



ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.

Όμιλος Τεχνικής Ολυμπιακής



**Χρηματοοικονομική
Ανάλυση της
εταιρίας «ΜΟΧΛΟΣ
Α.Ε.»**

*This Certifies that
registered holder of*

*transferable only on
person or by attorney*

*In Witness Whereof, the
by its duly authorized*

SHARES

*the Corporation,
holder of this certifi-
cation has caused this
and its Corporate Seal
of*

Καθηγητής: κ. Γ.Κουτρούλης

Φοιτητής: Αθανάσιος Καρανταλής (6061)



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	8
ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	8
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΟΥ	
Βιομηχανικός Κλάδος.....	10
Κατασκευαστικός Κλάδος.....	11
ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ	12
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	
Γενικά – χρήση των αριθμοδεικτών.....	16
Κατηγορίες αριθμοδεικτών	19
Βασικές κατηγορίες και σκοποί εξωτερικών αναλυτών.....	19

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (LIQUIDITY RATIOS)	
Αρνητικά δείκτη ρευστότητας.....	23
Καθαρό κεφάλαιο κίνησης.....	24
Δείκτης γενικής ρευστότητας (CURRENT RATION).....	26
Δείκτης ειδικής ρευστότητας (acid test ratio).....	29
Δείκτης ταμειακής ρευστότητας (cash ratio).....	33
Δυναμικός αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας.....	34
Δείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος (defensive interval ratio).....	36

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ (activity ratio)	
Δείκτης ταχύτητας εισπράξεων απαιτήσεων.....	40
Μέση Διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση.....	42
Επισφάλειες ως προς το σύνολο των απαιτήσεων.....	44
Αριθμοδείκτης κυκλοφορίας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Trade creditors to purchases ratio).....	45
Χρόνος παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επιχείρηση.....	47
Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων	

(Inventories turnover ratio).....	48
Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση.....	50
Λειτουργικός κύκλος σε σχέση με τον κύκλο του χρήματος (Operating cycle versus Cash cycle).....	52
Δείκτης πωλήσεων προς καθαρό κεφάλαιο κίνησης (Net Working Capital turnover ratio).....	59
Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (Asset turnover ratio).....	62
Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων (Fixed Asset turnover ratio).....	65
Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων (Owner's equity turnover ratio).....	67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (Financial Structure and Viability ratio)

Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο.....	71
Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο.....	76
Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανεικά κεφάλαια.....	78
Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια (Ratio of owner's equity to fixed assets).....	81
Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Ενεργητικού προς συνολικές Υποχρεώσεις (Ratio of current assets to total liabilities).....	84
Αριθμοδείκτης Παγίων προς μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Ratio of fixed assets to long term liabilities).....	85
Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων (number of times interest earned).....	87

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (Profitability ratios)

Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους (Gross profit margin) ή G.M.....	93
Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net profit margin) ή N.M.....	98
Δείκτης αποδοτικότητας των απασχολούμενων κεφαλαίων ή αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return to total capitol employed or Return on Assets R.O.A).....	101
Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return on net worth).....	110
Συνδυασμένος αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (The Du Pont equation).....	112
Αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης	

(Financial leverage ratio).....	126
---------------------------------	-----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΠΑΝΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ (Operating expense ratios)

Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων (Operation ratio).....	129
Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις (Operation expenses to net sales ratio).....	132
Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές των απασχολουμένων (Trading profit to wages).....	134
Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολουμένων.....	137
Αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο αριθμό απασχολουμένων (Ratio of total wages to average number of employees).....	137
Αριθμοδείκτης καλύψεως επενδύσεων (Ratio of accumulated depreciation to new investments).....	141

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ (Investment ratios)

Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share - E.P.S.).....	146
Μερίσματα κατά μετοχή (Dividends per share).....	150
Η τρέχουσα μερισματική απόδοση (Current dividend yield).....	153
Το ποσοστό των διανεμομένων κερδών (percentage of distributed profits).....	157
Μερισματική απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Dividend yield on equity capital).....	159
Εσωτερική αξία μετοχής (Book value per share).....	159
Λόγος Χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία μετοχής (Price to Book Value Ratio).....	161
Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings Ratio).....	163
Μερισματική απόδοση χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.....	167
Η πορεία της μετοχής Μοχλός από τις 25-01-05 ως 15-3-06	169

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

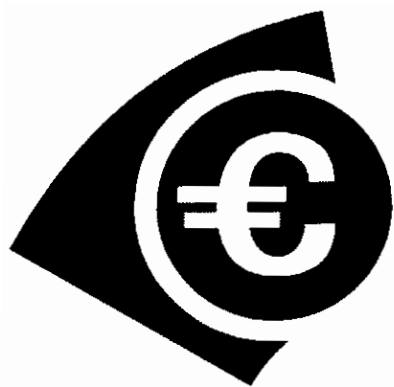
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Υπολογισμός της απόδοσης μιας επένδυσης	171
Μορφές Κινδύνων (Risks)	171
Αναμενόμενη απόδοση (Expected Return) → R & Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation) → σ	172
Ο Υπολογισμός του κινδύνου Βήτα «β»	

(Measuring Beta Risk).....	178
Ανάλυση Παλινδρόμησης της εταιρίας Μοχλός Α.Ε.....	179
Γραφική παράσταση της συνάρτησης της Παλινδρόμησης της εταιρίας Μοχλός.....	181

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ BREAK EVEN POINT



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΟΥ

Βιομηχανικός Κλάδος

Κατασκευαστικός Κλάδος

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Γενικά

Χρησιμότητα των αριθμοδεικτών στα πλαίσια του ΓΛΣ

Κατηγορίες αριθμοδεικτών

ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Η εταιρία ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. ιδρύθηκε το 1973 με έδρα την Πάτρα ως τεχνική εταιρία και δραστηριότητες τη βιομηχανία και εμπορία σκυροδέματος. Τα κεντρικά συνεργεία συντήρησης και στάθμευσης του ιδιόκτητου μηχανικού εξοπλισμού της, καθώς και οι χώροι αποθήκευσης υλικών είναι σε στεγασμένα κτίρια που βρίσκονται στην Πάτρα.

Η ΜΟΧΛΟΣ Ανώνυμη, Εμπορική, Βιομηχανική, Τεχνική και Τουριστική Εταιρία ιδρύθηκε το 1973 από τον κ. Κωνσταντίνο Στέγγο (Φ.Ε.Κ. 1492/02.08.73). Η έδρα και τα κεντρικά της γραφεία είναι στην Πάτρα (Νέα Εθνική Οδός Πατρών-Αθηνών 113). Τα κεντρικά συνεργεία συντήρησης και στάθμευσης του ιδιόκτητου μηχανικού εξοπλισμού της, καθώς και οι χώροι αποθήκευσης υλικών είναι σε ιδιόκτητα στεγασμένα κτίρια που βρίσκονται στην Πάτρα (επί της εθνικής οδού Πατρών - Αθηνών). Η Εταιρία είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών του Υπουργείου Εμπορίου με αριθμό 9988/06/Β/86/21.

ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Σκοπός της Εταιρίας όπως αναφέρεται στο άρθρο 2 του Καταστατικού της είναι:

- Η ανάληψη και εκτέλεση πάσης φύσεως τεχνικών έργων του Δημοσίου, Νομικών προσώπων Δημοσίου ή Ιδιωτικού Δικαίου και Ιδιωτικών τοιούτων.
- Η ανάληψη και σύνταξη μελετών πάσης φύσεως τεχνικών έργων Δημοσίου, Νομικών προσώπων Δημοσίου ή Ιδιωτικού Δικαίου και Ιδιωτικών τοιούτων.
- Η βιομηχανική παραγωγή και εμπορία οικοδομικών και λοιπών κατασκευαστικών υλικών τεχνικών έργων.
- Η εμπορία πάσης φύσεως αυτοκινήτων, ως και η άσκηση επιχειρήσεως επισκευής αυτοκινήτων και λοιπών οχημάτων ως και μηχανημάτων. Η άσκηση ξενοδοχειακών επιχειρήσεων και τουριστικών επιχειρήσεων.
- Η αγορά οικοπέδων και ακινήτων καθώς και η ανέγερση ακινήτων είτε προς εγκατάσταση των γραφείων, εργοστασίων αποθηκών, συνεργείων και υπηρεσιών της Εταιρίας είτε προς διαχείριση και εκμετάλλευσή τους.
- Η άσκηση δραστηριοτήτων σχετικά με το real estate, δηλαδή η ανάπτυξη, αξιοποίηση, διαχείριση και εκμετάλλευση, πάσης φύσεως ακινήτων, στην Ελλάδα και το Εξωτερικό
- Η άσκηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων.
- Η άσκηση δραστηριοτήτων αναφορικά με την κατασκευή, λειτουργία, έλεγχο, διαχείριση και εκμετάλλευση Καζίνο.
- Η γεωργική και κτηνοτροφική εκμετάλλευση εκτάσεων ως και η βιομηχανική παραγωγή, πώληση και εξαγωγή των σχετικών γεωργικών και κτηνοτροφικών προϊόντων.
- Η συμμετοχή ή συνεργασία με άλλες υφιστάμενες ή συσταθησόμενες επιχειρήσεις, επιδιώκουσες τον αυτό ή παραπλήσιο σκοπό.
- Η συμμετοχή ή συνεργασία με άλλες υφιστάμενες ή συσταθησόμενες επιχειρήσεις επιδιώκουσες τον αυτό ή παραπλήσιο σκοπό
- Η απόκτηση συμμετοχών (μετοχών, εταιρικών μεριδίων) σε άλλες εταιρίες συναφούς η μη επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- Όλες τις πιο πάνω δραστηριότητες η Εταιρία μπορεί να τις εκτελεί είτε για λογαριασμό της, είτε για λογαριασμό τρίτων με προμήθεια ή ποσοστά, είτε

συνεταιριστικά είτε σε σύμπραξη με τρίτα φυσικά ή νομικά πρόσωπα (Κοινοπραξία).

- Η συγχώνευση μετ' άλλης εταιρίας ή η απορρόφηση ετέρων συναφών επιχειρήσεων ατομικών ή εταιρικών ή η εισφορά κλάδου σε υφιστάμενη ή συνιστώμενη νέα εταιρία.
- Για την εκπλήρωση των σκοπών της Εταιρίας είναι δυνατή η παροχή εγγυήσεων υπέρ εταιριών και γενικά επιχειρήσεων ή κοινοπραξιών στις οποίες συμμετέχει η Εταιρία ή συνεργάζεται μαζί τους με οποιοδήποτε τρόπο, παρέχουσα πάσης φύσεως ασφάλειες ενοχικές και εμπράγματα.

Διευκρινίζεται ότι ο σκοπός της Εταιρίας βάσει του Καταστατικού της τροποποιήθηκε από την έκτακτη Γ.Σ. της 20/3/2000.

Η διάρκεια της Εταιρίας έχει οριστεί για 100 έτη, ήτοι μέχρι το 2073. Η Εταιρία είναι εγγεγραμμένη ως εργοληπτική επιχείρηση Η' τάξης και κατέχει πτυχίο για όλες τις κατηγορίες έργων (οδοποιίας, οικοδομικά, υδραυλικά, λιμενικά, βιομηχανικά - ενεργειακά, ηλεκτρομηχανολογικά).

ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ

Στο διάστημα 1973-1989 η δραστηριότητα της Εταιρίας ήταν καθαρά εμπορική. Από το 1989, δραστηριοποιήθηκε στον κλάδο των δημοσίων και ιδιωτικών έργων, ιδιαίτερα στον νομό Αχαΐας. Επιπλέον, το Νοέμβριο του 1991 δημιούργησε ξεχωριστό κλάδο βιομηχανικής παραγωγής και εμπορίας ετοιμού σκυροδέματος στην ευρύτερη περιοχή των Πατρών.

Με την δραστηριοποίηση της Εταιρίας στον κατασκευαστικό κλάδο επιδιώχθηκε η δημιουργία μιας δυναμικής εργοληπτικής εταιρίας η οποία θα αναλαμβάνει την εκτέλεση έργων στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Το 1994, η Εταιρία εισήγαγε τις μετοχές της στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ενισχύοντας παράλληλα την κεφαλαιακή της διάρθρωση, μέσω της άντλησης νέων κεφαλαίων. Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν ανήλθαν σε Δρχ. 1.414.000.000 και καλύφθηκαν εξ' ολοκλήρου από το ευρύ επενδυτικό κοινό.

Το 1995, η Εταιρία πραγματοποίησε νέα αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και κεφαλαιοποίηση αποθεματικών. Τα νέα κεφάλαια που αντλήθηκαν από την αύξηση αυτή ανήλθαν σε Δρχ. 427 εκατ. Επιπρόσθετα, το 1995 η Εταιρία προχώρησε στην εξαγορά του συνόλου των μετοχών της Εταιρίας "ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Τ.Ε." έναντι τιμήματος ύψους Δρχ. 1.067 εκατ., ποσό που διατέθηκε από ίδια διαθέσιμα της Εταιρίας.

Το 1996, η Εταιρία προχώρησε σε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, ενώ ταυτόχρονα με απόφαση Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης, προχώρησε στην εξαγορά του συνόλου των μετοχών της εταιρίας "ΑΜΒΡΑΚΙΑ Α.Τ.Ε.", την οποία το Νοέμβριο 1996 απορρόφησε δια συγχωνεύσεως βάσει του Ν.2166/93. Επίσης, κατά τη χρήση 1997 η Εταιρία προχώρησε σε αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών.

Το 1997 αποφασίστηκε η ίδρυση της θυγατρικής εταιρίας στη Ρουμανία EUROROM CONSTRUCTII 97-SRL στην οποία η ΜΟΧΛΟΣ συμμετέχει στο μετοχικό της κεφάλαιο κατά 100%. Σκοπός της εταιρίας είναι η πραγματοποίηση έργων Πολιτικού Μηχανικού για την οικοδόμηση παντός είδους κτιρίων.

Το 1999, η Εταιρία πραγματοποίησε νέα αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και κεφαλαιοποίηση αποθεματικών. Τα νέα κεφάλαια που αντλήθηκαν από την αύξηση αυτή ανήλθαν σε Δρχ. 1.564 εκατ.

Στη Γ.Σ της 20.3.2000 απεφασίσθη κατ' αρχήν η λήψη απόφασης για την απόσχιση του κατασκευαστικού κλάδου προκειμένου αυτός να συγχωνευτεί με απορρόφηση από την εταιρία ALVITERRA ΕΛΛΑΣ, θυγατρική της ΤΟΞΟΤΗΣ ΑΤΕ και της ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ (50%). Η απόφαση περιείχε την ανάθεση της περαιτέρω διερεύνησης του θέματος αυτού προς το Δ.Σ. και την εν συνεχεία υλοποίηση των σχετικών πράξεων απόσχισης.

Ωστόσο, η Διοίκηση της Εταιρίας δεν προχώρησε σε βάθος στη δρομολόγηση των πράξεων αυτών δεδομένου ότι το κυοφορούμενο νομοσχέδιο του ΥΠΕΧΩΔΕ περί συγχωνεύσεων των κατασκευαστικών εταιριών του κλάδου υφίστατο συνεχείς μετεξελίξεις και μεταβολές. Ήδη στην μορφή που αυτό κατά τα διαφαινόμενα παρουσιάζεται σήμερα καθιστά απαραίτητο τον επαναπροσδιορισμό των συνιστωσών όπως αυτές εμφανίζονταν τότε. Η Διοίκηση της Εταιρίας με βάση τα νέα δεδομένα θα αποφασίσει προσεχώς την ακολουθητέα επί του θέματος πορεία σε συνδυασμό με τις επ' αυτού αποφάσεις της Διοίκησης της ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ως Ομίλου τεχνικών εταιριών και οι τελικές αποφάσεις θα παρθούν εξ' αρχής μετά την οριστική ισχύ των διατάξεων του αναμενόμενου νόμου.

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΟΥ

Βιομηχανικός Κλάδος

Η Εταιρία από το Νοέμβριο 1991 δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία ετοιμού σκυροδέματος. Αρχικά, η μονάδα παραγωγής σκυροδέματος εγκαταστάθηκε στη θέση Ρηγανόκαμπος Πατρών, σε έκταση που είχε παραχωρηθεί στην Εταιρία από το Δήμο Πατρέων. Εντός του 1997, το επενδυτικό πρόγραμμα της Εταιρίας, συνολικού ύψους Δρχ. 1.217 εκατ. υπήχθη στις διατάξεις του Ν.1892/90 με σκοπό τη δημιουργία νέας μονάδας σκυροδέματος στην ΒΙΠΕ Πατρών. Επιπρόσθετα, εντός του 1997 η Εταιρία ξεκίνησε την κατασκευή νέας μονάδας παραγωγής σκυροδέματος σε ιδιόκτητη έκταση στην θέση Άνω Καστρίτσι Πατρών. Η μονάδα αυτή - η οποία ήδη βρίσκεται σε λειτουργία είναι πλήρως αυτοματοποιημένη και από τις πλέον σύγχρονες, ενώ χρηματοδοτήθηκε εξ' ολοκλήρου από τα ίδια διαθέσιμα της Εταιρίας. Το κόστος της μονάδας ανήλθε σε Δρχ. 500 εκατ. περίπου.

Η Εταιρία έδωσε και δίνει βαρύτητα στην απόκτηση άρτιου και τεχνολογικά σύγχρονου εξοπλισμού ούτως ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί στις σύγχρονες απαιτήσεις. Έτσι στο διάστημα 1994 - 1996 επενδύθηκαν σημαντικού ύψους ποσά για την απόκτηση κατάλληλου εξοπλισμού και μεταφορικών μέσων. Εντός του 1995 και μέχρι σήμερα δαπανήθηκαν Δρχ. 2.000 εκατ. για απόκτηση κατάλληλου και τελευταίας τεχνολογίας εξοπλισμού του κλάδου σκυροδέματος.

Ο κύκλος εργασιών εμφανίζει μια αισθητή βελτίωση και ικανοποιητική πορεία η οποία οφείλεται τόσο στην αξιοπιστία και τη φερεγγυότητα της Εταιρίας όσο και στην υψηλή ποιότητα παραγόμενου προϊόντος που πληροί και τις πλέον σύγχρονες απαιτήσεις τόσο της κείμενης νομοθεσίας όσο και των πελατών της Εταιρίας. Επιπρόσθετα η απόκτηση σύγχρονου και άρτιου τεχνικά εξοπλισμού επιτρέπει την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας ανά μονάδα παραγομένου προϊόντος. Ο προβλεπόμενος κύκλος εργασιών του κλάδου ετοιμού σκυροδέματος για το 2001 ανέρχεται σε Δρχ. 1.600 εκατ.

Κατασκευαστικός Κλάδος

Η Εταιρία κατέχει πτυχίο Η' Τάξης ΜΕΕΠ (ήτοι το ανώτερο πτυχίο που υφίσταται) για όλες τις κατηγορίες έργων. Βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας, οι εταιρίες κάτοχοι πτυχίου Η' τάξεως αναλαμβάνουν δημόσια έργα μόνον άνω των Δρχ. 2,4 δισ. Επίσης, το ανώτερο όριο του προϋπολογισμού των έργων που επιτρέπεται να αναλάβουν αυτοτελώς είναι Δρχ. 12 δισ., όριο που αυξάνεται λόγω της καθαρής θέσης της Εταιρίας έως και πάνω από Δρχ. 24 δισ.

Οι δραστηριότητες του κατασκευαστικού κλάδου της Εταιρίας ανά κατηγορία έργου περιγράφονται αναλυτικότερα ακολούθως:

Έργα Οδοποιίας:

Η εκτέλεση των έργων οδοποιίας αφορά την κατασκευή αυτοκινητοδρόμων και ανισόπεδων κόμβων, για τα οποία η Εταιρία διαθέτει το κατάλληλο μηχανολογικό εξοπλισμό και τεχνογνωσία για την ανάληψη και ολοκλήρωσή τους.

Υδραυλικά, Αρδευτικά και Υπόγεια Έργα:

Τα εν λόγω έργα αφορούν την κατασκευή αποχετευτικών δικτύων, φραγμάτων και σιράγγων, αντλιοστασίων, αρδευτικών και αποστραγγιστικών δικτύων για την εκτέλεση των οποίων η Εταιρία διαθέτει το απαιτούμενο εξειδικευμένο επιστημονικό και τεχνικό προσωπικό, καθώς και τον κατάλληλο εξοπλισμό.

Λιμενικά Έργα:

Ο τομέας των λιμενικών έργων περιλαμβάνει εργασίες όπως η κατασκευή λιμενικών εγκαταστάσεων καθώς και την διαμόρφωση περιοχών για χρήση ή πρόσβαση προς τους λιμένες.

Οικοδομικά Έργα:

Τα εν λόγω έργα αναφέρονται στην κατασκευή κτιρίων - κτιριακών συγκροτημάτων και άλλων οικοδομικών κατασκευών.

Οι κύκλοι εργασιών του βιομηχανικού και του κατασκευαστικού κλάδου της Εταιρίας κατά την τελευταία τριετία διαμορφώνονται ως ακολούθως:

Κύκλος Εργασιών (εκατ. Δρχ.)	1998	%	1999	%	2000	%
Βιομηχανικού Κλάδου	920	20,1%	937	16,6%	1.009	9,5%
Κατασκευαστικού Κλάδου	3.659	79,9%	4.722	83,4%	9.652	90,5%
Σύνολο	4.579	100,0%	5.659	100,0%	10.661	100,0%

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται η μετοχική σύνθεση της Εταιρίας στις 20/12/2000:

20/12/2000		
ΜΕΤΟΧΟΙ	Αριθμός Μετοχών	Ποσοστό (%)
Τεχνική Ολυμπιακή	21.800.183	49,6%
Επενδυτικό Κοινό (2) (Μετοχές σε Διασπορά)	22.199.817	50,4%
ΣΥΝΟΛΟ	44.000.000	100,0%

Από τα μέλη του Δ.Σ και τα διευθυντικά στελέχη η κ.Στυλιανή Στέγγου κατέχει 12 μετοχές της Εταιρίας και η κ.Μ.Σβώλη 1.396 μετοχές. Επίσης ο νόμιμος εκπρόσωπος της Εταιρίας κ.Κων/νος Στέγγος κατέχει 192.331 μετοχές (ποσοστό 0,44%).

Κατά την τελευταία τριετία οι μεταβολές σε ποσοστό μεγαλύτερο ή ίσο του 3% που σημειώθηκαν στη μετοχική σύνθεση της Εταιρίας είναι οι εξής:

Στις 9/7/1999 η ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ αγόρασε από τον κ.Κων/νο Στέγγο 12.020.400 μετοχές (ήτοι ποσοστό 66,78%) έναντι ποσού δρχ. 10.079.999.212 (μέση τιμή δρχ 838, 6 ανά μετοχή) και κατέστη ο βασικός μέτοχος της Εταιρίας.

Στις 2/8/1999 η ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ πούλησε 730.691 μετοχές (ήτοι ποσοστό 4,06%) έναντι ποσού δρχ.1640.401.295 (μέση τιμή δρχ.2.245 ανά μετοχή) και έτσι το ποσοστό της κατέστη 62,72% (11.289.709 μετοχές).

Στις 5/8/1999 η ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ πούλησε 662.013 μετοχές (ήτοι ποσοστό 3,68%) έναντι ποσού δρχ.1488.350.657 (μέση τιμή δρχ.2.248,22 ανά μετοχή) και έτσι το ποσοστό της κατέστη 59,04% (10.627.696 μετοχές).

Στις 6/8/1999 η ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ πούλησε 720.000 μετοχές (ήτοι ποσοστό 4%) έναντι ποσού 1.708.640.764 (μέση τιμή δρχ. 2.373,11 ανά μετοχή) και έτσι το ποσοστό της κατέστη 55,04% (9.907.696 μετοχές).

Στις 13/8/1999 η ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ πούλησε 637.210 μετοχές (ήτοι ποσοστό 3,54%) έναντι ποσού 1.787.941.830 (μέση τιμή δρχ. 2.805,89 ανά μετοχή) και έτσι το ποσοστό της κατέστη 51,5% (9.270.486 μετοχές).

Στις 25/10/1999 μετά από split και έκδοση νέων μετοχών το ποσοστό της ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ κατέστη 50,37% (14.506.841 μετοχές επί συνόλου 28.800.000).

Στις 29/10/1999 η ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ πούλησε 868,610 μετοχές (ήτοι ποσοστό 3.02%) έναντι ποσού δρχ. 3,578,386,559 (μέση τιμή δρχ. 4,119.67 ανά μετοχή) το ποσοστό της κατέστη 47.35% (13,638,231 μετοχές).

Στις 18/8/2000 μετά από κεφαλαιοποίηση αποθεματικών το ποσοστό της ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ανήλθε στο 50.33% (22,145,620 μετοχές επί συνόλου 44,000,000 μετοχών).



Παρατήρηση:

Στις 31 Ιανουαρίου του 2006 ο Κ. Στέγος κατηγορήθηκε για υπεξέρηση χρημάτων από την εταιρεία (Τεχνική Ολυμπιακή) και για την σύναψη δανείου που εγκρίθηκε παράνομα από την στέλεχος της Alpha Bank που δεν πληρούσε την νομοθεσία σχετικά με τα επιχειρηματικά δάνεια.

Σαν εξωτερικοί αναλυτές και με βάση τα οικονομικά στοιχεία και τις πληροφορίες που διανέμονται ελεγχόμενα στο επενδυτικό κοινό, δεν είμαστε σε θέση να βρούμε κάτω από αυτές τις συνθήκες οτιδήποτε παράνομο, που δεν συνάγει με το θεσμικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Μπορούμε όμως να θέσουμε κάποια καίρια ερωτήματα που θα προβληματίσουν τον επενδυτή ή τον δανειστή προς την επιχείρηση.

Από την παραπάνω Μετοχική Σύμβαση της εταιρίας «ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.» τα οποία δημοσίευσε επίσημα η διεύθυνση της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. στην επίσημη ιστοσελίδα της επιχείρησης (www.mochlos.com), παρατηρούμε τα εξής: Στις 9/7/1999 η Τεχνική Ολυμπιακή (που σήμερα, άνω του 33% ανήκει στον κύριο Στέγγο) αγόρασε νόμιμα 12.020.400 μετοχές (ήτοι ποσοστό 66,78%) έναντι ποσού δρχ. 10.079.999.212 (μέση τιμή δρχ 838, 6 ανά μετοχή) και κατέστη ο βασικός μέτοχος της Εταιρίας. Επίσης με νόμιμες διαδικασίες, η Τεχνική Ολυμπιακή, μετά από 3 μήνες πήρε το επενδύσιμο κεφάλαιο της πίσω (10 δις Δρχ) πουλώντας ένα μέρος από τις μετοχές που είχε αγοράσει. Έτσι μετά από αυτή την ενέργεια επέτυχε να κατέχει το 47.35% της επιχείρησης. Η τιμή πώλησης και επιστροφής του αρχικού επενδύσιμου κεφαλαίου στις 29/10/1999 ήταν 4,119.67 Δρχ. Δηλαδή μια αύξηση της τιμής της εταιρίας «Μοχλός Α.Ε.» μέσα σε 3 μήνες της τάξεως του 491.26%! Σχεδόν στο Limit up (το 1999 ήταν 8%) σε κάθε συνεδρίαση βρισκόταν η τιμή της μετοχής επί 3 μήνες.

Τα ερωτήματα που γεννιούνται είναι: Τι προκάλεσε αυτή την μεγάλη ώθηση της τιμής της μετοχής της εταιρίας; Δικαιολογείται αυτή η χρηματιστηριακή άνοδος της εταιρίας σχεδόν κάθε μέρα στο limit up;

Μια είδηση επηρεάζει την τιμή της μετοχής είτε θετικά είτε αρνητικά, μέχρι να φτάσει σε ένα σημείο που η τιμή της μετοχής θεωρείται από τους επενδυτές είτε υπερτιμημένη, είτε υποτιμημένη και διορθώνεται. Όμως η νέα τιμή της μετοχής μετά την είδηση είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την αρχική τιμή. Ανάλογα βέβαια με την είδος της είδησης.

Τι πραγματικά όμως προκάλεσε αυτή την συνεχιζόμενη άνοδο της εταιρίας επί 3 μήνες αποδίδοντας 491.26%;

Το Ελληνικό Χρηματιστήριο την περίοδο του 1997 – 1999 δεν προστατευόταν από ένα ισχυρό θεσμικό πλαίσιο ικανό να προστατέψει τους επενδυτές του. Έπρεπε να έρθει ο Σεπτέμβριος του '99 ως το φθινόπωρο του 2003 να μάθει από τα λάθη του, να ωριμάνσει και να συνεχίσει με νέα δυναμική την πορεία του.

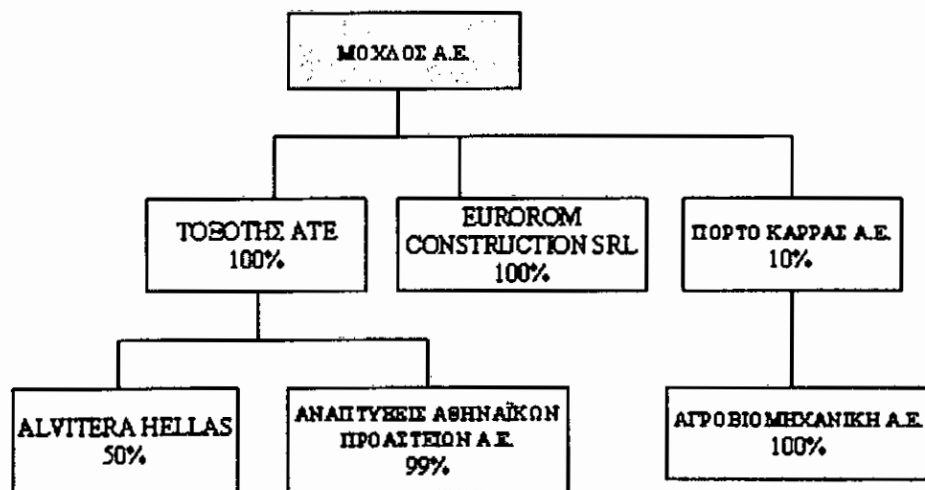
Εκείνη την περίοδο η διοίκηση του χρηματιστηρίου δεν διέθετε την γνώση και την κατάλληλη τεχνολογία να ελέγχει τους επενδυτές έτσι ώστε για κάθε επενδυτή θεσμικό ή μη να αντιστοιχεί ένας κωδικός. Εκμεταλλευόμενη αυτή την κατάσταση ορισμένοι επιτήδειοι διέθεταν δυο κωδικούς έτσι εμφανίζονταν στο ταμπλό της Σοφοκλέους και σαν πωλητές και σαν αγοραστές μεταβάλλοντας την τιμή της μετοχής, ιδιαίτερα των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης στην τιμή που ήθελαν.

Ένας άλλος παράγοντας ήταν ο λεγόμενος «αέρας», ο οποίος σήμερα θεωρείται παράνομος. Με τον αέρα, μπορούσες να αγοράσεις μετοχές και το αντίστοιχο ποσό που άξιζαν οι μετοχές να το καταθέσουν στον τραπεζικό λογαριασμό

της χρηματιστηριακής εταιρίας (που αφθονούσαν εκείνη την περίοδο). Έτσι εκμεταλλεζόμενοι πολλοί επενδυτές επέλεξαν από τις Top 10 μετοχές με τις καλύτερες αποδόσεις. Ορισμένοι αγόραζαν και πωλούσαν μέσα σε διάστημα 3 ημερών, έτσι δεν χρειαζόταν στο τέλος να καταθέσουν το ποσό αξίας των μετοχών (αφού εν τέλη τις πωλούσαν) αλλά τους κατέθετε η χρηματιστηριακή τα κέρδη τους. Αυτό έλκυσε τους τζογαδόρους και αύξησε σημαντικά το ημερήσιο τζίρο συναλλαγών του χρηματιστηρίου. Ορισμένες εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο εκμεταλλεύονταν αυτή την παράνοια που επικρατούσε έτσι ώστε να ικανοποιήσουν τους δικούς τους σκοπούς.

Ένας άλλος τρόπος που ήταν επίσης διαδεδομένος ήταν ο τρόπος που μεταδίδονταν διάφορες ειδήσεις. Κάποιοι που είχαν διάφορα συμφέροντα έπειθαν κάποιους χρηματιστές να διαδώσουν ότι η «χ» μετοχή την επόμενη μέρα θα φτάσει στο Limit up, οι τζογαδόροι της εποχής αναζητούσαν απεγνωσμένα ειδήσεις για μετοχές που θα υπεραπέδιδαν, το διέδιδαν και σε άλλους και οι άλλοι σε άλλους. Έτσι και πάλι αυξάνονταν οι τιμές των μετοχών και οι όγκοι συναλλαγών.

Μία μέρα όμως του Σεπτεμβρίου κάποιοι αφού αποσύρθηκαν από την αγορά βγάζοντας υπερκέρδη θέλησαν με τον ίδιο τρόπο της πληροφόρησης να δώσουν ένα τέλος στην τρελή κούρσα του χρηματιστηρίου που το οδήγησε μέχρι τις 6400 μονάδες περίπου. Ο μοχλός ήταν θύμα της όλης κατάστασης από 800 δρχ που ήταν έφτασε στις 4,200 δρχ ώσπου σήμερα (2006) είναι στα €0.31 δηλαδή **105.6Δρχ**



Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΟ ΧΑΑ

ΑΝΘΡΩΠΙΝΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ

Η εξέλιξη του μέσου όρου του προσωπικού της επιχείρησης κατά κατηγορία, σύμφωνα με τα στοιχεία των προσαρτημάτων των Ισολογισμών της τριετίας 2001 - 2003 παρουσιάζεται ακολούθως.

Μέσος Όρος Προσωπικού			
	2001	2002	2003
Διοικητικό Προσωπικό	233	285	309
Εργατοτεχνικό Προσωπικό	280	393	235
ΣΥΝΟΛΟ	513	678	594

Το απασχολούμενο προσωπικό της Εταιρίας διακρίνεται για την μεγάλη εμπειρία του και την σύγχρονη τεχνογνωσία, η οποία εμπλουτίζεται με συνεχή επιμόρφωση. Οι σχέσεις μεταξύ προσωπικού και διοίκησης της Εταιρίας είναι άριστες, ενώ έχει επιτευχθεί πολύ υψηλός βαθμός μονιμότητας του προσωπικού της.

Δαπάνες ανά Κατηγορία Προσωπικού 2001-2003 (ποσά σε χιλ.€)			
	2001	2002	2003
Διοικητικό Προσωπικό	4.285	6.527	5.611
Εργατοτεχνικό Προσωπικό	1.307	4.728	3.290
ΣΥΝΟΛΟ	5.592	11.255	8.901

ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ & ΣΤΟΧΟΙ

Η μέχρι σήμερα πορεία της Εταιρίας από την ίδρυσή της (1973), σε συνδυασμό με την υψηλή κατασκευαστική της ικανότητα και την ισχυρή οικονομική της θέση, την έχουν καθιερώσει ανάμεσα στις μεγαλύτερες και πιο αξιόπιστες τεχνικές εταιρίες στο χώρο των δημοσίων και ιδιωτικών έργων.

Οι στόχοι της ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. για τα προσεχή έτη είναι:

- να ενισχύσει περαιτέρω τη βιομηχανική της παραγωγή με προοπτική την περαιτέρω ανάπτυξη της δραστηριότητας αυτής με τη δημιουργία νέων καθετοποιημένων μονάδων και την απόκτηση υψηλότερου μεριδίου αγοράς πανελλαδικά. Στα πλαίσια αυτά εντάσσεται και η προώθηση ανάπτυξης εκμεταλλευτικών μονάδων παραγωγής και εμπορίας λατομικών προϊόντων καθώς και συναφών προϊόντων στις εφαρμογές και κατασκευές των τεχνικών έργων.
- να επεκτείνει τις δραστηριότητές της και στον ευρύτερο χώρο της Βαλκανικής (μέσω θυγατρικών & συνεργασιών) αναλαμβάνοντας τόσο δημόσια όσο και ιδιωτικά έργα. Ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί σε έργα υποστηριζόμενα από την Ε.Ε. τα οποία διαθέτουν μικρότερο ρίσκο καθώς και αυτοχρηματοδοτούμενα έργα πάσης φύσεως στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.
- να ενισχύσει μέσω του Χ.Α.Α. την κεφαλαιακή της θέση ώστε να μπορεί να συμμετάσχει δυναμικά στην ανάληψη μεγάλων αυτοχρηματοδοτούμενων έργων.
- να βελτιώσει την οργάνωσή της και την ποιότητα του προσωπικού της ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί στις αυξημένες πλέον απαιτήσεις και προδιαγραφές ποιότητας των έργων.
- να εμπλουτίσει και εκσυγχρονίσει τον μηχανολογικό της εξοπλισμό έτσι ώστε να διαθέτει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών αλλά και προκειμένου να αυξήσει την παραγωγική της ικανότητα.

- να επικεντρώσει τις δραστηριότητες της στην ανάπτυξη αστικών ακινήτων (real estate) και σε όλο το φάσμα των σχετικών δραστηριοτήτων (αγορά, αξιοποίηση, διαχείριση και εκμετάλλευση πάσης φύσεως ακινήτων στην Ελλάδα και το εξωτερικό).
- να επεκτείνει τις δραστηριότητες της στις ξενοδοχειακές και εν γένει τουριστικές επιχειρήσεις και εκμεταλλεύσεις.

Ο όμιλος ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ - ΜΟΧΛΟΣ δημιουργεί νέα δεδομένα, καθώς δημιουργεί χαρακτηριστικά που ανταποκρίνονται στο χρόνιο αίτημα για συγκέντρωση των κατασκευαστικών δυνάμεων, ώστε το ελληνικό δυναμικό να ανταποκριθεί στις σημερινές απαιτήσεις της αγοράς υποδομών. Με την υλοποίηση των ανωτέρω στόχων, η Εταιρία επιδιώκει να ισχυροποιήσει και να επεκτείνει την ανταγωνιστική της θέση, διατηρώντας παράλληλα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και ικανοποιητικής απόδοσης για τους μετόχους της.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Γενικά – χρήση των αριθμοδεικτών

Όλες οι ανώνυμες εταιρίες είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν και να παρουσιάζουν τα οικονομικά τους μεγέθη στο τέλος του κάθε οικονομικού έτους (31-12-XX). Βέβαια η δημοσίευση των αποτελεσμάτων τους γίνεται μέσα στους τρεις πρώτους μήνες του έτους, για γραφειοκρατικούς λόγους. Πέραν από τις εκάστοτε Νομαρχίες όπου εδρεύει η κάθε επιχείρηση και από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), τις οικονομικές τους καταστάσεις τις δημοσιεύουν σε διάφορες οικονομικές ή πολιτικές εφημερίδες καθώς και στις επίσημες ιστοσελίδες τους που φιλοξενούνται στο διαδικτυακό χώρο, όπου την τελευταία δεκαετία έγινε ιδιαίτερα δημοφιλές σε όλο τον κόσμο.

