, με ισόποση ποσοστιαία αύξηση των ζημιών. Η εταιρία στρέφεται στην μείωση κόστους παραγωγής με επενδύσεις στον εκσυγχρονισμό του εξοπλισμού όπου αυτό κριθεί απαραίτητο.

Το '13 ο τζίρος μειώνεται κατά 35% (πολιτική αποεπένδυσης προηγούμενης χρήσης) γεγονός που οφείλεται στην ενοικίαση του εκκοκκιστηρίου Σερρών ενώ οι ζημίες μειώθηκαν κατά 27% (από 4 εκατομμύρια σε 3,9) όπου επί της ουσίας κρίνει και ως αναποτελεσματική την πολιτική που ακολούθησε η εταιρία.

Το '14 συνεχίζεται η πτωτική τάση του κύκλου εργασιών και η μη δυνατότητα αναστροφής των ζημιογόνων αποτελεσμάτων αφού η πολιτική αποεπένδυσης που προαναφέρθηκε έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του τζίρου κατά 30% (από 10,3 εκατομμύρια σε 7,8) και τις ζημίες στα ίδια με την προηγούμενη χρήση επίπεδα.

Το '15 ο τζίρος μειώνεται ακόμα περισσότερο κατά 3% (κατέρχεται στα 7 εκατομμύρια) ενώ οι ζημίες εξακολουθούν να βρίσκονται στα επίπεδα των 4 εκατομμυρίων.

ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	13.897.829	16.046.250	10.346.411	7.296.981	7.096.047
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	-5.810.072	-4.949.521	-4.842.069	-6.344.853	-4.004.128
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-5.543.734	-5.589.820	-4.588.084	-4.113.877	-1.559.432
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	11.553.134	10.873.009	12.025.060	8.004.415	8.072.766
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	22.807.551	23.188.484	23.958.510	23.998.698	23.898.632
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	70.130.497	70.346.709	66.265.729	59.945.373	55.814.635
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	49.723.968	53.813.772	52.137.560	50.812.446	49.769.546
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	20.406.529	16.532.937	14.128.169	9.132.927	6.045.089
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	8.853.395	5.659.928	2.103.109	1.128.512	-2.027.677
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	32.188.050	32.188.050	32.188.050	32.188.050	32.188.050
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	33.475.572,00	33.475.572,00	33.475.572,00	33.475.572,00	33.475.572,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,200	0,227	0,170	0,219	0,181
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	6.437.610	7.306.687	5.471.969	7.049.183	5.826.037
ΔΙΑΦΟΡΑ	-27.037.962	-26.168.885	-28.003.604	-26.426.389	-27.649.535
Z - score	0,12	0,13	-0,02	-0,07	0,02

4.3.12 LAVIPHARM HELLAS A.E. **ΥΓΕΙΑ / ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ**

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1911 και απέκτησε την σημερινή της μορφή το 1975. Δραστηριοποιείται στην παραγωγή, διάθεση και εμπορία φαρμάκου και απασχολεί 166 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 οι πωλήσεις ανέρχονται σε 168 εκατομμύρια με ζημίες 2,5 εκατομμύρια ως αποτέλεσμα των μειώσεων στις τιμές των φαρμάκων, των αλλαγών στον τρόπο λειτουργίας του κλάδου και την έκθεση σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (που στην ουσία αφορούσαν οφειλές του Δημοσίου προς την εταιρία). Επειδή, εκφράζονται ανησυχίες για τις ανατροπές που σημειώνονται στον τομέα της υγείας (συνταγογράφηση – γενόσημα) καθώς και έλλειψη ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος που μειώνει την δυνατότητα χρηματοδότησης νέων επιχειρηματικών σχεδίων επικεντρώνεται στην ενίσχυση των εξαγωγών και στην διατήρηση του εγχώριου μεριδίου αγοράς.

Το '12 και αφού οι περιορισμοί δαπανών υγείας έχουν ενταθεί, οι μειώσεις φαρμάκων είναι αλληπάλληλες, τα νέα μέτρα συνταγογράφησης περιπλέκονται ακόμα περισσότερο, οι απεργίες γιατρών και φαρμακοποιών είναι πλέον συνεχείς, η εταιρία εμφανίζει πωλήσεις της τάξεως των 38 εκατομμυρίων (από 168 το '11) αφού η διανομή φαρμάκων εξασθένησε. Οι υποχρεώσεις στο σύνολο τους μπορεί να μειώθηκαν αλλά βρίσκονται σε επίπεδα απαγορευτικά σε σχέση με τον τζίρο σε ότι αφορά την βιωσιμότητα της επιχείρησης. Συνεχίζει την πολιτική ενίσχυσης των εξαγωγών και εφαρμόζει νέα στρατηγική ανάπτυξης με τα συνεργαζόμενα φαρμακεία σύμφωνα με τα διαφοροποιημένα δεδομένα που επικρατούν πλέον εναρμονισμένα με τους νέους νόμους.

Το '13 μολονότι η εταιρία πήρε έγκριση για νέα κυκλοφορία νέων φαρμάκων γεγονός που θα μπορούσε να επιφέρει πρόσθετα έσοδα, η μεγάλη καθυστέρηση πληρωμής του ΕΟΠΥΥ προς τα φαρμακεία και η συνολικότερη μείωση φαρμακευτικής δαπάνης οδήγησε σε περαιτέρω συρρίκνωση του κύκλου εργασιών και συνεχιζόμενες ζημίες.

Το '14 δεν αλλάζει τίποτα τόσο σε θέματα κυβερνητικής πολιτικής στον κλάδο όσο και στα αποτελέσματα της εταιρίας που εξακολουθούν την πτωτική τάση (30 εκατομμύρια τζίρος με 12 εκατομμύρια ζημίες προ φόρων) και με επιβάρυνση πρόσθετων χρηματοοικονομικών εξόδων αφού οι επενδύσεις σε έρευνα και οι ανάγκες ρευστότητας χρηματοδοτούνται από τραπεζικό δανεισμό (αύξηση β/π υποχρεώσεων) και υπέρογκος δανεισμός (132 εκατομμύρια) σε σχέση με τον τζίρο.

Το '15 μειώνεται ακόμα περισσότερο ο κύκλος εργασιών (26 εκατομμύρια από 30), συνεχίζονται οι ζημίες (μειωμένες λόγω μείωσης των λειτουργικών εξόδων) αυξάνεται ο δανεισμός και λαμβάνεται η απόφαση να τεθεί σε διαθεσιμότητα όλο το προσωπικό της εταιρίας.

LAVIPHARM HELLAS A.E.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	168.704	37.887	30.069	30.295	26.368
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	-12.791	-10.246	-11.257	-28.818	-10.658
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	-2.552	-2.604	-4.639	-12.779	-432
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	72.411	71.203	66.960	75.765	87.053
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	142.732	127.299	123.000	132.788	146.799
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	145.672	120.430	108.036	83.824	82.379
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	83.850	83.596	77.977	64.006	61.391
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	61.822	36.834	30.059	19.818	20.988
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	-10.589	-34.369	-36.901	-55.947	-66.065
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	51.081	51.081	51.081	51.081	51.081
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1	1	1	1	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	51.081,00	51.081,00	51.081,00	51.081,00	51.081,00
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,200	0,175	0,137	0,137	0,140
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	10.216	8.939	6.998	6.998	7.151
ΔΙΑΦΟΡΑ	-40.865	-42.142	-44.083	-44.083	-43.930
Z - score	0,82	-0,21	-0,41	-1,43	-0,84

4.3.13 ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε. **ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ / ΤΡΟΦΙΜΑ**

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1975 και δραστηριοποιείται στην παραγωγή, τυποποίηση, διάθεση και εμπορία πρωτίστως κρεάτων και αλλαντικών και δευτερευόντως λοιπών διατροφικών προϊόντων. Απασχολεί 641 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 ο κύκλος εργασιών κλείνει στα 101 εκατομμύρια με περίπου 9 εκατομμύρια ζημίες και δανεισμό της τάξεως των 150 εκατομμυρίων. Η χρονιά σηματοδοτείται από την μετεξέλιξη της εταιρίας σε «τροφίμων» από «αλλαντικών». Προχώρησε σε μείωση τιμών και διεύρυνε την γκάμα της χωρίς να αλλοιωθεί η ποιότητα των προϊόντων. Πρώτο μέλημα της εταιρίας ήταν η αναδιάρθρωση των δανειακών υποχρεώσεων.

Το '12 ο τζίρος μειώνεται κατά 6% οι ζημίες αυξάνονται σε ανάλογο ποσοστό ενώ τα αποτελέσματα προ φόρων αποκτούν θετικό πρόσημο λόγω της μεταβολής των spreadstων δανείων, ως αποτέλεσμα της πολιτικής της προηγούμενης χρήσης. Συνεχίζει να καινοτομεί με νέα προϊόντα, βελτιώνει τα υφιστάμενα και συνεχίζει στην πολιτική χαμηλής τιμολόγησης. Εξασφαλίζει αναχρηματοδότηση ύψους 45 εκατομμυρίων μέσω ενός ομολογιακού δανείου με σκοπό την αποπληρωμή υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων με βελτιωμένο επιτόκιο και την κάλυψη αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης. Τα καινοτόμα προϊόντα που λανσάρει πλέον στην αγορά είναι χαμηλού κόστους ανταποκρινόμενη στις ανάγκες του καταναλωτικού κοινού.

Το '13 ο κύκλος εργασιών παραμένει στα ίδια επίπεδα ενώ οι ζημίες αυξάνονται με πρόσθετα ποσά που αφορούν διαρθρωτικές επενδυτικές κινήσεις που έγιναν στην αρχή της χρήσης. Συστάθηκε Επιτροπή Προβλέψεων και Απομειώσεων η οποία προέβη σε απομείωση στοιχείων του Ενεργητικού κατά 13 εκατομμύρια (μεταβολή που επιβάρυνε τα αποτελέσματα). Συνεχίζει να επενδύει σε καινοτομικά προϊόντα πάντα με γνώμονα την σχέση τιμή – ποιότητα.

Το '14 ο τζίρος αυξάνεται σε ποσοστό 10 % με κέρδη προ φόρων της τάξεως των 5 εκατομμυρίων (σημαντική επίδραση η δανειακή αναδιάρθρωση) ενώ μεγάλο ρόλο έπαιξε η πρώτη θέση του «εν Ελλάδα» στην αγορά των s/ημε μερίδιο 26%. Μέσα στην χρήση η εταιρία έκλεισε 4.200 συμφωνίες με νέους πελάτες που θεωρούνται στρατηγικής σημασίας για την περαιτέρω ανάπτυξη του ομίλου. Επιπροσθέτως προχώρησε σε νέα συμφωνία δανειακής αναδιάρθρωσης και με τις 4 συστημικές τράπεζες για μείωση του επιτοκίου. Επίσης, αποζημιώθηκε με 9 εκατομμύρια από το την ασφαλιστική εταιρία της για καταστροφή που προκάλεσε πυρκαγιά στις αποθήκες αποθεμάτων της.

Το '15 οι πωλήσεις διατηρούνται στα ίδια επίπεδα αλλά και πάλι τα αποτελέσματα προ και μετά φόρων περνούν σε αρνητικό πρόσημο λόγω αυξημένων λειτουργικών εξόδων αφού για να απαντήσει αφ' ενός στο δυσμενές κλίμα και να ανταποκριθεί αφ' ετέρου στις νέες διατροφικές τάσεις των καταναλωτών, λανσάρει νέα προϊόντα στην αγορά του snack, ενισχύει την υπάρχουσα γκάμα και με άλλους γευστικούς συνδυασμούς, αυξάνει τις διανομές τοποθετώντας τα προϊόντα σεπερισσότερα σημεία πώλησης και προχωρά σε δυνατή διαφημιστική υποστήριξη. Τα αποτελέσματα όλων αυτών των κινήσεων αποτυπώνονται στην προτίμηση των καταναλωτών αφού πλησίασε το 30 % του μεριδίου αγοράς αλλά όχι στα αποτελέσματα.

ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	101.655	95.107	96.528	104.845	105.496
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	-8.839	-9.971	-21.895	-1.349	-3.284
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-1.153	250	-14.509	5.956	-2.830
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	101.529	88.845	83.318	75.066	77.184
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	151.830	151.519	139.037	138.212	145.273
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	203.687	188.210	154.320	157.058	159.105
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	128.762	123.964	116.533	120.722	120.131
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	74.925	64.246	37.787	36.336	38.974
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	-26.604	-24.599	-45.531	-38.730	-38.210
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	29.480	29.480	29.480	29.480	29.480
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	12.381,60	12.381,60	12.381,60	12.381,60	12.381,60
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,480	0,645	0,579	0,483	0,365
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	14.150	19.015	17.069	14.239	10.760
ΔΙΑΦΟΡΑ	1.769	6.633	4.687	1.857	-1.621
Z - score	0,27	0,30	-0,23	0,48	0,27

4.3.14 ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε. **ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ / ΧΑΛΥΒΑΣ**

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1952 και δραστηριοποιείται στην επεξεργασία και εμπορία προϊόντων σιδήρου και χάλυβα. Απασχολεί 114 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 οι πωλήσεις παρουσιάζουν μείωση της τάξεως του 8,5% (35,7 εκατομμύρια από 39,1 το '10) με ζημίες 1,4 εκατομμύρια. Η πολιτική της εστιάζεται στην ορθή διαχείριση αποθεμάτων γιατί αφ' ενός πρέπει να ανταποκρίνεται στην ζήτηση αφ' ετέρου να προλαμβάνει κινδύνους απαξίωσης. Δεν έχει σύμβαση ασφάλισης πιστώσεων ώστε να μπορεί να καλύψει απώλειες λόγω αφερεγγυότητας πελατών επειδή εκτιμά το κόστος υπέρογκο. Αντ' αυτού έχει μειώσει αισθητά τον χρόνο παρεχόμενης πίστωσης.