Οι εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, παρουσιάζουν και παράλληλα δημοσιεύουν στις ιστοσελίδες τους στο διαδύκτιο τα συνοπτικά τους στοιχεία του κάθε τριμήνου. Έχουμε λοιπόν συνοπτικά αποτελέσματα τριμήνου, εξαμήνου, εννεαμήνου και τέλος τον επίσημο ισολογισμό και τα οικονομικά αποτελέσματα χρήσης. Έτσι οποιοσδήποτε ενδιαφερόμενος, είτε πρόκειται για επιχειρηματία, επενδυτή, θεσμικό επενδυτή είτε πρόκειται για κάποιο τραπεζικό οργανισμό οπουδήποτε στον κόσμο και αν βρίσκεται να μπορεί να ελέγχει και να σχηματίζει μια άποψη σχετικά για την επένδυσή του μέσα από το διαδύκτιο.

Ο ισολογισμός, τα αποτελέσματα χρήσης και ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων μας δίνουν μια εικόνα όσον αφορά τα περιουσιακά στοιχεία, τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων και τα οικονομικά αποτελέσματα από τις οικονομικές δραστηριότητες.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων περιορίζεται και μόνο στην ανάλυση που κάνουν οι «εξωτερικοί αναλυτές», εκείνοι που δεν έχουν πρόσβαση στα μη δημοσιευμένα στοιχεία που αφορούν τις εσωτερικές πληροφορίες τις κάθε εταιρίας και προστατεύονται αυστηρά από τον νόμο περί ανταγωνισμού. Όμως, οι τράπεζες είναι σε θέση να εξασφαλίσουν περισσότερες και λεπτομερέστερες πληροφορίες από ότι οι «εξωτερικοί αναλυτές», προκειμένου να αποφασίσουν για την χορήγηση ή μη δανείων στις επιχειρήσεις.

Οι παρούσες όμως λογιστικές καταστάσεις παρουσιάζουν ορισμένα μειονεκτήματα, τα οποία δυσχεραίνουν αρκετά το έργο του αναλυτή. Τα πιο σημαντικά είναι τα εξής:

- Τα στοιχεία που περιλαμβάνουν είναι πολύ συνοπτικά και ανομοιομορφα καταταγμένα, δεδομένου ότι, για την κατάρτισή τους δεν υπάρχει ένας ενιαίος τύπος υποχρεωτικός για όλες τις επιχειρήσεις. Πολλές φορές ορισμένες επιχειρήσεις εκδίδουν δυο ισολογισμούς όταν απευθύνονται στο ελληνικό επενδυτικό κοινό προκειμένου να καλύψουν και τα δυο λογιστικά σχέδια. Ενώ για το επενδυτικό κοινό της Ευρωπαϊκής Ένωσης το εκδίδουν με άλλο διαφορετικό τρόπο. Βέβαια ούτε που να γίνεται λόγος για την Αμερική και για τον Αμερικάνικο τρόπο καταγραφής των Λογιστικών Καταστάσεων. Βέβαια τα τελευταία χρόνια γίνεται μεγάλη προσπάθεια για σύγκλιση των διαφορών και έκδοση από κοινού ενός ενιαίου λογιστικού σχεδίου.
- Ο χρόνος που συνήθως μεσολαβεί από το τέλος της χρήσεως, στην οποία αναφέρονται, μέχρις ότου δημοσιευθούν και γίνουν γνωστές στο ευρύ κοινό είναι αρκετά μακρύς.
- Οι λογιστικές καταστάσεις θα πρέπει να θεωρηθούν ότι δεν μας δίνουν μια ακριβή πληροφορία σχετικά με την οικονομική κατάσταση της εταιρίας για το εκάστοτε οικονομικό έτος. Αποτελούν όμως, μία «φωτογραφία» της επιχείρησης μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου η οποία συντάσσεται και είναι στο τέλος τις χρήσεις. Σαν αναλυτές μπορούμε μόνο να συγκρίνουμε τις δυο αυτές «φωτογραφίες» το δύο ετών και να μελετήσουμε τη μεταβλήθηκε και πόσο επηρέασε αυτή η μεταβολή την λειτουργία της επιχείρησης.

Αναγνωρίζοντας, λοιπόν αυτά τα εμπόδια που συναντάει ένας αναλυτής χρησιμοποιεί ένα πολύ καλό χρηματοοικονομικό σύγχρονο εργαλείο που τον βοηθάει να δει εις βάθος τα οικονομικά αποτελέσματα που δεν μπορούσαν να φανούν πριν από αυτά. Το σύγχρονο αυτό εργαλείο δεν είναι τίποτα άλλο παρά η κατασκευή και η χρήση των αριθμοδεικτών.

Οι αριθμοδείκτες εκφράζουν μια μαθηματική σχέση μεταξύ ενός ποσού, το οποίο περιέχεται στον αριθμητή και ενός άλλου, το οποίο περιέχεται στον παρονομαστή του αριθμοδείκτη. Ένας αριθμοδείκτης είναι σημαντικός, εάν η σχέση μεταξύ των δύο ποσών μπορεί να ερμηνευθεί, είναι δηλαδή μια λογική και κατανοητή σχέση, και εάν μπορεί να επηρεάσει τη λήψη κάποιων χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Η σχέση, για παράδειγμα, μεταξύ κόστους πωληθέντων και πωλήσεων εκπληρώνει και τις δυο αυτές προϋποθέσεις, γιατί δείχνει τι ποσοστό των πωλήσεων αντιπροσωπεύει το κόστος τους και γιατί μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε κάποιες χρηματοοικονομικές αποφάσεις, όπως εισόδου σε κάποιο κλάδο, ενώ η σχέση μεταξύ χρεογράφων και εξόδων μεταφοράς δεν παρέχει καμία λογική πληροφορία στον αναλυτή και είναι αμφίβολο εάν μπορεί να βοηθήσει τη λήψη κάποιων αποφάσεων.

Για να εκτιμηθεί η οικονομική κατάσταση και η απόδοση της εταιρίας, όπως προηγουμένως αναφέραμε, ο εξωτερικός αναλυτής θα χρειαστεί τους οικονομικούς αριθμοδείκτες. Αλλά γιατί να χρησιμοποιήσεις τους αριθμοδείκτες; Γιατί να μην κοιτάζει απλά τα στοιχεία του ισολογισμού; Υπολογίζουμε τους αριθμοδείκτες, γιατί με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνουμε την σύγκριση την οποία μπορεί να μας φανεί πιο χρήσιμη από τα απλά οικονομικά δεδομένα του ισολογισμού. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι μια εταιρία έχει στοιχεία καθαρού κέρδους για αυτό το έτος 1 εκατομμύριο Δολάρια. Εκ πρώτης όψεως για έναν απλό παρατηρητή δείχνει μια αρκετά κερδοφόρα επιχείρηση που παρουσιάζει κέρδος \$1,000,000 αλλά τι θα γινόταν όμως αν η επιχείρηση έχει επενδύσει (δηλαδή τα περιουσιακά στοιχεία της) είναι \$200,000,000; Διαιρώντας το καθαρό κέρδος με το σύνολο των περιουσιακών κεφαλαίων, έχουμε $\$1\text{εκ}/\$200\text{εκ} = 0.005$ ή 0.5% απόδοση των συνολικών κεφαλαίων. Το 0.005 σημαίνει ότι για κάθε επενδυμένο δολάριο στην επιχείρηση κερδίζουμε μόλις μισό cent. Αν καταθέταμε αυτό το δολάριο σε τραπεζικό

λογαριασμό σίγουρα θα είχαμε μεγαλύτερη απόδοση μέσα σε ένα χρόνο από το ½ cent που μας απέδωσε η εταιρία του παραδείγματος. Στο παραπάνω παράδειγμα ο αριθμοδείκτης μας παρείχε μια σημαντική πληροφορία αλλά θα πρέπει να είμαστε προσεκτική ως προς την σύνθεση των αριθμοδεικτών και την πληροφόρηση που μας παρέχει ο κάθε αριθμοδείκτης. Ας πάρουμε τα αποθέματα και τα διαιρέσουμε με τις πληρωμές σε μετρητά. Τότε, έχουμε έναν αριθμοδείκτη, αλλά τι είδος πληροφορία μπορεί να μας δώσει αυτό το αποτέλεσμα και τι θα σημαίνει για την επιχείρηση. Θα είναι καλό ή άσχημο αποτέλεσμα και πια θα είναι τα κριτήρια για να βγάλουμε ένα αποτέλεσμα. Η χρηματοοικονομική ανάλυση των αριθμοδεικτών εμπεριέχει δυο τύπους συγκρίσεων.

➤ **Η εσωτερική σύγκριση.** Πρώτα από όλα οι αναλυτές μπορούν να συγκρίνουν τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών του παρόντος οικονομικού έτους με τα αποτελέσματα προηγούμενων ετών αλλά και με μελλοντικά. Κάνοντας μια εκτίμηση είτε με την μέθοδο της παλινδρόμησης, χρησιμοποιώντας το στατιστικό πακέτο SPSS, είτε με άλλα γενικός αποδεκτά μέσα. Για παράδειγμα, ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις) του παρόντος έτους μπορεί να συγκριθεί με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας της ίδιας εταιρίας με το προηγούμενο έτος. Έτσι έχοντας διαδοχικά αποτελέσματα περισσότερων ετών μπορούμε να πάρουμε μια εικόνα για την επιχείρηση, ανάλογα με την φύση του αριθμοδείκτη που χρησιμοποιήσαμε. Αν είναι καλή έχει χειροτερέψει.

➤ **Εξωτερική σύγκριση και σύγκριση με τα αποτελέσματα του κλάδου.** Η δεύτερη μέθοδο σύγκρισης εμπεριέχει συγκρίσεις της συγκεκριμένης εταιρίας με παραπλήσιες εταιρίες (ανταγωνίστριες) ή με το μέσο όρο του κλάδου όπου δραστηριοποιείτε η εξεταζόμενη επιχείρηση μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Αυτή η σύγκριση δίνει μια εικόνα της επιχείρησης στον κλάδο και παράλληλα την ταξινομεί μέσα σε αυτόν. Μπορούμε να παρατηρήσουμε Επίσης και πιο είναι το ποσοστό απόκλισης της εξεταζόμενης επιχείρησης με το μέσο όρο του κλάδου.

Οι αναλυτές χρηματοοικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να αποφεύγουν την χρήση στερεότυπων κανόνων για το πιο αποτέλεσμα από την χρήση των αριθμοδεικτών προσδίδει οικονομική ευμάρεια για την επιχείρηση. Ο λόγος είναι ότι κάθε επιχείρηση είναι διαφορετική με τις άλλες. Κάποιες αναγκάζονται, λόγω χάρη, να κρατάνε μεγάλα αποθέματα γιατί έτσι είναι η φύση τους (π.χ. επιχείρηση παραγωγής επίπλων) και κάποιες άλλες που δεν κρατάνε σχεδόν καθόλου γιατί η φύση της δουλειάς τους είναι τέτοια (π.χ. μια Α.Ε.Λ.Δ.Ε.). Επομένως το κριτήριο που δηλώνει ότι όλες οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν για παράδειγμα, δείκτη γενικής ρευστότητας 1.5 με 1 δεν είναι ορθό. Είναι δηλαδή σαν να συγκρίνουμε, για παράδειγμα, το 7.5 στο πτυχίο ενός φοιτητή ιχθυοκαλλιέργειας του Τ.Ε.Ι Μεσολογγίου με το 7.3 στο πτυχίο ενός φοιτητή που σπούδασε στο Harvard Law School. Στο κάτω κάτω το αληθινό τέστ για την ρευστότητα μιας εξεταζόμενης επιχείρησης είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τους λογαριασμούς της (τα χρέη της) έγκαιρα.

Τους αριθμοδείκτες τους χρησιμοποιούμε για να μας δείξουν:

1. Εάν η επιχείρηση παρουσιάζει κέρδη
2. Έχει αρκετά χρήματα για να πληρώσει τους ληξιπρόθεσμους λογαριασμούς της

3. Αν μπορεί να αυξήσει τα εισοδήματα των εργαζομένων της ανάλογα την παραγωγικότητα τους.
4. Την μερισματική της πολιτική
5. Εάν χρησιμοποιεί αποδοτικά τα κεφάλαια της
6. Εάν έχει προβλήματα «ταχύτητας». Π.χ. κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων, ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού, παγίων, ιδίων κεφαλαίων κ.α.
7. Είναι υποψήφια για επένδυση ή για εξαγορά ή συγχώνευση από άλλη εταιρία

Και άλλα περισσότερα, όταν αποφασίσουμε τι είδους πληροφόρηση θέλουμε να έχουμε, αποφασίζουμε αναλόγως και ποιους αριθμοδείκτες χρειάζεται να χρησιμοποιήσουμε, έτσι ώστε να ικανοποιήσουμε τις απαιτήσεις μας. Υπάρχουν δείκτες που μας βοηθάνε με την ερώτηση 1, αλλά δεν μας ενδιαφέρει η ερώτηση 3. Είναι πολύ απλό να φτιάξουμε μια λίστα με αριθμοδείκτες αλλά είναι πιο χρήσιμο να τους ταξινομήσουμε σε κατηγορίες ανάλογα με το αντικείμενο που διερευνούμε. Έτσι έχουμε τις ακόλουθες κατηγορίες αριθμοδεικτών.

Κατηγορίες αριθμοδεικτών

Οι αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιήσουμε στην συνέχεια για την ανάλυση και την μελέτη των ισολογισμών της εταιρίας Μοχλός ΑΕ είναι οι εξής:

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητα
- Επενδυτικοί αριθμοδείκτες

Βασικές κατηγορίες και σκοποί των εξωτερικών αναλυτών

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως δεν ενδιαφέρονται όλοι οι εξωτερικοί αναλυτές για όλους τους δείκτες που υπάρχουν στην χρηματοοικονομική ανάλυση αλλά και όλοι οι δείκτες που η σύνταξή τους απορρέει και μια οποιαδήποτε πληροφορία. Υπάρχουν διάφοροι εξωτερικοί αναλυτές που και αυτοί με την σειρά τους χωρίζονται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τις πληροφορίες που θέλουν να αντλήσουν. Έτσι έχουμε:

- Τους επενδυτές, απλούς και θεσμικούς
- Τους δανειστές
- Τους Διευθυντές της επιχείρησης
- Τους εργαζομένους
- Τους προμηθευτές της επιχείρησης
- Τους πελάτες της επιχείρησης
- Κυβερνητικούς και άλλους οργανισμούς (π.χ. εφορία)
- Τοπικές αρχές όπου εδρεύει ή δραστηριοποιείται η επιχείρηση
- Οικονομικούς Αναλυτές από οικονομικές συμβουλευτικές επιχειρήσεις
- Περιβαλλοντικούς οργανισμούς
- Ερευνητές: ακαδημαϊκούς και επαγγελματίες

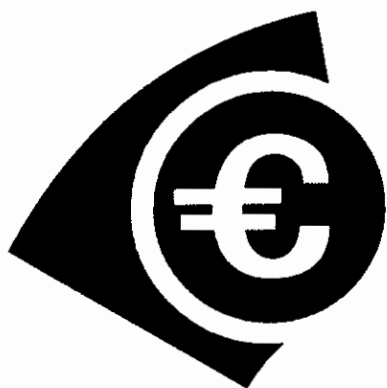
Η παραπάνω ταξινόμηση των αναλυτών αποσκοπούν στο να μάθουν τα εξής:

Τους επενδυτές, απλούς και θεσμικούς	Να τους βοηθήσει, το να κατανοήσουν, πότε να αποφασίσουν να αγοράσουν μετοχές της επιχείρησης, ή το εάν θα πρέπει να κρατήσουν της μετοχές που είδη διαθέτουν στο χαρτοφυλάκιο τους ή να της πωλήσουν. Αλλά Επίσης θέλουν να μάθουν την μερισματική πολιτική που ασκεί η επιχείρηση και κατά πόσο είναι πιστή στις πληρωμές των οφειλόμενων μερισμάτων της.
Τους δανειστές	Να τους βοηθήσουν, να δούνε αν μπορούν να δανειοδοτήσουν την συγκεκριμένη επιχείρηση χωρίς να την θέσουν σε κίνδυνο χρεοκοπίας αλλά και οι ίδιοι να δημιουργήσουν επισφάλειες στο ενεργητικό τους.
Τους Διευθυντές της επιχείρησης	Εξετάζουν την απόδοσή τους στην επιχείρηση ανάλογα με τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Μελετούν Επίσης, ανά τομέα που είναι διευθύνοντες την αποδοτικότητα των εργαζομένων τους.
Τους εργαζομένους	Αναλύουν την αποδοτικότητα των εργαζομένων τους, την συνταξιοδότησή τους και ευκαιρίες για νέες θέσεις εργασίας στην επιχείρηση
Τους προμηθευτές της επιχείρησης	Όσοι επιχειρηματίες προμηθεύουν την επιχείρηση με πρώτες ύλες ενδιαφέρονται για την χρηματοοικονομική ανάλυση της επιχείρησης, για να δουν για το εάν η επιχείρηση είναι κακο πληρωτής ή καλο πληρωτής αλλά και το χρονικό διάστημα που αποπληρώνει το χρέος της.
Τους πελάτες της επιχείρησης	Να δουν κατά πόσο είναι υγιής η συνέχιση της εταιρίας έτσι ώστε να υπάρχει συνέχιση της εμπιστοσύνης μεταξύ πελάτη – εταιρίας (π.χ. τομέα του Service).
Κυβερνητικούς και άλλους οργανισμούς (π.χ. εφορία)	Ενδιαφέρον δείχνουν για τα κέρδη της επιχείρησης σε μια σειρά οικονομικών ετών, έτσι ώστε να ασκήσουν την κατάλληλη φορολογική πολιτική, μιας και αυτό περιλαμβάνεται στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, αλλά και για στατιστικούς λόγους.
Τοπικοί Φορείς	Τα Οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης που δραστηριοποιείται σε μια περιοχή, μπορούν να βοηθήσουν το κοινό να τους παρέχει πληροφορίες, σχετικά με την ανάπτυξη την ευημερία της επιχείρησης και μια σειρά από άλλες δραστηριότητες που επηρεάζουν την περιοχή. (δημιουργία θέσεων εργασίας)
Οικονομικοί Αναλυτές	Χρειάζονται να ξέρουν και για στατιστικούς λόγους, για παράδειγμα, τον ακριβή αριθμό των εργαζομένων της επιχείρησης, την απόσβεση της επιχείρησης στα πάγια της, το εάν είναι κακο πληρωτές, ή εάν έχουν επισφαλείς πελάτες κτλ.
Περιβαλλοντικούς	Πολύ οργανισμοί τα τελευταία χρόνια εκδίδουν εκθέσεις με

οργανισμούς	ειδικό σκοπό να μας πληροφορήσουν για το πως δουλεύουν έτσι ώστε να κρατήσουν το περιβάλλον καθαρό.
Ερευνητές	Οι Ερευνητές απαιτούν να καλύψουν ένα αρκετά ευρύ φάσμα από λεπτομερέστατη ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και των ισολογισμών των επιχειρήσεων σε ένα μεγάλο διάστημα οικονομικών ετών. Έτσι ώστε να έχουν μια ποιοτική ανάλυση της πορείας των επιχειρήσεων σε διάφορες χρονικές περιόδους.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει την ταξινόμηση των αναλυτών και τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες που τους ενδιαφέρουν

Interest Group	Ratios to watch
Τους επενδυτές, απλούς και θεσμικούς	Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες, οι δείκτες αποδοτικότητας
Τους δανειστές	Αριθμοδείκτες Γενικής Ρευστότητας, Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας, Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης κεφαλαίων και Βιωσιμότητας
Managers	Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας, Αριθμοδείκτες ρευστότητας και πιθανότητα όλων των κατηγοριών
Τους εργαζομένους	Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
Τους προμηθευτές της επιχείρησης	Αριθμοδείκτες Ρευστότητας, Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας
Τους πελάτες της επιχείρησης	Αποδοτικότητας
Κυβερνητικούς και άλλους οργανισμούς (π.χ. εφορία)	Αποδοτικότητας και αριθμοδείκτες Δαπανών λειτουργίας, και πιθανότητα όλων των κατηγοριών
Τοπικοί Φορείς	Όλων των κατηγοριών αριθμοδεικτών
Οικονομικοί Αναλυτές	Όλων των κατηγοριών αριθμοδεικτών
Περιβαλλοντικούς οργανισμούς	Αριθμοδείκτης που υπολογίζει τα έξοδα για την προστασία του περιβάλλοντος
Ερευνητές	Εξαρτάται από την φύση της μελέτης τους, πιθανότητα όλων των κατηγοριών



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (LIQUIDITY RATIOS)

Αρνητικά δείκτη ρευστότητας

Καθαρό κεφάλαιο κίνησης

Δείκτης γενικής ρευστότητας (CURRENT RATION)

Δείκτης ειδικής ρευστότητας (acid test ratio)

Δείκτης ταμειακής ρευστότητας (cash ratio)

Δυναμικός αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας

Δείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος (defensive interval ratio)

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (LIQUIDITY RATIOS)

Οι Δείκτες Ρευστότητας ανοίκουν στην κατηγορία των αριθμοδεικτών που μας παρέχουν γενικές και περιορισμένες πληροφορίες γύρω από την ρευστότητα των επιχειρήσεων, παρόλα αυτά μπορούν να μας δώσουν μια πρώτη εικόνα για το τι συμβαίνει μέσα στην επιχείρηση. Οι δανειστές της επιχείρησης, είτε πρόκειται για τράπεζες, είτε για διάφορους προμηθευτές, ξεκινούν την χρηματοοικονομική τους ανάλυση από αυτήν την κατηγορία αριθμοδεικτών.

Για να γίνει πιο κατανοητή η χρήση των δεικτών για τις τράπεζες και άλλους δανειοδοτικούς οργανισμούς παραθέτουμε το ακόλουθο παράδειγμα. Σκεφτείτε ότι σαν ιδιώτης σας ερχόταν κάποια μέρα, ένας αρκετά μεγάλος και απρόσμενος λογαριασμός που έπρεπε να πληρωθεί άμεσα, τότε τι θα κάνατε; Πρώτα από όλα θα κοιτούσατε τα μετρητά που έχετε στα χέρια σας, στην συνέχεια αν δεν καλύπτουν το λογαριασμό το ποσό σας που είναι κατατετημένο στην τράπεζα και αν και πάλι ούτε και αυτό κάλυπτε αυτό το έκτατο έξοδο τότε θα προβαίνατε σε ρευστοποίηση κάποιου μετοχικού τίτλου που πιθανότατα να διαθέτατε. Κατά κάποιο βαθμό το ίδιο συμβαίνει και στις επιχειρήσεις. Όμως τα κυκλοφορούντα στοιχεία που έχουν οι επιχειρήσεις στο Ενεργητικό τους έχουν διαφορετικό βαθμό ρευστοποίησης, ανάλογα με το τι αποτελείται. Έτσι, τα ρευστά διαθέσιμα (ταμείο, καταθέσεις), χρεόγραφα, καθώς και τα αποθέματα και προϊόντα προς πώληση είναι σε γενικές γραμμές αρκετά ρευστοποιήσιμα. Όσο αφορά τα Αποθέματα, όταν αυτά πωλούνται και οι πελάτες πληρώνουν τους λογαριασμούς, τότε νέα ρευστά διαθέσιμα εισρέουν στην επιχείρηση. Ένας άλλος ακραίος τρόπος ρευστοποίησης είναι τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης. Είναι και αυτά ρευστοποιήσιμα αλλά απαιτείται πολύ μεγάλος χρόνος προκειμένου να βρεθεί αγοραστής που θα κλείσει την συμφωνία σε δίκαιη τιμή για την επιχείρηση. Γενικά οι επιχειρήσεις το αποφεύγουν διότι η πώληση παγίων στοιχείων που χρησιμοποιούνται και στην παραγωγική διαδικασία έχει άμεσες επιπτώσεις στην βιωσιμότητα της επιχείρησης.

Αρνητικά του δείκτη ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας έχουν όμως μερικά αρνητικά χαρακτηριστικά. Η μέτρηση της ρευστότητας όταν πράττεται από τους αναλυτές, κινδυνεύει να είναι εκτός τόπου και χρόνου και να μην αντιπροσωπεύει καθόλου την πραγματικότητα, γιατί τα ρευστά διαθέσιμα της εταιρίας καθώς και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της μεταβάλλονται από μέρα σε μέρα. Επίσης σε εποχιακές επιχειρήσεις μεγάλες μεταβολές στα Λογιστικά τους στοιχεία, παρουσιάζονται κατά τους μήνες που δραστηριοποιούνται. Πολλές φορές, ανάλογα και με το είδος της εταιρίας παρατηρούνται σημαντικές μεταβολές στα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων σε συγκεκριμένους μήνες. Για παράδειγμα, ενώ τον Οκτώβριο μήνα, η επιχείρηση παρουσιάζει μεγάλο βραχυπρόθεσμο δανεισμό και ελάχιστα ρευστά διαθέσιμα, τα Χριστούγεννα μπορεί να συμβεί το αντίθετο. Να εισρεύσουν στην επιχείρηση μεγάλα χρηματικά ποσά από την πώληση των προϊόντων της (αφού είναι γενικά αποδεκτό, ότι αυτές τις μέρες παρατηρείται μια κινητικότητα και γενική αύξηση της ζήτησης σε όλα τα προϊόντα και υπηρεσίες) και να μπορέσει να αποπληρώσει ένα μεγάλο μέρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αν όχι και όλο.

Για να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα καλό θα ήταν να παίρνουμε κάθε φορά το μέσο όρο της παρούσας χρονιάς που εξετάζουμε και την προηγούμενη.

Εν συντομία οι Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (liquidity Ratio), χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης της επιχείρησης και την ικανότητα που έχει η επιχείρηση ώστε να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες

υποχρεώσεις της. Η ρευστότητα που εξετάζουν οι δείκτες αυτοί, δίνουν απάντηση στα ερωτήματα που δημιουργούνται κατά την ανάλυση της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης:

1. Επάρκεια κυκλοφοριακών στοιχείων, ώστε η επιχείρηση να είναι συνεπής προς τις υποχρεώσεις της
2. Την ύπαρξη διαθεσίμων, ώστε να υπάρχει ομαλή και αδιάλειπτη λειτουργία στην επιχείρηση και να εκμεταλλευτούν τις παρουσιαζόμενες ευκαιρίες
3. Τις αποθεματοποιήσεις
4. Την πιστωτική πολιτική της επιχείρησης προς τους πελάτες της
5. Το ύψος των απαιτήσεων

Έτσι δημιουργούμε τους παρακάτω δείκτες που ο καθένας εκφράζει τις προαναφερόμενες ρευστότητες.

Καθαρό κεφάλαιο κίνησης

Όπως είδαμε και προηγουμένως, το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι αυτό που μια εταιρία χρησιμοποιεί για να καλύψει τα έξοδά της. Η διαφορά μεταξύ Κυκλοφορούν Ενεργητικό και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις είναι γνωστές ως *κεφάλαιο κίνησης*. Μας δείχνουν, χωρίς αυτό να αποτελεί προϋπόθεση, τα χρηματικά αποθέματα της εταιρείας αν αποπληρωθούν όλα τα βραχυπρόθεσμα δάνεια και οι βραχυπρόθεσμοι δανεισμοί αντλούμενα από τα άμεσα ρευστοποιήσιμα κεφάλαια. Έτσι έχουμε τον τύπο:

$$\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης} = \text{Σύνολο Κυκλ. Ενεργητικό} - \text{Συν. Βραχυπρ. Υποχρ.}$$

ή

$$\text{Net working Capital} = \text{Total Current Asset} - \text{Total Current Liabilities}$$

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = Σύνολο Κυκλ. Ενεργητικό – Συν. Βραχυπρ. Υποχρεώσεων

$$= €114,124,792.93 - €82,542,085.90 = €31,582,707.03$$

2003

Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = Σύνολο Κυκλ. Ενεργητικό – Συν. Βραχυπρ. Υποχρεώσεων

$$= €124,738,349.67 - €89,382,684.12 = €35,355,665.55$$

2002

Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = Σύνολο Κυκλ. Ενεργητικό – Συν. Βραχυπρ. Υποχρεώσεων

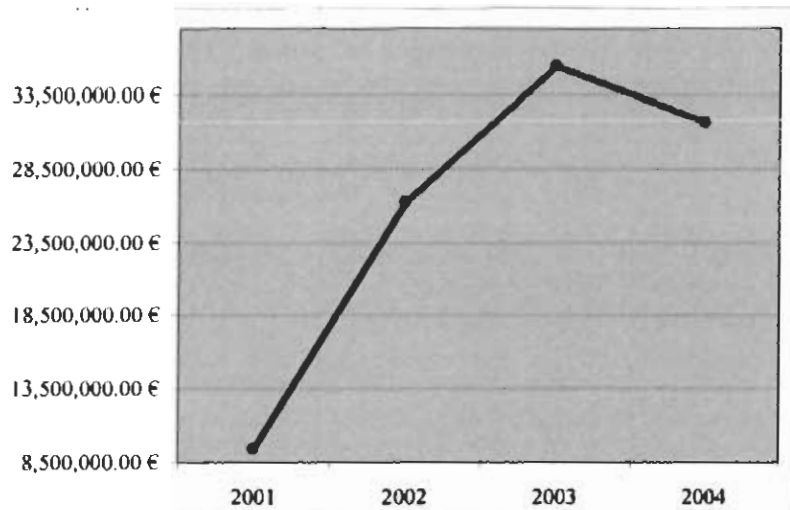
$$= €79,058,542.72 - €52,865,432.48 = €26,193,110.24$$

2001

Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = Σύνολο Κυκλ. Ενεργητικό – Συν. Βραχυπρ. Υποχρεώσεων

$$= €28,381,896.08 - €18,950,893.67 = €9,431,002.41$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Πολύ συχνά οι Managers δημιουργούν τον εξής αριθμοδείκτη, εκφράζοντας δηλαδή το καθαρό κεφάλαιο κίνησης ως αναλογία με το Σύνολο του Ενεργητικού.

Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης
Σύνολο Ενεργητικού

ή

Net Working Capital
Total Asset

Επομένως για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€31,582,707.03}{€194,655,152.98} = 0.1622 \text{ ή } 16.22\%$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€35,355,665.55}{€193,928,327.01} = 0.1823 \text{ ή } 18.23\%$$

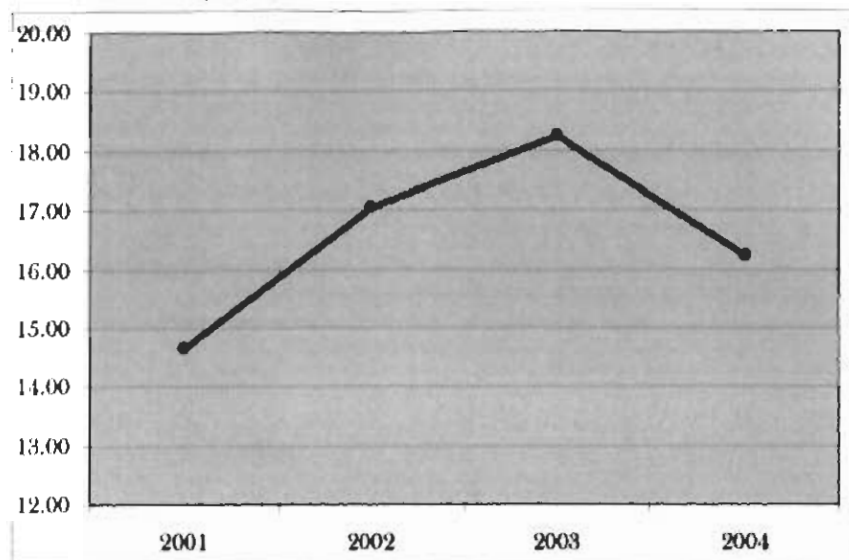
2002

$$\frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€26,193,110.24}{€153,872,619.48} = 0.1703 \text{ ή } 17.03\%$$

2001

$$\frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€9,431,002.41}{€64,379,176.96} = 0.1465 \text{ ή } 14.65\%$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Έτος	Καθαρό Κεφ. Κίνησης	Μεταβολή	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης Σύνολο Ενεργητικού
2004	31,582,707.03 €	-10.67%	16.22%
2003	35,355,665.55 €	34.98%	18.23%
2002	26,193,110.24 €	177.73%	17.03%
2001	9,431,002.41 €		14.65%

Παρατηρούμε γενικά μια αύξηση του κεφαλαίου κίνησης της εταιρίας από €9.4 εκατ. σε €31.6εκ το 2004. Η διοίκηση κατάφερε να βρει κεφάλαια τα οποία άφοβα μπορεί να τα διακινεί και να συμμετέχει σε νέες μειοδοτήσεις έργων μεγαλύτερης εμβέλειας και πιο κερδοφόρα. Μια σημαντικότερη μεταβολή του καθαρού κεφαλαίου κίνησης ήταν το 2002 σε σύγκριση με το 2001, της τάξεως του 177.73%. Η εταιρία προέβη το 2002 στην αύξηση και του μετοχικού της κεφαλαίου με συγχώνευση – εξαγορά άλλων ομοειδών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο. Το μετοχικό κεφάλαιο το 2001 ήταν €22εκ και ανήρθε το 2002 σε €73.4 και καθαρό κεφάλαιο κίνησης από €9.4εκ σε €26.2εκ μπαίνοντας δυναμικά στο χώρο των κατασκευών και έχοντας σαν βασικό στόχο την συμμετοχή της σε δημοπρατίσεις έργων μεγαλύτερης αξίας και πιο επικερδών. Μεταξύ 2006 – 2008 η εταιρία «Μοχλός Α.Ε.» στοχεύει σε νέα αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου για τους ίδιους λόγους.

Η μείωση του κεφαλαίου κίνησης το 2004 κατά -10.67% από €35.5εκ σε €31.6 οφείλεται σε αποπληρωμή βραχυχρόνιων δανείων της εταιρίας. Αυτό φαίνεται και στον ισολογισμό (δες παράρτημα) της επιχείρησης. Το Έτος 2003 οι Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ήταν €89.4εκ και το 2004 €82.5εκ.

Δείκτης γενικής ρευστότητας (CURRENT RATION)

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας είναι ο πιο διαδεδομένος δείκτης. Είναι ο δείκτης που θα ελέγξει ένας εξωτερικός αναλυτής προκειμένου να διαπιστώσει την ρευστότητα της επιχείρησης σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας είναι το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τον μέσο όρο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Μαθηματικά αποτυπώνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad \text{ή} \quad \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικό - Πάγια}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Δείχνει την σχέση που υπάρχει μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού που μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα έτσι ώστε να μπορούν να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Παίρνουμε τον μέσο όρο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων για να έχουμε μια συνολική εικόνα των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσα στην χρήση. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις λόγω της φύσης τους (μικρό διάστημα δανεισμού), μπορεί να ληφθεί και να εξοφληθεί μέσα σε 2 βδομάδες ή 1 μήνα ή δυο ανάλογα με την ανάγκη ρευστότητας της επιχείρησης. Ένας ισολογισμός από μόνος του δεν είναι σε θέση να μας δώσει την ακριβή πληροφορία σχετικά με το ύψος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ο ισολογισμός είναι στιγμιαίος αποτύπωνε την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης την συγκεκριμένη χρονική στιγμή που συντάσσεται, δηλαδή 31 Δεκεμβρίου, στο τέλος της χρήσης. Αν ένα βραχυπρόθεσμο δάνειο είχε ληφθεί π.χ. τον Ιούνιο για την κάλυψη κάποιας ανάγκης και πληρώθηκε των Αύγουστο, αυτή η ενέργεια δεν θα φανεί ποτέ στην σύνταξη του Ισολογισμού αλλά θα υπάρχει στο ημερολόγιο της επιχείρησης που δεν δημοσιεύεται στο επενδυτικό κοινό. Χρησιμοποιώντας σαν παρονομαστή το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της αρχής της χρήσης και το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του τέλους της χρήσης και το άθροισμά τους δια δύο έχουμε μια καλύτερη εικόνα των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων όλου του έτους από το να χρησιμοποιήσουμε το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μιας συγκεκριμένης χρονικής στιγμής, που στο κάτω κάτω μπορεί να οφείλεται και σε εποχικούς παράγοντες.

Για τους ίδιους λόγους θα υπολογίσουμε και των μέσο όρο του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Πολλοί τραπεζικοί οργανισμοί θεωρούν το ιδανικότερο αποτέλεσμα του παραπάνω δείκτη θα πρέπει να είναι δύο προς ένα¹ για να της χορηγήσουν δάνειο χωρίς να επηρεάσει αρνητικά την λειτουργία της επιχείρησης αλλά και να μην διατρέχει και ο ίδιος τραπεζικός οργανισμός τον κίνδυνο να χορηγήσει ένα επισφαλές δάνειο.

Στο κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνονται:

- Τα διαθέσιμα (μετρητά και άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα)
- Οι απαιτήσεις προς τους πελάτες της επιχείρησης
- Τα αποθέματα της επιχείρησης και
- Οι προκαταβολές προς τους προμηθευτές

¹ "Financial Accounting", Meigs & Meigs, Bettner, Whittington, International Edition, 9th edition, page 259 / current ratio.