Το '12 ο κύκλος εργασιών παρουσιάζει μείωση κατά 16% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση (30 εκατομμύρια) με ζημίες της τάξεως των 1,5 εκατομμυρίων και συντελεστή περιθωρίου μικτού κέρδους 9,9% (επίσης μειωμένο κατά 1,5% σε σχέση με το '10). Τα αποτελέσματα επιβαρύνθηκαν με επισφάλειες ύψους 400X ενώ αύξησε τα αποθέματα της με σκοπό την διεύρυνση της προϊοντικής γκάμας με στόχο την αύξηση των πωλήσεων. Πολιτική της είναι η προστασία από τις επισφάλειες χωρίς να μειώσει το μερίδιο αγοράς.

Το '13 εμφανίζονται τα πρώτα αποτελέσματα ορθής διοίκησης στους τομείς αποθεματοποίησης και διαχείρισης πιστώσεων και αποτυπώνονται στις πωλήσεις (+17%) και στην μείωση των ζημιών (κατά 40% περίπου) λόγω μικρής αύξησης του μικτού περιθωρίου κέρδους (+0,5 %). Παρατηρείται μείωση των συνολικών υποχρεώσεων αλλά όχι ικανή να αντιστρέψει τα αρνητικά αποτελέσματα.

Το '14 ο κύκλος εργασιών αυξάνεται κατά 13% και με την παράλληλη αύξηση του μικτού περιθωρίου κέρδους κατά 25% οι ζημίες περιορίζονται στα 600X. Εξακολουθούν να λειτουργούν οι αμυντικοί μηχανισμοί της επιχείρησης σε επίπεδο αποθεματοποίησης και παροχής πιστώσεων αλλά δεν τίθεται θέμα αλλαγής στρατηγικής ή ανάπτυξης ή αναδιάρθρωσης δανεισμού (δεν καταγράφεται κανένα οικονομικό γεγονός σχετικό με σύναψη νέων συνεργασιών) αντίθετα συνεχίζει την ίδια πολιτική που έχει χαράξει προ πενταετίας και αφορά μόνο την αμιγώς αμυντική λειτουργία της (που στην πραγματικότητα ερμηνεύεται ως προσπάθεια διατήρησης βιωσιμότητας).

Το '15 οι πωλήσεις διατηρούνται σε σταθερά επίπεδα αλλά οι ζημίες αυξάνονται και πάλι με αιτιολογία το υψηλό χρηματοοικονομικό κόστος χωρίς να μειωθεί το μικτό περιθώριο κέρδους. Εδώ φαίνεται η έλλειψη πολιτικής αναφορικά με την τιμολόγηση του τραπεζικού δανεισμού και των λοιπών χρηματοοικονομικών εξόδων.

ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	35.774.600	29.974.753	32.598.484	36.818.147	34.287.027
Κέρδη / (ζημίες) μετά από φόρους (Α)	-1.408.567	-2.309.883	-1.254.729	-646.204	-1.234.889
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	-1.387.826	-2.709.381	-1.906.894	-640.855	-870.285
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	36.045.185	32.394.488	26.470.049	26.313.130	30.125.942
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	53.777.718	46.923.320	41.111.049	38.686.823	37.292.689
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	77.958.528	68.794.246	61.734.105	58.637.930	56.011.534
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	25.585.473	26.575.979	27.400.964	26.573.022	25.862.272
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	52.373.055	42.218.267	34.333.141	32.064.908	30.149.262
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	16.327.870	9.823.779	7.863.092	5.751.778	23.320
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	21.224.340	21.224.340	21.224.340	21.224.340	21.224.340
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	8.914.222,80	8.914.222,80	8.914.222,80	8.914.222,80	8.914.222,80
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	0,258	0,354	0,220	0,249	0,265
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	5.475.880	7.513.416	4.669.355	5.284.861	5.624.450
ΔΙΑΦΟΡΑ	-3.438.343	-1.400.806	-4.244.868	-3.629.362	-3.289.773
Z - score	0,64	0,48	0,57	0,71	0,56

4.3.15 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε. **ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ / ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ**

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1998 και δραστηριοποιείται στην τουριστική βιομηχανία. Απασχολεί 484 άτομα μόνιμο προσωπικό.

Το '11 ο κύκλος εργασιών ανέρχεται στα 28,7 εκατομμύρια, μειωμένος κατά 8% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση γεγονός που δεν οφείλεται στην μείωση των διανυκτερεύσεων αλλά στην ημερήσια τιμή του δωματίου (σε ποσοστό 3,5%) με τελικό αποτέλεσμα ζημία 640X έναντι 990X κερδών την προηγούμενη χρήση.

Το '12 οι πωλήσεις μειώνονται κατά 11% οφειλόμενες στην μείωση της ροής του εισερχόμενου τουρισμού στο ίδιο ποσοστό (ενώ η μέση πληρότητα των υπόλοιπων πολυτελών ξενοδοχείων στην Αθήνα μειώθηκε κατά 50%) και οι Ζημίες εμφανίζονται μειωμένες επίσης κατά 11%. Στα πλαίσια μείωσης του λειτουργικού κόστους μετατρέπει μια επιχειρηματική της μονάδα σε εποχική και αναδιαρθρώνει τις θέσεις εργασίας.

Το '13 η τουριστική εισροή αυξάνεται κατά 11% , η μέση πληρότητα κατά 55% και η μέση ημερήσια τιμή κατά 6%, γεγονότα που οδηγούν σε αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 7% και μειωμένες ζημίες σε ποσοστό 30% (6,4 από 9,3). Προχωρεί σε αναδιάρθρωση του μακροπρόθεσμου τραπεζικού της δανεισμού ποσού 25 εκατομμυρίων και σε παράταση αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων δανείων ποσού 3 εκατομμυρίων.