Κυκλοφορούν Ενεργητικό = Όλο το Ενεργητικό - Πάγια =
Ταμείο + Απαιτήσεις + Αποθέματα + Προκαταβολές Προμηθευτών

Στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνονται:

- Πιστώσεις των προμηθευτών προς την επιχείρηση
- Τα πληρωτέα μερίσματα προς τους μετόχους
- Οι πληρωτέοι φόροι
- Οι προκαταβολές των πελατών και
- Τα βραχυπρόθεσμα δάνεια των τραπεζών και λοιπών οργανισμών

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις =

Πιστώσεις Προμηθευτών + Πληρωτέα Μερίδια + Πληρωτέοι Φόροι + Προκαταβολές
Πελατών + Βραχυπρόθεσμα Δάνεια

Για τον Μοχλό Α.Ε., έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{(\text{€}114,124,792.93 + \text{€}124,738,349.67) / 2}{(\text{€}82,542,085.90 + \text{€}89,382,684.1) / 2} = 1.39$$

2003

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{(\text{€}124,738,349.67 + \text{€}79,058,542.72) / 2}{(\text{€}89,382,684.12 + \text{€}52,865,432.48) / 2} = 1.43$$

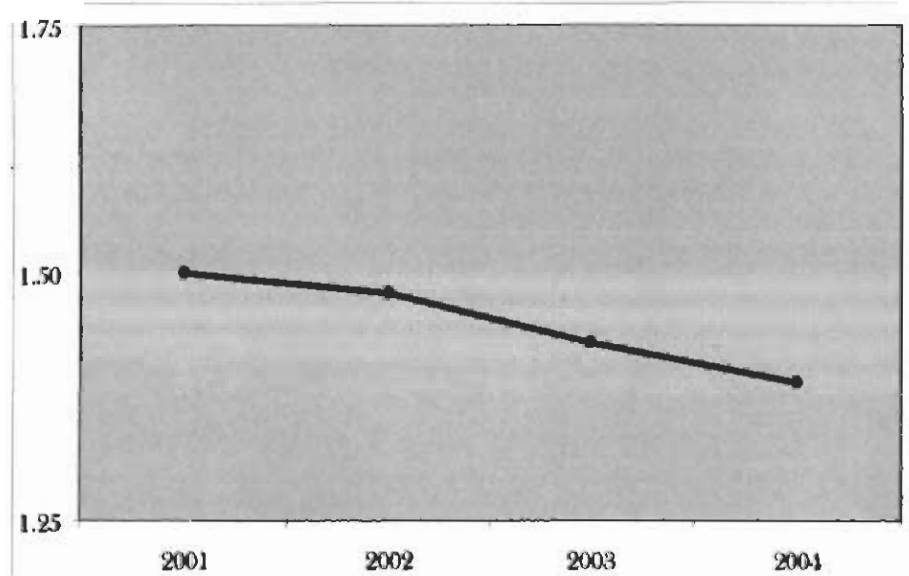
2002

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{(\text{€}79,058,542.72 + \text{€}28,381,896.08) / 2}{(\text{€}52,865,432.48 + \text{€}19,950,893.67) / 2} = 1.48$$

2001

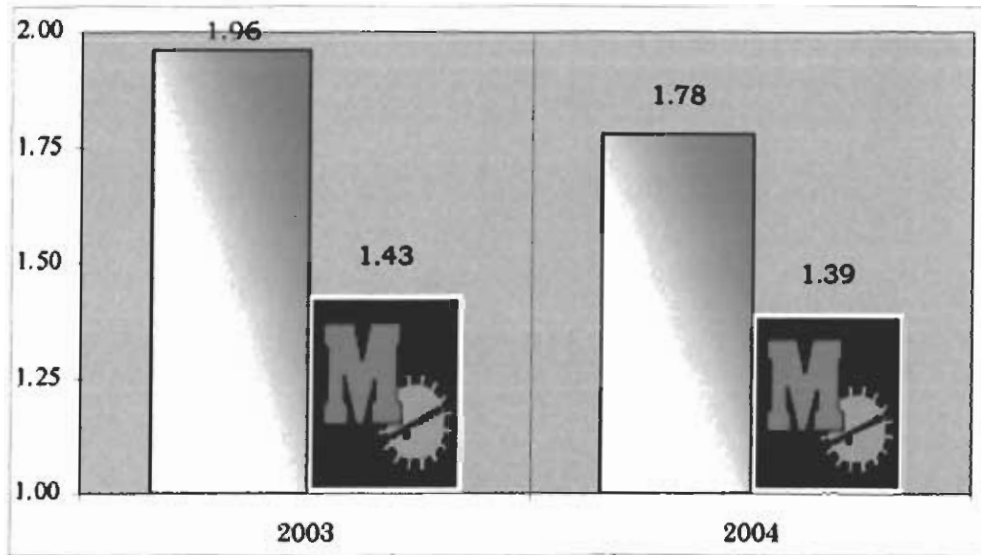
$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{\text{€}28,381,896.08}{\text{€}19,950,893.67} = 1.50$$

Ακολουθεί το γράφημα:





Παρατήρηση:



Παρατηρούμε μια συνεχή πτωτική πορεία του δείκτη, διαχρονικά αυτή η κατάσταση εμπίπτει ένα είδος προμηνύματος για τα οικονομικά της επιχείρησης και την αναποτελεσματικότητα της διοίκησης.

Στο πιο πάνω γράφημα των παρατηρήσεων αποτυπώνουμε τον μέσο όρο του δείκτη γενικής ρευστότητας του κλάδου. Υπολογίσαμε δηλαδή τον μέσο όρο των αποτελεσμάτων 6 κατασκευαστικών επιχειρήσεων αντιπροσωπευτικές του κλάδου, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και τα αποτελέσματά τους επηρεάζουν άμεσα το δείκτη των κατασκευών. Οι 6 αυτές εταιρίες είναι ο Μοχλός, Παντεχνική Α.Ε., Τέρνα Α.Ε., ΑΕΓΕΚ, Μηχανική Α.Ε. και J%P – ΑΒΑΞ Α.Ε. οι ισολογισμοί τους βρίσκονται στο προσάρτημα.

Ο Μοχλός βρίσκεται πολύ χαμηλότερα του μέσου όρου του κλάδου. Το 2003 η απόκλιση ήταν 27.04%, ενώ το 2004 μειώθηκε η απόκλιση στο 21.91% λόγω των δυσμενών συνθηκών που παρατηρούνται ευρύτερα στο κλάδο των κατασκευών το 2004.

Δείκτης ειδικής ρευστότητας (acid test ratio)

Είναι ο δείκτης που εκφράζει πόσες φορές το Καθαρό Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Κυκλοφορούν Ενεργητικό μείον τα Αποθέματα μείον τις Επισφαλείς Απαιτήσεις), μπορεί να καλύψει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της εταιρείας.

Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα – Επισφαλείς Απαιτήσεις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Εκφράζει δηλαδή την άμεση ρευστοποίηση της επιχείρησης, αφού αφαιρεί από το κυκλοφορούν ενεργητικό τα αποθέματα και τις επισφαλείς απαιτήσεις. Περιλαμβάνει μόνο τα άμεσα μετρητά και ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα, καθώς και τις απαιτήσεις της επιχείρησης από τους πελάτες της αφαιρώντας τις επισφαλείς απαιτήσεις

Σε περίπτωση που η επιχείρηση είναι αναγκασμένη να πληρώσει κάποιο έκτατο έξοδο ή της άμεσες ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της, τότε είναι αναγκασμένη να χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια που προέρχονται από το κυκλοφορούν ενεργητικό της. Τα αποθέματα δεν μπορεί να τα δώσει για την κάλυψη των εξόδων, ούτε είναι

προς το συμφέρον του να τα πουλήσει σε ευνοϊκή τιμή για την επιχείρηση (πάνω από το κόστος παραγωγής). Έτσι πολλοί Managers ή και οι εξωτερικοί αναλυτές για τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη αφαιρούν τα αποθέματα, και άλλα λιγότερο ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού. Επικεντρώνονται κυρίως στα Διαθέσιμα (ταμείο, Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας), στα χρεόγραφα, και σε απαιτήσεις (πελάτες που χρωστάνε στην επιχείρηση και δεν έχουν αποπληρώσει τους λογαριασμούς τους). Δεν υπολογίζουμε τις επισφαλείς απαιτήσεις της επιχείρησής μας.

Ο δείκτης αυτός είναι πολύ πιο ενδεικτικός από τον δείκτη γενικής ρευστότητας.

Ο συνδυασμός των δύο δεικτών δίνει την ένδειξη για την ποσότητα των αποθεμάτων της επιχείρησης. Είναι η διαφορά των δύο δεικτών ρευστότητας.

Γενική Ρευστότητα - Ειδική Ρευστότητα

*Κυκλοφορούν ενεργητικό - (Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα - Επισφαλείς Απαιτήσεις)
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις*

=

*Αποθέματα + Επισφαλείς Απαιτήσεις
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις*

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας (quick – or acid test – ratio) είναι ο εξής:

$$\text{Αριθ. Ειδικής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Απαιτήσεις} - \text{Επισφ. Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

ή

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{marketable securities} + \text{receivable}}{\text{Current Liabilities}}$$

Για τον Μοχλό Α.Ε., έχουμε:

2004

*Διαθέσιμα + Χρεόγραφα + Απαιτήσεις - Επισφαλής Απαιτήσεις =
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις*

$$= \frac{(\text{€}67,543,850.13 + \text{€}73,555,905.33) / 2}{(\text{€}82,542,085.90 + \text{€}89,382,684.1) / 2} = 0.82$$

2003

*Διαθέσιμα + Χρεόγραφα + Απαιτήσεις - Επισφαλής Απαιτήσεις =
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις*

$$\frac{(\text{€}73,555,905.33 + \text{€}62,779,388.48) / 2}{(\text{€}89,382,684.12 + \text{€}52,865,432.48) / 2} = 0.96$$

2002

$$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Απαιτήσεις} - \text{Επισφαλής Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} =$$

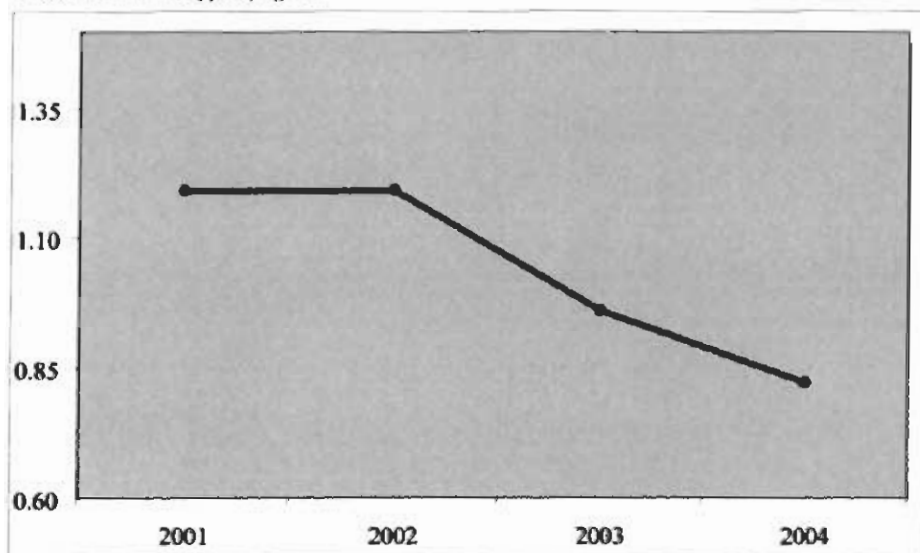
$$\frac{(€62,779,388.48 + €22,562,164.69) / 2}{(€52,865,432.48 + €18,950,893.67) / 2} = 1.19$$

2001

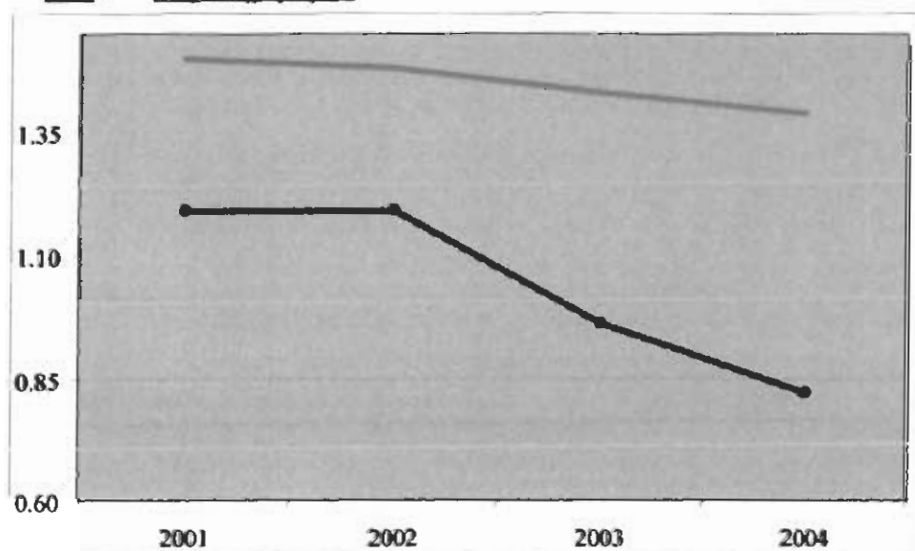
$$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Απαιτήσεις} - \text{Επισφαλής Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} =$$

$$\frac{€22,562,164.69}{€18,950,893.67} = 1.19$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση 1:



Στο παραπάνω γράφημα βάλουμε μαζί τα αποτελέσματα του δείκτη γενικής ρευστότητας και τα αποτελέσματα του δείκτη ειδικής ρευστότητας. Ο λόγος είναι γιατί αυτοί οι δυο δείκτες μοιάζουν ως ένα βαθμό μεταξύ τους και με την σύγκρισή τους απορρέουν πολύ σημαντικές πληροφορίες για τον Μοχλό και την εξέλιξή του για τα έτη 2001 – 2004. Ενώ είδαμε ως ώρας ότι η διοίκηση κάνει προσπάθειες να αυξήσει τα κεφάλαια κίνησης, έτσι ώστε ο «Μοχλός Α.Ε.» να μπορεί να συμμετέχει σε μεγαλύτερα και πιο κερδοφόρα έργα, παρόλα αυτά βλέπουμε μια σημαντική πτώση του δείκτη ειδικής ρευστότητας κατά -19.33% για το 2003. Όταν ο γενικός δείκτης ρευστότητας για το ίδιο έτος μειώθηκε μόλις -3.4%.

Αυτά τα αποτελέσματα και οι συγκρίσεις, κάνουν τους διάφορους Τραπεζικούς Οργανισμούς και άλλους βραχυπρόθεσμους δανειστές τις επιχειρήσεις αρκετά επιφυλακτικούς να δανειοδοτήσουν τον Μοχλό με ένα νέο βραχυχρόνιο δάνειο. Η σύναψη ενός βραχυχρόνιου δανείου θα αποτελέσει επισφάλεια για τους δανειστές του Μοχλού, διότι ο Μοχλός θα αδυνατεί να πληρώσει εγκαίρως τις οφειλές του προς αυτές. Αλλά και για τον «Μοχλό Α.Ε.» δίνει την πληροφορία ότι είναι δύσκολο για αυτόν να συνάψει κάποιο δάνειο, άλλα και αν συνάψει δάνειο οι τόκοι αποπληρωμής θα είναι μεγαλύτερη από τα προηγούμενα έτη. Εξάλλου ένα τέτοιο δάνειο δεν θα βοηθούσε την κατάσταση, μάλλον θα την επιβάρυνε. Είναι πιο σκόπιμο για την εταιρία να απευθυνθεί σε Τράπεζες για την σύναξη Μακροχρόνιου δανείου που το επιτόκιο είναι μικρότερο συγκριτικά με ένα βραχυπρόθεσμο αλλά και οι αποπληρωμή του δανείου θα είναι σε περισσότερα έτη από ένα που είναι σε βραχυπρόθεσμα δάνεια.

Πράγματι αν παρατηρήσουμε τους Ισολογισμούς θα δούμε ότι το 2003 ο Μοχλός πήρε μακροχρόνιο δάνειο αξίας €3.1εκ αυξάνοντας Επίσης και το καθαρό του κεφάλαιο κίνησης για το 2003 κατά 35% (δες σελίδα 20). Το 2004 πήρε εκ νέου μακροχρόνιο δάνειο έτσι οι Μακροχρόνιες Υποχρεώσεις του Μοχλού έφτασαν τα €15.8εκ.



Παρατήρηση 2:

Ένας τραπεζικός οργανισμός ή διάφοροι άλλοι δανειστές λαμβάνοντας μόνο αυτόν τον δείκτη υπόψη τους μπορεί να σφάλουν και τελικά ο δανεισμός προς την επιχείρηση να αποβεί επισφαλής και να μην εισπράξουν ποτέ τα χρηματά τους πίσω.

Ας δούμε ένα παράδειγμα, πώς μπορούμε να επηρεάσουμε τεχνικά τον δείκτη βελτιώνοντας τον.

Το 2004 από τον Ισολογισμό ο Μοχλός παρουσιάζει τα εξής οικονομικά στοιχεία:

<u>Κυκλοφορούν Ενεργητικό</u>	<u>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u>	<u>Δ.Γενικής Ρευστότητας</u>
€114,124,792.93	€ 82,542,085.90	1.38

Ας υποθέσουμε ότι ο Μοχλός για να επηρεάσει θετικά τον δείκτη γενικής ρευστότητας προκειμένου να εγκριθεί ένα βραχυπρόθεσμο δάνειο αποφασίζει να εξοφλήσει προηγούμενες οφειλές του πληρώνοντας €15,000,000 αντλούμενα από τα μετρητά και τα χρεόγραφα, τότε τα αποτελέσματα έχουν ως εξής:

<u>Κυκλοφορούν Ενεργητικό</u>	<u>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</u>	<u>Δ.Γενικής Ρευστότητας</u>
€99,124,792.93	€ 67,542,085.90	1.47

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης γενικής ρευστότητας ύστερα από την παρακάτω ενέργεια βελτιώθηκε σημαντικά κατά 6.52%². Έτσι με αυτό τον τρόπο μπορεί να αποκτήσει ένα νέο δάνειο μακροπρόθεσμου χαρακτήρα χωρίς άμεση εξόφληση αντιμετωπίζοντας την έλλειψη ρευστότητας που παρατηρείται στην επιχείρηση.

Δείκτης ταμειακής ρευστότητας (cash ratio)

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας είναι ο δείκτης που εκφράζει κατά πόσο τα διαθέσιμα στο ταμείο, μπορούν να καλύψουν τις τρέχουσες και ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης.

$$\text{Αριθ. ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

ή

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable securities}}{\text{Current Liabilities}}$$

Οι αριθμοδείκτες ταμειακής ρευστότητας³ παρουσιάζουν τον αυστηρότερο τρόπο μέτρησης της ικανότητας μιας επιχείρησης να ικανοποιεί τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, με ικανοποιητικό μέγεθος περίπου στο 1

Ο δείκτης αυτός δίνει την εικόνα της ύπαρξης ή όχι μετρητών στην επιχείρηση, ώστε να μην υπάρχουν προβλήματα για την αδιάλειπτη λειτουργία της επιχείρησης.

Ένας πολύ χαμηλός αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας δεν αποτελεί κατά ανάγκη ένδειξη προβλημάτων ρευστότητας, αλλά μπορεί να σχετίζεται με κάποιο επενδυτικό πρόγραμμα εξαιρετικά επωφελές για την επιχείρηση ή με την ύπαρξη μιας προεγκριθείσας δυνατότητας δανεισμού ανά πάσα στιγμή.

Οι ληξιπρόθεσμες Υποχρεώσεις το άθροισμα των εξόδων με τους φόρους, τα ασφαλιστικά ταμεία και το κόστος των πωλήσεων.

Ληξιπρόθεσμες Υποχρεώσεις =

Κόστος Πωληθέντων + Έξοδα Διοικήσεως + Έξοδα Διάθεσης + Χρηματοοικονομικά Έξοδα + Φόροι + Εισφορές σε Ασφαλιστικά Ταμεία.

Για τον Μοχλό Α.Ε., έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{€6,883,645.31 + €7,953,843.78}{€85,962,385.01} = 0.17$$

2003

$$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{€6,024,840.75 + €11,012,696.86}{€71,124,058.30} = 0.24$$

² Παρόμοιο παράδειγμα, υπάρχει και στο βιβλίο "Fundamentals of Financial Management", twelfth edition, James C. Van Horn & John M. Wachowicz, JR. σελ 136.

³ Αναφερόμαστε στο πληθυντικό, διότι στην συνέχεια θα αναλύσουμε και τον αριθμοδείκτη ταμειακής ρευστότητας από ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. (*Δυναμικός Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας*) Πηγή: «Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων», Δημητρίου Χ. Γκίκα – καθηγητή πανεπιστημίου Αθηνών (Α.Σ.Ο.Ε.Ε.), Εκδόσεις Γ.Μπένου, Αθήνα 2002. σελ. 193

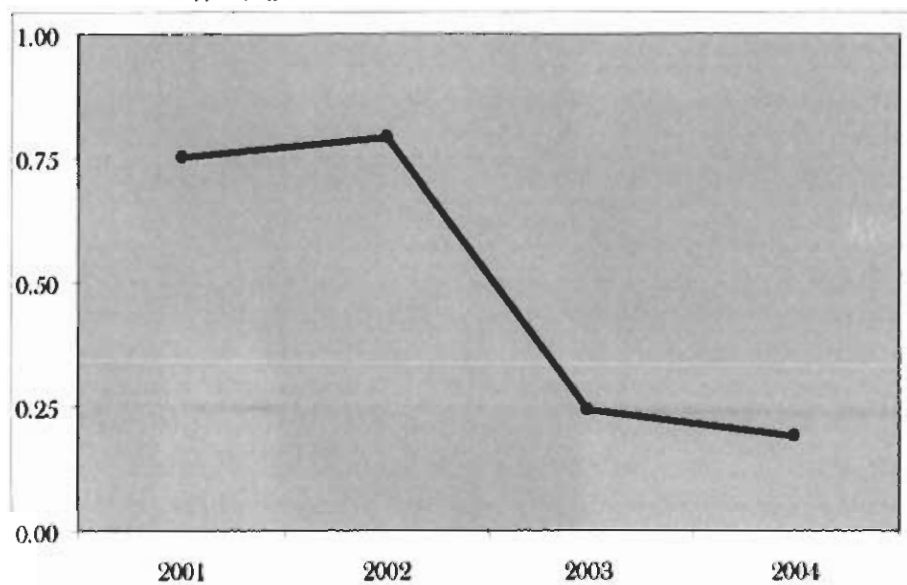
2002

$$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{€6,995,255.53 + €21,330,155.25}{€35,908,163.08} = 0.79$$

2001

$$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{€4,160,180.08 + €9,992,984.07}{€18,950,893.67} = 0.75$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Σαν εξωτερικοί αναλυτές που είμαστε της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. είναι δύσκολο να δώσουμε μια ορθή απάντηση της ερμηνείας του οικονομικού δείκτη. Μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους και δεν έχουμε την κατάλληλη εσωτερική πληροφόρηση. Όπως αναφέραμε και στην ανάλυση του δείκτη ταμειακής ρευστότητας ένας πολύ χαμηλός δείκτης μπορεί να μην προμηνύει τίποτα σοβαρό για την επιχείρηση αφού μπορεί να οφείλεται σε κάποια μεγάλη επένδυσή ή σε επένδυση που βρίσκεται σε εξέλιξη την εξεταζόμενη χρονική στιγμή. Αυτή η αιτιολόγηση μπορεί να στηριχθεί και στην αύξηση του κύκλου εργασιών διαδοχικά από το 2002 μέχρι το 2004, αντίστοιχα έχουμε τα οικονομικά αποτελέσματα. 2002 = €316,928,879.73, 2003 = €341,655,407.35, 2004 = €408,373,366.8 από τους ισολογισμούς.

Επίσης, βλέπουμε ότι τα έτη 2003 και 2004 ο δείκτης είναι αρκετά χαμηλός 0.24 και 0.17 αντίστοιχα. Από τον Ισολογισμό των αντίστοιχων ετών μπορούμε να παρατηρήσουμε και να βγάλουμε ένα λογικό συμπέρασμα ότι, ο Μοχλός Α.Ε. το 2004 μείωσε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του κατά €6,840,598.22 (=€82,542,085.90 - €89,382,684.12). και αντίστοιχη μείωση των χρεογράφων από €11,012,696.86 σε €7,953,843.78.

Δυναμικός Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας

Ο Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας καθώς και οι προηγούμενοι αριθμοδείκτες (Γενικής, Ειδικής) εξετάζουν τη ρευστότητα σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, ενώ ένας δυναμικός αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας, παρουσιάζει πληροφορίες για μια ολόκληρη χρονική περίοδο. Ο υπολογισμός του γίνεται ως εξής:

$$\text{Δυναμικός Αριθ. ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο τελευταίος αριθμοδείκτης απαιτεί την προετοιμασία της κατάστασης ταμειακών ροών και για αυτό το λόγο παραμένει λιγότερο γνωστός. Στον τελευταίο αριθμοδείκτη, ο παρονομαστής μπορεί να μετρηθεί ως μέσος όρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του εξεταζόμενου οικονομικού έτους με το αμέσως προηγούμενο έτος.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{- € 22,180,353.89}{€85,962,385.01}$$

2003

$$\frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{- € 16,742,350.00}{€71,124,058.30}$$

2002

$$\frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{- € 39,873,610.00}{€35,908,163.08}$$

2001

$$\frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{- € 6,478,260.00}{€18,950,893.67}$$



Παρατήρηση:

Έτος	Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες	Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες	Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες	Ταμείο	Κέρδη προ φόρων
2004	- € 22,180,353.89	- € 887,842.71	€23,927,001.16	€6,883,645.31	€7,787,254.13
2003	- € 16,742,350.00	€4,409,260.00	€11,362,670.00	€6,024,840.00	€8,723,231.75
2002	- € 39,873,610.00	- €23,933,860.00	€66,642,550.00	€6,995,260.00	€8,353,654.73
2001	- € 6,478,260.00	- €3,025,790.00	€9,285,420.00	€4,160,180.00	€3,103,840.60

Αυτός ο δείκτης ορισμένες φορές σκοπίμως παραλείπεται διότι φανερώνει την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης όσον αφορά την ρευστότητα. Οι ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα αφορούν τις εισροές ρευστών διαθεσίμων στην επιχείρηση κατά την λειτουργία της.

Όσον αφορά τον Μοχλό δεν μπορούμε να υπολογίσουμε τον δυναμικό αυτό δείκτη ρευστότητας διότι δεν υπάρχει λόγος αφού τα αποτελέσματα ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και τα τέσσερα χρόνια είναι αρνητικά. Αυτό σημαίνει ότι από την λειτουργία της επιχείρησης, η επιχείρηση ζημιώνεται αφού οι εκροές χρήματος είναι μεγαλύτερες από τις εισροές.

Η γενική εικόνα της επιχείρησης μας δημιουργεί αρνητική εντύπωση, αφού η εισροή χρήματος που παρατηρείται στην επιχείρηση προέρχεται από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες και κατά το πλείστον από τους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους δανεισμούς της επιχείρησης και όχι από την λειτουργία της επιχείρησης. Αυτή η κατάσταση είναι αρκετά ανησυχητική για την μελλοντική βιωσιμότητα της επιχείρησης και μας κάνει να αμφισβητούμε κατά πόσο τα κέρδη της ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα ή όχι.

Δείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος (defensive interval ratio)

Ο αμυντικός δείκτης είναι αυτός που βασίζεται στα άμεσα ρευστοποιούμενα στοιχεία, δηλαδή τα μετρητά και τα χρεόγραφα (εισηγμένα στο χρηματιστήριο) και οι απαιτήσεις, που αποτελούν ανά πάσα στιγμή πηγή ρευστών για την αντιμετώπιση των τρεχουσών και προβλεπόμενων ημερήσιων αναγκών σε μετρητά.

$$\text{Δείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Αποθέματα} - \text{Αποθέματα}}{\text{Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές Δαπάνες}}$$

Ο δείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος, είναι ο δείκτης που εκφράζει πόσες ημέρες αντέχει να καλύψει με μια ρευστοποίηση των κυκλοφορούντων αποθεμάτων τις προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές ανάγκες που είναι:

$$\frac{\text{Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές Δαπάνες}}{365 \text{ ημέρες}} = \frac{(\text{κόστος πωληθέντων} + \text{δαπάνες διοίκησης} + \text{δαπάνες διαθέσεων} + \text{καθημερινές πληρωμές})}{365 \text{ ημέρες}}$$

Έτσι γνωρίζουμε πόσες μέρες αντέχει η επιχείρηση, δίχως να καταφύγει στην χρησιμοποίηση των εσόδων που προέρχονται από τις δραστηριότητές της και τότε πρέπει να καταφύγει σε άλλες πηγές χρηματοδότησης.

Εδώ θα πρέπει να σημειώσουμε ότι υπάρχουν και άλλοι δείκτες που εκφράζουν την ρευστότητα και δείκτες που μπορούν να δημιουργηθούν ανάλογα με την φύση της επιχείρησης.

Θα πρέπει να επισημανθεί, ότι με τον όρο προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές δαπάνες νοούνται τόσο οι τρέχουσες όσο και οι μελλοντικές δαπάνες που απαιτούνται για την συνέχιση της ομαλής λειτουργίας μιας επιχείρησης. Οι ημερήσιες δαπάνες υπολογίζονται ως εξής⁴:

$$\begin{aligned} & \text{κόστος πωληθέντων} \\ & + \text{δαπάνες διοίκησης} \\ & + \text{Έξοδα Λειτουργίας Ερευνών \& Ανάπτυξης} \\ & + \text{δαπάνες λειτουργίας διάθεσης} \end{aligned}$$

⁴ Πηγή: «Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων», Δημητρίου Χ. Γκίκα – καθηγητή πανεπιστημίου Αθηνών (Α.Σ.Ο.Ε.Ε.), Εκδόσεις Γ.Μπένου, Αθήνα 2002. σελ. 193

Το αποτέλεσμα τους το διαιρούμε με τον αριθμό των ημερών του έτους (365 ημέρες).

Στο σημείο αυτό, κρίνεται σκόπιμο να λεχθεί ότι, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί κατά πόσο ο αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος είναι καλύτερος ή όχι των άλλων αριθμοδεικτών προσδιορισμού της ρευστότητας μιας επιχείρησης. Εκείνο που μπορεί να λεχθεί με βεβαιότητα είναι ότι αποτελεί μια εναλλακτική μέθοδο αναλύσεως της τρέχουσας ρευστότητας μιας επιχείρησης.

Σύγκριση του αριθμοδείκτη αμυντικού χρονικού διαστήματος μιας επιχειρήσεως για μια σειρά ετών με τον αντίστοιχο μέσο όρο του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση ή άλλων ομοειδών επιχειρήσεων είναι απαραίτητη, προκειμένου να εκτιμηθεί η θέση της επιχείρησης από την άποψη του βαθμού ρευστότητας της. Αύξηση του αριθμοδείκτη αμυντικού χρονικού διαστήματος από έτος σε έτος παρέχει ένδειξη ευνοϊκής εξέλιξης στην κατάσταση της επιχείρησης, ενώ αντίθετα μείωση αυτού διαχρονικά παρέχει ένδειξη εμφανίσεως μιας μη ενθαρρυντικής καταστάσεως.

Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να τονιστεί ότι, εκτός από τους παραπάνω αριθμοδείκτες για τον προσδιορισμό της τρέχουσας οικονομικής καταστάσεως μιας επιχείρησης και της ικανότητας της να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι πιο κάτω παράγοντες που την επηρεάζουν, ήτοι:

1. Το ύψος των τρεχουσών λειτουργικών δαπανών, δεδομένου ότι ούτε ο ισολογισμός ούτε η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως εμφανίζουν το ύψος των απαιτούμενων μετρητών για την πληρωμή των τρεχουσών δαπανών, όπως μισθοί, ενοίκια κλπ. Δαπάνες εκτός από εκείνες που στο τέλος της χρήσεως εμφανίζονται συνολικά ως οφειλόμενες στον ισολογισμό. Αν π.χ. μια επιχείρηση εμφανίζει πολύ λίγες υποχρεώσεις στον ισολογισμό και έχει να αντιμετωπίσει μεγάλες τρέχουσες υποχρεώσεις, τότε μπορεί να αντιμετωπίσει μεγάλη αντίστοιχα έλλειψη ρευστών.
2. Η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης από τις τράπεζες. Μια επιχείρηση, η οποία έχει επαρκείς τραπεζικές διευκολύνσεις, δεν αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας έστω και αν διατηρεί χαμηλούς αριθμοδείκτες ρευστότητας.
3. Η ύπαρξη ή όχι εποχικότητας στις πωλήσεις της επιχείρησης. Αν οι πωλήσεις μιας επιχείρησης παρουσιάζουν εποχικότητα, μπορεί οι αριθμοδείκτες ρευστότητας να παρουσιάζουν αποκλίσεις από την πραγματικότητα, οι οποίες πηγάζουν από τα αυξημένα εποχικά αποθέματα, τις πιστώσεις και τις αυξημένες εκροές μετρητών κατά το χρονικό διάστημα πριν από το ανώτερο σημείο δραστηριότητας. Όπου υπάρχει τέτοια εποχικότητα θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη, όταν γίνονται συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων⁵.

Για τον Μοχλό Α.Ε., έχουμε:

2004

Κυκλοφορούν Αποθέματα - Αποθέματα = €75,480,067.87 ≈ 74 ημέρες
Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές Δαπάνες € 1,021,127.12

⁵ Πηγή: «Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων» έβδομη έκδοση, Νικήτα Α.Νιάρχου καθηγητή Πανεπιστημίου Αθηνών, Εκδόσεις ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, σελ 66-67.

2003

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Αποθέματα} - \text{Αποθέματα}}{\text{Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές Δαπάνες}} = \frac{€81,528,806.86}{€ 852,034.72} \approx 96 \text{ ημέρες}$$

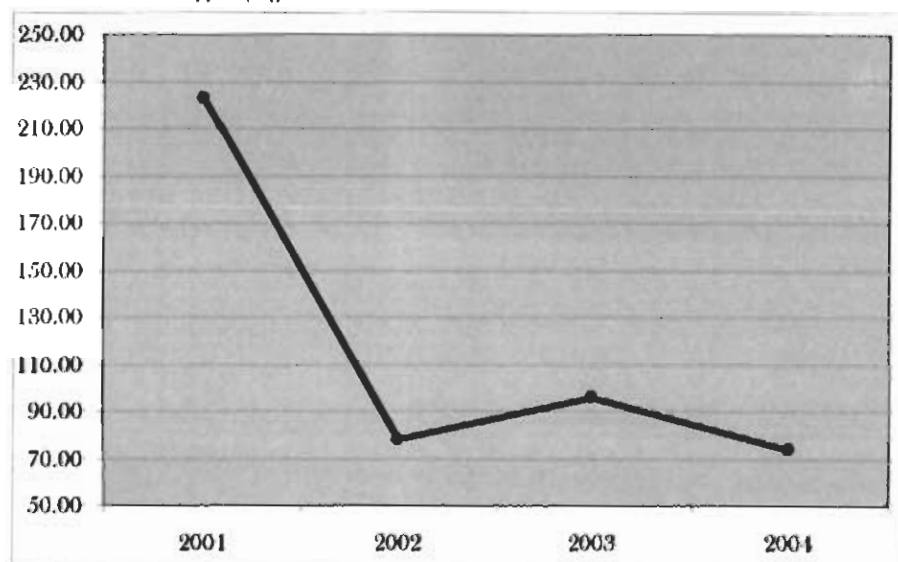
2002

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Αποθέματα} - \text{Αποθέματα}}{\text{Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές Δαπάνες}} = \frac{€62,946,986.37}{€ 811,137.74} \approx 78 \text{ ημέρες}$$

2002

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Αποθέματα} - \text{Αποθέματα}}{\text{Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές Δαπάνες}} = \frac{€22,668,865.98}{€ 101,855.98} \approx 223 \text{ ημέρες}$$

Ακολουθεί το γράφημα:





ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ (activity ratio)

Δείκτης ταχύτητας εισπράξεων απαιτήσεων

Μέση Διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση

Επισφάλειες ως προς το σύνολο των απαιτήσεων

*Αριθμοδείκτης κυκλοφορίας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
(Trade creditors to purchases ratio)*

Χρόνος παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επιχείρηση

*Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων
(Inventories turnover ratio)*

Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση

*Λειτουργικός κύκλος σε σχέση με τον κύκλο του χρήματος
(Operating cycle versus Cash cycle)*

*Δείκτης πωλήσεων προς καθαρό κεφάλαιο κίνησης
(Net Working Capital turnover ratio)*

*Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού
(Asset turnover ratio)*

*Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων
(Fixed Asset turnover ratio)*

*Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων
(Owner's equity turnover ratio)*

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ (activity ratio)

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας σχετίζονται άμεσα με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας. Μπορούμε να πούμε ότι αλληλοσυμπληρώνονται. Όπως αναφέραμε στους αριθμοδείκτες ρευστότητας, ο εξωτερικός αναλυτής των λογιστικών καταστάσεων των επιχειρήσεων, εξετάζει την ρευστότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Όμως δεν έχουν τον ίδιο βαθμό ρευστότητας όλα τα στοιχεία που ανοίκουν στην επιχείρηση. Άλλα ρευστοποιούνται αμέσως (π.χ. χρηματικά διαθέσιμα), άλλα αμέσως αλλά όχι ακριβώς την στιγμή που τα θέλουμε (π.χ. μετοχές – χρεόγραφα), άλλα πάλι ρευστοποιούνται άμεσα αλλά υπάρχει κάποιος κόστος για την επιχείρηση. (π.χ. απαιτήσεις), ενώ άλλα η ρευστοποίηση τους είναι πολύ αργή (π.χ. αποθέματα).

Σαν αποτέλεσμα, οι εξωτερικοί αναλυτές αφού εξετάσουν τα οικονομικά αποτελέσματα της ρευστοποίησης της εταιρίας ακολουθούν την ανάλυσή τους με τους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας. Προκειμένου, να εξετάσουν την ανάλυση της ποιότητας και της κυκλοφοριακής ταχύτητα ρευστοποίησης αυτών των περιουσιακών στοιχείων και να τα συγκρίνουν με αυτά του κλάδου ή ακόμα να δουν την διαχρονική πρόοδο της επιχείρησης.

Η έννοια της ποιότητας αναφέρεται στην συντηρητική αποτίμηση αυτών των στοιχείων έτσι ώστε να παρέχονται πληροφορίες για το ελάχιστο ποσό το οποίο μπορεί να αποκτήσει μια επιχείρηση από την ρευστοποίηση τους. Η συντηρητική αποτίμηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού επιτυγχάνεται με την πιστή εφαρμογή των κανόνων της χρηματοοικονομικής λογιστικής, οι οποίοι απαιτούν διενέργεια επαρκών προβλέψεων για επισφαλείς αιτήσεις από την αποτίμηση των αποθεμάτων στην χαμηλότερη τιμή μεταξύ τιμής κτίσης και τρέχουσας τιμής αγοράς. Η έννοια της κυκλοφοριακής ταχύτητας αναφέρεται στο χρόνο μετατροπής ενός στοιχείου του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε κάποιο άλλο το οποίο είτε είναι ευκολότερα ρευστοποιήσιμο είτε είναι ρευστό. (π.χ. ο χρόνος μετατροπής των απαιτήσεων σε διαθέσιμα).

Σε γενικές γραμμές οι δείκτες δραστηριότητας μετράνε πόσο αποτελεσματικά η εταιρία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία και με ποια ταχύτητα αυτά ρευστοποιούνται. .

Δείκτης ταχύτητας εισπράξεων απαιτήσεων

Το να συλλέγει μια επιχείρηση τις απαιτήσεις των πελατών έγκαιρα είναι πολύ σημαντικός παράγοντας. Προμηνύει την επιτυχία ή την αποτυχία της επιχείρησης μέσα σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον, αλλά υποδηλώνει και την πιστωτική πολιτική της επιχείρησης έναντι των πελατών της. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα εισπράξεων των απαιτήσεων αναφέρεται στο χρόνο μετατροπής των απαιτήσεων μιας επιχείρησης σε διαθέσιμα. Ο αριθμοδείκτης μαθηματικά υπολογίζεται ως οι καθαρές πωλήσεις προς τον μέσο όρο αρχής και τέλους των απαιτήσεων.

$$\text{Δείκτης ταχύτητας εισπράξεων απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}$$

Εκφράζει δηλαδή την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων των πελατών της επιχείρησης μέσα σε ένα οικονομικό έτος. Όσο μεγάλος είναι ο κύκλος εργασιών της εξεταζόμενης επιχείρησης, τόσο μικρός είναι ο χρόνος μεταξύ μια απλή τυπικής

πώλησης του προϊόντος ή της υπηρεσίας που παράγει η επιχείρηση και της είσπραξης χρημάτων.

Στον αριθμητή του κλάσματος που έχουμε θα ήταν προτιμότερο να υπολογίζαμε τις πωλήσεις επί πιστώσει, έτσι ώστε ο αναλυτής να μην υπολογίσει λάθος συμπεράσματα που θα είχαν σαν επακόλουθο να επηρεάσουν την ορθή κρίση για την επιχείρηση. Ο λόγος που χρησιμοποιούμε τις καθαρές πωλήσεις είναι γιατί ο αναλυτής που δεν έχει στην διάθεσή του εσωτερικές πληροφορίες για τις πιστωτικές πωλήσεις αλλά ακόμα αν λάβουμε υποψιν μας το ποσοστό των πελατών που πληρώνει τις μετρητές την αγορά των τελικών προϊόντων ή υπηρεσιών και των πελατών που πληρώνουν επί πιστώσει θα δούμε ότι το πρώτο είναι αρκετά μικρό. Έτσι όταν δεν διαθέτουμε αυτήν την εσωτερική πληροφόρηση καταφεύγουμε στις καθαρές πωλήσεις της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης.

Στον παρονομαστή χρησιμοποιούμε όλα τα στοιχεία που αποτελούν τις απαιτήσεις εκτός από τις επισφαλείς απαιτήσεις – επίδοκοι πελάτες & χρεώστες, για τις οποίες υπάρχει πολύ μεγάλη πιθανότητα η επιχείρηση να μην τα λάβει ποτέ. Αντίθετα στις απαιτήσεις υπολογίζουμε τις απαιτήσεις των πελατών έναντι της επιχείρησης, τις εισπρακτέες επιταγές, τα εισπρακτέα γραμμάτια, τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις κατά συνδεδεμένης επιχείρησης, προεξοφληθέντα γραμμάτια τα οποία δεν έχουν εξοφληθεί από τους πελάτες. Για καλύτερο υπολογισμό του δείκτη θα ήταν προτιμότερο να γνωρίζουμε τα τριμηνιαία αποτελέσματα για τις απαιτήσεις, αλλά όταν δεν έχουμε επαρκή πληροφόρηση παίρνουμε τον μέσο όρο της αρχής της οικονομικής περιόδου και του τέλους.

Για τον Μοχλό Α.Ε., έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}} = \frac{€383,040,798.75}{€ 62,556,924.02} = 6.12$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}} = \frac{€320,985,514.29}{€ 49,556,422.42} = 6.48$$

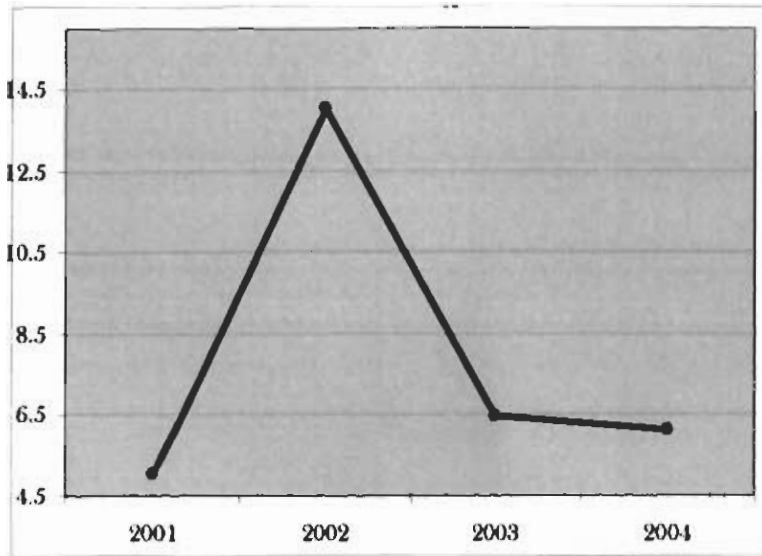
2002

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}} = \frac{€302,071,910.87}{€ 21,568,638.71} = 14.01$$

2001

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}} = \frac{€42,797,591.24}{€ 8,515,701.83} = 5.03$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Μέση Διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης μπορεί να εκφραστεί και σε ημέρες. Εκφράζει δηλαδή το χρονικό διάστημα που οι απαιτήσεις των πελατών μετατρέπονται σε ρευστά διαθέσιμα. Δηλαδή μας δείχνει το χρονικό διάστημα που η επιχείρηση λαμβάνει τα χρήματα που προέρχονται από την πώληση του προϊόντος ή της υπηρεσίας που διέθεσε στους πελάτες της.

$$\text{Μέση Διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση} = \frac{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}{(\text{Καθαρές πωλήσεις})/365}$$

Όταν ο αριθμοδείκτης αυτός είναι πολύ μεγάλος τότε δεν είναι καλό για την αναλυόμενη επιχείρηση, διότι σημαίνει ότι έχει μεγάλες επισφάλειες. Επίσης ένας πολύ μικρός αριθμός ημερών μπορεί να αποτελεί ένα σημάδι της πιστοληπτικής πολιτικής που ασκεί η επιχείρηση στους πελάτες της.

Οι λόγοι ύπαρξης των απαιτήσεων στην επιχείρηση είναι:

- Η παρουσία προβλημάτων άμεσης ρευστότητας από τους πελάτες της.
- Η αποδοχή καθυστερήσεων από πελάτες οι οποίοι δημιουργούν ένα σοβαρό κύκλο εργασιών.
- Εντάσσεται στα πλαίσια του ευρύτερου ανταγωνισμού όπου όλες σχεδόν οι ανταγωνιστές προσφέρουν πιστώσεις – διευκολύνσεις στους πελάτες τους.

Παρόλα αυτά ο στόχος της διοίκησης της κάθε επιχείρησης θα πρέπει να είναι η μείωση των ημερών παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση. Οι λόγοι είναι οι εξής:

- Όταν παραμένουν για μεγάλο χρονικό διάστημα οι απαιτήσεις των πελατών σημαίνει ότι δημιουργείται ένα κόστος ευκαιρίας του χρήματος, με την έννοια ότι θα μπορούσε η επιχείρηση αυτά τα χρήματα να τα είχε επενδύσει αποδοτικά κάπου αλλού, αλλά Επίσης δεν μπορεί να ζητήσει σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο τόκους από την καθυστέρηση των απαιτήσεων, ειδικά από τους πελάτες της που κάνουν τον μεγαλύτερο «τζίρο» στην εταιρία.
- Όσο αυξάνονται οι μέρες παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση τόσο κινδυνεύουν αυτές να γίνουν επισφάλειες.

- Σε χώρες που υπάρχει έντονος πληθωρισμός η αξία του χρήματος απαξιώνεται μέρα με την μέρα, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να λαμβάνει στην πραγματικότητα λιγότερες χρηματικές μονάδες της πραγματικής τους αξίας.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι σε περιόδους οικονομικής ύφεσης σχεδόν όλες οι εταιρίες στο σύνολο τους παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα ημερών παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση και μικρή κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων. Διότι υπάρχει έλλειψη ρευστού στην αγορά και παρατηρείται η ανάγκη καθυστέρησης και των πληρωμών των υποχρεώσεων τις επιχειρήσεις προς άλλες επιχειρήσεις. Το ίδιο συμβαίνει και σε περιόδους που η κεντρική τράπεζα έχει αυξήσει υπερβολικά τα επιτόκια, για τους ίδιους σχεδόν λόγους.

Για τον Μοχλό Α.Ε., έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}{\text{(Καθαρές πωλήσεις)/365}} = \frac{€ 62,556,924.02}{(€383,040,798.75)/365} \approx 60 \text{ ημέρες}$$

2003

$$\frac{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}{\text{(Καθαρές πωλήσεις)/365}} = \frac{€ 49,556,422.42}{(€320,985,514.29)/365} \approx 56 \text{ ημέρες}$$

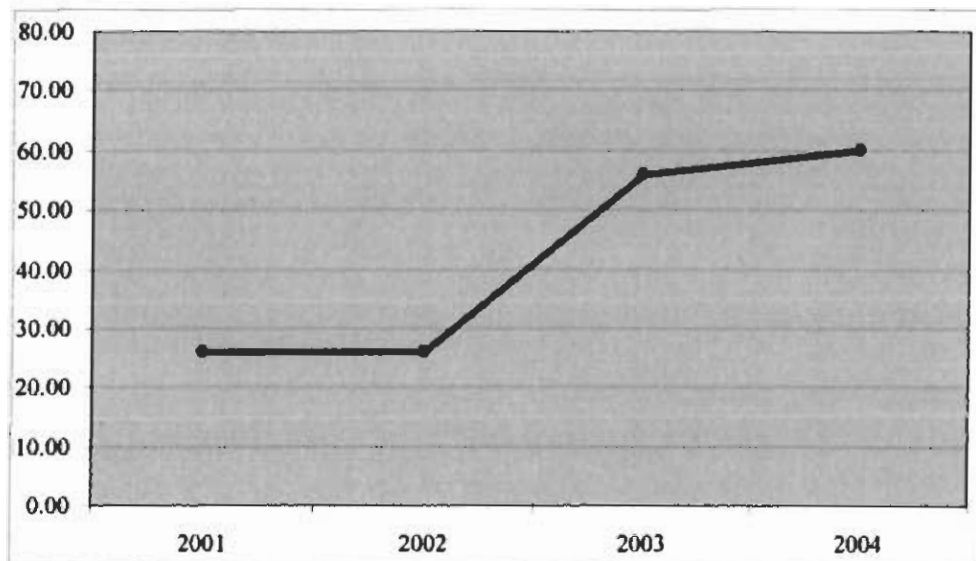
2002

$$\frac{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}{\text{(Καθαρές πωλήσεις)/365}} = \frac{€ 21,568,638.71}{(€302,071,910.87)/365} \approx 26 \text{ ημέρες}$$

2001

$$\frac{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}{\text{(Καθαρές πωλήσεις)/365}} = \frac{€ 21,568,638.71}{(€42,797,591.24)/365} \approx 36 \text{ ημέρες}$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Επισφάλειες ως προς το σύνολο των απαιτήσεων

Ένας αριθμοδείκτης που είναι σκόπιμο να αναλυθεί είναι το ποσοστό των επισφαλειών για την επιχείρηση. Τον υπολογίζουμε από τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις προς το σύνολο των απαιτήσεων.

Επισφαλής – Επίδικοι πελάτες και χρεώστες Σύνολο Απαιτήσεων

Μας δείχνει δηλαδή τα ποσά των απαιτήσεων που αναμένεται να μην εισπράξει η επιχείρηση. Ο αριθμοδείκτης είναι χρήσιμος κυρίως σε επιχειρήσεις που έχουν μεγάλες επισφάλειες στο ενεργητικό τους. Οι επισφάλειες σημαίνουν για την επιχείρηση, ότι υπάρχει πολύ μεγάλη πιθανότητα να μην εισπράξουν ποτέ τα κεφάλαιά τους.

Για τον Μοχλό Α.Ε., έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Επισφαλής – Επίδικοι πελάτες και χρεώστες}}{\text{Σύνολο Απαιτήσεων}} = \frac{€7,982,324.83}{€60,642,578.78} = 0.1316 \text{ ή } 13.16\%$$

2003

$$\frac{\text{Επισφαλής – Επίδικοι πελάτες και χρεώστες}}{\text{Σύνολο Απαιτήσεων}} = \frac{€7,972,901.53}{€64,491,269.25} = 0.1236 \text{ ή } 12.36\%$$

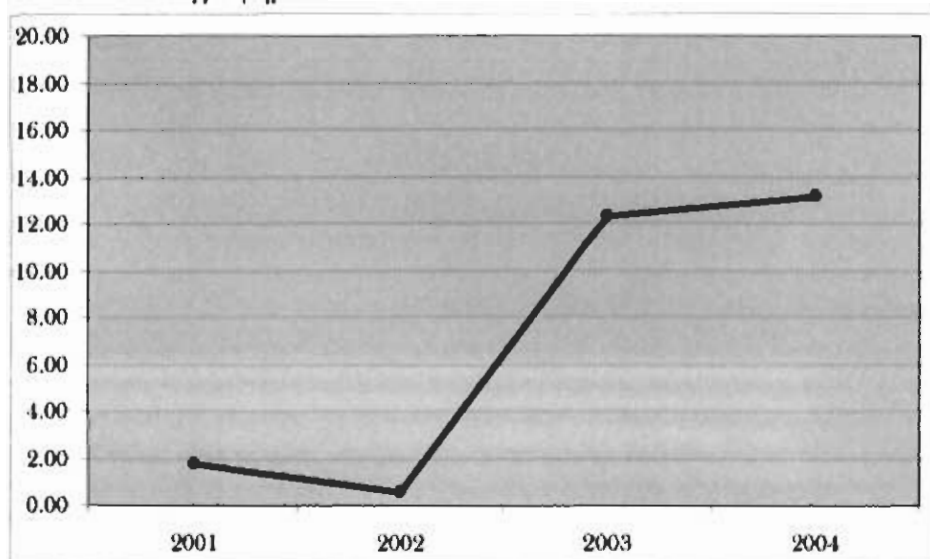
2002

$$\frac{\text{Επισφαλής – Επίδικοι πελάτες και χρεώστες}}{\text{Σύνολο Απαιτήσεων}} = \frac{€213,662.98}{€34,621,575.59} = 0.0062 \text{ ή } 0.62\%$$

2001

$$\frac{\text{Επισφαλής – Επίδικοι πελάτες και χρεώστες}}{\text{Σύνολο Απαιτήσεων}} = \frac{€152,766.39}{€8,515,701.83} = 0.0179 \text{ ή } 1.79\%$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Παρατηρούμε μια μεγάλη μεταβολή στις επισφάλειες της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. των ετών 2003 και 2004 σε σχέση με το 2001 και 2002. Το να ανέρχονται οι

επισφάλειες το 2004 στο 13% των συνολικών απαιτήσεων σημαίνει ότι ο Μοχλός αντιμετωπίζει σοβαρό κίνδυνο να μην λάβει ποτέ το 13% των απαιτήσεων του, χάνοντας δηλαδή περίπου €8 εκατομμύρια. Αυτό έχει σαν επακόλουθο, να επηρεάζει το κεφάλαιο κίνησης της εταιρίας και να του στερεί €8 εκατομμύρια από μελλοντικές επενδύσεις.

Αριθμοδείκτης κυκλοφορίας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Trade creditors to purchases ratio)

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφορίας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υπολογίζεται μαθηματικά, αν διαιρέσουμε το σύνολο των αγορών μιας οικονομικής περιόδου, από την κατάσταση αποτελεσμάτων, προς το μέσο όρο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εξεταζόμενης επιχείρησης.

Με πιο απλά λόγια ο δείκτης κυκλοφορίας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, είναι ο δείκτης που εκφράζει πόσες φορές μέσα σε μία χρήση το σύνολο των αγορών καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

αριθμοδείκτης βραχυπρόθεσμων =	κυκλοφορίας υποχρεώσεων	$\frac{\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (ή Μ.Ο. Υποχρεώσεων)}}$
--------------------------------------	----------------------------	--

Θα πρέπει να ισχύει ότι όλες οι αγορές γίνονται επί πιστώσει και το μέσο ύψος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι ο αριθμητικός μέσος όρος των υποχρεώσεων αρχής και τέλους. Ο λόγος που παίρνουμε το μέσο όρο είναι, όπως έχουμε προαναφέρει, ότι η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης που εκδίδεται μέσω του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης δεν εκφράζει παρά μόνο μια στιγμιαία οικονομική κατάσταση της εταιρίας. Έτσι, για καλύτερη αποδοτικότητα του δείκτη θα πρέπει να υπολογίσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της αρχής του οικονομικού έτους και του τέλους.

Μέσος Όρος Υποχρεώσεων =	$\frac{\text{Υποχρεώσεις Αρχής} + \text{Υποχρεώσεις Τέλους}}{2}$
---------------------------------	--

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να κάνουμε άλλη μία παρατήρηση όσον αφορά τις αγορές που χρησιμοποιούμε στον αριθμοδείκτη. Επειδή από την θέση του εξωτερικού αναλυτή δεν μπορούμε να γνωρίζουμε εκ των προτέρων το σύνολο των αγορών της επιχείρησης, για αυτό τον λόγο χρησιμοποιούμε το κόστος πωληθέντων παρμένο από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης του κάθε οικονομικού έτους.

Η μελέτη του συγκεκριμένου δείκτη γίνεται προκειμένου να δούμε πια είναι η πολιτική της επιχείρησης όσον αφορά την πληρωμή των υποχρεώσεων της και πώς γρήγορα γίνεται η αποπληρωμή τους. Όσο πιο γρήγορη είναι η πληρωμή των υποχρεώσεων τόσο η επιχείρηση:

1. Κερδίζει την εμπιστοσύνη των προμηθευτών της και των δανειστών της.
2. Οι δανειστές της επιχείρησης θέλουν να δανείσουν την επιχείρηση αφού δεν αποτελεί για αυτές επισφάλεια
3. Η αναλυόμενη επιχείρηση κερδίζει στην διαπραγμάτευση των επιτοκίων με τους δανειστές της.
4. Μειώνονται οι χρεωστικοί τόκοι και άλλα συναφή έξοδα στην κατάσταση αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης αφού δεν παραμένουν επιπλέον μέρες οι

Όσο πιο αργή είναι η αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τότε:

1. Η επιχείρηση χάνει χρήματα από τα κέρδη της αφού αυξάνεται το κόστος του χρήματος.
2. Όταν η ταχύτητα είναι πολύ μικρή και έχει την τάση διαχρονικά να μειώνεται τότε η επιχείρηση αποτελεί επισφάλεια για τους δανειστές τις με αποτέλεσμα να μην την δανείζουν ή να την δανείζουν με πολύ μεγάλο επιτόκιο.
3. Χάνει το πλεονέκτημα διαπραγμάτευσης της τιμή αγοράς των πρώτων υλών ή κατεργασμένων υλών από τους προμηθευτές της. Ακόμα και οι ίδιοι οι προμηθευτές όταν η επιχείρηση μειώνει την ταχύτητα αποπληρωμής των υποχρεώσεων της διαχρονικά σε σχέση με την ανάλογη ταχύτητα του κλάδου, παύουν να πωλούν με πίστωση τα εμπορεύματά τους στην επιχείρηση.

Για τον Μοχλό Α.Ε. έχουμε τα εξής αποτελέσματα:

2004

$$\frac{\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Μ.Ο. Υποχρεώσεων)}} = \frac{€371,176,422.05}{€ 85,962,385.01} = 4.32$$

2003

$$\frac{\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Μ.Ο. Υποχρεώσεων)}} = \frac{€309,560,172.02}{€ 71,124,058.30} = 4.35$$

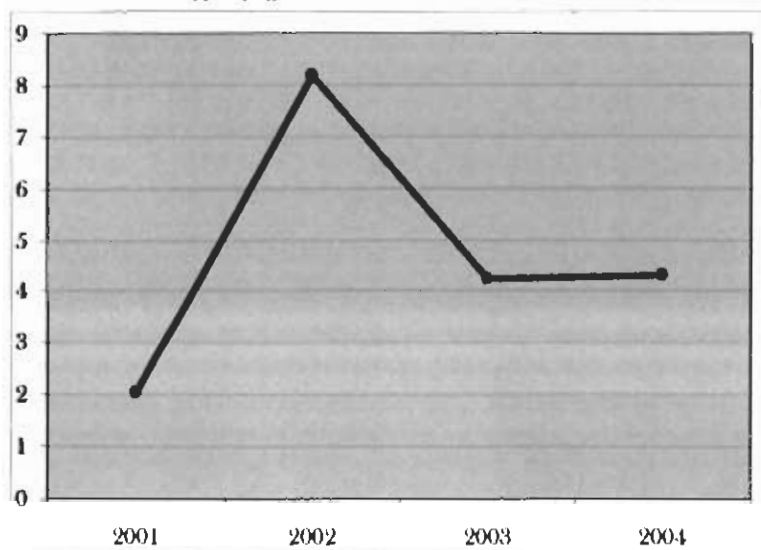
2002

$$\frac{\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Μ.Ο. Υποχρεώσεων)}} = \frac{€294,115,627.21}{€ 35,908,163.03} = 8.19$$

2001

$$\frac{\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Μ.Ο. Υποχρεώσεων)}} = \frac{€38,695,426.57}{€ 18,950,893.67} = 2.04$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Χρόνος παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επιχείρηση (σε ημέρες)

Οι ημέρες που κάνει η επιχείρηση να πληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις βρίσκεται από τον παρακάτω αριθμοδείκτη. Είναι παράγωγος του δείκτη ταχύτητας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και εξίσου σημαντικός για του ίδιους λόγους. Στόχος της κάθε επιχείρησης είναι να πληρώνει τις υποχρεώσεις τόσο αργότερα έτσι ώστε να μην επηρεάζει τις σχέσεις της με τους προμηθευτές της και τους διάφορους δανειστές που θα έχουν σαν επακόλουθο την αύξηση του κόστους του χρήματος.

$$\frac{\text{Μ.Ο. Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{[\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}/365]}$$

Για τον Μογλό Α.Ε. έχουμε τα εξής αποτελέσματα:

2004

$$\frac{\text{Μ.Ο. Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{[\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}/365]} = \frac{€ 85,962,385.01}{(€371,176,422.05)/365} \approx 84 \text{ ημέρες}$$

2003

$$\frac{\text{Μ.Ο. Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{[\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}/365]} = \frac{€ 71,124,058.30}{(€309,560,172.02)/365} \approx 84 \text{ ημέρες}$$

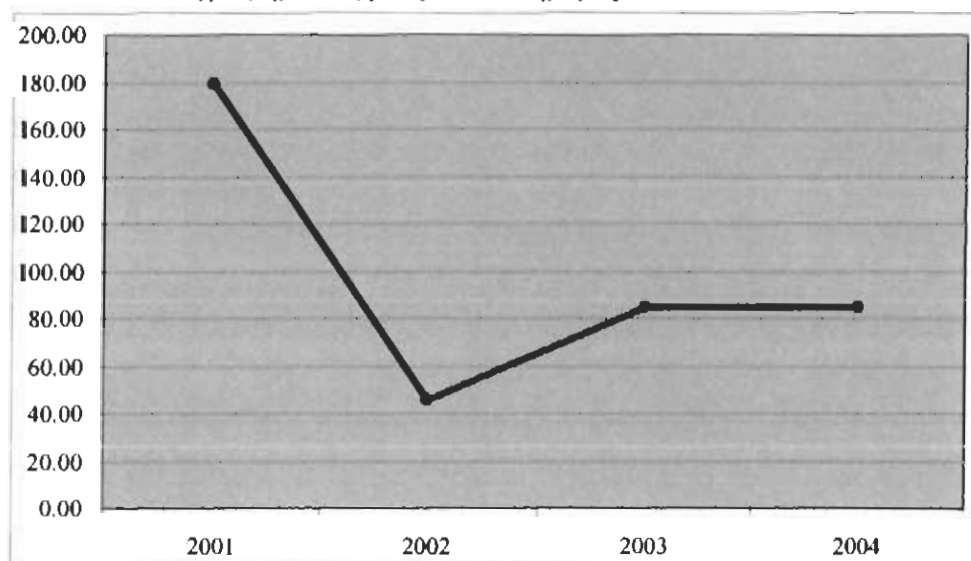
2002

$$\frac{\text{Μ.Ο. Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{[\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}/365]} = \frac{€ 35,908,163.03}{(€294,115,627.21)/365} \approx 45 \text{ ημέρες}$$

2001

$$\frac{\text{Μ.Ο. Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{[\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}/365]} = \frac{€ 18,950,893.67}{(€38,695,426.57)/365} \approx 179 \text{ ημέρες}$$

Ακολουθεί το γράφημα εκφρασμένο σε ημέρες:



Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων (Inventories turnover ratio)

Ο δείκτης ταχύτητας αποθεμάτων μας δείχνει κατά μέσο όρο πόσες φορές έχουν πωληθεί τα αποθέματα της αναλυόμενης επιχείρησης μέσα στην χρήση.

Όταν δεν υπάρχουν αρκετές πληροφορίες σχετικά με το κόστος παραγωγής του προϊόντος, χρησιμοποιούμε το κόστος πωλήσεων που αναγράφεται στον ισολογισμό της επιχείρησης, στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Όσον αφορά τα αποθέματα θα ήταν προτιμότερο να γνωρίζαμε τα αποθέματα της επιχείρησης όπως αναγράφονται αυτά στα τριμηνιαία αποτελέσματα αλλιώς όταν δεν έχουμε αυτήν την πληροφορία μπορούμε να πάρουμε τα αποθέματα δύο συνεχόμενων ετών και να βρούμε τον μέσο όρο τους.

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας είναι ο λόγος του κόστους πωληθέντων του συνόλου των τελικών αγαθών προς το μέσο όρο του συνόλου των αποθεμάτων, της αρχής και τέλους της οικονομικής περιόδου.

$$\text{Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}$$

ή

$$\text{Inventories turnover ratio} = \frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Average Inventory}}$$

Όσο πιο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο αποτελεσματική είναι η λειτουργία της επιχείρησης. Μεγάλη ταχύτητα σημαίνει και μικρή παραμονή των αποθεμάτων στην επιχείρηση. Το αντίθετο έχει τα εξής επακόλουθα:

- Ελαχιστοποιεί το κόστος αποθήκευσης του προϊόντος. Δεν μένει πολύ καιρό στις αποθήκες, Επομένως η επιχείρηση δεν χρειάζεται να πληρώσει επιπλέον ασφάλιση, μισθούς εργαζομένων και ότι συνεπάγεται με την φύλαξη.
- Υπάρχει κίνδυνος να περάσει η ημερομηνία λήξης του παραγόμενου προϊόντος
- Να υποτιμηθεί η τιμή πώλησης του προϊόντος στους τελικούς καταναλωτές.
- Ύπαρξη κόστους ευκαιρίας για την επιχείρηση αφού δεσμεύει κεφάλαια η επιχείρηση που δεν μπορεί να τα χρησιμοποιήσει για περαιτέρω επενδύσεις.
- Καθώς η ταχύτητα μειώνεται και τα αποθέματα μένουν περισσότερες μέρες στις αποθήκες της εταιρίας, η εταιρία πλέον δεν μπορεί να παράγει το μέγιστο των δυνατοτήτων της αφού αυτό θα αύξανε ακόμα πιο πολύ τα αποθέματα και το κόστος συντήρησης χωρίς να έχει το ανάλογο κέρδος.
- Μεγάλα αποθέματα, ιδιαίτερα σε ά ύλη χωρίς αυτά να ανανεώνονται γρήγορα σημαίνει ότι η επιχείρηση χρωστάει στους προμηθευτές της την αξία της πρώτης ύλης που έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των τόκων.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι γενικά δεν υπάρχει ένας Benchmark αριθμός για τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη. Εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση αλλά και από κάθε επιχείρηση ξεχωριστά. Υπάρχουν επιχειρήσεις που δεν υπολογίζεται καθόλου ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης διότι είναι η φύση τους τέτοια που να μην διαθέτουν καθόλου Αποθέματα. Τέτοιες

επιχειρήσεις είναι οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, και άλλες επιχειρήσεις που παράγουν και προσφέρουν στην αγορά υπηρεσίες και μόνο. Η καλύτερη σύγκρισή είναι η σύγκριση με τα προηγούμενα έτη.

Πολλές φορές η ταχύτητα με την οποία ανανεώνονται τα αποθέματα της επιχειρήσεις μας δείχνει και την αποθεματική πολιτική της επιχειρήσεις.

1. Μπορεί να διατηρεί μεγάλο αριθμό αποθεμάτων προκειμένου να είναι έτοιμη να ανταπεξέλθει σε κάποια υπερβολική ζήτηση.
2. Ακόμα εντοπίζει το πρόβλημα. Αν υπάρχει καθυστέρηση στον τομέα της αποθήκευσης, δηλαδή αν ο χρόνος παραγωγής του τελικού προϊόντος και διάθεσης του στον τελικό καταναλωτή είναι μεγάλος και πόσο μεγάλος είναι.
3. Μπορεί σκοπίμως να διατηρεί μεγάλα αποθέματα γιατί μπορεί να έχει υπογράψει συμφωνία παράδοσης σε πελάτη μιας μεγάλης ποσότητας μονάδων προϊόντων σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον.

Στην αντίθετη περίπτωση τώρα, όταν παρατηρούμε μια απότομη αύξηση της ταχύτητας της επιχείρησης σε διαχρονική μελέτη μπορεί να μεταφραστή ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας και πουλάει τα αποθέματα της σε τιμές χαμηλότερες του κόστους κτίσης. Αυτό θα φανεί στο μικτό περιθώριο κέρδους. Γιατί εάν το Μικτό περιθώριο κόστους μειώνεται διαχρονικά μας και είναι ανάλογο με την αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων, δείχνει ότι η επιχείρηση πουλάει όντως τα αποθέματά της χαμηλότερα από το κόστος κτίσεως τους, προκειμένου η επιχείρηση να βρει ρευστά διαθέσιμα.

Όταν έχουμε μείωση της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων θα πρέπει να συνοδεύεται παράλληλα και με υψηλά κεφάλαια κίνησης προκειμένου να έχει ρευστά διαθέσιμα. Όταν συμβαίνει το αντίθετο η επιχείρηση αντιμετωπίζει οικονομικό πρόβλημα.

Ο Μοχλός τώρα είναι μια ιδιαίτερη περίπτωση αφού ανήκει στον τομέα των κατασκευών, άρα παράγει υπηρεσίες. Όμως το καταστατικό της επιχείρησης επιτρέπει πέρα από τις κατασκευές και ασχολείται και με την μεταπώληση οχημάτων ή ακόμα της επιτρέπει να παράγει και να πωλεί σκυρόδεμα. Μάλιστα το 2004 τα αποθέματα της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. αποτελούσαν το 33.8% του συνόλου του κυκλοφορούν ενεργητικό.

Πιο κάτω υπολογίζουμε την ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων για τον Μοχλό Α.Ε.

2004

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}} = \frac{€371,176,422.05}{€40,927,133.94} = 9.07$$

2003

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}} = \frac{€309,560,172.02}{€29,660,549.58} = 10.44$$

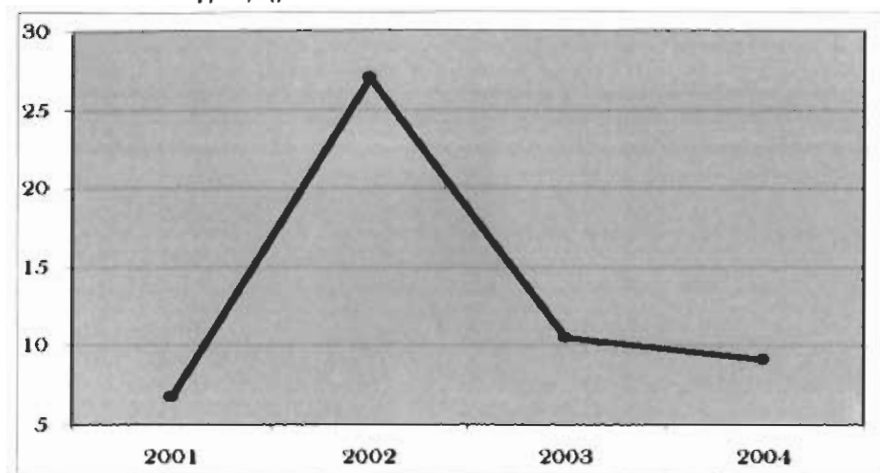
2002

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}} = \frac{€294,115,627.21}{€10,912,293.23} = 26.95$$

2001

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}} = \frac{€38,695,426.57}{€5,713,030.10} = 6.77$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση (σε ημέρες)

Ο χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση υπολογίζεται από τον παρακάτω μαθηματικό τύπο:

$$\text{Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση} = \frac{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}{(\text{Κόστος Πωληθέντων}) / 365}$$

ή

$$\text{Day's sales in inventories} = \frac{\text{Average Inventories}}{(\text{Cost of Goods}) / 365}$$

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα αριθμητικά στοιχεία που προκύπτουν από τον παραπάνω αριθμοδείκτη δεν αντιστοιχούν στην πραγματικότητα, διότι κάποιες πρώτες ύλες ίσως να παραμένουν περισσότερο στις αποθήκες της επιχείρησης σε σχέση με κάποιες άλλες. Η κάθε επιχείρηση αποθηκεύει παραπάνω από ένα προϊόν. Ο δείκτης προσομοιάζει ένα μέσο όρο παραμονής των προϊόντων και πρώτων υλών στην επιχείρηση ως αποθέματα.

Έτσι για τον Μοχλό Α.Ε. έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}{(\text{Κόστος Πωληθέντων}) / 365} = \frac{€40,927,133.94}{(€371,176,422.05)/365} \approx 40 \text{ ημέρες}$$

2003

$$\frac{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}{(\text{Κόστος Πωληθέντων}) / 365} = \frac{€29,660,549.58}{(€309,560,172.02)/365} \approx 35 \text{ ημέρες}$$

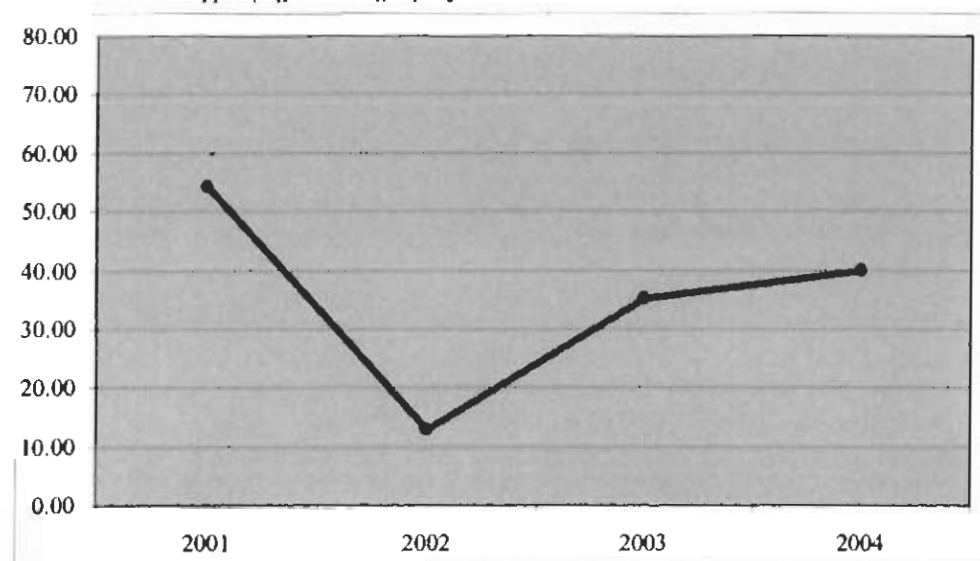
2002

$$\frac{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}{(\text{Κόστος Πωληθέντων}) / 365} = \frac{€10,912,293.23}{(€294,115,627.21)/365} \approx 13 \text{ ημέρες}$$

2001

$$\frac{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}{(\text{Κόστος Πωληθέντων}) / 365} = \frac{€5,713,030.10}{(€38,695,426.57)/365} \approx 54 \text{ ημέρες}$$

Ακολουθεί το γράφημα σε ημέρες:



Παρατήρηση:

2004	9.07	40	31,582,707.03 €	€11,864,376.70	€38,644,725.06	€371,176,422.05
2003	10.44	35	35,355,665.55 €	€11,425,342.27	€43,209,542.81	€309,560,172.02
2002	26.95	13	26,193,110.24 €	€7,956,283.66	€16,111,556.35	€294,115,627.21
2001	6.77	54	9,431,002.41 €	€4,102,164.67	€5,713,030.10	€38,695,426.57

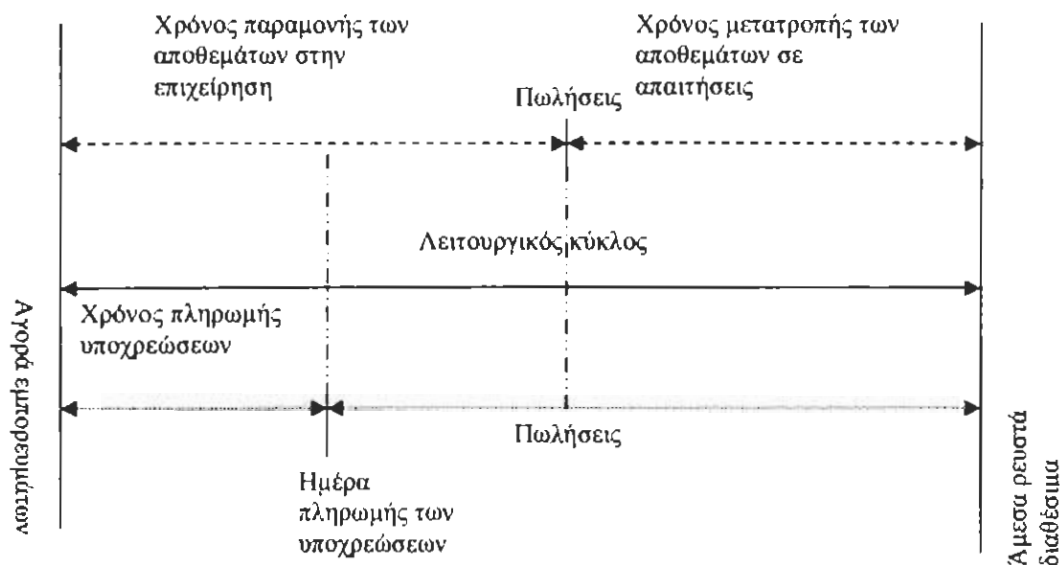
Είναι δύσκολο να βγάλουμε ένα ξεκάθαρο συμπέρασμα από τον αριθμοδείκτη ταχύτητας αποθεμάτων και από το χρόνο παραμονής των Αποθεμάτων στον Μοχλό διότι δεν έχουμε την δυνατότητα να γνωρίζουμε το κόστος παραγωγής των τελικών προϊόντων και των πρώτων υλών που είναι αποθηκευμένα στην επιχείρηση. Αλλά ακόμα και η χρήση του κόστους πωλήσεων από τα αποτελέσματα χρήσης δεν είναι ορθή διότι περιέχει επίσης και το κόστος από την πώληση υπηρεσιών στους πελάτες της, η οποία δεν συνάδει με τα προϊόντα που αγοράζει, μεταποιεί και πουλάει ο Μοχλός (όπως το σκυρόδεμα). Για αυτό το λόγω οι πληροφορίες που αντλήσαμε από τους παραπάνω αριθμοδείκτες πρέπει να παίρνονται με κάθε επιφύλαξη και να

διασταυρώνονται και από άλλες πηγές, όταν πρόκειται να λάβουμε σημαντικές αποφάσεις.