Το '14 συνεχίζεται η αυξητική τάση της προηγούμενης χρήσης με αποτέλεσμα ο κύκλος εργασιών να ανέλθει στα 30 εκατομμύρια (+15%) και οι ζημίες να περιοριστούν στα 4 εκατομμύρια (-40%). Στα θετικά γεγονότα συγκαταλέγονται α) η πρόθεση της ΕΤΕ να υποστηρίξει επαρκώς την εταιρία με κεφάλαιο κίνησης εφ' όσον κριθεί αναγκαίο β) η λογιστική αξία της ακίνητης περιουσίας ελεύθερης βαρών που μπορεί να προσφερθεί ως εξασφάλιση για εναλλακτική χρηματοδότηση και γ) η αναδιάρθρωση του μακροπρόθεσμου δανεισμού με επιτόκιο μειωμένο κατά 4,5%.

Το '15 μολονότι η τουριστική κίνηση υποχώρησε (8.000 κρατήσεις λιγότερες) με αποτέλεσμα ο κύκλος εργασιών να μειωθεί κατά 4 εκατομμύρια, οι ζημίες μειώθηκαν κατά 40% (2,4 εκατομμύρια από 4,1 την προηγούμενη χρήση) ως αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού δανεισμού. Σημείο σταθμός της χρήσης είναι οι διεργασίες πώλησης του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών της εταιρίας σε Στρατηγικό Επενδυτή.

ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	28.680	25.318	26.997	30.858	26.894
Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους (Α)	-12.590	-9.318	-6.446	-4.006	-2.607
Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων	-9.517	-8.999	-6.391	-3.755	-2.242
Β/Π ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	29.728	28.348	35.740	8.776	10.803
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	38.388	50.068	52.269	49.514	49.271
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	206.816	209.983	205.733	198.901	199.166
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	194.880	189.469	184.262	190.933	186.269
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	11.936	20.514	21.471	7.968	12.897
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	-17.792	-7.834	-14.269	-808	2.094
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	63.900	63.900	63.900	63.900	63.900
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	191.700	191.700	191.700	191.700	191.700
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ	1,480	3,490	3,930	3,480	3,590
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ	94.572	223.011	251.127	222.372	229.401
ΔΙΑΦΟΡΑ	-97.128	31.311	59.427	30.672	37.701
Z - score	1,26	2,53	2,77	2,74	2,87

4.3.16 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΟΜΑΔΑΣ Β' – ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Altman

	ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2011	2012	2013	2014	2015
1	ΕΚΤΕΡ ΑΕ	0,13	2,47	1,66	1,22	1,28
2	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	1,41	1,52	-1,68	-1,08	-2,25
3	ΚΤΗΜΑ Κ ΛΑΖΑΡΙΔΗ ΑΕ	0,54	0,64	0,57	0,56	0,56
4	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ	1,99	2,3	2,57	2,33	2,08
5	ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ	0,09	-0,33	-0,37	-0,51	-0,87
6	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	1,03	1,14	0,97	1,5	1,62
7	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	1,12	1,22	1,62	1,66	1,14
8	ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ	1,12	0,9	1,18	1,46	1,52
9	ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ	-0,67	-0,18	-0,57	-1,74	-1,04
10	ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ ΑΕ	3,69	5,86	6,67	7,26	6,36
11	ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ	0,12	0,13	-0,02	-0,07	0,02
12	ΛΑΝΙΡΗΑΡΜ HELLAS ΑΕ	0,82	-0,21	-0,41	-1,43	-0,84
13	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	0,27	0,3	-0,23	0,48	0,27
14	ΑΦΟΙ Χ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕΒΕ	0,64	0,48	0,57	0,71	0,56
15	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ	1,26	2,53	2,77	2,74	2,87
	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ	0,90	1,25	1,02	1,01	0,89
	MIN Z-SCORE	-0,67	-0,33	-1,68	-1,74	-2,25
	MAX Z-SCORE	3,69	5,86	6,67	7,26	6,36
	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ	13%	17%	20%	20%	20%
	ΣΦΑΛΜΑ ΤΥΠΟΥ 2	87%	73%	80%	80%	80%

Με δεδομένο ότι η μελέτη γίνεται εντός του 2016 με στοιχεία ισολογισμών από 2011 έως και 2015, θεωρούμε ως «D» την χρήση από 01/01/16 έως 31/12/2016.

Αφού λάβουμε υπ' όψη ότι η εξεταζόμενη 5ετής περίοδος παρουσιάζει άκρως ιδιαίτερα χαρακτηριστικά δεδομένου ότι έχουν εφαρμοστεί τρία μνημόνια από τρεις διαφορετικές κυβερνήσεις και έχει απομειωθεί η αγοραστική δύναμη των Ελλήνων καταναλωτών κατά 25% σε σχέση με το 2010, σύμφωνα με το υπόδειγμα χρεοκοπίας του Altman,

οι εταιρίες:

- ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ ΑΕ
- ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ και
- ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ

Βρίσκονται σε καθεστώς εξαιρετικής βιωσιμότητας.

Οι εταιρίες:

- ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
- ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ
- ΕΚΤΕΡ ΑΕ και
- ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ

Βρίσκονται σταθερά σε περιοχή πτώχευσης για όλη την πενταετία αλλά με οριακά θετικά αποτελέσματα z-score με συνέπεια και πάντα σύμφωνα με το υπόδειγμα να ενέχουν υψηλό κίνδυνο να μην επιβιώσουν στο κοντινό μέλλον.

Οι εταιρίες :

- ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕΒΕ
- ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
- ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ
- LAVIPHARM HELLAS ΑΕ
- ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ
- ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ και
- ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ

Βρίσκονται σταθερά σε ζώνη χρεοκοπίας για όλη την εξεταζόμενη πενταετία και μάλιστα με αρνητικά αποτελέσματα z-score, με συνέπεια ο κίνδυνος πτώχευσης να είναι ορατός ανά πάσα στιγμή. Το z των εταιριών ανά εξεταζόμενο έτος είναι σταθερά μικρότερο του μέσου όρου με τάσεις προς το ελάχιστο.

Ως Σφάλμα Τύπου 2 θεωρείται η ταξινόμηση μιας επιχείρησης σε ζώνη χρεοκοπίας ενώ στην πραγματικότητα δύναται να περιέλθει σε γκρίζα ή ασφαλή ζώνη αφού λαμβάνουμε ως τεκμήριο το αυταπόδεικτο της λειτουργίας της κατά την περίοδο μελέτης.