Παρόλα αυτά, παρατηρούμε ότι η ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων του Μοχλός Α.Ε. μειώνεται σταδιακά από το 2002 έως το 2004 και αντίστοιχα αυξήθηκε ο χρόνος παραμονή των αποθεμάτων. Όπως έχει λεχθεί θα πρέπει να υπάρχει και ανάλογη αύξηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Παρατηρώντας το πιο πάνω πίνακα παρατηρούμε ότι πράγματι υπάρχει μια αύξηση του κεφαλαίου κίνησης εκτός από το έτος 2004. Το εν λόγω έτος ο Μοχλός φαίνεται ότι αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας διότι δεν συνεχίζεται η αύξηση στο κεφάλαιο κίνησης. Αυτό μπορεί να φανεί και από άλλη πηγή⁶. Αν κοιτάξουμε στον ισολογισμό παρατηρούμε ότι πράγματι ο Μοχλός αντιμετώπισε πρόβλημα ρευστότητας για αυτό έλαβε νέο μακροπρόθεσμο δάνειο ύψους περίπου 12.8 εκατομμύρια ευρώ. (€15.84 εκατομ. - €3.04 εκατομ.) Αλλά και πάλι η έλλειψη ρευστών διαθεσίμων το 2004 φαίνεται και από την μείωση των αποθεμάτων, το 2003 ήταν €43,209,542.81 και ο 2004 έγιναν €38,644,725.06 , μειώνοντας Επίσης και το κεφάλαιο κίνησης κατά €3.8 εκατομμύρια.

Λειτουργικός κύκλος σε σχέση με τον κύκλο του χρήματος (Operating cycle versus Cash cycle)

Η παρακάτω ανάλυση είναι χρήσιμη για τους εσωτερικούς αναλυτές αλλά και τους εξωτερικούς αναλυτές και τους managers της επιχείρησης προκειμένου να υπολογίσουν μαθηματικά τον χρόνο παραμονής του προϊόντος στην επιχείρηση, τον χρόνο είσπραξης των χρημάτων από τους πελάτες αλλά και σε πόσο χρόνο κάνει η επιχείρηση να πληρώσει τους λογαριασμούς της. Το σημαντικότερο από όλα είναι να δει, κατά πόσο όλα αυτά τα οικονομικά δεδομένα συνδέονται και δένονται μεταξύ τους και κατά πόσο συνεργάζονται έτσι ώστε να εξασφαλιστεί η λειτουργική ομαλότητα και η οικονομική βιωσιμότητα της επιχείρησης.



Για να δώσουμε μια καλύτερη εικόνα για το πώς λειτουργεί μια επιχείρηση και για να γίνει καλύτερα κατανοητή η ερμηνεία του λειτουργικού κύκλου και του κύκλου του χρήματος σε μια επιχείρηση θα υποθέσουμε το εξής. Έχουμε ένα χρονόμετρο που μετράει τον χρόνο που η επιχείρηση αγόρασε από τους προμηθευτές

⁶ δεσ παρατήρηση, του καθαρού κεφαλαίου κίνησης σελ. 25

τις την πρώτη ύλη ή προϊόντα που δίδονται περαιτέρω μεταποίηση, στην συνέχεια το τελικό προϊόν της επιχείρησης και πόσο έμεινε στις αποθήκες μέχρις ότου πωληθεί στον τελικό καταναλωτή. Σημειώνουμε αυτόν τον χρόνο και παρατηρούμε τον χρόνο που χρειάζεται μετά την πώληση του προϊόντος, οι απαιτήσεις των πελατών προς την επιχείρηση να γίνουν ρευστά διαθέσιμα. Αυτή η διαδικασία είναι γνωστή σαν λειτουργικός κύκλος.

Λειτουργικός κύκλος μιας επιχείρησης είναι ο χρόνος που χρειάζεται προκειμένου το τελικό προϊόν της επιχείρησης να πωληθεί στον τελικό καταναλωτή και στην συνέχεια να μετατραπεί από απαιτήσεις πελατών σε άμεσα ρευστά διαθέσιμα.

Μαθηματικά ο λειτουργικός κύκλος της επιχείρησης διατυπώνεται από τον εξής σχέση:

$$\begin{array}{c} \text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα Αποθεμάτων} + \text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα Απαιτήσεων (σε} \\ \text{(σε ημέρες)(ΚΤΑ)} \qquad \qquad \qquad \text{ημέρες)(ΚΤΑπ)} \\ \text{ή} \\ \frac{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}}{\text{(Κόστος πωλήσεων) / 365}} + \frac{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}{\text{(πωλήσεις) / 365}} \end{array}$$

Είναι επίσης πολύ σημαντικό να παρατηρήσουμε και να προσομοιώσουμε στον παραπάνω μαθηματικό μοντέλο τον χρόνο εισπραχής σε άμεσα ρευστά διαθέσιμα και τον χρόνο που κάνει η επιχείρηση μέχρι να πληρώσει τις υποχρεώσεις της στους δανειστές της.

Σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις πουλάνε τα προϊόντα τους ή τις υπηρεσίες του επί πιστώσει. Αναγράφονται δηλαδή στις Απαιτήσεις στους Πελάτες ή σαν Επιταγές Εισπρακτέες, Χρεώστες Διάφοροι κτλ. Όλα αυτά τα στοιχεία βρίσκονται στον κυκλοφορούν ενεργητικό θεωρούνται «έμμεσα» ρευστά διαθέσιμα, καλούνται να μετατραπούν σε Διαθέσιμα. Η επιχείρηση μόνο με ρευστά διαθέσιμα πληρώνει τους δανειστές τις επιχείρησης και γενικά τις υποχρεώσεις της.

Όταν υπάρξει ανάγκη για ρευστό, δεν μπορεί να απαιτήσει από τους πελάτες της, να εξοφλήσουν τους λογαριασμούς προς την επιχείρηση την επομένη κιόλας μέρα. Αυτό θα ήταν σοβαρό πλήγμα για την επιχείρηση και υπάρχει σοβαρή πιθανότητα να χάσει όλους τους πελάτες της. Το μόνο που μπορεί να κάνει, Όταν υπάρξει τέτοια ανάγκη και δεν καλύπτεται από τα διαθέσιμα της είναι, είτε να προβεί σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό, εφόσον πληρεί τους όρους δανεισμού, είτε να δώσει κίνητρα στους πελάτες της (π.χ. εκπτώσεις) έτσι ώστε, ένα τμήμα πελατών να εξοφλήσει τους οφειλόμενους λογαριασμούς προς την επιχείρηση εγκαίρως, είτε ακόμα να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Είναι αξιοσημείωτο, ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι μια εύκολη υπόθεση. Είναι μάλιστα μια αρκετά πολύπλοκη και εξαιρετικά πολυδάπανη γραφειοκρατική διαδικασία. Για αυτό, θα πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις προκειμένου να γίνει εφικτή η αύξηση. Για παράδειγμα, όταν μια εταιρία βρίσκεται στο χρηματιστήριο και ο μέσος όρος των τιμών των μετοχών απαξιώνονται για μεγάλη χρονική περίοδο (βρίσκεται σε ύφεση), επομένως και η τιμή της συγκεκριμένης εταιρίας, τότε δεν την συμφέρει να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Αυτό γιατί, πρώτον οι υποψήφιας εγγραφές νέων επενδυτών θα είναι ελάχιστη λόγω της γενικής απαξίωσης του χρηματιστηρίου από τους επενδυτές. Δεύτερον, μαθηματικά η τιμή των νέων μετοχών προς των παλιών θα είναι μικρότερη και σαν συνέπεια η νέα διαμορφωθείσα τιμή της

περιπτώσεις πως υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να υποτιμηθεί ακόμα πιο πολύ η τιμή της μετοχή της.

Σαν συμπέρασμα, σε περιόδους χρηματιστηριακής αστάθειας, η εταιρία δεν θα επιλέξει την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου για να έχει ρευστά διαθέσιμα και να αυξήσει το καθαρό της κεφάλαιο κίνησης γιατί αυτό θα απαξιώσει όλο και πιο πολύ την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής.

Αφού γνωρίζουμε πλέον τον χρόνο αποπληρωμής των Απαιτήσεων των πελατών δηλαδή από απαιτήσεις σε Διαθέσιμα, οι managers και γενικά οι αναλυτές υπολογίζουν την ταχύτητα με την οποία αποπληρώνει η επιχείρηση τις υποχρεώσεις της προς τους προμηθευτές της. Δηλαδή, πόσες μέρες κάνει η επιχείρηση να πληρώσει τις οφειλές της.

Είναι σημαντικός αυτός ο υπολογισμός διότι, όταν ο χρόνος είσπραξης των απαιτήσεων είναι μικρότερος από τον χρόνο πληρωμής των υποχρεώσεων προς τους προμηθευτές της αυτό σημαίνει ότι, η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει έλλειψη ρευστών διαθέσιμων αλλά και με τα χρήματα αυτά μπορεί να προχωρήσει άφοβα σε μια εκ νέου κερδοφόρα επένδυση. Ο αριθμοδείκτης μπορεί να ονομαστεί σαν αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των προμηθευτών. Δείχνει δηλαδή, πόσες μέρες κατά μέσο όρο κάνει η επιχείρηση για να πληρώσει τους προμηθευτές της. Μαθηματικά υπολογίζεται ως εξής:

$$\frac{M.O. \text{ Προμηθευτών}}{(Κόστος πωλήσεων) / 365}$$

Το αποτέλεσμα που βρίσκουμε το αφαιρούμε με τον κύκλο λειτουργίας της επιχείρησης. Αν η αναλογία αυτή είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα των ημερών παραμονής των απαιτήσεων της επιχείρησης και των ημερών παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση, τότε ο κύκλος εργασιών της επιχείρησης είναι αρνητικός. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση, χρηματοδοτεί τις πωλήσεις της. Επακολούθως, αντιμετωπίζει άμεσο ρευστό πρόβλημα.

Παρακάτω θα υπολογίσουμε τον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των προμηθευτών για τον Μοχλό Α.Ε.

2004

$$\frac{M.O. \text{ Προμηθευτών}}{(Κόστος πωλήσεων) / 365} = \frac{€24,275,764.09}{(€371,176,422.05)/365} \approx 24 \text{ ημέρες}$$

2003

$$\frac{M.O. \text{ Προμηθευτών}}{(Κόστος πωλήσεων) / 365} = \frac{€19,576,214.56}{(€309,560,172.02)/365} \approx 23 \text{ ημέρες}$$

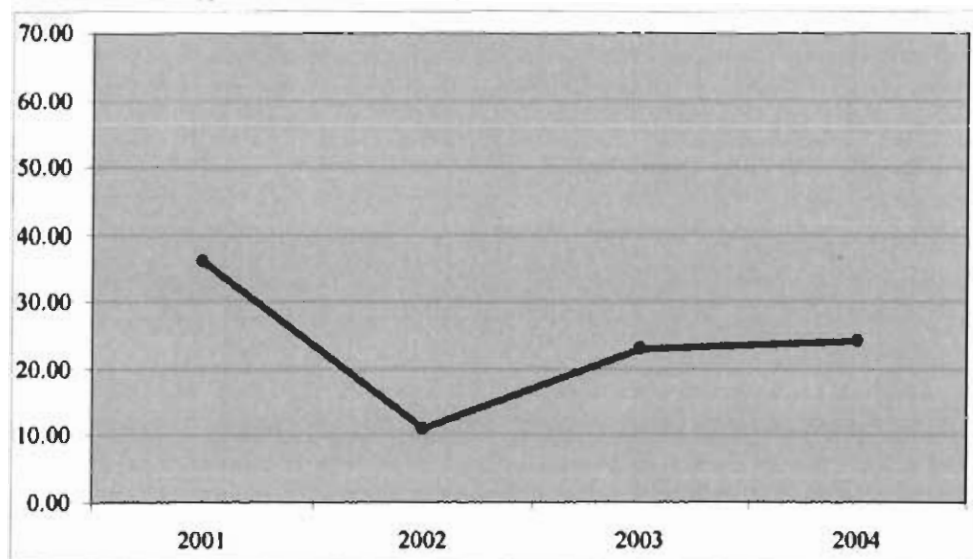
2002

$$\frac{M.O. \text{ Προμηθευτών}}{(Κόστος πωλήσεων) / 365} = \frac{€9,169,499.77}{(€294,115,627.21)/365} \approx 11 \text{ ημέρες}$$

2004

$$\frac{M.O. \text{ Προμηθευτών}}{(Κόστος πωλήσεων) / 365} = \frac{€3,854,439.17}{(€38,695,426.57)/365} \approx 36 \text{ ημέρες}$$

Ακολουθεί το γράφημα (σε ημέρες):



Στο παρακάτω σχεδιάγραμμα, συγκεντρώνουμε όλα τα δεδομένα που βρήκαμε από τους αριθμοδείκτες ταχύτητας Αποθεμάτων, Προμηθευτών και Απαιτήσεων. Εμφανίζεται αναλυτικά ο κύκλος λειτουργίας της εταιρίας Μοχλός Α.Ε.

Για το 2004



+	Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση	
+	Χρόνος μετατροπής των αποθεμάτων σε απαιτήσεις	
-	Χρόνος πληρωμής υποχρεώσεων	
	<hr/>	
	40 ημέρες	
+	60 ημέρες	
-	24 ημέρες	
=	<hr/>	
	76 ημέρες	

Για το 2003



	Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση	
+	Χρόνος μετατροπής των αποθεμάτων σε απαιτήσεις	
-	Χρόνος πληρωμής υποχρεώσεων	
	<hr/>	
	35 ημέρες	
+	56 ημέρες	
-	23 ημέρες	
	<hr/>	
=	68 ημέρες	

Για το 2002



	Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση
+	Χρόνος μετατροπής των αποθεμάτων σε απαιτήσεις
-	Χρόνος πληρωμής υποχρεώσεων
<hr/>	
	13 ημέρες
+	26 ημέρες
-	11 ημέρες
<hr/>	
=	38 ημέρες

Για το 2001



	Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση
+	Χρόνος μετατροπής των αποθεμάτων σε απαιτήσεις
-	Χρόνος πληρωμής υποχρεώσεων
<hr/>	
	54 ημέρες
+	36 ημέρες
-	36 ημέρες
<hr/>	
=	54 ημέρες



Παρατήρηση:

Η ανάλυση του λειτουργικού κύκλου και του κύκλου του χρήματος, για τις επιχειρήσεις είναι αρκετά σημαντικός. Εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει προϊόντα, να τα εμπορεύεται και να εισπράττει την χρηματική τους αξία. Μπορεί να υποδείξει στον αναλυτή πολλά προβλήματα που τυχόν να αντιμετωπίζει μια επιχείρηση. Όπως είναι κακή διαχείριση στην ροή των αποθεμάτων, κακή εισπρακτική πολιτική της διοίκησης από τους πελάτες της. Μπορεί να δείξει όμως, σαν μια δεύτερη ματιά, την ρευστότητα της επιχείρησης και κατά πόσο ποιοτική είναι αυτή η ρευστότητα της. Πάντα βέβαια με σύγκριση του λειτουργικού κύκλου με τους αριθμοδείκτες γενικής (liquidity ratio) ή ειδικής (acid – test ratio) ρευστότητας.

Παρόλα αυτά θα πρέπει να είμαστε πάντοτε εξαιρετικά προσεκτικοί και επιφυλακτικοί στην ανάλυση του λειτουργικού κύκλου οποιασδήποτε εταιρίας. Ο Μοχλός Α.Ε. είναι μια ιδιαίτερη περίπτωση και δεν μπορεί να γίνει ορθή μελέτη του λειτουργικού της κύκλου λόγω έλλειψης εσωτερικής πληροφόρησης σχετικά με το

κόστος παραγωγής των προϊόντων που παράγει μέσα σε ένα οικονομικό έτος. Θα πρέπει να λεχθεί για άλλη μια φορά ότι το κόστος πωλήσεων που χρησιμοποιούμε εμπεριέχει το κόστος από πωλήσεις προϊόντων αλλά και από πωλήσεις υπηρεσιών.

Στο παρακάτω πίνακα έχουμε τα στοιχεία για κάθε οικονομικό έτος, τα αποτελέσματα της γενικής και ειδικής ρευστότητας της εταιρίας, τον κύκλο λειτουργίας, τον κύκλο του χρήματος, το ύψος του κυκλοφορούντος ενεργητικού και το κεφάλαιο κίνησης.

Έτος	Γενική Ρευστότητα	Ειδική Ρευστότητα	Κύκλος λειτουργίας	Κύκλος Χρήματος	Κυκλοφορούν Ενεργητικό	Κεφάλαιο Κίνησης
2004	1.38	0.81	100	76	€114,124,792.93	€31,582,707.03
2003	1.40	0.82	91	68	€124,738,349.67	€35,355,665.53
2002	1.50	1.19	49	38	€79,058,542.72	€26,193,110.24
2001	1.50	1.19	90	54	€28,381,896.08	€9,431,002.41

Όπως έχουμε προαναφέρει, Η γενική ρευστότητα (Current Asset Ratio) του Μοχλού φαίνεται αν όχι ικανοποιητική ότι τουλάχιστον δεν αντιμετωπίζει πρόβλημα όμως η μείωση των δύο τελευταίων ετών (2003 και 2004) κατά 8% μας θέτει κάποιους προβληματισμούς και μια περαιτέρω αναζήτηση Όσον αφορά την ρευστότητα από τον δείκτη ειδική ρευστότητας. Εκεί φαίνεται ότι η εταιρεία αντιμετωπίζει πρόβλημα. Τα τελευταία μάλιστα δυο χρόνια τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Μοχλού είναι μικρότερα από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Παρατηρώντας τώρα τα δεδομένα του κύκλου λειτουργίας της επιχείρησης, βλέπουμε ότι είναι σχετικά μεγάλος. Ο Μοχλός θέλει λίγο περισσότερο από το ¼ του έτους για επεξεργαστή την πρώτη ύλη, να την πουλήσει και να εισπράξει την χρηματική αξία των πωληθέντων προϊόντων. Ο Μοχλός για αυτό τον λόγο δεν μας δείχνει ότι υπάρχει ποιότητα στο κυκλοφορούν της ενεργητικό, δηλαδή υπάρχει καθυστέρηση από την παραγωγή μέχρι την είσπραξη με συνέπεια τα στοιχεία του κυκλοφορούν της, να μην είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα.

Το πρόβλημα ρευστότητας φαίνεται και από άλλη μία ακόμα πηγή. Εφόσον ο λειτουργικός κύκλος αυξάνεται θα πρέπει κανονικά να αυξάνεται και το κυκλοφορούν ενεργητικό καθώς και το καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Παρόλα αυτά, το κυκλοφορούν ενεργητικό και το κεφάλαιο κίνησης μειώθηκε το τελευταίο έτος (2004) και υποδηλώνει για άλλη μια ακόμη φορά έλλειψη ρευστότητας αλλά και μείωση του μεγέθους των επενδύσεων. Στην αντίθετη περίπτωση αν ο λειτουργικός κύκλος ήταν μικρός θα σήμαινε ότι η Διοίκηση είναι αποτελεσματική.

Ο Μοχλός αν είχε μηδενικό σχεδόν κύκλο του χρήματος τότε θα σήμαινε ότι πληρώνει τους προμηθευτές του και εισπράττει τις απαιτήσεις του από τους πελάτες του ταυτόχρονα (Just - in - time). Αυτή η πολιτική θα εξασφάλιζε στον Μοχλό ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη και ασφαλούς πιστωτικούς όρους από τους προμηθευτές της.

Ένας τρόπος για να μειώσει η επιχείρηση τον κύκλο του χρήματος είναι να αυξήσει τον χρόνο πληρωμής των υποχρεώσεων της προς τους προμηθευτές ως και να μην τους πληρώνει καθόλου. Αυτό όμως θα είχε αρνητικά αποτελέσματα για την επιχείρηση και την σχέση της με τους προμηθευτές της και δεν θα καλυτέρευαν τα οικονομικά της αποτελέσματα αλλά αντίθετα θα δυσχέραιναν αφού θα πλήρωνε επιπλέον χρεωστικούς τόκους και όχι μόνο.

Δείκτης πωλήσεων προς καθαρό κεφάλαιο κίνησης (Net Working Capital turnover ratio)

Το κεφάλαιο κίνησης όπως αναφέραμε και στην σελίδα 22 είναι το αποτέλεσμα της αφαίρεσης από το Συνολικό Κυκλοφορούν Ενεργητικό, τις Συνολικές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

$$\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

Στην πράξη όμως μας δείχνει το κεφάλαιο που μια επιχείρηση έχει στην διαθεσή της και μπορεί να το διαθέσει για επενδύσεις χωρίς να διατρέχει τον κίνδυνο να αντιμετωπίσει έλλειψη ρευστών διαθεσίμων. Μια κακή διαχείριση, και μη σωστή διαδικασία υπολογισμού του κεφαλαίου κίνησης, που μπορεί να προκύψει από την ανεξέλεγκτη επένδυση της επιχείρησης, μπορεί να της προκαλέσει οξύ οικονομικό πρόβλημα ρευστότητας και να την αναγκάσει να προβεί στην σύναψη βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου δανεισμού ανάλογα με την κατάσταση. Βέβαια η συνέχιση σε μακροχρόνιο επίπεδο, της κακής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να την οδηγήσει σε πτώχευση.

Η αύξηση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να επιτευχθεί αν η διοίκηση αυξήσει το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης. Οι τρόποι αύξησης είναι οι εξής:

1. Μείωση του μερίσματος και αύξηση των αποθεματικών. Βέβαια αυτό έχει το μειονέκτημα βραχυπρόθεσμα την πτώση της τιμής της μετοχής της εταιρίας μετά την ανακοίνωση της είδησης. Σε μακροχρόνιο επίπεδο, αν συνεχίζει αυτήν την πολιτική η επιχείρηση, ο χρηματιστηριακός τζίρος της μετοχής που προκύπτει από την διαπραγμάτευσή της ενδέχεται να είναι μικρός λόγω της μικρής ζήτηση της μετοχής.
2. Μέσω αύξησης των πωλήσεων, μείωση του κόστους παραγωγής και διάθεσης του προϊόντος ή της υπηρεσίας και αύξηση των καθαρών κερδών. Αύξηση των πωλήσεων είναι στόχος κάθε επιχείρησης. Βέβαια η εταιρία θα πρέπει να θέτει εφικτούς στόχους και να χρησιμοποιεί στο μέγιστο των δυνατοτήτων τους, τους παραγωγικούς της συντελεστές.
3. Με μακροχρόνιο δανεισμό. Προκειμένου να εξοφλήσει βραχυπρόθεσμες οφειλές της που δεσμεύουν το κεφάλαιό της αφού είναι αναγκασμένες οι επιχειρήσεις να τις εξοφλήσουν εντός χρόνου.
4. Με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που οι επενδυτές καλούνται να προσφέρουν ρευστά διαθέσιμα. Όπως προαναφέραμε είναι μια αρκετά γραφειοκρατική διαδικασία και συνίσταται κυρίως σε περιόδους χρηματιστηριακής ανόδου, διαφορετικά ενδέχεται να αντιμετωπίσει τα αντίθετα αποτελέσματα. Η τιμή της μετοχή της, Επομένως και η χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας, να φθίνουν αντί να αυξάνονται.
5. Σε περιορισμένες όμως περιπτώσεις, αύξηση των προνομιούχων μετοχών. Αυτή η διαδικασία είναι αρκετά πολύπλοκη και περιορίζεται από νομοθετικές διατάξεις για το ποιες εταιρίες μπορούν να εκδώσουν αλλά και ως πιο ποσοστό σε σύγκριση με τις κοινές. Σημειώνεται ότι οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών έχουν περισσότερα δικαιώματα σε σχέση με τους κατόχους κοινών μετοχών και η τιμή διάθεσή τους είναι αρκετά μικρή σε σχέση με την τιμών των κοινών.
6. Πώληση πάγιων στοιχείων. Κατά προτίμηση αυτών που δεν θα επηρεάσουν σημαντικά την λειτουργία της επιχείρησης και την ικανότητά της να παράγει

κέρδη. Με τα κεφάλαια που θα εισπράξει μπορεί να ξεχρεώσει βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Το κεφάλαιο κίνησης διαφέρει ποιοτικά ανά έτος ή από επιχείρηση σε επιχείρηση. Το κεφάλαιο κίνησης συνδέεται άμεσα με τον βαθμό ρευστότητας των κυκλοφορούντων στοιχείων της επιχείρησης. Διότι κάποια στοιχεία του ενεργητικού είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα, όπως το Ταμείο, οι καταθέσεις όψεως, ενώ άλλες ρευστοποιούνται δύσκολά αφού απαιτείται να περάσει κάποιος χρόνος. Τέτοια στοιχεία είναι αυτά που αποτελούν τα Αποθέματα (πρώτες ύλες, παραγωγή σε εξέλιξη, προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων κτλ), και οι Απαιτήσεις (των πελατών, Γραμμάτια εισπρακτέα, Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις κτλ). Για την καλύτερη κατανόηση της παραπάνω πρότασης χρησιμοποιούμε το ακόλουθο πραγματικό παράδειγμα από τον Ισολογισμό της εταιρίας «Μοχλός Α.Ε.», για τα έτη 2003 και 2002

		(Σε χιλ €)			
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	2002	2003	<u>Υποχρεώσεις</u>	2002	2003
<i>Αποθέματα</i>	€16,111	€43,209	<i>Βραχυπρόθεσμες</i>	€82,542	€89,383
<i>Απαιτήσεις</i>	€34,622	€64,391			
<i>Χρεόγραφα</i>	€ 21,330	€11,013			
<i>Διαθέσιμα</i>	€ 6,995	€ 6,025			
Σύνολο Κυκλοφ. Ενεργητικ	€ 79,058	€124,738	Σύν. Βραχ. Υποχρ.	€82,542	€89,383

Έτος	Κυκλοφορούν Ενεργητικό	Άμεσα ρευστοπ. (χιλ. €)	Έμμεσα Ρευστοπ. (χιλ. €)	Κεφάλαιο Κίνησης
2003	€124,738,349.67	€17,038	€107,600	€35,355,665.53
2002	€79,058,542.72	€28,225	€50,733	€26,193,110.24

Παρατηρούμε ότι το κεφάλαιο κίνησης μεταξύ 2002 και 2003 αυξήθηκε κατά €9 εκατομμύρια περίπου. Εύλογα βγάζουμε το συμπέρασμα ότι με αυτήν την αύξηση του κεφαλαίου κίνησης δίνεται η δυνατότητα στον Μοχλό να προχωρήσει σε νέες επενδύσεις, μεγαλύτερες σε μέγεθος και πιθανόν πιο κερδοφόρες.

Όμως παρατηρώντας τα αποτελέσματα για άλλη ακόμα μια φορά παρατηρούμε ότι μειώθηκαν τα άμεσα ρευστά διαθέσιμα της εταιρίας (Χρεόγραφα, Διαθέσιμα) από €28.2 εκ. σε €17 εκ. ενώ παράλληλα αυξήθηκαν τα έμμεσα ρευστά διαθέσιμα της εταιρίας (Αποθέματα, Απαιτήσεις), από €50.7 εκ. σε €107.6 εκ. Αυτό σημαίνει ότι τα η αύξηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης δεν είναι ποιοτική γιατί ο Μοχλός δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει τα κεφάλαιά του ανά πάσα στιγμή, σε κάθε επενδυτική ευκαιρία που θα του παρουσιαστεί. Αυτό γιατί δεν μπορεί να ζητήσει από τους πελάτες του, να εξοφλήσουν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στο Μοχλό άμεσα, δεν κάνει καλό άλλωστε και στις δημόσιες σχέσεις και στις σχέσεις εμπιστοσύνης με τους πελάτες του. Αντίθετα τα κεφάλαια που ανά πάσα στιγμή μπορούν να χρησιμοποιηθούν μειώθηκαν.

Επομένως αυτή η μη ποιοτική αύξηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης κάνει τον Μοχλό δυσκίνητο στις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται.

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της επιχείρησης και την αύξηση του κύκλου εργασιών της. Έχει δημιουργηθεί ένας

αριθμοδείκτης που δείχνει ακριβώς αυτή την σχέση του κύκλου εργασιών και των κεφαλαίων κίνησης και μετράει την ταχύτητα που διακινούνται τα κεφάλαια κίνησης σε σχέση με τις πωλήσεις της επιχείρησης.

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κίνησης} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}^7}{\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}}$$

ή

$$\text{Net Working Capital Turnover Ratio} = \frac{\text{Sales}}{\text{Net Working Capital}}$$

Έτσι παρουσιάζεται το ύψος των πωλήσεων που πετυχαίνει από κάθε μονάδα καθαρού κεφαλαίου κίνησης και αν η επιχείρηση χρησιμοποιεί μεγάλων αριθμό κεφαλαίων κίνησης σε σχέση με το κύκλο εργασιών της. Βέβαια για να έχει αξία ο δείκτης αυτός πρέπει να συγκριθεί με δείκτες παλαιότερων ετών ή άλλους δείκτες κλάδου.

Επομένως για τον Μοχλό έχουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα:

2004

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό κεφάλαιο Κίνησης}} = \frac{€383,040,798.75}{€31,582,707.03} = 12.03$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό κεφάλαιο Κίνησης}} = \frac{€320,985,514.29}{€ 35,355,665.55} = 9.08$$

2002

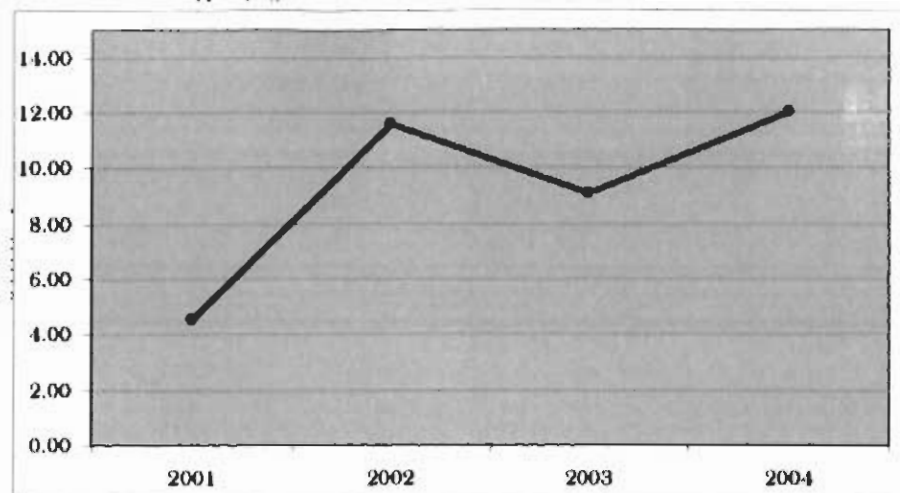
$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό κεφάλαιο Κίνησης}} = \frac{€302,071,910.87}{€ 26,193,110.24} = 11.53$$

2001

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό κεφάλαιο Κίνησης}} = \frac{€42,797,591.24}{€ 9,431,002.41} = 4.54$$

⁷ Οι καθαρές πωλήσεις που χρησιμοποιούμε στον αριθμητή του αριθμοδείκτη ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κίνησης προκύπτουν, αν από το σύνολο των πωλήσεων (κύκλος εργασιών) αφαιρέσουμε τις επιστροφές προϊόντων από τους πελάτες, και τις εκπτώσεις επί των πωλήσεων. Στην περίπτωση που δεν διαθέτουμε τα παραπάνω στοιχεία χρησιμοποιούμε τις πωλήσεις που αναγράφονται στα αποτελέσματα εκμετάλλευσης μαζί με τον ισολογισμό της εταιρίας.

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Για την καλύτερη ανάλυση των αποτελεσμάτων θα χρησιμοποιήσουμε τα υπολογισθέντα οικονομικά στοιχεία τα οποία απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Έτος	Κύκλος Εργασιών	Χρεόγραφα + Διαθέσιμα	Αποθέματα + Απαιτήσεις	Αριθμ. ταχύτητας κεφαλαίου κίνησης	Κυκλοφορούν Ενεργητικό	Κεφάλαιο Κίνησης
2004	€383,040,798.75	€14,837,489.09	€99,287,303.84	12.03	€114,124,792.93	€31,582,707.03
2003	€320,985,514.29	€17,037,537.61	€107,700,812.06	9.08	€124,738,349.67	€35,355,665.53
2002	€302,071,910.87	€28,325,410.78	€50,733,131.94	11.53	€79,058,542.72	€26,193,110.24
2001	€42,797,591.24	€14,153,164.15	€14,228,731.93	4.54	€28,381,896.08	€9,431,002.41

Παρατηρούμε μια εκτεταμένη προσπάθεια επί σειρά ετών η Διοίκηση της εταιρίας Μοχλός να αυξήσει τα κεφάλαια της κίνησης προκειμένου να μπορεί και η ίδια να συμμετάσχει δυναμικά σε δημοπρασίες που απαιτούν μεγάλα κεφάλαια. Από 9.4 εκατομμύρια ευρώ το 2001 σε 31.6 εκατομμύρια το 2004. Αυτή η ανάγκη της αλλά και η επιτυχημένη ως ώρα, προσπάθεια της διοίκησης φαίνεται από τον μεγάλο όγκο του κύκλου εργασιών. Το 2001 ήταν μόλις 43 εκατομμύρια ευρώ και το 2004 έφτασε τα 383 εκατομμύρια ευρώ.

Ως επακόλουθο όλων αυτών, η ταχύτητα των κεφαλαίων κίνησης διαγράφει μια ανοδική από το 2001 ως το 2004 που έχουμε στοιχεία. Το 12.03 που έχει υπολογιστεί για το έτος 2004 σημαίνει ότι κάθε Ευρώ του κεφαλαίου κίνησης που επένδυσε η εταιρία Μοχλός Α.Ε. της απέδωσε €12.03. Όμως είναι ποιοτικό το κεφάλαιο κίνησης και αυτή η ταχύτητα που αποδίδεται μαθηματικά αντιπροσωπεύει στο έπακρο την πραγματικότητα;

Η απάντηση είναι εμφανής στον παραπάνω πίνακα. Βλέπουμε ότι από το 2002 μέχρι το 2004 τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Μοχλού (Χρεόγραφα και Διαθέσιμα), μειώνονται με ρυθμό, για το 2003 -39.85% για το 2004 -12.91%. Παράλληλα τα στοιχεία που ρευστοποιούνται με αργούς ρυθμούς και όχι άμεσα (Αποθέματα και Απαιτήσεις) παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση, που το 2003 ξεπερνάει το +100% εκτός από το τελευταίο έτος (2004), που όπως έχουμε δει η εταιρία

παρουσιάζει εμφανή σημάδια έλλειψης ρευστών διαθεσίμων και για αυτό μεταβάλλει την πιστωτική πολιτική της απέναντι στους πελάτες της.

Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (Asset turnover ratio)

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού δείχνει με πιο ρυθμό η εταιρία χρησιμοποιεί το σύνολο του ενεργητικού της σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ο δείκτης είναι το πηλίκο των καθαρών πωλήσεων (πωλήσεις μείον επιστροφές και εκπτώσεις πωλήσεων), δια το σύνολο του ενεργητικού (το ύψος του ενεργητικού μείον τις συμμετοχές και άλλων παρεμφερών μακροχρόνιων τοποθετήσεων αφού αυτά τα στοιχεία δεν χρησιμοποιούνται για την πραγματοποίηση των πωλήσεων).

$$\text{Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συνόλου Ενεργητικού}}$$

ή

$$\text{Asset Turnover Ratio} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Total Assets}}$$

Ένας υψηλός δείκτης σε σύγκριση με άλλες εταιρίες του ίδιου κλάδου δείχνει ότι η εταιρία χρησιμοποιεί το μέγιστο των παραγωγικών της δυνατοτήτων. Πιθανότητα να είναι δύσκολο για την επιχείρηση να εμφανίσει με αισθητή αύξηση των πωλήσεων της χωρίς να υπάρξει εκ νέου επένδυση στο ενεργητικό. Για παράδειγμα την αγορά ενός νέου κτιρίου ή νέων μηχανημάτων τεχνολογικά ανεπτυγμένα από τα προηγούμενα ή ακόμα και αύξηση του κεφαλαίου κίνησης.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι για την καλύτερη απόδοση του δείκτη θα ήταν προτιμότερη η χρησιμοποίηση του μέσου όρου του Συνόλου του Ενεργητικού της αρχής και του τέλους της περιόδου.

Για τον Μοχλό Α.Ε. έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€ 383,040,798.75}{(€194,655,192.93 + €193,928,327.01)/2} = 1.97$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€320,985,514.29}{(€193,928,327.01 + €153,872,619.48)/2} = 1.85$$

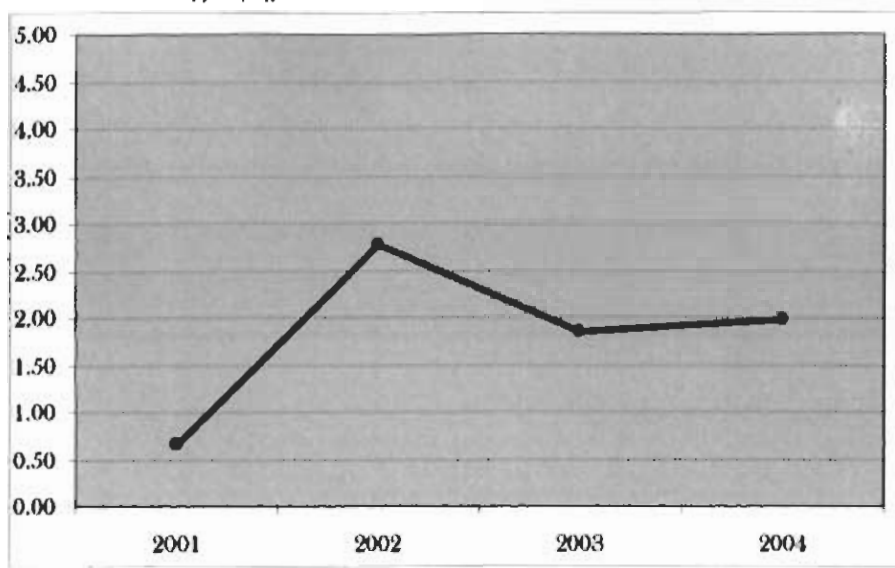
2002

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€302,071,910.87}{(€153,872,619.48 + €64,379,176.96)/2} = 2.77$$

2001

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{€42,797,591.24}{€64,379,176.96} = 0.66$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Έτος	Κύκλος Εργασιών	Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού	Σύνολο Ενεργητικό	Κεφάλαιο Κίνησης
2004	€383,040,798.75	1.97	€194,655,192.93	€31,582,707.03
2003	€320,985,514.29	1.85	€193,928,327.01	€35,355,665.53
2002	€302,071,910.87	2.77	€153,872,619.48	€26,193,110.24
2001	€42,797,591.24	0.66	€64,379,176.96	€9,431,002.41

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού μας δείχνει ότι για κάθε ευρώ που διαθέτει ο Μοχλός από το ενεργητικό του, παράγει €1.97 για το 2004. Η υψηλότερη χρονιά ήταν το 2002 με €2.77 ανά ευρώ ενεργητικού. Παρατηρούμε μια κάμψη της χρησιμοποίησης του ενεργητικού τα τελευταία δύο χρόνια. Αυτό οφείλεται στα εξής:

- λόγω έλλειψης ρευστών διαθεσίμων τα τελευταία δυο χρόνια όπου επιβραδύνουν την ανάπτυξη της.
- Μη ύπαρξης ποιοτικών κεφαλαίων κίνησης, αφού αναλογικά περιέχουν κεφάλαια που δεν ρευστοποιούνται εύκολα.

Παρότι υπάρχει μια κάμψη για το 2004 στο κεφάλαιο κίνησης, υπάρχει παράλληλα αύξηση του κύκλου εργασιών κατά +19.33% για το ίδιο έτος και μια μικρή αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού κατά +6.49%. Αυτή η θετική μεταβολή οφείλεται στην σύναψη μακροπρόθεσμου δανεισμού της εταιρίας το 2004 κατά €12.8 εκατομμύρια όπου βοήθησε πιθανότατα την εταιρία αλλά και από την επένδυση της εταιρίας για αγορά νέων πάγιων στοιχείων. Οι Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις το 2004 αυξήθηκαν κατά +2.24%.

Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων (Fixed Asset turnover ratio)

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας Παγίων δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα πάγια στοιχεία της όπως οικόπεδα και μηχανολογικό εξοπλισμό σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιεί σε μια χρονική περίοδο. Μαθηματικά απεικονίζεται ως, ο λόγος των καθαρών πωλήσεων δια το μέσο όρο του πάγιου ενεργητικού της επιχείρησης.

$$\text{Ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ. Ο. παγίου ενεργητικού}}$$

ή

$$\text{Average fixed asset turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Fixed Assets}}$$

Για καλύτερη απόδοση του δείκτη θα χρησιμοποιήσουμε τον μέσο όρο των παγίων στοιχείων του ενεργητικού αρχής και τέλους της περιόδου, όταν αυτά έχουν μεταβληθεί κατά την διάρκεια μιας οικονομικής χρήσης. Ο λόγος που χρησιμοποιούμε τον μέσο όρο είναι γιατί πιθανότατα η επιχείρηση σε κάποια χρονική περίοδο εντός του οικονομικού έτους να επένδυσε ή να πούλησε κάποια από τα πάγια στοιχεία της. Επίσης ο μέσος όρος είναι πιο αντιπροσωπευτικός διότι κάθε χρόνο τα πάγια της επιχείρησης αποσβένουν ως ένα ποσοστό που έχει θέσει ο νομοθέτης. Μιας και αναφέραμε την απόσβεση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης θα πρέπει να σημειώσουμε σε αυτό το σημείο ορισμένες δυσκολίες που αντιμετωπίζει η σύγκριση του δείκτη με τον δείκτη του μέσου όρου του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση. Μερικές από τις δυσκολίες που συναντάμε είναι οι εξής:

1. Σε χώρες που υπάρχει το φαινόμενο του έντονου πληθωρισμού η τιμή κτίσης των παγίων μιας επιχείρησης που αναγράφεται στον ισολογισμό και που έγινε πιθανότατα πριν από μερικά χρόνια να μην έχει καμία απολύτως σχέση με την τρέχουσα αξία της. Θα είναι φανερά υποτιμημένη.
2. Όπως γνωρίζουμε από την λογιστική η αξία των παγίων στοιχείων φθίνουν με τον χρόνο. Όμως πολλές φορές κάποια κτιριακή εγκατάσταση που είναι παλιά ή καλύτερα κάποιο οικόπεδο που έχει στην διάθεσή της η επιχείρηση μπορεί να ανατιμηθεί η αξία του λόγω π.χ. αύξηση της ζήτησης των οικοπέδων σε εκείνη την περιοχή που βρίσκεται η εταιρική ιδιοκτησία ή ακόμα και η ανάπτυξη των υποδομών μιας περιοχής, όπως η κατασκευή δρόμου ή λιμανιού. Στον ισολογισμό της επιχείρησης δεν διαγράφεται αυτόματα αυτή η μεταβολή της αξίας. Συνήθως γίνεται μετά από τρία με τέσσερα χρόνια αλλά και πάλι αλλοιώνονται να αποτελέσματα που βγαίνουν από την χρήση του δείκτη.

$$\text{Μέσος Όρος Πάγιου Ενεργητικού} = \frac{\text{Πάγια (Αρχής + Τέλους)}}{2}$$

ότι η εταιρία χρησιμοποιεί το μέγιστο των παραγωγικών της δυνατοτήτων. Αυτός ο δείκτης χρησιμοποιείται από τους Managers για να διαπιστώσουν τα επενδύσιμα κεφάλαια σε πάγια στοιχεία πόσο συμβάλουν στο κύκλο εργασιών της επιχείρησης και δικαίως χαρακτηρίζεται ως η αυστηρότερη μορφή κρίσης. Θα πρέπει να σημειώσουμε σε αυτό το σημείο ότι αυτός ο δείκτης είναι ενδεικτικός, αφού η ύπαρξη πωλήσεων που χρησιμοποιούμε στον αριθμητή του κλάσματος δεν προκύπτει άμεσα από τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης. Υπάρχουν πάρα πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν τις πωλήσεις όπως είναι το είδος του προϊόντος ή της υπηρεσίας που προσφέρει η επιχείρηση στους πελάτες της, η τιμή διάθεσης του προϊόντος ή της υπηρεσίας, το πώς διανέμεται, πώς προβάλετε κτλ.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ. Ο. παγίου ενεργητικού}} = \frac{€383,040,798.75}{€31,231,411.90} = 12.26$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ. Ο. παγίου ενεργητικού}} = \frac{€320,985,514.29}{€32,890,293.03} = 9.76$$

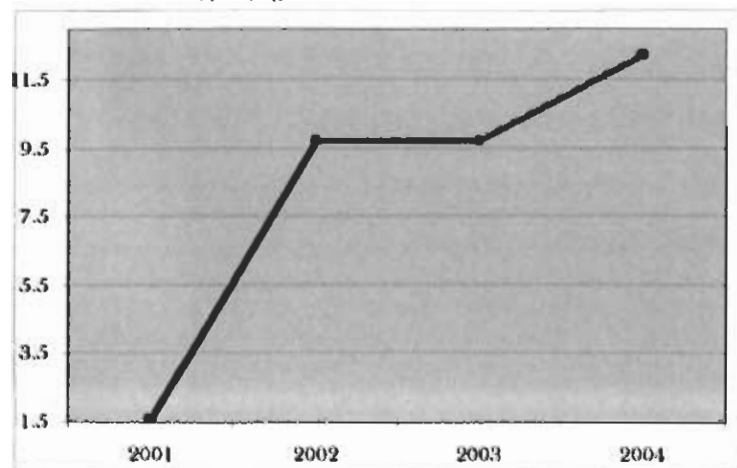
2002

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ. Ο. παγίου ενεργητικού}} = \frac{€302,071,910.87}{€31,012,001.14} = 9.74$$

2001

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ. Ο. παγίου ενεργητικού}} = \frac{€42,797,591.24}{€26,583,504.21} = 1.61$$

Ακολουθεί το γράφημα:





Παρατήρηση:

Έτος	Κύκλος Εργασιών	Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων	Σύνολο Παγίου Ενεργητικού
2004	€383,040,798.75	12.26	€32,122,735.80
2003	€320,985,514.29	9.76	€30,340,087.99
2002	€302,071,910.87	9.74	€35,440,498.07
2001	€42,797,591.24	1.61	€26,583,504.21

Παρατηρούμε ότι η Διοίκηση της εταιρίας Μοχλός από το 2002 ως το 2004 πούλησε πάγια στοιχεία που δεν ήταν απαραίτητα και δεν επηρέαζαν σημαντικά τον κύκλο εργασιών της εταιρίας. Παράλληλα το 2004 κατάφερε να τα χρησιμοποιήσει όσο το δυνατόν πιο παραγωγικά τα πάγια στοιχεία της αφού για κάθε ευρώ της απέδωσε σε πωλήσεις €12.26 ενώ την προηγούμενη χρονιά για κάθε ευρώ παγίων οι πωλήσεις έφταναν τα €9.76. Μια άνοδο της τάξης του +25.61%.

Αυτός ο δείκτης όπως και ο προηγούμενος δείχνουν μια συνεχή προσπάθεια της διοίκησης να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς του Μοχλού και προσπαθεί να ξεπεράσει την οικονομικό τέλμα που βρίσκεται.

Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων (Owner' s equity turnover ratio)

Ο δείκτης αυτός εκφράζει πόσες πωλήσεις πραγματοποίησε μια μονάδα από τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

Μαθηματικά απεικονίζεται από τον λόγο μεταξύ των καθαρών πωλήσεων, δια του σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Όπου ως σύνολο των ιδίων κεφαλαίων λαμβάνουμε τον μέσο όρο μεταξύ των συνόλων των ιδίων κεφαλαίων της αρχής συν του τέλους της οικονομικής περιόδου δια δύο

$$\text{Ταχύτητα κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

ή

$$\text{Owner' s Equity Turnover Ratio} = \frac{\text{Sales}}{\text{Shareholder' s equity}}$$

Και εδώ όπως για κάθε δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας πρέπει οι συγκρίσεις να γίνουν μεταξύ δεικτών παλαιότερων ετών και δεικτών του κλάδου, ώστε να έχουμε αξιοπιστία και περισσότερη αξία στην σπουδαιότητα της πληροφορίας που μας δίνουν. Ισχύουν Επίσης τα ίδια με του προηγούμενους δύο αριθμοδείκτες ταχύτητας, των συνολικών κεφαλαίων και των παγίων. Στην συγκεκριμένη περίπτωση μελετάμε τις πωλήσεις από την πλευρά του μετοχικού κεφαλαίου, του κεφαλαίου που έχουν επενδύσει οι μετοχές για την σύσταση της εταιρίας.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{€383,040,798.75}{(€96,154,596.46 + €101,053,620.12)/2} = 3.88$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{€320,985,514.29}{(€101,053,620.12 + €100,572,181.88)/2} = 3.18$$

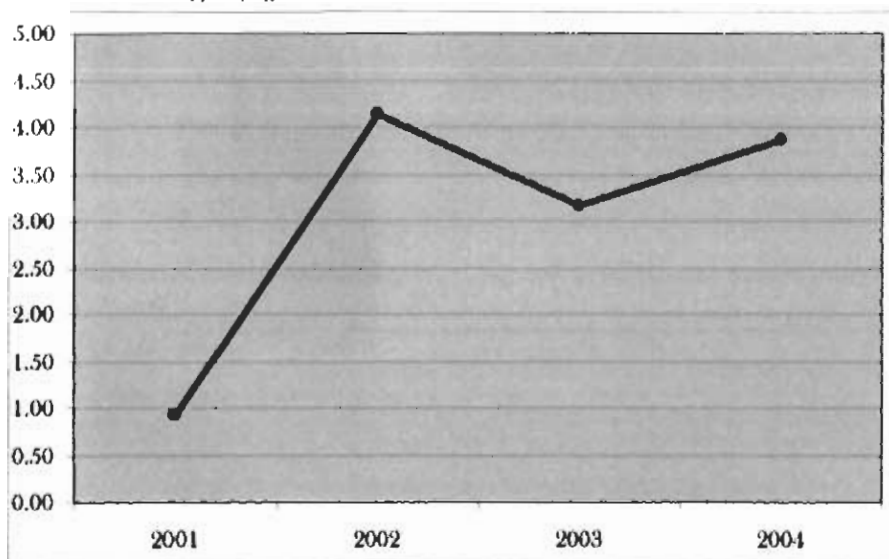
2002

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{€302,071,910.87}{(€100,572,181.88 + €45,409,159.09)/2} = 4.14$$

2001

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{€42,797,591.24}{€45,409,159.09} = 0.94$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Έτος	Κύκλος Εργασιών	Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων	Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
2004	€383,040,798.75	3.88	€96,154,596.46
2003	€320,985,514.29	3.18	€101,053,620.12
2002	€302,071,910.87	4.14	€100,572,181.88
2001	€42,797,591.24	0.94	€45,409,159.09

Κοιτάζοντας τον παραπάνω πίνακα μας κάνει αίσθηση η απότομη και μεγάλη συγκριτικά θετική μεταβολή του κύκλου εργασιών σε σχέση με το σύνολο ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας Μοχλός το οικονομικό έτος 2001 – 2002.

Η ταχύτητα κυκλοφορίας των ιδίων κεφαλαίων το 2001 ήταν αρκετά μικρή και οι πωλήσεις που επιτυγχάνονταν για κάθε ευρώ ιδίων κεφαλαίων ήταν μόλις €0.94. Με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και με την έκδοση και διάθεση προς το επενδυτικό κοινό, 146,820,384 κοινές μετοχές με ονομαστική αξία €0.50 ανά μετοχή η διοίκηση πέτυχε να εντατικοποιήσει την χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων της και να πετύχει για κάθε επενδύσιμο ευρώ ιδίων κεφαλαίων, πωλήσεις αξίας €4.18. Μέχρι και το έτος 2004 η εταιρία ακολούθησε μια σταθερή πολιτική χρησιμοποίησης των ιδίων κεφαλαίων όπως παρατηρούμε από τα αποτελέσματα, εκτός του έτους 2003 που η ταχύτητα μειώθηκε σε σχέση με το 2002 κατά -23.19%, κυρίως λόγω έλλειψης ρευστών διαθεσίμων που την ανάγκασαν προκειμένου να ανταπεξέλθει στο πρόβλημα να προβεί στην σύναψη μακροχρόνιου δανείου.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (Financial Structure and Viability ratio)

Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο

Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο

Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανεικά κεφάλαια

*Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια
(Ratio of owner's equity to fixed assets)*

*Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Ενεργητικού προς συνολικές Υποχρεώσεις
(Ratio of current assets to total liabilities)*

*Αριθμοδείκτης Παγίων προς μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις
(Ratio of fixed assets to long term liabilities)*

*Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων
(number of times interest earned)*

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (Financial Structure and Viability ratio)

Η ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης κάνοντας χρήση των αριθμοδεικτών διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας αποτελούν με την σειρά τους ένα πολύτιμο και χρήσιμο επενδυτικό εργαλείο από την πλευρά του εξωτερικού αναλυτή. Με την σειρά τους μπορούν να προσθέσουν το δικό τους λιθαράκι προκειμένου ο εξωτερικής αναλυτής να αποκτήσει μια πιο πληρέστερη εικόνα της επιχείρησης.

Οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων μας βοηθάνε να κατανοήσουμε την δομή της επιχείρησης καθώς και την συμβολή των Ιδίων και ξένων κεφαλαίων στην παραγωγική διαδικασία της επιχείρησης.

Με τους δείκτες αυτούς έχουμε την δυνατότητα να υπολογίσουμε ως ένα βαθμό τον δανειακό κίνδυνο της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, όταν τα ξένα κεφάλαια – δηλαδή τα δανειακά κεφάλαια – είναι πολύ μεγαλύτερα με τα Ίδια κεφάλαια αυτό σημαίνει, από την θετική σκοπιά, ότι ο κύριος όγκος των επενδύσεων στη επιχείρηση προέρχεται από ξένες πηγές. Από την αρνητική σκοπιά, που θα μπορούσε να την δει κάθε επιφυλακτικός επενδυτής, είναι ότι τα ξένα κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από τα ίδια κεφάλαια και σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρίας δεν μπορούν να καλυφθούν από τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας. Για να προβεί στην επένδυση αυτής της επιχείρησης, θα πρέπει να επικαλεστεί και τους δείκτες αποδοτικότητας της επιχείρησης⁸ και αν αυτοί είναι αρκετά ικανοποιητικοί και στην καλύτερη περίπτωση ξεπερνούν τον μέσο όρο του κλάδου, τότε η επένδυση στην εν λόγω επιχείρηση αποτελεί μια επένδυση εξαιρετικά υψηλού ρίσκου που μπορεί όμως να του προσδώσει εξαιρετικά υψηλά κέρδη.

Οι δείκτες αυτοί αποτελούν σημαντικό εργαλείο και για τους τραπεζικούς οργανισμούς, και άλλους φορείς, έτσι ώστε να λάβουν απόφαση αν μπορούν να δανειοδοτήσουν την επιχείρηση, να προσδιορίσουν τον όγκο των χρηματικών κεφαλαίων που μπορούν να της δώσουν δίχως να μεταβάλλουν την οικονομική της βιωσιμότητα και να προσδιορίσουν τον τόκο στο οποίο καλείτε η επιχείρηση να καταβάλει κάνοντας χρήση αυτών των χρηματικών κεφαλαίων. Ο τόκος που θα καταβληθεί, διαφέρει από το ύψος του δανείου αλλά και την φερεγγυότητα του οργανισμού (επιχείρηση).

Σ' αυτό το κεφάλαιο θα αναλύσουμε τους ακόλουθους αριθμοδείκτες:

- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο
- Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο
- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανειακά κεφάλαια
- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια
- Αριθμοδείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού προς συνολικές υποχρεώσεις
- Αριθμοδείκτης παγίων προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις
- Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων

Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο.

Ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων ως προς το συνολικό κεφάλαιο, μας δείχνει το ποσοστό των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί από τους μετόχους της επιχείρησης σε σχέση με το σύνολο των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί σε μια οικονομική χρήση η επιχείρησης. Μαθηματικά αυτή η σχέση εκφράζεται ως εξής:

⁸ Τους οποίους θα τους δούμε σε εκτενέστερη ανάλυση στο επόμενο κεφάλαιο

$$\text{Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Τα ίδια κεφάλαια αποτελούνται από:

- *το μετοχικό κεφάλαιο.* Το μετοχικό κεφάλαιο είναι το χρηματικό ποσό που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της εταιρίας για την σύνθεσή της. Σαν πιστοποίηση για αυτήν την συμμετοχή τους στην εταιρία, οι μέτοχοι παραλαμβάνουν τις μετοχές που αν το σύνολο τους διαιρεθεί με το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου μας δίνει την ονομαστική αξία της κάθε μετοχής.
- *Τη διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο.*
- *Τη διαφοράς αναπροσαρμογής – επιχορηγήσεις επενδύσεων.*
- *Αποθεματικά κεφάλαια.* Τα αποθεματικά κεφάλαια προέρχονται από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης προηγούμενης οικονομικής περιόδου και είναι ένα συγκεκριμένο ποσοστό προερχόμενο από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Τα αποθεματικά κεφάλαια τα χρησιμοποιεί η επιχείρηση προκειμένου να προβεί την επόμενη λειτουργική χρήση σε επενδύσεις προσοδοφόρες σε αυτήν που θα βοηθήσουν στην σταθεροποίηση και οικονομική ανάπτυξη της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις είναι αναγκασμένες από τον νόμο, να παρακρατούν από τα καθαρά κέρδη προ φόρων, κάποιο συγκεκριμένο ποσοστό ως τακτικό αποθεματικό. Το τακτικό αποθεματικό με βάση τον νόμο δεν φορολογείται. (είναι περίπου 5% αλλά διαφέρει από χώρα σε χώρα αλλά και μεταβάλλεται από τον νομοθέτη)
- *Αποτελέσματα εις νέο.* Τα αποτελέσματα κερδών εις νέο προέρχονται από το πίνακα διάθεσης κερδών. Αφού υπολογιστεί το τακτικό αποθεματικό, άλλα αποθεματικά που θα παραμείνουν στην επιχείρηση, οι αμοιβές του διοικητικού συμβουλίου και τα μερίσματα που θα διανεμηθούν στους μετόχους με βάση την μερισματική πολιτική της επιχείρησης, ότι μείνει κατατάσσεται στο υπόλοιπο κερδών εις νέον που με την σειρά του, προστίθεται στο ισολογισμό της επόμενης χρήσης ή αφαιρείται στην περίπτωση που η επιχείρηση είχε ζημιές την προηγούμενη λογιστική περίοδο.

Δεν υπάρχει ένα άριστο ποσοστό που θα πρέπει να πληρεί μια εταιρία, ο λόγος είναι ότι ο δείκτης αυτός διαφέρει από εταιρία σε εταιρία ανάλογα με το αντικείμενο που ασχολείται. Έτσι μια βιομηχανική επιχείρηση που στηρίζεται η βιωσιμότητά της στις μεγάλες κτιριακές εγκαταστάσεις και στα ακριβά της μηχανήματα, φαίνεται φυσιολογικό να διαθέτει μεγάλο δείκτη ιδίων κεφαλαίων προς συνολικών κεφαλαίων σε σχέση με μια επιχείρηση που το παραγωγικό της αποτέλεσμα είναι η προσφορά υπηρεσιών, όπως για παράδειγμα μια ασφαλιστική εταιρία.

Βέβαια σε κάθε περίπτωση τα ίδια κεφάλαια θα ήταν προτιμότερο να είναι μεγαλύτερα από τα ξένα. Σε διαφορετική περίπτωση η εταιρία διατρέχει μεγάλο κίνδυνο έλλειψης ρευστότητας. Όταν ο δείκτης είναι μικρός ή διαφορετικά, όταν τα ξένα κεφάλαια είναι πολύ περισσότερα από τα ίδια τότε η εταιρία έχει αυξημένο κίνδυνο για τους μελλοντικούς επενδυτές της επιχείρησης αλλά ακόμα και για τους δανειστές της. Η εταιρία λόγω έλλειψης ρευστών διαθεσίμων και μη κάλυψης των υποχρεώσεων της διατρέχει τον κίνδυνο ακόμα και της χρεοκοπίας.

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί επενδυτικό κίνδυνο όταν ο αριθμοδείκτης είναι μικρός. Ο λόγος είναι, επειδή η επιχείρηση έχει δανειστεί πολλά ξένα κεφάλαια προκειμένου να τα εκμεταλλευτεί στην παραγωγική της λειτουργία με απώτερο σκοπό την μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων αλλά και πιθανότητα την κάλυψη της έλλειψης ρευστών διαθεσίμων, θα πρέπει παράλληλα

σε τακτά χρονικά διαστήματα να αποπληρώνει το δανειζόμενο κεφάλαιο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τον κατακερματισμό του μικτού κέρδους της επιχείρησης αλλά και την συρρίκνωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης αφού το καθαρό περιθώριο κέρδους της επιχείρησης είναι μικρό. Αυτό είναι λογικό αφού όσα κερδίζει η επιχείρηση από τις πωλήσεις της αφαιρούμενο από το κόστος πωληθέντων, αναγκάζεται να δίνει ένα πολύ μεγάλο μέρος των μικτών κερδών σαν χρεωστικούς τόκους σ' αυτών των ληφθέντων δανείων.

Για την επιχείρηση ο κίνδυνος που εγκυμονεί είναι να αναγκαστεί είτε να πουλήσει κάποιο πάγιο της προκειμένου να ελαττώσει την συμβολή των ξένων κεφαλαίων, με όποια επίπτωση συνεπάγεται στην παραγωγική διαδικασία, είτε να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Αν ακολουθήσει την δεύτερη διαδικασία θα πρέπει να πείσει τους μετόχους της και τους μελλοντικούς επενδυτές της ότι το όραμα και οι στόχοι της επιχείρησης δεν κινδυνεύουν να γίνουν ουτοπία αλλά μπορούν με αυτήν την αύξηση να πραγματοποιηθούν αλλά και να σχεδιαστούν επιχειρηματικά νέοι ανώτεροι στόχοι.

Για τους επενδυτές ο μικρότερος κίνδυνος που μπορεί να εμφανιστεί είναι να λάβουν μικρότερο μέρος σε σχέση με τις προσδοκίες τους ή και καθόλου. Η χειρότερη περίπτωση είναι η χρεοκοπία της επιχείρησης αφού δεν θα μπορέσει να καλύψει τις όλο και πιο πολύ αυξανόμενες απαιτήσεις των δανειακών επιβαρύνσεων.

Κίνδυνο αποτελεί και για τους ίδιους τους δανειστές της επιχείρησης, κατόχους των ξένων κεφαλαίων διότι η αύξηση των δανείων θα πρέπει να συνδέεται με παράλληλη αύξηση του καθαρού περιθωρίου κέρδους. Σε διαφορετική περίπτωση, η εταιρία δεν θα μπορεί να παράγει κέρδος ή τουλάχιστον ικανοποιητικά κέρδη τέτοια ώστε να μπορούν να καλύψουν τους τόκους δανείων. Μεγαλύτερη ανάλυση της επίδρασης αυτού του δείκτη στην εταιρία θα τον μελετήσουμε στους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και πιο συγκεκριμένα στην ανάλυση DuPont.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{(€96,154,596.46 + €101,053,620.12) / 2}{(€194,655,152.93 + €193,928,327.01) / 2} = 0.5075 \text{ ή } 50.75\%$$

2003

$$\frac{(€101,053,620.12 + €100,572,181.88) / 2}{(€193,928,327.01 + €153,872,619.48) / 2} = 0.5797 \text{ ή } 57.97\%$$

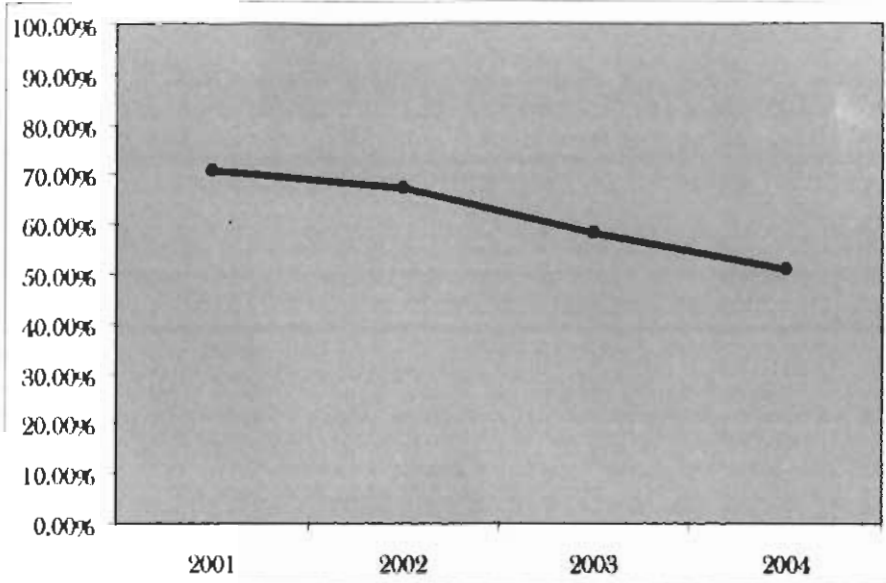
2002

$$\frac{(€100,572,181.88 + €45,409,159.09) / 2}{(€153,872,619.48 + €64,379,176.96) / 2} = 0.6689 \text{ ή } 66.89\%$$

2001

$$\frac{€45,409,159.09}{€64,379,176.96} = 70.53\%$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

	Δείκτης Ιδίων προς Συνολικών	Τάση	Μέση τάση
2004	50.75%	-12.45%	-10.32%
2003	57.97%	-13.34%	
2002	66.89%	-5.16%	
2001	70.53%		

Εκ πρώτης όψεως βλέπουμε μια συνεχόμενη μείωση του δείκτη από το 2001 έως το 2004 με μέση τάση μείωσης -10.32% σχεδόν κάθε χρόνο. Την μεγαλύτερη μείωση ήταν το

2003 με -13.34% και την μικρότερη το 2002 με -5.16%. Παρόλα αυτά το 2004 ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικών κεφαλαίων είναι 50.75% που σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια του Μοχλού αποτελούν το 50.75% του Συνόλου των κεφαλαίων της εταιρίας και το υπόλοιπο 49.25% Ξένα κεφάλαια. Φαίνεται δηλαδή ότι ο Μοχλός

2004	31,582,707.03 €
2003	35,355,665.55 €
2002	26,193,110.24 €
2001	9,431,002.41 €

αντιμετωπίζει έλλειψη ρευστότητας και αναγκάζεται να χρησιμοποιεί ξένα κεφάλαια προκειμένου να καλύψει άμεσες απαιτήσεις για ρευστά διαθέσιμα. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο Μοχλός χρησιμοποιεί αυτά τα ξένα κεφάλαια όχι μόνο για άμεσες ανάγκες ρευστότητας που αντιμετωπίζει αλλά τα χρησιμοποιεί και στην παραγωγική του διαδικασία προκειμένου να αυξήσει τις δυνατότητες του και την ικανότητα του να

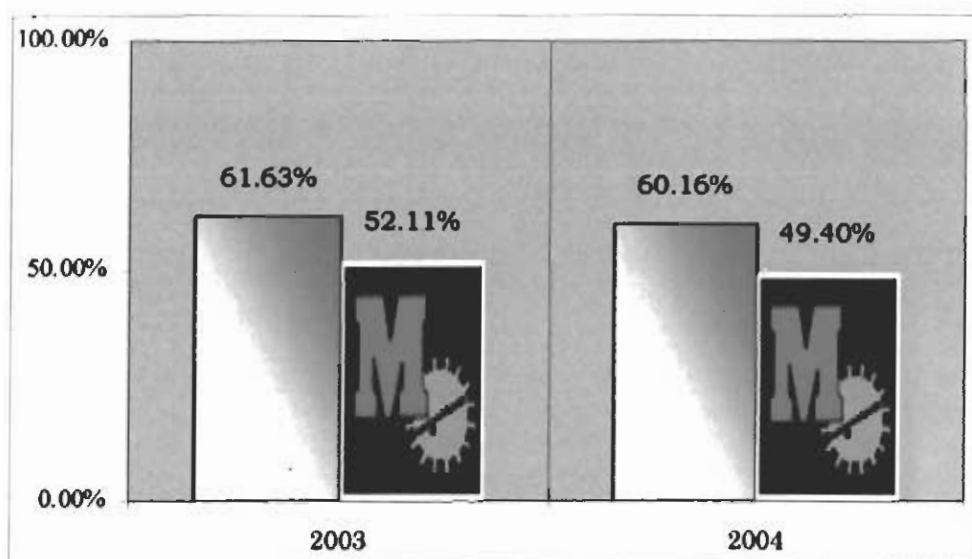
συμμετέχει δυναμικά σε μεγαλύτερες δημοπρατήσεις έργων. Αυτήν την ενέργεια την βλέπουμε στην αύξηση του κεφαλαίου κίνησης της εταιρίας που δείχνει την προσπάθεια της εταιρίας να αποκτήσει το μερίδιο της στην αγορά. Αν θα είναι αποτελεσματική αυτή η ενέργεια και αν τα κεφάλαια αυτά η διοίκηση τα εκμεταλλεύτηκε σωστά και αποδοτικά θα φανεί στην συνέχεια στο κεφάλαιο με τους δείκτες αποδοτικότητας.

Παρακάτω βλέπουμε την επίδραση του δείκτη σε διάφορες αντιπροσωπευτικές εταιρίες του κλάδου που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο

Αξιών Αθηνών καθώς Επίσης, παραθέτουμε μια σύγκριση του Μοχλού για τα έτη 2003 – 2004 με τον αντίστοιχο μέσο όρο δείκτη του κλάδου.

	Μοχλός	Παντεχνική	ΤΕΡΝΑ	ΑΕΓΕΚ	Μηχανική	J&P	κλάδου
2004	49.40%	52.17%	52.48%	55.33%	87.96%	63.62%	60.16%
2003	52.11%	53.51%	54.10%	55.78%	89.47%	64.81%	61.63%

(6.1)



(6.2)

Από τον πίνακα 6.1 βλέπουμε την σημαντική επίδοση του δείκτη της εταιρίας Μηχανική. Αυτό σημαίνει για την μηχανική ότι όντως δεν αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας και η διοίκηση ακολουθεί μια ορθή πολιτική διαχείρισης των ρευστών διαθέσιμων της εταιρίας, αφού τα ξένα κεφάλαια το 2004 ανέρχονται μόλις στο 12.04%. Αντιθέτως ο Μοχλός έχει πρόβλημα ρευστότητας και αν συνεχίσει με αυτό τον ρυθμό χωρίς να κάνει οποιαδήποτε ενέργεια να αποτρέψει αυτήν την εικόνα, τα επόμενα χρόνια θα αντιμετωπίσει πρόβλημα βιωσιμότητας.

Ο πίνακας 6.2 μας δείχνει ότι ο κατασκευαστικός κλάδος στην Ελλάδα βρίσκεται στην φάση της ύφεσης. Ένας λόγος είναι επειδή στην Ελλάδα δεν γίνονται σημαντικές επενδύσεις αφού και οι υποτιθέμενες αυξήσεις του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος ίσα που ξεπερνάει τον πληθωρισμό. Αυτό σημαίνει ότι αυτή η άνοδο ίσως να είναι εικονική αφού ως ένα μεγάλο βαθμό οφείλεται στην γενική άνοδο των τιμών και όχι λόγω αύξησης της ποσότητας παραγόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών. Η ανάπτυξη του ΑΕΠ σύμφωνα με την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία κυμαίνεται μεταξύ 3.5% και 4.1% για τα έτη 2004-2005 και ο πληθωρισμός φτάνει τα 3.2% - 3.5%. Ένας άλλος λόγος είναι ότι το ελληνικό δημόσιο θεωρείται «κακοπληρωτής» αφού καθυστερεί σημαντικά την εξόφληση των υποχρεώσεων του προς τα νομικά πρόσωπα. Ίσως να οφείλεται και στην πίεση που ασκείται στο ελληνικό δημόσιο να παραδώσει πριν το καλοκαίρι του 2004 ένα σημαντικό αριθμό κατασκευαστικών έργων αξίας πολλών δισεκατομμυρίων Ευρώ κάνοντας επιτακτική την ανάγκη για καθυστέρηση των υποχρεώσεων του κράτους προς τις κατασκευαστικές εταιρίες (μικρές και μεγάλες) λόγω γραφειοκρατικών λόγων και έλλειψη άμεσων ρευστών διαθέσιμων εκ μέρους του κράτους.

Την σχέση των ιδίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια μπορούμε να την εκφράσουμε και αντίθετα, δείχνοντας την σχέση που υπάρχει μεταξύ του συνόλου του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, πόσες φορές το σύνολο του ενεργητικού καλύπτει τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Μαθηματικά η σχέση εκφράζεται:

$$\text{Αριθμοδείκτης Συνολικών κεφαλαίων προς ιδίων κεφάλαιο} = \frac{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

2004

$$\frac{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \frac{(€194,655,152.93 + €193,928,327.01) / 2}{(€96,154,596.46 + €101,053,620.12) / 2} = 1.97$$

2003

$$\frac{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \frac{(€193,928,327.01 + €153,872,619.48) / 2}{(€101,053,620.12 + €100,572,181.88) / 2} = 1.725$$

2002

$$\frac{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \frac{(€153,872,619.48 + €64,379,176.96) / 2}{(€100,572,181.88 + €45,409,159.09) / 2} = 1.495$$

2001

$$\frac{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \frac{€64,379,176.96}{€45,409,159.09} = 1.42$$

Η ερμηνεία και η ανάλυση αυτού του δείκτη είναι αρκετά σημαντική, καθώς αποτελεί το συστατικό στοιχείο της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων R.O.E. στην ανάλυση DuPont⁹.

Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο.

Ο αριθμοδείκτης Ξένων κεφαλαίων ως προς το συνολικό κεφάλαιο, μας δείχνει το ποσοστό των κεφαλαίων που έχουν «επενδυθεί» από τους δανειστές της επιχείρησης σε σχέση με το σύνολο των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί σε μια οικονομική χρήση η επιχείρησης. Έχω βάλει σε εισαγωγικά το επενδυθεί διότι όπως ο επενδυτής εμπιστεύεται την διοίκηση και κατά το πλείστον την επιχείρηση ολόκληρη και προσμένει στην αύξηση της παραγωγικότητας και των κερδών, έτσι και οι δανειστές της εμπιστεύονται την επιχείρηση δανείζοντας τους χρηματικά ή υλικά κεφάλαια (π.χ. προμηθευτές), προκειμένου η επιχείρηση είτε να αυξήσει την θέση της στην αγορά και να αναπτυχθεί οικονομικά, είτε να αντιμετωπίσει ένα πρόσκαιρο οικονομικό πρόβλημα (π.χ. έλλειψη ρευστότητας) που προέκυψε στην επιχείρηση π.χ. λόγω γενική οικονομικής ύφεσης της οικονομίας όπου δρα η επιχείρηση. Μαθηματικά αυτή η σχέση εκφράζεται ως εξής:

$$\text{Αριθμοδείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

⁹ Θα γίνει κατανοητή η συμβολή του συγκεκριμένου δείκτη στα επόμενα κεφάλαια.