Εδώ βέβαια πρέπει να γίνει σαφές ότι η πτώχευση δεν επέρχεται από την μία στιγμή στην άλλη, αλλά εμφανίζεται ως απόληξη συγκεκριμένων γεγονότων που σταδιακά επιδεινώνουν την οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων.

4.3.17 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΟΜΑΔΑΣ Β΄- ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Hillgeist

Εξετάζοντας την ομάδα Α΄ σύμφωνα με το αναθεωρημένο υπόδειγμα του Hillgeist, πάντα σε βάθος πενταετίας σε μία προσπάθεια είτε επαλήθευσης είτε περαιτέρω προβληματισμού των αποτελεσμάτων που προέκυψαν κατά την εφαρμογή του Αρχικού Υποδείγματος z-score, προκύπτουν τα ακόλουθα αποτελέσματα :

Για τις εταιρίες 1) ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ ΑΕ, 2) ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ και 3) ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ, που σύμφωνα με το Αρχικό Υπόδειγμα του Altman βρίσκονται σε καθεστώς εξαιρετικής βιωσιμότητας,

ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,05	0,00	-0,03	-0,05	-0,03

ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10

ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04

το αναθεωρημένο υπόδειγμα επαληθεύει τα αποτελέσματα των δύο πρώτων ενώ εντάσσει την εταιρία ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ σε αμφισβητούμενη ζώνη (ως οριακά θετικό Z).

Για τις εταιρίες 1) ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ, 2) ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ, 3) ΕΚΤΕΡ ΑΕ και 4) ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ που σύμφωνα με το αρχικό υπόδειγμα βρίσκονται σε ζώνη πτώχευσης και με υψηλό κίνδυνο αδυναμίας επιβίωσης στο κοντινό μέλλον,

ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01	0,01

ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,01	-0,02	-0,01	0,00	0,01

ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	-0,08	-0,08	-0,01	-0,03	-0,01

ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,06	0,08	0,08	0,07	0,08

το αναθεωρημένο υπόδειγμα επαληθεύει τα αποτελέσματα και για τις τέσσερις εταιρίες αλλά με σχετικά χαμηλότερο κίνδυνο αδυναμίας επιβίωσης στο κοντινό μέλλον (λόγω των εξαιρετικά οριακών τιμών Z, σε όλες τις περιπτώσεις).

Για τις εταιρίες 1) ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕΒΕ, 2) ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ, 3) ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ, 4) LAVIPHARM HELLAS ΑΕ, 5) YALCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ, 6) ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ και 7) ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ που σύμφωνα με το αρχικό υπόδειγμα βρίσκονται σταθερά σε ζώνη χρεοκοπίας με ορατό ανά πάσα χρονική στιγμή τον κίνδυνο πτώχευσης,

ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,00	0,00	0,01	0,02	0,03

ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,02	0,02	0,01	0,05	0,05

ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	-0,03	-0,02	-0,02	-0,04	-0,02

LAVIPHARM HELLAS Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,04	0,01	0,01	-0,05	0,03

YALCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,02	0,02	0,04	0,05	0,08

ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε. Α.Ε.	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	-0,02	-0,02	-0,07	-0,01	0,03

ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	2011	2012	2013	2014	2015
Z - score (Hillgeist-Cram-Lundstedt)	0,07	0,07	-0,10	0,03	0,01

το αναθεωρημένο υπόδειγμα επαληθεύει τα αποτελέσματα για τις έξι από τις επτά συνολικά εταιρίες με εντάσσοντας τις σε ζώνη χρεοκοπίας και με άμεσο κίνδυνο πτώχευσης (οι τιμές του Z χαρακτηρίζονται καθαρά θετικές και όχι οριακά θετικές όπως της προηγούμενης υποομάδας), ενώ δεν επαληθεύει την ζώνη χρεοκοπίας για την εταιρία ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ, για την οποία τα αποτελέσματα του Z είναι σταθερά αρνητικά σε βαθμό που την εντάσσουν σε ασφαλή ζώνη.

4.3.18 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Α) Στην ομάδα Α' παρατηρούμε πως εμφανίζονται :

- 1 εταιρία με αρνητικά z και για τα 5 έτη (4% του δείγματος)
- 2 εταιρίες με αρνητικά z για 4 έτη (9% του δείγματος)
- 1 εταιρία με αρνητικά z για 3 έτη (4% του δείγματος)
- 1 εταιρία με αρνητικά z για 2 έτη (4% του δείγματος)
- 9 εταιρίες με αρνητικά z για μόνο ένα έτος και (39% του δείγματος)
- 9 εταιρίες με z έστω οριακά θετικό (39% του δείγματος)

Στην ομάδα Β' παρατηρούμε πως εμφανίζονται :

- 1 εταιρία με αρνητικά z και για τα 5 έτη (7% του δείγματος)
ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ
- 2 εταιρίες με αρνητικά z για 4 έτη (13% του δείγματος)
LAVIPHARM HELLAS ΑΕ
ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ
- 1 εταιρία με αρνητικό z για 3 έτη (7% του δείγματος)
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ
- 1 εταιρία με αρνητικό z για 2 έτη (7% του δείγματος)
ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ
- 1 εταιρία με αρνητικό z για μόνο 1 έτος (7% του δείγματος)
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
- 9 εταιρίες με έστω οριακά θετικό z (60% του δείγματος)
ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕ
ΚΤΗΜΑ Κ ΛΑΖΑΡΙΔΗ ΑΕ
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ
ΕΚΤΕΡ ΑΕ
ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ
ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ
ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ ΑΕ

Β) Οι εταιρίες ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ, LAVIPHARM HELLAS ΑΕ και ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ εμφανίζουν τιμές z μικρότερες του Μέσου Όρου της Ομάδας Α' καθ όλη την εξεταζόμενη πενταετία,

ενώ οι εταιρίες ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ, ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ και ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ εμφανίζουν τιμές z μικρότερες του Μέσου Όρου της Ομάδας Α' για 4 εξεταζόμενα έτη.

Γ) Η εταιρία ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ εμφανίζει έστω και για μία και μόνη χρήση τιμή z μικρότερη από την ελάχιστη τιμή z όλων των εταιριών της Ομάδας Α' και για όλα τα έτη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η πρόβλεψη της πτώχευσης μιας οικονομικής οντότητας συνιστά ένα από τα πλέον δύσκολα πολύπλευρα και πολυσύνθετα θέματα που απασχολεί τους ερευνητές ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του '60. Η χρήση των αριθμοδεικτών είναι τεράστιας σημασίας στην οικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων και αποτελούν οδηγό για την βιωσιμότητα και την εξέλιξη τους.