Στην περίπτωση που έχουμε υπολογίσει τον δείκτη Ιδίων κεφαλαίων προς συνολικά κεφάλαια μπορούμε εύκολα να υπολογίσουμε τα Ξένα κεφάλαια, αφαιρώντας από τα συνολικά κεφάλαια τα ίδια κεφάλαια. Διότι το Παθητικό χωρίζεται στα ίδια κεφάλαια και στα ξένα, όπου συγκαταλέγονται οι μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Στον Αριθμοδείκτη Ξένων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια υπολογίζουμε τους μέσους όρους των δύο στοιχείων του ισολογισμού προκειμένου να έχουμε έναν πιο αντικειμενικό αποτέλεσμα του δείκτη αφού δεν είμαστε σε θέση να γνωρίζουμε, σαν εξωτερικοί αναλυτές, πότε η επιχείρηση προέβη σε αύξηση των συνολικών κεφαλαίων ή πότε δανείστηκε χρήματα.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{(\text{€}98,388,105.55 + \text{€}92,427,580.46) / 2}{(\text{€}194,655,152.93 + \text{€}193,928,327.01) / 2} = 50.60\%$$

2003

$$\frac{(\text{€}92,427,580.46 + \text{€}52,865,432.48) / 2}{(\text{€}193,928,327.01 + \text{€}153,872,619.48) / 2} = 47.89\%$$

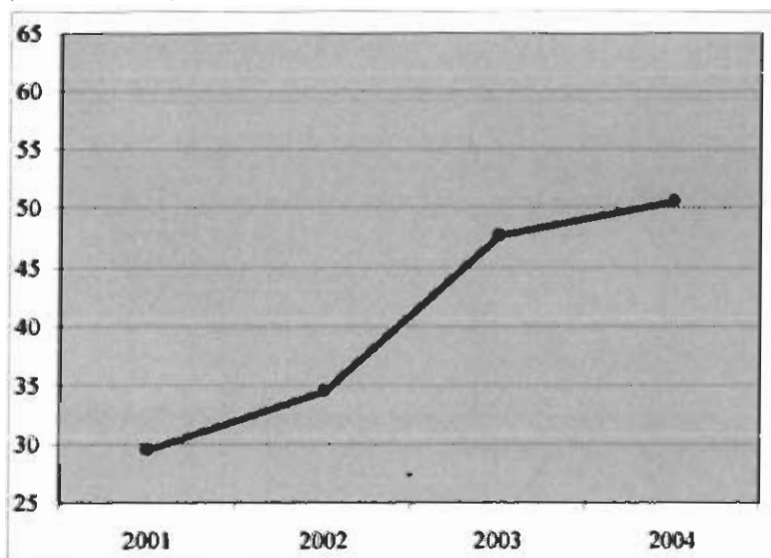
2002

$$\frac{(\text{€}52,865,432.48 + \text{€}18,950,893.67) / 2}{(\text{€}153,872,619.48 + \text{€}64,379,176.96) / 2} = 34.11\%$$

2001

$$\frac{\text{€}18,950,893.67}{\text{€}64,379,176.96} = 29.47\%$$

Ακολουθεί το γράφημα:
(σε ποσοστό)



Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανεικά κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς ξένα κεφάλαια, υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τα ίδια κεφάλαια (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικό) με τα ξένα κεφάλαια (μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Μαθηματικά δηλαδή υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

Ο δείκτης αυτός αντιπροσωπεύει τον δανειοληπτικό κίνδυνο αφού μας δείχνει κατά πόσο τα ίδια κεφάλαια των μετόχων της εταιρίας καλύπτουν τα ξένα κεφάλαια που δανείστηκε η επιχείρηση προκειμένου να καλύψει ορισμένους σκοπούς. Ο υπολογισμός του κρίνεται σημαντικός αφού αποτελεί ένδειξη για τους δανειστές εάν η επιχείρηση έχει υπέρ δανειστεί κεφάλαια ή όχι. Όταν δηλαδή το αποτέλεσμα είναι πολύ μικρότερο του ένα τότε δείχνει ότι η επιχείρηση με τα υπάρχοντα κεφάλαια της αν κηρυχθεί σε κατάσταση πτώχευσης δεν μπορεί να καλύψει τους δανειστές της. Οι δανειστές με την σειρά τους διατρέχουν τον κίνδυνο να χάσουν τα κεφάλαια τους που δάνεισαν στην επιχείρηση. Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι τράπεζες οι άλλοι δανειοδοτικοί οργανισμοί θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικοί όταν δανείζουν την επιχείρηση διότι το δανειζόμενο ποσό θα αυξήσει τον παρονομαστή του δείκτη έχοντας σαν συνέπεια την μείωση του τελικού αποτελέσματος. Το παραπάνω μπορεί να γίνει κατανοητό, παραθέτοντας το εξής παράδειγμα:

Παράδειγμα:

Έχουμε δυο επιχειρήσεις την «Α» και την «Β» οι οποίες παρουσιάζουν τα ακόλουθα στοιχεία στον Ισολογισμό τους:

	Επιχείρηση «Α»	Επιχείρηση «Β»
Ίδια Κεφάλαια	€265,000	€180,000
Ξένα Κεφάλαια	€220,000	€140,000

Ένας τραπεζικός οργανισμός πρόκειται να δώσει δάνειο €60,000. Σε πια επιχείρηση συμφέρει να δανείσει το χρηματικό ποσό, επιτυγχάνοντας τον μικρότερο δανειοληπτικό κίνδυνο;

Απάντηση:

Υπολογίζοντας τον δείκτη ιδίων κεφαλαίων προς ξένα κεφάλαια έχουμε:

Για την επιχείρηση «Α»

$$\frac{€265,000}{€220,000} = 1.204$$

Για την επιχείρηση «Β»

$$\frac{€180,000}{€140,000} = 1.286$$

Άστοχα, θα μπορούσε να απαντήσει κάποιος την επιχείρηση «Β» αφού ο δείκτης της είναι 1.286 μεγαλύτερος από τον δείκτη της επιχείρησης «Α» όπου είναι 1.204. Αυτό σημαίνει δηλαδή ότι φαινομενικά η «Β» παρουσιάζει τον μικρότερο δανειοληπτικό κίνδυνο αφού με τα ίδια της κεφάλαια καλύπτει κατά 1.29 φορές τα ξένα.

δανειοληπτικό κίνδυνο αφού με τα ίδια της κεφάλαια καλύπτει κατά 1.29 φορές τα ξένα.

Όμως αν ο τραπεζικός οργανισμός κάνει το λάθος και δώσει τα €60,000 στην επιχείρηση «B» και υπολογίσουμε τον δείκτη της εκ νέου θα παρατηρήσουμε το εξής:

$$\frac{\text{Για την επιχείρηση «B»}}{\text{€180,000}} = 0.90$$
$$\text{€140,000} + \text{€60,000}$$

$$\frac{\text{Για την επιχείρηση «A»}}{\text{€265,000}} = 0.95$$
$$\text{€220,000} + \text{€60,000}$$

Παρατηρούμε δηλαδή ότι τα €60,000 αύξησαν σημαντικά τον δανειοληπτικό κίνδυνο της εταιρίας «B» και εκεί που φαινόταν ότι είναι η ιδανική επιχείρηση να λάβει το δάνειο βλέπουμε ότι τελικά δεν ισχύει. Η καλύτερη εταιρία με τον χαμηλότερο κίνδυνο όταν θα λάβει το δάνειο είναι η «A».

Προβλήματα υπολογισμού του δείκτη

Κατά τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη ανακύπτουν κάποια σημαντικά προβλήματα που μπορούν να επηρεάσουν τον δείκτη προσδίδοντάς του λάθος αποτελέσματα.

Ένα πρόβλημα το οποίο ανακύπτει και το έχουμε δει πολλές φορές και στον υπολογισμό άλλων αριθμοδεικτών είναι ο υπολογισμός των Ιδίων Κεφαλαίων. Όπως είναι φυσικό τα ίδια κεφάλαια δεν παραμένουν σταθερά όχι μόνο κάθε χρόνο αλλά και μέσα στον χρόνο. Η εταιρία δηλαδή μπορεί να μεταβάλει μέσα στο έτος το μετοχικό της κεφάλαιο για διάφορους λόγους. Για παράδειγμα, να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου προκειμένου να αποκτήσει ρευστότητα και να προβεί σε νέες μεγαλύτερες επενδύσεις. Επίσης, κάθε έτος επηρεάζονται τα αποθεματικά της επιχείρησης που ανήκουν στο Παθητικό στα Ίδια Κεφάλαια. Ένας εξωτερικός αναλυτής, ο οποίος δεν έχει πληροφόρηση όπως ένας αναλυτής της επιχείρησης, δεν είναι σε θέση να γνωρίζει την ακριβή ημερομηνία μεταβολής των στοιχείων του Παθητικού για αυτό τον λόγο ο καλύτερος τρόπος υπολογισμού είναι να πάρει το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων της αρχής της περιόδου και του τέλους της περιόδου και να το διαιρέσει με το δύο. Με αυτόν τον τρόπο θεωρεί, λίγο πολύ, ότι η μεταβολή έγινε κάπου στην μέση του οικονομικού έτους.

Για τα ξένα κεφάλαια είναι ακόμα πιο δύσκολα. Ο υπολογισμός των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι μια «ρευστή» κατάσταση αφού η επιχείρηση καλείται να πληρώσει τις υποχρεώσεις της σε λιγότερο από ένα χρόνο. Όμως η επιχείρηση, δεν λαμβάνει ένα μόνο βραχυπρόθεσμο δανεισμό αλλά πολλούς και από διάφορες πηγές (τραπεζικούς οργανισμούς, προμηθευτές κτλ.). Για αυτό τον λόγο χρησιμοποιούμε και εδώ τον μέσο όρο των ξένων κεφαλαίων προκειμένου να γνωρίζουμε την μέση κατάσταση των υποχρεώσεων από έτος σε έτος και όχι μια στιγμιαία κατάσταση όπως αποτυπώθηκε στον ισολογισμό στο τέλος της λειτουργικής περιόδου που μπορεί άλλωστε να οφείλεται και σε παροδικότητα.

Ένα άλλο πρόβλημα είναι ότι ο υπολογισμός του μετοχικού κεφαλαίου έχει γίνει σε ιστορικούς χρόνους και οι τιμές τους δεν αντανakλούν την σημερινή αξία. Ιδιαίτερο πρόβλημα υπάρχει και σε κράτη που αντιμετωπίζουν πληθωριστικό πρόβλημα. Δυστυχώς, ως εξωτερικοί αναλυτές που είναι δύσκολο να γνωρίζουμε

τόσο μεγάλο βαθμό τα αποτελέσματα που θα προκύψουν από τον υπολογισμό του δείκτη. Άλλωστε, εάν η επιχείρηση είναι υπέρ δανεισμένη ή αντιμετωπίζει έλλειψη ρευστότητας μπορούμε να το διασταυρώσουμε και από άλλους αριθμοδείκτες, όπως είναι οι δείκτες ρευστότητας.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{(\text{€}96,154,596.46 + \text{€}101,053,620.12) / 2}{(\text{€}98,388,105.55 + \text{€}92,427,580.46) / 2} = 1.03$$

2003

$$\frac{(\text{€}101,053,620.12 + \text{€}100,572,181.88) / 2}{(\text{€}92,427,580.46 + \text{€}52,865,432.48) / 2} = 1.39$$

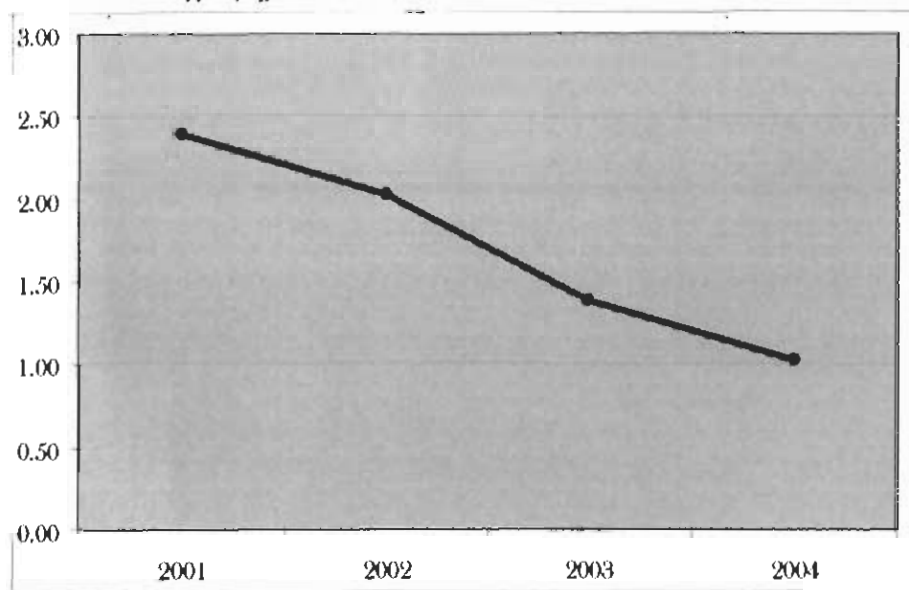
2002

$$\frac{(\text{€}100,572,181.88 + \text{€}45,409,159.09) / 2}{(\text{€}52,865,432.48 + \text{€}18,950,893.67) / 2} = 2.03$$

2001

$$\frac{\text{€}45,409,159.09}{\text{€}18,950,893.67} = 2.40$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Παρατηρούμε μια σταδιακή δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας Μοχλός αυξάνοντας τον δανειοληπτικό κίνδυνο χρόνο με τον χρόνο. Μάλιστα, το τελευταίο έτος (2004), επιδεινώθηκε τόσο πολύ η κατάσταση που ο Μοχλός, έφτασε να έχει ένα προς ένα την σχέση ιδίων με ξένων κεφαλαίων. Μια περαιτέρω αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης κάτω από το 1 (του δείκτη), θα προκαλέσει ποικίλα προβλήματα στην εταιρία.

δανειακής επιβάρυνσης κάτω από το 1 (του δείκτη), θα προκαλέσει ποικίλα προβλήματα στην εταιρία.

- Θα την κάνει πιο επικίνδυνη στον δανειοληπτικό κίνδυνο, αφού τα ξένα κεφάλαια θα είναι μεγαλύτερα από τα ίδια. Αυτό σημαίνει ότι σε περίπτωση κήρυξης πτώχευσης της εταιρίας, θα αδυνατεί η επιχείρηση να πληρώσει όλους τους δανειστές αφού τα ίδια κεφάλαια δεν θα είναι αρκετά για την κάλυψη του χρέους.
- Η εταιρία χάνει την διαπραγματευτική της δυνατότητα στην λήψη δανείων. Έτσι οι δανειστές της θα απαιτούν άμεσα την πληρωμή δανείων αλλά και το επιτόκιο δανεισμού δεν θα είναι ευνοϊκό για τον Μοχλό λόγω του υψηλού κινδύνου.
- Η περαιτέρω συνέχιση της κάθετης πορείας του δείκτη με τον ίδιο ρυθμό και χωρίς να λάβει ενεργή δράση η διοίκηση, συνεπάγεται υψηλό κίνδυνο χρεοκοπίας τα επόμενα χρόνια.

Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια (Ratio of owner's equity to fixed assets)

Ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια είναι το πηλίκο της διαίρεσης των ιδίων κεφαλαίων προς τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού. Μαθηματικά δίδεται από τον τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια Καθαρά Πάγια}}$$

Με τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη αυτού αποσκοπείται η εύρεση του τρόπου χρηματοδότησεως των παγίων επενδύσεων μιας επιχείρησης. Έτσι, όταν τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερα των επενδύσεων της σε πάγια, τότε τα πάγια της στοιχεία έχουν χρηματοδοτηθεί εξολοκλήρου από τα κεφάλαια των μετόχων χωρίς την συμβολή ξένων κεφαλαίων. Αντιθέτως, όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα από τα καθαρά πάγια τότε η επιχείρηση δανείστηκε χρηματικά διαθέσιμα προκειμένου να επενδύσει σε νέα πάγια στοιχεία που θα ωφελήσουν την επιχείρηση και θα αυξήσουν την παραγωγή.

Δεν είναι αρνητικό στοιχείο η χρηματοδότηση ενός ποσοστού των παγίων στοιχείων της επιχείρησης από ξένα κεφάλαια. Άλλωστε μια νέα επιχείρηση που δεν χρηματοδοτείται από άλλη επιχείρηση είναι αδύνατο να ξεκινήσει την λειτουργία της χωρίς την ύπαρξη ξένων κεφαλαίων. Ακόμα και μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται στην αγορά χρόνια, όταν θέλει να επεκτείνει τις δραστηριότητες της και να μεγαλώσει το μερίδιο της αγοράς της θα πρέπει να προβεί σε νέες επενδύσεις παγίων στοιχείων. Αυτό μπορεί να γίνει είτε με χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων, όπου έχουν σαν αρνητικό η χρησιμοποίησή τους να μειώσουν την ρευστότητα της επιχείρησης, είτε με ξένα κεφάλαια. Θα είναι πρόβλημα ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των παγίων κεφαλαίων να χρηματοδοτείται καθαρά από ξένα κεφάλαια. Αυτό κυοφορεί το πρόβλημα της βιωσιμότητας της επιχείρησης αφού τα κέρδη της (αν υπάρχουν) θα ξοδεύονται σε τόκους κάλυψης αυτών των υποχρεώσεων.

Ένας χαμηλός δείκτης μπορεί να αντανακλά μια υπέρ επένδυση κεφαλαίων της επιχείρησης σε πάγια στοιχεία που δεν ωφελούν την επιχείρηση αφού έχουν μεγάλες αποσβέσεις που είναι ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος.

Και εδώ θα χρησιμοποιήσουμε τον μέσο όρο των ιδίων κεφαλαίων και τον μέσο όρο παγίων για τους ίδιους λόγους που αναφέραμε σε προηγούμενους αριθμοδείκτες.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Μέσος Όρος Παγίων}} = \frac{(\text{€}96,154,596.46 + \text{€}101,053,620.12) / 2}{(\text{€}32,122,735.80 + \text{€} 30,340,087.99) / 2} = 3.15$$

2003

$$\frac{\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Μέσος Όρος Παγίων}} = \frac{(\text{€}101,053,620.12 + \text{€}100,572,181.88) / 2}{(\text{€} 30,340,087.99 + \text{€} 35,440,498.07) / 2} = 3.06$$

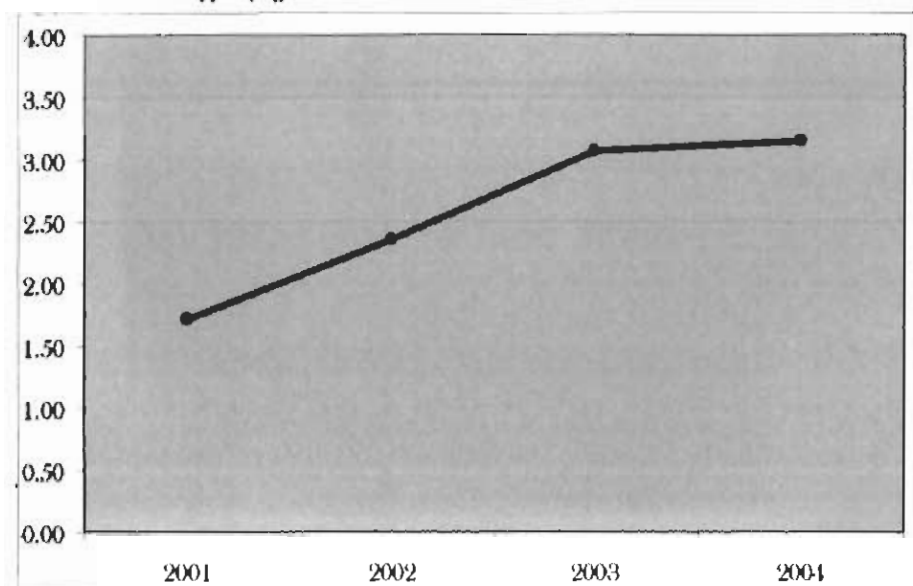
2002

$$\frac{\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Μέσος Όρος Παγίων}} = \frac{(\text{€}100,572,181.88 + \text{€}45,409,159.09) / 2}{(\text{€} 35,440,498.07 + \text{€} 26,583,504.21) / 2} = 2.35$$

2001

$$\frac{\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Μέσος Όρος Παγίων}} = \frac{\text{€}45,409,159.09}{\text{€} 26,583,504.21} = 1.71$$

Ακολουθεί το γράφημα:





Παρατήρηση:

ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.				
	2004	2003	2002	2001
Καθαρά Πάγια	€32,122,735.80	€ 30,340,087.99	€35,440,498.07	€26,583,504.21
Μεταβολή Καθαρών Παγίων	5.88%	-14.39%	33.32%	
Ίδια Κεφάλαια	€96,154,596.46	€101,053,620.12	€100,572,181.88	€45,409,159.09
Μεταβολή Ίδιων Κεφαλαίων	-4.85%	0.48%	121.48%	
Αριθμοδείκτης Ίδιων προς Πάγια	3.15	3.06	2.35	1.71

Το 2002 Ο Μοχλός προέβη σε αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου προκειμένου να αποκτήσει μια νέα δυναμική στον κλάδο και να αυξήσει την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Αυτή η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 121.48% αντανακλάται και στον δείκτη ιδίων κεφαλαίων προς πάγια όπου αυξήθηκε από 1.71 που ήταν το 2001 σε 2.35 το 2002. Αυτό σημαίνει ότι η επένδυση έγινε καθαρά με ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και προκειμένου να μην μειωθεί η ρευστότητα, η διοίκηση προτίμησε ορθά την επιτυχημένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, όπου νέα κεφάλαια από τους μετόχους της εταιρίας εισρεύσανε για να επενδυθούν σε νέα πάγια. Πράγματι τα πάγια στοιχεία το 2002 αυξήθηκαν κατά 33.32%.

Το 2003 η εταιρία μείωσε τα πάγια της κατά -14.39% τα οποία πιθανότατα να μην προσέδιδαν όφελος στην επιχείρηση και αύξησαν εκ νέου τον δείκτη από 2.35 το 2002 σε 3.06.

Το 2004 προέβη σε νέα επένδυση των παγίων, κατά +5.88% μειώνοντας τα αποθεματικά της επιχείρησης και κατά συνέπεια και τα ίδια κεφάλαια κατά -4.85%. Αυτή η ενέργεια είχε σαν αποτέλεσμα αύξησης του δείκτη από 3.06 το 2003 σε 3.15. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο Μοχλός το 2004 αντιμετωπίζει έλλειψη ρευστότητας όπως είδαμε στους δείκτες ρευστότητας. Η έλλειψη ρευστότητας αντανακλάται από την μείωση του κεφαλαίου κίνησης αλλά και αντιμετωπίστηκε με την λήψη μακροπρόθεσμου δανείου. Παρόλα αυτά η διοίκηση προέβη στην αύξηση των παγίων της 5.88% ελπίζοντας ότι θα αποδώσουν τα επόμενα χρόνια.

Σε γενικές γραμμές ο Μοχλός, σύμφωνα με τον τύπο φαίνεται να μην στηρίζει την χρηματοδότηση των παγίων του σε ξένα κεφάλαια αλλά σε ίδια. Μάλιστα η διαχρονική βελτίωση του δείκτη, μας υποδεικνύει την προσπάθεια της διοίκησης να υπέρ εκμεταλλεύεται πάγια στοιχεία της, φτάνοντάς τα στο μέγιστο των παραγωγικών τους δυνατοτήτων, ενώ τα πάγια που δεν είναι παραγωγικά ή θεωρούνται πεπαλαιωμένα τα πουλάει αυξάνοντας παράλληλα και την ρευστότητα της επιχείρησης και το κεφάλαιο κίνησης.

Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Ενεργητικού προς συνολικές Υποχρεώσεις (Ratio of current assets to total liabilities)

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού προς της συνολικές υποχρεώσεις είναι το πηλίκο του κυκλοφοριακού ενεργητικού προς το σύνολο των υποχρεώσεων. Μαθηματικά εκφράζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Ενεργητικού προς συνολικές Υποχρεώσεις} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

Το κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνει τα αποθέματα, τις απαιτήσεις, τα χρεόγραφα και τα διαθέσιμα μιας επιχείρησης, ενώ το σύνολο των υποχρεώσεων είναι το άθροισμα των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ο δείκτης μας δείχνει την αναλογία του κυκλοφορούντος ενεργητικού ως προς τις βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες υποχρεώσεις. Μας υποδεικνύει πόσες φορές καλύπτονται οι συνολικές υποχρεώσεις από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Βέβαια αυτός ο δείκτης αποτελεί ένα μέτρο ασφάλειας περισσότερο των δανειστών της επιχείρησης που την δανείζουν για μακροπρόθεσμο διάστημα παρά των δανειστών για βραχυπρόθεσμο διάστημα. Αυτό γιατί, ο βαθμός ρευστότητας των αποτελούμενων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι διαφορετικός. Καλύτερη ένδειξη για την ρευστότητα της επιχείρησης αλλά και για το πόσο ασφαλείς είναι οι δανειστές της επιχείρησης φαίνεται από τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών ρευστότητας, δηλαδή, έμμεσης και άμεσης ρευστότητας, ταμειακής ρευστότητας, αμυντικού χρονικού διαστήματος και ο δυναμικός αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας.

Υπολογίζουμε τον μέσο όρο αρχής και τέλους οικονομικής περιόδου του κυκλοφορούντος ενεργητικού καθώς και το μέσο όρο του συνόλου των υποχρεώσεων.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}} = \frac{(\text{€}114,124,792.93 + \text{€}124,738,349.67) / 2}{(\text{€}98,388,105.55 + \text{€}92,427,580.46) / 2} = 1.252$$

2003

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}} = \frac{(\text{€}124,738,349.67 + \text{€}79,058,542.72) / 2}{(\text{€}92,427,580.46 + \text{€}52,865,432.48) / 2} = 1.403$$

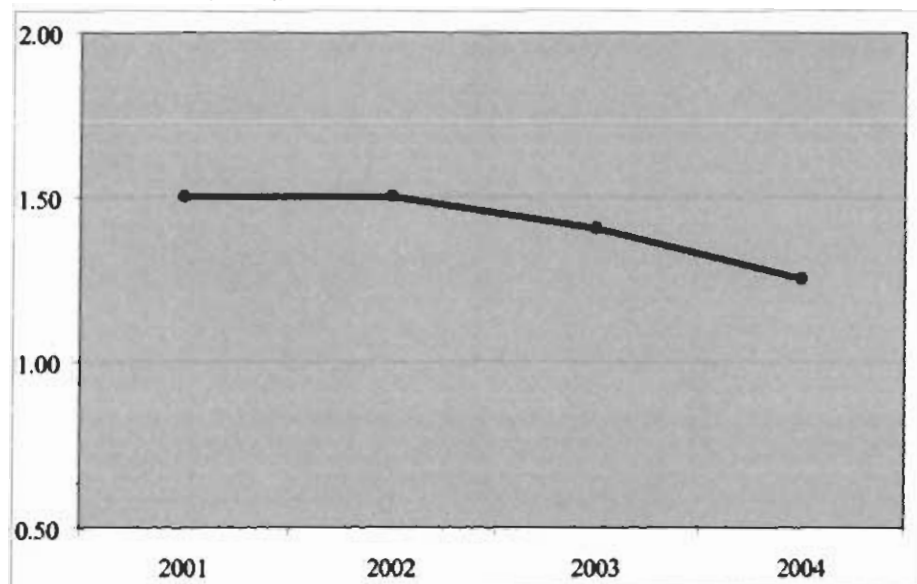
2002

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}} = \frac{(\text{€}79,058,542.72 + \text{€}28,381,896.08) / 2}{(\text{€}52,865,432.48 + \text{€}18,950,893.67) / 2} = 1.496$$

2001

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}} = \frac{\text{€}28,381,896.08}{\text{€}18,950,893.67} = 1.498$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατηρήσεις:

Είναι πολύ σημαντικό από πλευράς της εταιρίας ο δείκτης να είναι μεγαλύτερος της μονάδας. Δείχνει ότι η επιχείρηση μπορεί να ανταπεξέρθει στις υποχρεώσεις της, βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες, ρευστοποιώντας το κυκλοφορούν ενεργητικό της χωρίς να ρευστοποιήσει τα πάγια της.

Ο Μοχλός τα 4 τελευταία χρόνια που αναλύουμε, αρχίζει σταδιακά να φθίνει ο βαθμός εμπιστοσύνης των δανειστών προς την επιχείρηση και η συνέχισή του με τον ίδιο ρυθμό τα επόμενα 2 με 3 έτη ο δείκτης θα αγγίζει πλέον την μονάδα, ζημιώνοντας της επιχείρηση ως προς τους δανειστές της κάνοντάς την αφερέγγυα.

Αριθμοδείκτης Παγίων προς μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Ratio of fixed assets to long term liabilities)

Ο αριθμοδείκτης αυτός αντανακλά, κατά κάποιο τρόπο, το βαθμό ασφαλείας που απολαμβάνουν μακροχρόνιοι πιστωτές της επιχειρήσεως. Ο αριθμοδείκτης παγίων προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις βρίσκεται αν διαιρέσουμε τον μέσο όρο των παγίων προς τον μέσο όρο των υποχρεώσεων. Μαθηματικά ο τύπος εκφράζεται ως:

Αριθμοδείκτης Παγίων προς μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

=

$\frac{\text{Καθαρά πάγια}}{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$

Μια αύξηση του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει τη μεταβολή του περιθωρίου ασφαλείας που απολαμβάνουν οι μακροχρόνιοι πιστωτές, καθώς και ότι τυχόν επέκταση των παγίων περιουσιακών στοιχείων χρηματοδοτήθηκε από κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης (αύξηση κεφαλαίου). Αντίθετα μια μείωση του αριθμοδείκτη αυτού διαχρονικά δείχνει ότι μειώθηκε το περιθώριο ασφαλείας των μακροχρονίων πιστωτών και ότι τυχόν επέκταση των παγίων χρηματοδοτήθηκε με την προσφυγή στον δανεισμό.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

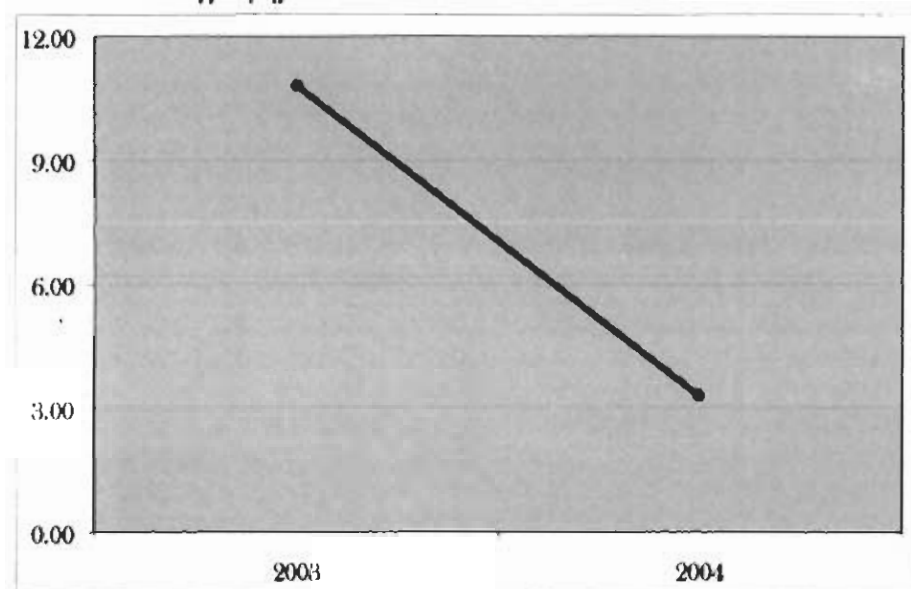
$$\frac{\text{Καθαρά πάγια}}{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}} = \frac{(\text{€}32,122,735.80 + \text{€}30,340,087.99) / 2}{(\text{€}15,846,019.65 + \text{€} 3,044,896.34) / 2} = 3.31$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρά πάγια}}{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}} = \frac{(\text{€}30,340,087.99 + \text{€}35,440,498.07) / 2}{\text{€} 3,044,896.34} = 10.81$$

Δεν υπάρχουν Μακροπρόθεσμα δάνεια της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. για τα έτη 2002 και 2001

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.		
	2004	2003
Καθαρά Πάγια	€ 32,122,735.80	€ 30,340,087.99
Μεταβολή Καθαρών Παγίων	5.88%	
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	€ 15,846,019.65	€ 3,044,896.34
Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	+420.41%	
Δείκτης Παγίων προς Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	3.31	10.81

Παρατηρούμε μια αύξηση των παγίων στοιχείων του ενεργητικού κατά 5.88% το 2004 δηλαδή κατά €1.8 εκατομμύρια. Αυτή η επένδυση φαίνεται ότι

χρηματοδοτήθηκε σχεδόν εξολοκλήρου από ξένα κεφάλαια. Η επιχείρηση δεν μπορούσε να τα χρηματοδοτήσει με ίδια αφού τα τελευταία χρόνια αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας. Οι επιπτώσεις της επένδυσης για την αγορά παγίων στοιχείων φαίνεται από την μείωση του κεφαλαίου κίνησης. Προφανώς η διοίκηση προέβη σε αυτήν την κίνηση προκειμένου να βελτιώσει την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Ο μακροπρόθεσμων δανεισμός από τα €3 εκατομμύρια στα €15.8, δηλαδή μια αύξηση της τάξεως του 420.41% είχε σαν αποτέλεσμα την μείωση του βαθμού ασφάλειας των μακροπρόθεσμων δανειστών και αύξηση του κινδύνου. Παρόλα αυτά οι αξία των παγίων στοιχείων υπερκαλύπτει την αξία του συνολικού μακροπρόθεσμου δανεισμού κατά 3.31.

Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων (number of times interest earned)

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων είναι το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών κερδών προ φόρων προς το σύνολο των τόκων (χρεωστικών), που καλείτε η επιχείρηση να πληρώσει. Μαθηματικά αυτή η σχέση εκφράζεται από τον εξής τύπο:

Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων	=	$\frac{\text{Καθαρά κέρδη Εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων}}{\text{Σύνολο Τόκων}}$
--------------------------------	---	---

Ο αριθμοδείκτης καλύψεως των τόκων, που πρέπει να καταβάλει μια επιχείρηση μέσα σε μια χρήση για την χρησιμοποίηση των ξένων, κυρίως, μακροπροθέσμων κεφαλαίων της, δείχνει πόσες φορές αυτοί οι τόκοι καλύπτονται από τα καθαρά κέρδη της.

Ο αριθμοδείκτης αυτός παρέχει ένδειξη για το περιθώριο ασφαλείας που απολαμβάνουν οι μακροχρόνιοι πιστωτές και παρουσιάζει ιδιαίτερη σπουδαιότητα για αυτούς, καθόσον εμφανίζει την ικανότητα της επιχειρήσεως να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της επιχειρήσεως να πληρώνει τους τόκους της και τόσο μικρότερος ο κίνδυνος αθετήσεως στην εξόφληση των υποχρεώσεών της. Όσο μικρότερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός της επιχειρήσεως και τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα αποτυχίας της.

Το ιδανικό μέγεθος του αριθμοδείκτη αυτού εξαρτάται από την σταθερότητα των κερδών και από το είδος της επιχειρήσεως. Μια π.χ. κτηματική εταιρία μπορεί να έχει χαμηλότερο αριθμοδείκτη καλύψεως τόκων από μια βιομηχανική επιχείρηση, διότι συνήθως τα κέρδη της πρώτης είναι πιο σταθερά από της δεύτερης.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη Εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων}}{\text{Σύνολο Τόκων}} =$$

$$= \frac{€7,794,707.74 + €2,045,529.64 - 4.81}{€2,045,529.64}$$

2003

Καθαρά κέρδη Εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων =
Σύνολο Τόκων

$$= \frac{€8,745,778.56 + €1,684,541.32}{€1,684,541.32} = 6.19$$

2002

Καθαρά κέρδη Εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων =
Σύνολο Τόκων

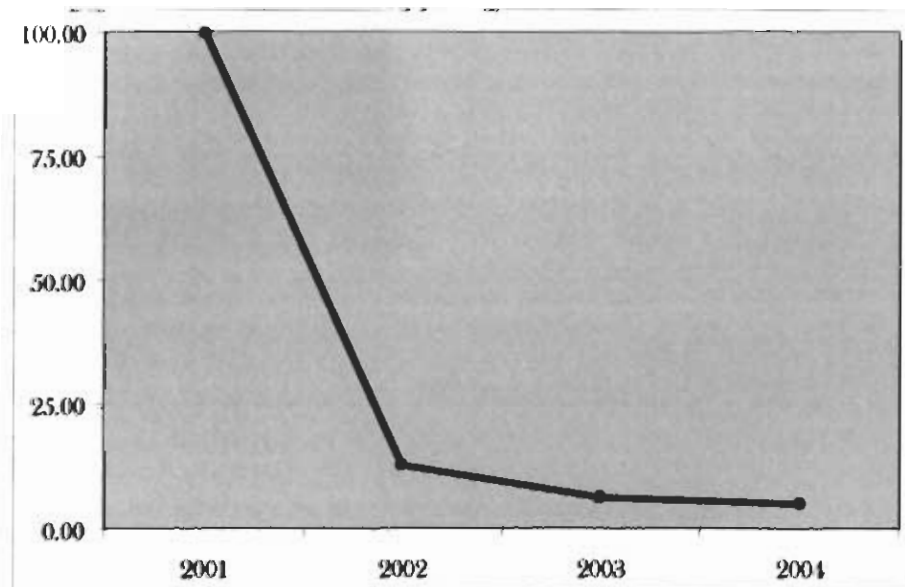
$$= \frac{€8,352,557.32 + €723,500.50}{€723,500.50} = 12.54$$

2001

Καθαρά κέρδη Εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων =
Σύνολο Τόκων

$$= \frac{€3,103,840.60 + €31,508.13}{€31,508.13} = 99.51$$

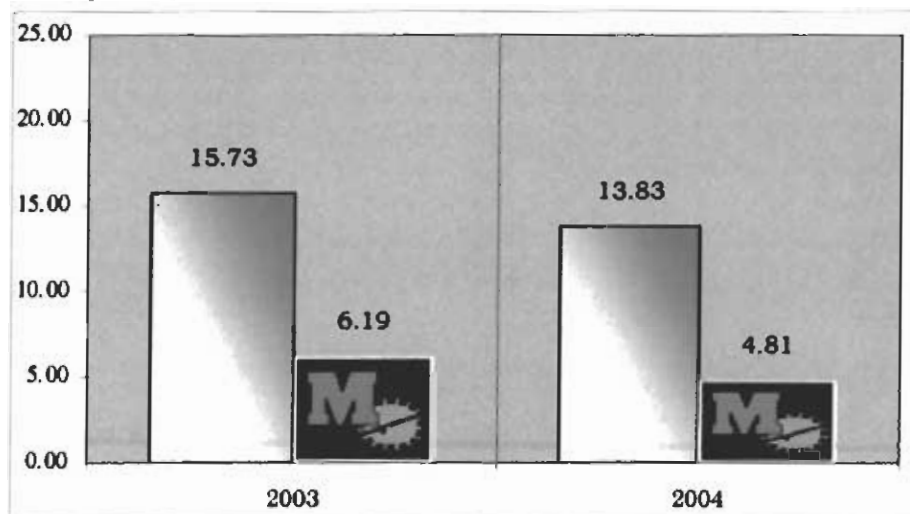
Ακολουθεί το γράφημα:





Παρατήρηση:

Παρατηρούμε ότι ο Μοχλός διατηρεί ακόμα την ικανότητα να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων με τα κέρδη του, αλλά αίσθηση μας κάνει η διαχρονική του μείωση. Για τους δανειστές της εταιρίας μπορεί να ερμηνευτεί η συνέχιση αυτής της διαχρονικής τάσης ως αύξηση του δανειοληπτικού κινδύνου αν η εταιρία συνεχίσει να δανείζεται ξένα κεφάλαια. Για τους εξωτερικούς αναλυτές αλλά και για τους επενδυτές πέραν όλων αυτών των συμπερασμάτων, προκύπτει ότι τα ξένα (δανειζόμενα) κεφάλαια η διοίκηση της εταιρίας δεν τα χρησιμοποιεί αποτελεσματικά έτσι ώστε να αυξηθεί η αποδοτικότητα της επιχείρησης και συνεπώς το κέρδος της. Δείχνει Επίσης ότι η έλλειψη κεφαλαίου και η συρρίκνωση του κεφαλαίου κίνησης ως ποσοστό με τον κύκλο εργασιών της εταιρίας, οδήγησε την διοίκηση και συνεπώς στην εταιρία σε έναν υπερδανεισμό προκειμένου να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα, έχοντας σαν συνέπεια την «ροκανίσει» των κερδών του Μοχλού από τους τόκους των ξένων κεφαλαίων.