Στην παρούσα μελέτη έγινε μια προσπάθεια κατανόησης και ερμηνείας του φαινομένου της εταιρικής αποτυχίας των παραγόντων που την προσδιορίζουν και μιας εκ των μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την πρόβλεψη αυτής. Σε αυτό το πλαίσιο, αναπτύχθηκε το υπόδειγμα z-score γραμμικής διακριτικής ανάλυσης του Altman (συνεπικουρούμενο μέσω πρόσθετων πληροφοριών από το αναθεωρημένο μοντέλο Z του Hillgeist), από το οποίο προέκυψαν κάποια συμπεράσματα που παρατίθενται στην επόμενη παράγραφο.

Αρχικά επιλέχθηκαν 23 εταιρίες οι οποίες απετέλεσαν την Ομάδα Α' (πτώχευμένες) με κριτήριο την διαφορετικότητα του έτους πτώχευσης και συγκεκριμένα 2004, 2005, 2007, 2009, 2010 και 2011 από τις οποίες προέκυψαν στατιστικά στοιχεία μέσω του υπολογισμού του z-score έως και 5 έτη πριν το έτος πτώχευσης τους.

Ακολούθως επιλέχθηκαν 15 εταιρίες οι οποίες απετέλεσαν την Ομάδα Β' (εν ενεργεία) με κριτήριο την διαφορετικότητα του πωλούμενου αγαθού οι οποίες μελετήθηκαν μέσω του z-score έως και 5 χρήσεις πριν από την τρέχουσα.

Πριν την καταγραφή των συμπερασμάτων για τις ως άνω αναφερόμενες εν ενεργεία επιχειρήσεις, πρέπει να ληφθεί υπ όψη πως **η περίοδος μελέτης αφορά τα έτη 2011 έως και 2015 με όλες τις ιδιομορφίες και τα χαρακτηριστικά του εξωτερικού περιβάλλοντος που επέδρασαν αρνητικά στα αποτελέσματά τους** όπως :

- Πυρήνας οικονομικής ύφεσης
- Πολιτική αστάθεια
- Αλληπάλληλες αλλαγές φορολογικού καθεστώτος, με πρόσθετες επιβαρύνσεις
- Μείωση αγοραστικής δύναμης τουλάχιστον κατά 25% σε σχέση με το 2010
- Εφαρμογή τριών μνημονίων και από τις τρεις κυβερνήσεις

στοιχεία που από μόνα τους ενέχουν κίνδυνο επερχόμενης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας για οποιαδήποτε επιχείρηση, ανεξαρτήτως κλάδου δραστηριοποίησης.

Τα **ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ** που προκύπτουν από την συγκεκριμένη μελέτη θα μπορούσαν να καταγραφούν επιγραμματικά ως ακολούθως :

Α) παρατηρείται συρρίκνωση της γκρίζας ζώνης (εντάσσονται μόνο 2 εκ των 15 εταιριών), ζώνη που κατά το παρελθόν είχε δεχτεί κριτικές για το εύρος της (1,81 – 2,99) δεδομένου ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των εν ενεργεία εξεταζόμενων επιχειρήσεων εντασσόταν σε αυτήν. Λαμβάνοντας υπ όψη ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις λειτουργούν για 5 συνεχόμενα έτη κάτω από το όριο ασφαλείας του 1,81 σημαίνει πως είτε θα πρέπει να μεταφερθεί το κάτω όριο του εύρους σε τιμές πολύ μικρότερες του 1,81, είτε να ακολουθηθεί η ταξινόμηση του αναθεωρημένου

υποδείγματος Z του Hillgeist όπου μόνο το αποτέλεσμα 0 αντιστοιχεί σε γκρίζα ζώνη (να σημειωθεί πως η τιμή 0 προκύπτει εξαιρετικά δύσκολα με υποδιαίρεση τριών δεκαδικών ψηφίων).

B) η εφαρμογή του υποδείγματος για την προβλεπτική ικανότητα της πτώχευσης δεν μπορεί να γίνεται αποσπασματικά για ένα έτος. Πρέπει να γίνεται σε βάθος όσων περισσότερων ετών πίσω από την τρέχουσα χρήση κατ'αντιστοιχία με την λογιστική αρχή της συνέχειας της δραστηριότητας μολονότι ενδέχεται να αδικεί τις καινούριες εταιρίες και να πριμοδοτεί τις παλαιότερες. Άλλωστε από την μία πλευρά, όσο πιο νέα η επιχείρηση τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο διατρέχει και αυτός είναι κανόνας της αγοράς ενώ από την άλλη πλευρά μια διοικητική απόφαση στο έτος t1 επηρεάζει όλα τα επόμενα έτη λειτουργίας της επιχείρησης. Εδώ να σημειωθεί ότι η μεταβλητή X2 που αφορά τα παρακρατηθέντα κέρδη, επί της ουσίας προς αυτήν την κατεύθυνση οδηγεί αφού λαμβάνει υπ όψη εμμέσως πλην σαφώς τα έτη λειτουργίας της επιχείρησης.

Τα **ΠΟΣΟΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ** συνοψίζονται ως ακολούθως :

Η εταιρία «ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ ΑΕ» βρίσκεται σε καθεστώς **εξαιρετικής βιωσιμότητας**.

Η εταιρία «ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ» βρίσκεται σε οριακή μεν αλλά **ασφαλή ζώνη**.

Οι εταιρίες «ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕ», «ΚΤΗΜΑ Κ ΛΑΖΑΡΙΔΗ ΑΕ», «ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ», ΕΚΤΕΡ ΑΕ», ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ», «ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ» και «ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΒΕΕ» βρίσκονται **οριακά σε ζώνη πτώχευσης**, με την τελευταία να έχει τις λιγότερες πιθανότητες.

Οι εταιρίες «ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ», «ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ», «ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ», «ΥΑΛCO Σ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ», «LAVIPFARM HELLAS ΑΕ» και «ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ» παρουσιάζουν **σημαντικές πιθανότητες πτώχευσης**, εξεταζόμενες τόσο μέσω του Υποδείγματος του Altman όσο και μέσω του αναθεωρημένου υποδείγματος του Hillgeist. Ειδικά για τις συγκεκριμένες 6 εταιρίες (και ιδιαίτερα για την «ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ») οι πιθανότητες να μην επιβιώσουν στο κοντινό μέλλον, πέραν των αρνητικών αποτελεσμάτων του z για αμφότερα τα υποδείγματα ενδυναμώνονται και από την καταγραφή των στατιστικών στοιχείων με τον συγκρινόμενο πληθυσμό του δείγματος της Ομάδας Α'.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Η χρεοκοπία ως τελικό αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μιας επιχείρησης προκύπτει από αναποτελεσματική διοίκηση τόσο σε επίπεδο στρατηγικού σχεδιασμού όσο σε επίπεδο αντιμετώπισης και διαχείρισης εσωτερικών και εξωτερικών απειλών. **Τα μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης δεν μπορούν να υποκαταστήσουν την ανθρώπινη κρίση.** Η χρηματοοικονομική ανάλυση με την χρήση αριθμοδεικτών δίνει σημαντικές πληροφορίες για την γενική οικονομική θέση της επιχείρησης ως προς την ρευστότητα, την αποδοτικότητα, την αποτελεσματικότητα και την κεφαλαιακή της διάρθρωση αλλά δεν μπορεί να ποσοτικοποιήσει την κακή ποιότητα μιας λανθασμένης επιλογής της διοίκησης και τις επιπτώσεις που μπορεί αυτή να επιφέρει οποιαδήποτε χρονική στιγμή στο εγγύς ή απώτερο μέλλον από την στιγμή της υλοποίησης της.

Η πρόταση που πηγάζει από την συγκεκριμένη εργασία είναι η ανάπτυξη ενός βελτιωμένου πτωχευτικού υποδείγματος που θα αρχίζει στον χρόνο $t=0$ (χρόνος έναρξης δραστηριότητας) και θα εμπεριέχει τις μέγιστες αναγκαίες και απαραίτητες δυνατές μεταβλητές (κυρίως εκείνων των στοιχείων του ισολογισμού που κρύβουν κινδύνους και γίνονται αντικείμενο ενδεδειγμένης έρευνας) για ελαχιστοποίηση των αποκλίσεων με σκοπό την ακρίβεια του πτωχευτικού γεγονότος. Θα πρέπει να ποσοτικοποιεί τα στοιχεία των παρατηρήσεων των Ορκωτών και τις όποιες προτεινόμενες αναμορφώσεις και βέβαια κάθε επόμενο “z” να πρέπει να επιβαρύνεται με τα “z” των προηγούμενων χρήσεων. **Η σπουδαιότητα της συγκεκριμένης έρευνας θα συνίσταται τόσο στο κομμάτι της πρόβλεψης ως άμεση επίπτωση στις ομάδες συμφερόντων της επιχείρησης όπως**

- Διάφοροι Πιστωτές
- Τράπεζες
- Μέτοχοι – Επενδυτές
- Εργαζόμενοι

όσο στο κομμάτι της πρόληψης ως έμμεση επίπτωση στο macro οικονομικό περιβάλλον όπως

- Φοροδιαφυγή
- Κοινωνική σε ατομικό επίπεδο (ψυχολογία απολυμένων)
- Κοινωνική σε επίπεδο Κράτους (υποαπασχόληση, ανεργία ημεδαπών με ταυτόχρονη κάλυψη θέσεων εργασίας από αλλοδαπούς)
- Οικονομική σε επίπεδο κράτους (διαφυγόντες ασφαλιστικές εισφορές, επιβάρυνση κρατικού προϋπολογισμού με επιδόματα, διαφυγόντα μεγέθη στο ΑΕΠ).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι μετοχές της εταιρίας **ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ ΑΕ** μεταφέρθηκαν από την κατηγορία «ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ» (2014) στην κατηγορία «ΠΡΟΣ ΔΙΑΓΡΑΦΗ» (2015) κατ' εφαρμογή του Κανονισμού του ΧΑΑ (Ενότητα 3.1.2.5. παρ. 1Α περί κριτηρίου Χαμηλών Ετήσιων Συνολικών Εσόδων, σύμφωνα με την απόφαση της Διοικούσας Επιτροπής Χρηματιστηριακών Αγορών. Το 2016 μεταφέρονται εκ νέου στην κατηγορία «ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ» (2016) λόγω υπέρβασης των 2 εκατομμυρίων (ελάχιστο ετήσιο έσοδο). Η πώληση που της επέτρεψε την νέα ταξινόμηση αφορούσε ένα και μοναδικό έργο USD 780X στο Κατάρ, γεγονός που κρίθηκε επαρκές για να αποφύγει την ΔΙΑΓΡΑΦΗ. Οι μετοχές της εταιρίας **ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ** εξακολουθούν για Τρίτη χρονιά να βρίσκονται σε ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ. Την 1/11/2016, η εταιρία θα διασπαστεί σε δύο αυτόνομες εταιρίες με διαχωρισμό δραστηριοτήτων. Οι μετοχές της εταιρίας **YALCO Σ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΚΑΙ ΥΙΟΣ ΑΕ** εξακολουθούν να βρίσκονται για τέταρτη χρονιά σε ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ ενώ η εταιρία εξαναγκάζεται να υλοποιήσει το προτεινόμενο από τις δανείστριες Τράπεζες σχέδιο εξυγίανσης – αναδιάρθρωσης πουλώντας την θυγατρική της στην Ρουμανία, με σκοπό την βελτίωση της ρευστότητας της. Οι μετοχές της εταιρίας **LAVIPHARM HELLAS ΑΕ** εξακολουθούν να βρίσκονται για Πέμπτη συνεχή χρονιά σε ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ ενώ προχώρησε σε πώληση του 45% ποσοστού συμμετοχής της στην εταιρία Laboratories Lavipharm SA έναντι ποσού 1,1 εκατομμυρίου EURO προκειμένου να επηρεάσει θετικά τα αποτελέσματα της και μάλιστα άμεσα. Οι μετοχές της εταιρίας **ΕΛ Δ ΜΟΥΖΑΚΗΣ ΑΕΒΕΜΕ** εξακολουθούν μεν να διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ αλλά άκρως ιδιαίτερους λόγους αφού ο ιδρυτής της εταιρίας (που απεβίωσε το 2006) ΕΛ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ, είχε προνοήσει για την βιωσιμότητα της εταιρίας ακόμα και μετά τον θάνατο του με δύο τρόπους : α) αφήνοντας ποσό 9,6 εκατομμυρίων ευρώ για μελλοντική ΑΜΚ και β) αφήνοντας σε προσωπικό του λογαριασμό ποσό 18 εκατομμυρίων δολαρίων από τον οποίο οι Τράπεζες θα μπορούσαν να αντλούν χρήματα σε περίπτωση που η εταιρία αντιμετώπιζε προβλήματα ρευστότητας στο μέλλον (κάτι που οι Τράπεζες έχουν ήδη κάνει δύο φορές μέχρι τώρα για κατάπτωση εγγύησης και αποπληρωμή ληξιπρόθεσμου δανείου συνολικά 7 εκατομμύρια δολάρια). Να σημειωθεί πως ο εκλιπών στην Διαθήκη του, απευθυνόμενος προς τους Τραπεζίτες αναγράφει πως ο λόγος για την δικαιοδοσία του προσωπικού λογαριασμού ήταν το αντάλλαγμα της τιμής και της εμπιστοσύνης που εκείνοι έδειχναν προς το πρόσωπο του με χορήγηση δανείων μόνο με την υπογραφή του. Οι μετοχές της **ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ** εξακολουθούν να διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ αλλά αξίζει να σημειώσουμε ότι τα οικονομικά γεγονότα που καταγράφονται στην τρέχουσα χρήση αφορούν κάποιες μεμονωμένες αγορές ιδίων μετοχών, δύο πυρκαγιές σε εργοστάσια της με ασφαλιστική κάλυψη και επιπτώσεις στα αποτελέσματα της από την κατάρρευση του Ομίλου Μαρινόπουλου. Στο τελευταίο σημείο αξίζει να μείνουμε λίγο περισσότερο αφού ο ΧΡΕΩΚΟΠΗΜΕΝΟΣ ΟΜΙΛΟΣ ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΥ αντιπροσωπεύει το 20% των πωλήσεων της ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ και ότι οι οφειλές του προς την εταιρία ανέρχονται στα 8 εκατομμύρια ευρώ. Οι μετοχές της **ΑΦΟΙ Χ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ ΑΕΒΕ** εξακολουθούν να διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ αλλά, εξακολουθεί να διατηρεί τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων, να διατηρεί υψηλά αποθέματα χωρίς αντιστάθμιση κινδύνου και να αναγκάζεται σε πωλήσεις κάτω του κόστους λόγω ανταγωνιστικών προσφορών. Δηλαδή, υψηλή αποθεματοποίηση, αναμόρφωση τρέχουσας ρευστοποιήσιμης αξίας και πώληση κάτω του κόστους κτήσης.

Το Υπόδειγμα πρόβλεψης πτώχευσης του Altman z-score δεν είναι ένα μεταφυσικό εργαλείο που προσδιορίζει το μέλλον μιας εταιρίας ούτε βέβαια οι τιμές των αποτελεσμάτων του, αντιστοιχούν σε χρονικές περιόδους αντίστροφης μέτρησης. Οι μεταβλητές που εμπεριέχει αποτυπώνουν τα στοιχεία από τις χρηματοοικονομικές αναφορές με την προϋπόθεση ότι είναι απαλλαγμένες από κάθε ανακρίβεια και απεικονίζουν την δίκαιη και σωστή χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης.

Οι μεταβλητές αγνοούν μια επικείμενη μεμονωμένη και αποσπασματική πώληση που μπορεί να πραγματοποιηθεί στο μέλλον και να επηρεάσει έστω και προσωρινά τα αποτελέσματα, δεν λαμβάνουν υπ όψη αλλαγές στην στρατηγική της επιχείρησης λόγω αποτυχίας των προηγούμενων, αδιαφορούν για τις προθέσεις των δανειστών αναφορικά με τα σχέδια αναδιάρθρωσης ή αποεπένδυσης και βέβαια δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν την ύπαρξη έξω-εταιρικών κονδυλίων.

Το Υπόδειγμα πρόβλεψης πτώχευσης του Altman z-score δεν υποκαθιστά την ανθρώπινη κρίση και αντίληψη. Εφαρμόζεται για να παρέχει ποιοτική πληροφόρηση για την δυναμική της επιχείρησης στους έχοντες συμφέρον από την συγκεκριμένη γνώση. Υπό αυτό το πρίσμα εφαρμόστηκε και στην παρούσα Διπλωματική Εργασία και κατέταξε τις ως άνω αναγραφόμενες εταιρίες σε ζώνη χρεοκοπίας με μεγάλες πιθανότητες αδυναμίας επιβίωσης στο άμεσο μέλλον.

Μετά από τα αποτελέσματα του z-score σε βάθος 5ετίας και τα ως άνω αναγραφόμενα συμπληρωματικά σχόλια, **θεωρείται μάλλον απίθανο για κάποιον εν δυνάμει επενδυτή (1^η ομάδα ενδιαφερομένων) να αγοράσει μετοχές εταιριών που βασίζονται έστω σε ένα έκτακτο και απρόσμενο έσοδο για να μην διαγραφούν, ή που προβαίνουν σε διορθωτικές κινήσεις αλλαγής στρατηγικών (ακριβώς γιατί οι προηγούμενες απέτυχαν), ή που υποβοηθούνται με κρυφούς λογαριασμούς, ή που πωλούν περιουσιακά τους στοιχεία προκειμένου να επιβιώσουν έστω και προσωρινά. Το ίδιο απίθανο θεωρείται και για τις πιστώτριες Τράπεζες (2^η ομάδα ενδιαφερομένων) να συνεχίζει να χρηματοδοτεί τις δραστηριότητες των εν λόγω εταιριών με νέα Κεφάλαια Κίνησης απαραίτητα για την ρευστότητα και την εύρυθμη συνέχεια της λειτουργίας τους.**

Συνοψίζοντας, **τα στοιχεία που προκύπτουν από την τρέχουσα χρήση έρχονται ως φυσική συνέχεια και λειτουργούν προσθετικά στις ποιοτικές πληροφορίες που προέκυψαν από την εφαρμογή του Υποδείγματος του Altman για τα έτη 2011 - 2015 όπως αυτές αποτυπώνονται στην σελίδα 60 της παρούσας Εργασίας.**

Βιβλιογραφικές Αναφορές - Πηγές

- Altman, E. I. (1968), Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy.
- Altman, E. I., Hardeman, R. G. and Narayanan, P. (1977), Zeta Analysis.
- Altman, E.I., (1983), Corporate Financial Distress : a complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy.
- Altman, E. I., (1984), The success of business failure prediction models.
- Altman, E.I., (1994), Corporate distress diagnosis.
- Hillgeist, S.A. (2004), Z Analysis
- Αληφαντής, Σ. Γ., (2011), Ελεγκτική.
- Λουμιώτης, Ι. Β., (2012), Βασικές Οδηγίες Εφαρμογής Δ.Π.Ε.
- www.ase.gr
- www.icap.gr
- www.ekter.gr
- www.alco.gr
- www.domaine-lazaridi.gr
- www.elton.gr/
- www.yalco.gr
- www.korres.com
- www.atticamedigroup.gr
- www.nakas.gr
- www.karelia.gr
- www.mouzakis.gr
- www.lavipharm.gr
- www.cretafarms.gr
- www.kordelos.gr
- www.astir-palace.com