Συγκρίνοντας τον Μοχλό με τον κλάδο, βλέπουμε και πάλι ότι ο Μοχλός συγκριτικά με τον κλάδο παρουσιάζει υψηλότερο δανειοληπτικό κίνδυνο από ότι οι άλλες εταιρίες του κλάδου. Αυτό έχει σαν παράγωγο αποτέλεσμα να λαμβάνει δάνεια με δυσμενής όρους προς τον Μοχλό και υψηλότερο επιτόκιο. Αυτό μπορεί να γίνει εμφανές αν κατασκευάσουμε έναν υποτυπώδη αριθμοδείκτη που να μας δίνει το ποσοστό των τόκων ως προς το σύνολο των ξένων κεφαλαίων. Έτσι ο δείκτης θα είναι το πηλίκο της διαίρεσης των συνολικών τόκων ως προς το σύνολο των ξένων κεφαλαίων δηλαδή:

$$\text{Ποσοστό τόκων προς ξένα κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο χρεωστικών τόκων}}{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}}$$

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Σύνολο χρεωστικών τόκων}}{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}} = \frac{€2,045,529.64}{€98,388,105.55} = 0.0208 \text{ ή } 2.08\%$$

2003

$$\frac{\text{Σύνολο χρεωστικών τόκων}}{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}} = \frac{€1,684,541.32}{€92,427,580.46} = 0.0182 \text{ ή } 1.82\%$$

2003

$$\frac{\text{Σύνολο χρεωστικών τόκων}}{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}} = \frac{€723,500.50}{€52,865,432.48} = 0.0137 \text{ ή } 1.37\%$$

2001

$$\frac{\text{Σύνολο χρεωστικών τόκων}}{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}} = \frac{€31,508.13}{€18,950,893.67} = 0.0017 \text{ ή } 0.17\%$$

Επιβεβαιώνεται λοιπόν αυτό που ειπώθηκε προηγουμένους σχετικά με τους δυσμενής όρους που η διοίκηση του Μοχλού λαμβάνει νέα δάνεια. Θα πρέπει όμως να ξανά αναφέρουμε ότι τα αποτελέσματα είναι ενδεικτικά και δεν αποτυπώνουν την πραγματικότητα διότι δεν γνωρίζουμε ούτε την χρονική διάρκεια του δανείου ούτε την ακριβή ημερομηνία σύναψης του δανείου αλλά ούτε γνωρίζουμε πιο τόκοι ανήκουν στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και ποιοι στις μακροχρόνιες. Το αποτέλεσμα του 2001 που είναι 0.17% μπορεί να ερμηνευτεί ότι η επιχείρηση δανειζόταν χρήματα για πολύ μικρό χρονικό διάστημα ξεπληρώνοντας την υποχρέωση άμεσα έτσι ώστε η επιχείρηση να μην επιβαρύνεται σημαντικά με τόκο. Το 2004 που έλαβε μακροπρόθεσμο δάνειο επηρέασε τον τόκο δανεισμού. Περισσότερο όμως επηρεάστηκε από την αύξηση των ημερών εξόφλησης των υποχρεώσεων¹⁰ που παρατηρήθηκε τα τελευταία έτη.

¹⁰ Δες αριθμοδείκτες δραστηριότητας, μέση διάρκεια παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επιχείρηση.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (Profitability ratios)

*Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους
(Gross profit margin) ή G.M*

*Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους
(Net profit margin) ή N.M*

*Δείκτης αποδοτικότητας των απασχολουμένων κεφαλαίων
(Return to total capital employed)*

*Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού
(return on total assets) ή R.O.A.*

*Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων
(Return on net worth)*

*Συνδυασμένος αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού
(The Du Pont equation)*

*Αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης
(Financial leverage ratio)*

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (Profitability ratios)

Σκοπός της ύπαρξης των επιχειρήσεων και λόγος για την δημιουργία τους είναι η ύπαρξη κέρδους. Οι δείκτες αποδοτικότητας, φανερώνουν στον ενδιαφερόμενο εξωτερικό αναλυτή την ικανότητα της αναλυόμενης επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

Η ύπαρξη κέρδους και η συνεχής βελτίωσή τους διαχρονικά εξαρτάται από την ικανότητα της διοίκησης να συνδιάζει και να συντονίζει δημιουργικά τους παραγωγικούς συντελεστές έτσι ώστε να παράγουν κέρδος για την επιχείρηση. Επειδή σαν εξωτερικοί αναλυτές που θεωρούμε οτι είμαστε, δεν μπορούμε να έχουμε πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες της επιχείρησης και δεν μπορούμε να γνωρίζουμε επ' ακριβώς τις ενέργειες και τις δραστηριότητες της επιχείρησης, θα έλεγε κάποιος οτι θα αδυνατούσαμε να βγάλουμε ένα γενικό συμπέρασμα για την ικανότητα της επιχείρησης. Παρόλα αυτά, οι δείκτες αποδοτικότητας ως ένα βαθμό μας φανερώνουν τα στοιχεία εκείνα που μπορούμε να πάρουμε μια πρώτη εικόνα για την ικανότητα της διοίκησης.

Για παράδειγμα η καταγραφεί και ύπαρξη κέρδους στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης δεν αποτελεί το στοιχείο εκείνο που θα μας επιδείξει την ικανότητα της επιχείρησης και κατεπέκταση την αποτελεσματικότητα της διοίκησης να παράγει κέρδος. Το στοιχείο εκείνο που θα μας δείξει τον δρόμο να κρίνουμε, σαν εξωτερικοί αναλυτές, την επιχείρηση και να διαπιστώσουμε την αποτελεσματικότητάς της είναι η σύγκριση που διενεργούμε μεταξύ των καθαρών κερδών χρήσης που παρουσιάζει κάθε χρόνο η εκάστοτε επιχείρηση, με το κόστος πωλήσεων, με τα χρηματοοικονομικά έξοδα, με τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια, με τα ίδια κεφάλαια κτλ. Αυτά με την σειρά τους τα συγκρίνουμε με τα αποτελέσματα του μέσου όρου του κλάδου.

Θα ήταν λάθος να θέσουμε ένα ποσοστό αποδοτικότητας σαν το ιδανικό ποσοστό που πρέπει να πληρεί η κάθε επιχείρηση για να αποκτή τον τίτλο της δυναμικής επιχείρησης στην αγορά. Οι λόγοι είναι πολλοί και πολύπλοκοί. Ένας από αυτούς είναι οτι το αντικείμενο με το οποίο ασχολείτε η κάθε επιχείρηση είναι διαφορετικό, συνεπώς και είναι διαφορετική η δομή της κάθε επιχείρησης. Για παράδειγμα, μια βιομηχανική επιχείρηση είναι αναγκασμένη, προκειμένου να λειτουργήσει αποδοτικά και παραγωγικά, να έχει στο ενεργητικό της κτίρια, οικόπεδα, αποθήκες, πανάκριβα μηχανήματα, αυτοκίνητα κ.α. με άλλα λόγια θα πρέπει να διαθέτει πλούσιο υλικοτεχνικό εξοπλισμό. Ένώ μια επιχείρηση που ασχολείτε με τις υπηρεσίες, όπως παραδείγματος χάριν μια ασφαλιστική εταιρία, θα πρέπει σαν πάγιο ενεργητικό να διαθέτει πιθανότατα ένα μόνο κτίριο που θα το χρησιμοποιεί ως γραφεία, και την παραγωγικότητα της και την ύπαρξη κέρδους, θα την ωφείλη στην ικανότητα των στελεχών της. Επομένως, η σύγκριση των δεικτών π.χ. αποδοτικότητας ενεργητικού και αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων είναι ανούσιες μεταξύ ανόμοιων επιχειρήσεων.

Οι δείκτες αποδοτικότητας αν μας επιτραπεί ο όρος, θα μπορούσαμε να τον χαρακτηρίσουμε σαν την πιο σημαντική κατηγορία αριθμοδεικτών διότι δεν μας φανερώνουν μόνο την αποδοτικότητα της αναλυόμενης επιχείρησης αλλά με την βοήθεια του συστήματος DuPont μας εντοπίζουν τις αδυναμίες και τις δυνατότητες της αναλυόμενης επιχείρησης.

Όπως είδη αναφέραμε, οι δείκτες αποδοτικότητας είναι οι δείκτες αυτοί που συνδέονται με την ικανότητα της επιχείρησης στο να πραγματοποιεί πωλήσεις και επομένως να δημιουργεί κέρδη. Οι αριθμοδείκτες που θα αναλύσουμε σε αυτό το κεφάλαιο διακρίνονται στους:

- Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους
- Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού
- Συνδυασμένος αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού
- Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων
- Αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης
- Αριθμοδείκτης δαπανών λειτουργίας

Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ή μικτού κέρδους (Gross profit margin) ή G.M.

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ή μικτού κέρδους υπολογίζεται μαθηματικά αν διαιρέσουμε το μικτό κέρδος εκμετάλλευσης, από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, προς τις καθαρές πωλήσεις χρήσεως¹¹.

Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους

$$= 100 \times \frac{\text{Μικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}}$$

Ο Αριθμοδείκτης μας δείχνει το μικτό κέρδος που έχει η επιχείρηση από την πώληση προϊόντων ή υπηρεσιών αξίας 100 ευρώ. Το μικτό κέρδος βρίσκεται αν από τις καθαρές πωλήσεις αφαιρέσουμε το κόστος πωλήσεων. Οπότε, ο αριθμοδείκτης διαμορφώνεται ως εξής:

Μικτό Κέρδος Εκμετάλλευσης
Καθαρές Πωλήσεις

$$\times 100 = 100 \times$$

Καθαρές Πωλήσεις- Κόστος Πωληθέντων
Καθαρές Πωλήσεις

$$= 100 \times \left(1 - \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \right)$$

Ο δείκτης αυτός μπορεί να αποτελέσει ένα μέτρο αξιολόγησης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης, καθώς και την πολιτική των τιμών που ακολουθεί. Λέγοντας πολιτική τιμών εννοούμε το πόσο αγοράζει τις πρώτες ύλες η επιχείρηση από τους προμηθευτές της και σε πια τιμή της πουλάει μεταποιημένες στους καταναλωτές – πελάτες.

Το αντίθετο του αριθμοδείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους έχουμε τον αριθμοδείκτη κόστους πωληθέντων. Αυτό γιατί ο δείκτης μικτού κέρδους υπολογίζει το ποσοστό του μικτού κέρδους ως προς τις πωλήσεις ενώ, ο δείκτης κόστους πωληθέντων υπολογίζει το ποσοστό του κόστους πωληθέντων ως προς τις καθαρές πωλήσεις της επιχείρησης. Όπως είναι λογικό το άθροισμα των δυο ποσοστών είναι 100%.

¹¹ Οι καθαρές πωλήσεις προκύπτουν, αν από το σύνολο των πωλήσεων (κύκλος εργασιών) αφαιρέσουμε τις επιστροφές προϊόντων από τους πελάτες, και τις εκπτώσεις επί των πωλήσεων. Στην περίπτωση που δεν διαθέτουμε τα παραπάνω στοιχεία χρησιμοποιούμε τις πωλήσεις που αναγράφονται στα αποτελέσματα εκμετάλλευσης μαζί με τον ισολογισμό της εταιρίας.

Όπως ειπώθηκε προηγουμένως ο δείκτης αποτελεί ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας της διοίκησης της επιχείρησης. Για αυτό το λόγο η διοίκηση θα πρέπει να στοχεύει πάντα η επιχείρηση να έχει έναν υψηλό δείκτη μικτού κέρδους, προκειμένου να καλύπτει τα λειτουργικά της έξοδα και το κόστος παραγωγής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους ή μικρότερος ο αριθμοδείκτης κόστους πωληθέντων, τόσο καλύτερα είναι για αυτήν από άποψη κερδών. Οι λόγοι που θα πρέπει η επιχείρηση να έχει μεγάλο δείκτη μικτού κέρδους είναι οι εξής:

- Μια ενδεχόμενη αύξηση στο κόστος παραγωγής θα την επηρεάσει λιγότερο από μια άλλη επιχείρηση που έχει μικρότερο δείκτη. Αυτό μπορεί να γίνει κατανοητό αν θέσουμε το παρακάτω παράδειγμα.

Έχουμε δύο εταιρίες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο και έχουν τις ίδιες παραγωγικές δυνατότητες. Δίνονται τα εξής στοιχεία:

		Επιχείρηση «Α»	Επιχείρηση «Β»
Κόστος Πωληθέντων	→	€8,500	€8,000
Καθαρές Πωλήσεις	→	€11,000	€9,000

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους} = 100 \times \left(1 - \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \right)$$

Επιχείρηση «Α»

$$100 \times \left(1 - \frac{€8,500}{€11,000} \right) = 100 \times (1 - 0.7727) = 100 \times 0.2273 = 22.73\%$$

Επιχείρηση «Β»

$$100 \times \left(1 - \frac{€8,000}{€9,000} \right) = 100 \times (1 - 0.8888) = 100 \times 0.1112 = 11.12\%$$

Αν υποθέσουμε ότι η τιμή του πετρελαίου (όπου αποτελεί την κύρια ενέργεια και των δυο επιχειρήσεων) αυξήθηκε από \$55 το βαρέλι σε \$65 αυξάνοντας το κόστος παραγωγής και των δυο κατά €500 επομένως έχουμε:

		Επιχείρηση «Α»	Επιχείρηση «Β»
Κόστος Πωληθέντων	→	€9,000	€8,500
Καθαρές Πωλήσεις	→	€11,000	€9,000

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Κέρδους} = 100 \times \left(1 - \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \right)$$

Επιχείρηση «Α»

$$100 \times \left(1 - \frac{€9,000}{€11,000} \right) = 100 \times (1 - 0.8181) = 100 \times 0.1819 = 18.19\%$$

Επιχείρηση «Β»

$$100 \times \left(1 - \frac{€8,500}{€9,000} \right) = 100 \times (1 - 0.9444) = 100 \times 0.0556 = 5.56\%$$

Επιχείρηση «Β»

$$100 \times \left(1 - \frac{€8,500}{€9,000}\right) = 100 \times (1 - 0.9444) = 100 \times 0.0556 = 5.56\%$$

Επιχείρηση	Μικτό Κέρδος Πριν την αύξηση κατά €500	Μικτό Κέρδος Μετά την αύξηση κατά €500	Ποσοστό μεταβολής
«Α»	22.73%	18.19%	-19.89%
«Β»	11.12%	5.56%	-50.00%

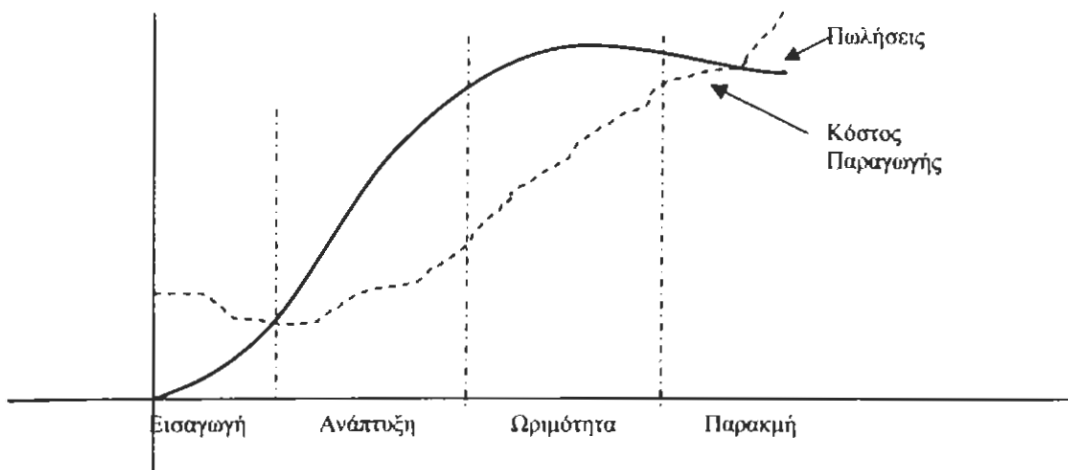
Επομένως παρατηρούμε ότι η επιχείρηση «Α» που είχε μεγαλύτερο δείκτη σε σχέση με την «Β» επηρεάστηκε κατά -19.89% ύστερα από την αύξηση του κόστους παραγωγής, ενώ η «Β» κατά -50.00%. Άρα η κάθε επιχείρηση θα πρέπει να προσπαθεί να διατηρεί μεγάλο αριθμοδείκτη μικτού κέρδους έτσι ώστε να μην επιδεινωθεί η στατιστική της εικόνα σε μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους παραγωγής αλλά και να διατηρεί την δυνατότητα να παρουσιάζει κέρδος.

- Όταν η επιχείρηση διατηρεί μεγάλο δείκτη μικτού κέρδους, δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης αλλά και κατ' επέκταση την ικανότητα της διοίκησης να προμηθεύεται την πρώτη ύλη και άλλα προϊόντα προς εξεργασία, φθηνά και να τα πουλάει στους πελάτες της σε υψηλότερες τιμές.

$$\text{Μικτό Κέρδος} = \text{Τιμή πώλησης} \times \text{Ποσότητα} - \text{Τιμή αγοράς} \times \text{Ποσότητα}$$

Όταν ο αριθμοδείκτης είναι μικρός μπορεί να οφείλεται στα εξής:

- Να δείχνει την ανικανότητα της επιχείρησης να προμηθεύεται την πρώτη ύλη και άλλα προϊόντα προς εξεργασία, φθηνά και να τα πουλάει στους πελάτες της σε υψηλές τιμές.
- Να οφείλεται στον οξύ ανταγωνισμό που εμφανίζεται μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου υποχρεώνοντάς τις να πωλούν τα προϊόντα τους ή τις υπηρεσίες τους σε χαμηλές τιμές έτσι ώστε να μπορούν να επιβιώσουν και να διατηρήσουν όσο το δυνατόν αλόβητο, το μερίδιό τους στην αγορά στην αρχική του κατάσταση που υπήρχε πριν τον ανταγωνισμό.
- Η επιχείρηση μπορεί θελημένα να διατηρεί χαμηλές τις τιμές των προϊόντων της ή των υπηρεσιών που προσφέρει στους πελάτες και κατ' επέκταση και τον δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους. Ο λόγος μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι η επιχείρηση επιδιώκει την βελτίωση των πωλήσεων των προϊόντων της κάνοντάς τα πιο ανταγωνιστικά. Αυξάνοντας τον όγκο των πωλήσεων πετυχαίνει αύξηση και του μεριδίου της στην αγορά.
- Οι χαμηλές τιμές του δείκτη σε επιχειρήσεις που αντικείμενο δραστηριότητας είναι πολλά προϊόντα σε μερικά των οποίων το περιθώριο κέρδους είναι μηδενικό ή πολλές φορές αρνητικό για λόγους σκοπιμότητας, επιρεάζει τον γενικό δείκτη της επιχείρησης με συνέπεια να είναι μικρότερος στον αντίστοιχο του κλάδου, χωρίς αυτό να διαμορφώνει αρνητικά μικρά καθαρά κέρδη.
- Ένας τελευταίος λόγος που μπορεί να δικαιολογήσει τον χαμηλό δείκτη μικτού κέρδους είναι ότι το προϊόν που παράγει ή εμπορεύεται η επιχείρηση ή και η ίδια ακόμα η επιχείρηση να βρίσκεται στην φάση της ανάπτυξης, όσον αφορά τον κύκλο ζωής της.



Υπολογίζουμε για τον Μοχλό το μικτό περιθώριο κέρδους.

2004

$$100 \times \left(1 - \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \right) = 100 \times \left(1 - \frac{€371,176,422.05}{€383,040,798.75} \right) = 3.10\%$$

2003

$$100 \times \left(1 - \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \right) = 100 \times \left(1 - \frac{€309,560,172.02}{€320,985,514.29} \right) = 3.56\%$$

2002

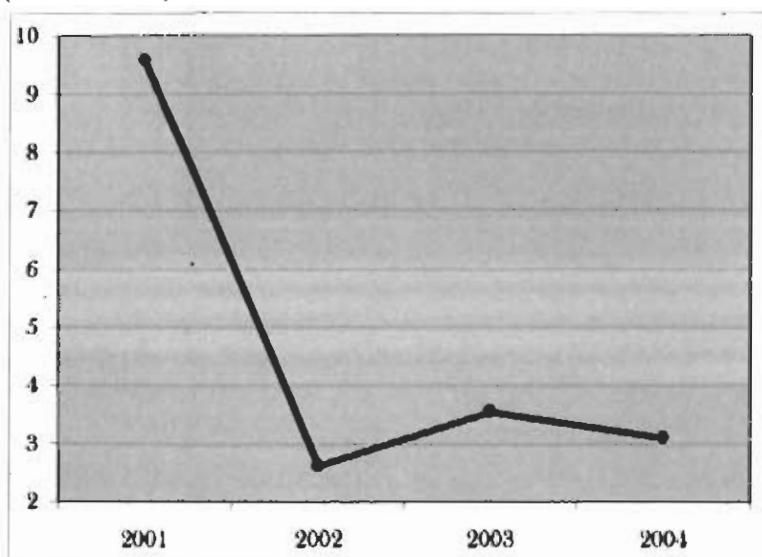
$$100 \times \left(1 - \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \right) = 100 \times \left(1 - \frac{€294,115,627.21}{€302,071,910.87} \right) = 2.63\%$$

2001

$$100 \times \left(1 - \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \right) = 100 \times \left(1 - \frac{€38,695,426.57}{€42,797,591.24} \right) = 9.59\%$$

Ακολουθεί το γράφημα:

(σε ποσοστό)



Υπολογίζουμε για τον Μοχλό τον αριθμοδείκτη κόστους πωληθέντων προς καθαρές πωλήσεις:

2004

$$100 \times \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€371,176,422.05}{€383,040,798.75} = 96.90\%$$

2003

$$100 \times \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€309,560,172.02}{€320,985,514.29} = 96.44\%$$

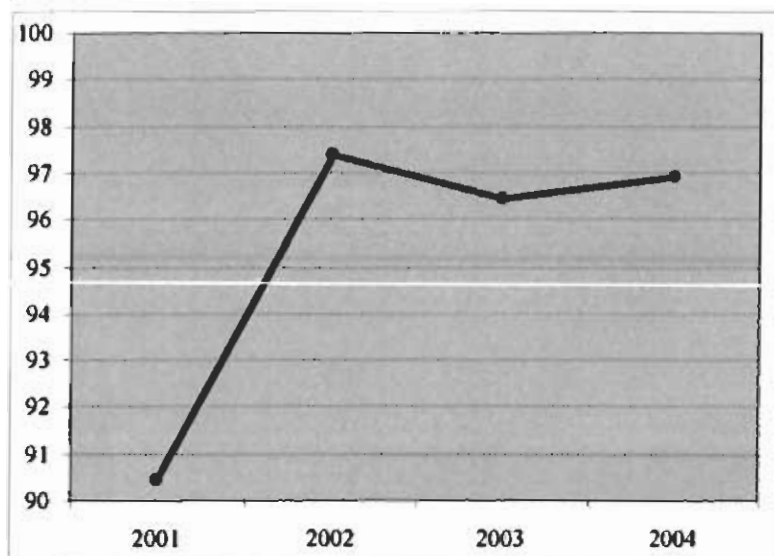
2002

$$100 \times \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€294,115,627.21}{€302,071,910.87} = 97.37\%$$

2001

$$100 \times \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€38,695,426.57}{€42,797,591.24} = 90.41\%$$

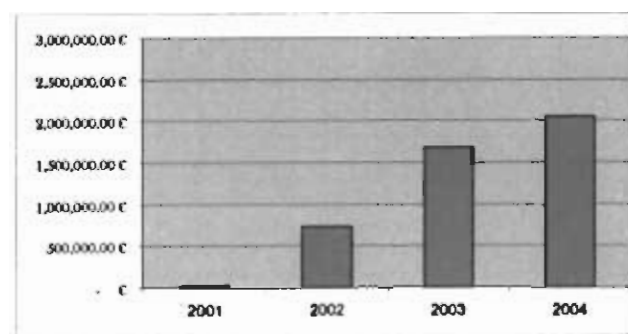
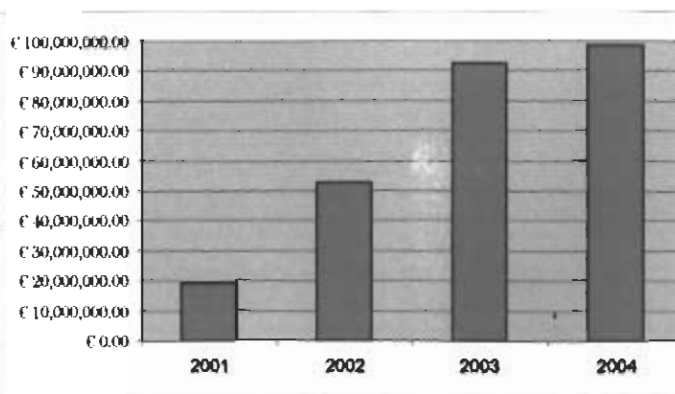
Ακολουθεί το γράφημα:
(σε ποσοστό)



Παρατήρηση:

Ο Μοχλός ανήκει στις εταιρίες που έχουν μικρό δείκτη μικτού κέρδους. Αυτή η πορεία αλλά και η σταθερότητα που παρουσιάζει τα τελευταία 3 χρόνια ο αριθμοδείκτης καταλαβαίνουμε ότι ο Μοχλός έχει χάσει την ικανότητα ή τουλάχιστον είναι σε μειονεκτική θέση, να αγοράζει πρώτες ύλες από τους προμηθευτές του σε χαμηλές τιμές. Αυτό φαίνεται και από τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αλλά και τον χρόνο που χρειάζεται ο Μοχλός να πληρώσει τους προμηθευτές του.

Το κόστος παραγωγής είναι και αυτό αυξανόμενο, αφού ο Μοχλός δεν μπορεί να αγοράσει μεγάλες ποσότητες πρώτων υλών, σε ευνοϊκές τιμές προς αυτόν, λόγω της καθυστέρησης της αποπληρωμής των χρεών. Οι Μακροχρόνιες και οι Βραχυχρόνιες υποχρεώσεις είναι και αυτές αυξανόμενες, αυξάνοντας παράλληλα και τους τόκους που καλείται να πληρώσει ο Μοχλός κάθε



χρόνο προς στους πιστωτές του. Η αύξηση των υποχρεώσεων σε συνδυασμό με το χαμηλό ποσοστό μικτού κέρδους προς καθαρές πωλήσεις αυξάνουν τον μακροχρόνιο κίνδυνο που έχει ο Μοχλός, κάνοντας τους επενδυτές αλλά και τους δανειστές του αρκετά επιφυλακτικούς. Επίσης η πιθανότητα μελλοντικής

χρεοκοπίας γίνεται όλο και μεγαλύτερος. Λόγω του ότι το ποσό των μικτών κερδών δεν θα είναι πλέον ικανοποιητικά για να καλύψουν άλλα λειτουργικά έξοδα όπως χρεωστικοί τόκοι κτλ

Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net profit margin) ή N.M.

Ο αριθμοδείκτης του καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους είναι το ποσοστό του καθαρού κέρδους που πετυχαίνει η επιχείρηση στη διάρκεια της οικονομικής χρήσης από τις πραγματοποιούμενες πωλήσεις. Με άλλα λόγια ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους δείχνει πόσα ευρώ μένουν στα χέρια των μετόχων της επιχείρησης, ύστερα από την πώληση αξίας €100 προϊόντων ή υπηρεσιών, αφαιρούμενα από τις καθαρές πωλήσεις, το κόστος των πωληθέντων και των υπολοίπων εξόδων.

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους βρίσκεται αν διαιρέσουμε τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων μιας χρονικής περιόδου με το σύνολο των πραγματοποιηθέντων καθαρών πωλήσεων. Ο δείκτης εκφράζεται μαθηματικά ως εξής:

$$\text{Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

Στα καθαρά λειτουργικά κέρδη δεν συμπεριλαμβάνονται τα μη λειτουργικά έσοδα και κέρδη (από συμμετοχές, προσωρινές επενδύσεις σε χρεόγραφα, δικαιώματα ευρεσιτεχνίας, κληρώσεις λαχνών κ.λ.π.) όπως και τα μη λειτουργικά έξοδα και ζημιές (από καταστροφές εμπορευμάτων κ.λ.π.) που θα μπορούσαν να επηρεάσουν σημαντικά το αποτέλεσμα και να λάβουμε λανθασμένη εικόνα για την επιχείρηση.

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

ή

$$\text{Net profit Margin} = \frac{\text{Net income}}{\text{Sales}}$$

Οι δύο αυτοί αριθμοδείκτες μπορούν να συγκριθούν μεταξύ τους και υποδηλώνουν την αποτελεσματικότητα της πραγματοποιούμενης επένδυσης και την αποτελεσματικότητα της Διοίκησης. Η διαφορά μεταξύ των δύο αυτών δεικτών G.M.- N.M. δίνει τα λοιπά έξοδα της επιχείρησης πέρα από τα λειτουργικά της έξοδα. Το μικτό και καθαρό κέρδος βρίσκεται από τον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης και είναι επί τοις εκατό σε σχέση με τον κύκλο εργασιών που είναι το 100%

$$\text{Μικτό Κέρδος} = \text{Κύκλος Εργασιών} - \text{Κόστος Πωληθέντων}$$

Για να γίνει πιο κατανοητό τα έσοδα και τα έξοδα μιας κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης θέτουμε το παρακάτω πίνακα που δείχνει τα έσοδα και τα έξοδα της κάθε επιχείρησης.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ:

Κύκλος Εργασιών (πωλήσεις)

ΜΕΙΟΝ: Κόστος Πωληθέντων
Μικτά κέρδη Εκμετάλλευσης

ΜΕΙΟΝ: έξοδα Λειτουργίας
Διάθεσης
Μερικά Αποτελέσματα εκμετάλλευσης

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ

ΠΛΕΟΝ: Έσοδα συμμετοχών
Έσοδα Χρεογράφων
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα
ΜΕΙΟΝ: Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα
Έκτακτα και ανόργανα έσοδα
Έκτακτα κέρδη
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων
ΜΕΙΟΝ: Έκτακτα και ανόργανα έξοδα
Έκτακτες ζημιές
Έξοδα προηγούμενων χρήσεων
Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)

ΕΚΤΑΚΤΑ

ΜΕΙΟΝ: Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος } ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων

Η μελέτη, η ανάλυση και η σύγκριση του αριθμοδείκτη καθαρού κέρδους με τον αριθμοδείκτη μικτού κέρδους είναι πολύ σημαντική για τους εξωτερικούς αναλυτές και μπορούν να φανούν χρήσιμο εργαλείο για τους θεσμικούς και μη επενδυτές των επιχειρήσεων αλλά και για τους δανειστές. Τα αποτελέσματα μπορούν

να τους δώσουν μια πιο αντικειμενική εικόνα της επιχείρησης σχετικά με την πορεία των οικονομικών αποτελεσμάτων σε σχέση με τις πωλήσεις αλλά και να εντοπίσουν τις αιτίες ενός εμφανιζόμενου οικονομικού προβλήματος.

Η σύγκριση των δυο δεικτών GM¹² και NM¹³ μπορεί να μας φανερώσει τα εξής:

- Όταν ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους παραμένει σταθερός ενώ παράλληλα ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους μειώνεται μπορεί να ερμηνευθεί ως μια δυσανάλογη αύξηση των λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τις πωλήσεις¹⁴.
- Όταν ο GM μειώνεται και ο NM παραμένει σταθερός τότε υπάρχει μια δυσανάλογη αύξηση του κόστους πωληθέντων σε σχέση με τα έσοδα των πωλήσεων. Αυτό είναι αποτέλεσμα της μείωσης των τιμών διάθεσης των προϊόντων ή υπηρεσιών που διαθέτει η επιχείρηση στους τελικούς καταναλωτές – πελάτες είτε για να πετύχει μεγαλύτερο όγκο πωλήσεων και να εδραιωθεί το προϊόν στην αγορά, είτε λόγω έντονου ανταγωνισμού που υπάρχει μέσα στον κλάδο. Μπορεί όμως να είναι αποτέλεσμα της μείωσης της παραγωγικότητας των παραγωγικών συντελεστών που χρησιμοποιεί η επιχείρηση ή ο κακός συνδυασμός των παραγωγικών συντελεστών. Η μείωση της παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής μπορεί να οφείλεται:
 - Στην παλαιότητα του μηχανολογικού εξοπλισμού που χρησιμοποιεί η επιχείρηση
 - Στο ότι το εργατικό προσωπικό μπορεί να μην είναι εξειδικευμένο
 - Να υπάρχει έλλειψη ρευστών διαθέσιμων κτλ.
- Τέλος, αν ο GM μειώνεται σε σύγκριση με τον NM και τα έξοδα λειτουργίας της επιχείρησης παραμένουν σταθερά (ή σχετικά σταθερά) σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιεί σε μια χρονική περίοδο η επιχείρηση τότε εμφανίζεται υψηλό κόστος παραγωγής. Η αναλυόμενη επιχείρηση παράγει τα προϊόντα της με μεγάλο κόστος προκαλώντας την συρρίκνωση των καθαρών κερδών της επιχείρησης.

2004

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€4,518,004.14}{€383,040,798.75} = 1.18\%$$

2003

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€ 4,139,733.08}{€320,985,514.29} = 1.29\%$$

2002

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€5,016,566.93}{€302,071,910.87} = 1.66\%$$

2001

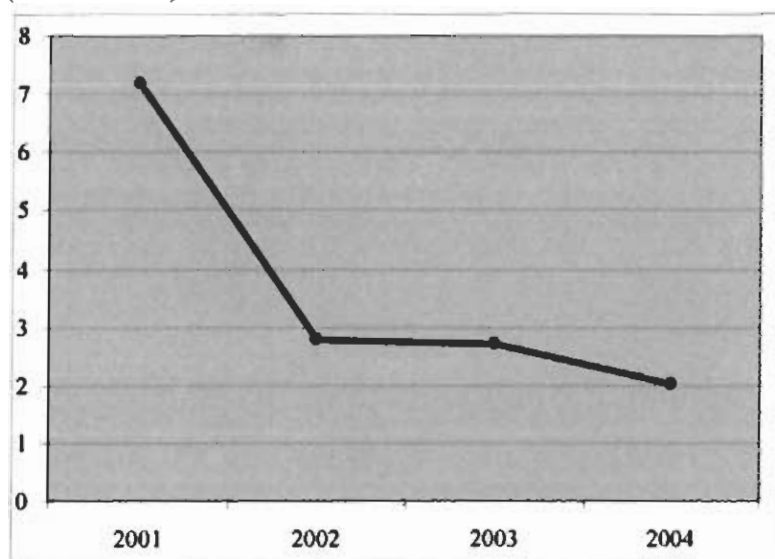
$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€3,438,858.49}{€42,797,591.24} = 8.03\%$$

¹² GM – αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους.

¹³ NM – αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

¹⁴ Για καλύτερη κατανόηση και εφαρμογή του συμπεράσματος, δες στην παρατήρηση, τι συμβαίνει με τον Μοχλό

Ακολουθεί το γράφημα:
(σε ποσοστό)



Παρατήρηση:

Έτος	GM	NM	Λειτουργικά έξοδα	Πωλήσεις	Κόστος πωληθέντων	μεταβολή των πωλήσεων	μεταβολή κόστους πωληθέντων
2004	3.10%	1.18%	4,701,913.59 €	€383,040,798.75	€ 371,176,422.05	19.33%	19.90%
2003	3.56%	1.29%	4,880,861.82 €	€ 320,985,514.29	€ 309,560,172.02	6.26%	5.25%
2002	2.63%	1.66%	2,948,611.57 €	€ 302,071,910.87	€ 294,115,627.21		
2001	9.59%	8.03%	981,046.95 €	€42,797,591.24	€ 38,695,426.57		

Παρατηρούμε μια φθίνουσα πορεία που έχει ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους, με το χειρότερο αποτέλεσμα να είναι το 2004 που ήταν μόλις 1.18%. Δηλαδή στα €100 πωλήσεις του Μοχλού, παρουσιάζει καθαρό κέρδος μετά φόρων μόλις €1.18 έναντι το 2001 πριν την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που στα €100 πωλήσεις το καθαρό κέρδος της ήταν €8.03, υπήρξε δηλαδή μια μείωση του καθαρού κέρδους από το 2001 ως το 2004 της τάξεως του -85.35%.

Ο δείκτης GM της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. το 2003 αυξήθηκε σε σχέση με το 2002 ενώ ο δείκτης NM παρέμεινε σταθερός, αυτό είχε επιφέρει την δυσανάλογη αύξηση των λειτουργικών εξόδων της επιχείρησης κατά +65.53% σε σύγκριση με την αύξηση των πωλήσεων που ήταν +6.24%.

Ο δείκτης GM της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. το 2004 μειώθηκε σε σχέση με το 2003 όπως και ο δείκτης NM ενώ τα έξοδα λειτουργίας παρέμειναν σταθερά ή σχεδόν σταθερά σε σχέση με τις πωλήσεις. Αυτό σημαίνει ότι ο Μοχλός παρουσιάζει το 2004 υψηλό κόστος παραγωγής. Αυτό το συμπέρασμα μπορεί να συνδυαστεί και να επιβεβαιωθεί και από την ανάλυση προηγούμενων αριθμοδεικτών. Είδαμε ότι υπάρχει σταδιακά μια καθυστέρηση του χρόνου πληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του Μοχλού ως προς τους δανειστές του και τους προμηθευτές του,

κυρίως λόγω έλλειψης ρευστών διαθέσιμων που παρατηρείται στην εταιρία. Έτσι ο Μοχλός έχασε την διαπραγματευτική του ικανότητα να διαπραγματευτεί την τιμή αγοράς της πρώτης ύλης που είναι απαραίτητη για την παραγωγή σκυροδέματος που παράγει η εταιρία. Επίσης οι δανειστές του λόγω αυτής της καθυστέρησης της πληρωμής έχουν αυξήσει και τους όρους δανεισμού κεφαλαίων ως προς την επιχείρηση. Η αύξηση των τόκων αλλά και οι τόκοι του νέου μακροπρόθεσμου δανείου που έχει συνάψει η εταιρία το έτος 2004 επέφερε μεταβολή στο νεκρό σημείο της εταιρίας, μετακινώντας το νεκρό σημείο της εταιρία προς τα πάνω δεξιά αυξάνοντας δηλαδή πιο απλά αύξησε το κόστος παραγωγής αφού οι εταιρία σε μια προσπάθεια συνέχισης της κερδοφορίας του ενσωμάτωσε στο κόστος την αύξηση των τόκων. Παράλληλα συρρικνώνεται το κέρδος του αφού προσπαθεί να κρατήσει σταθερές τις τιμές πώλησης των προϊόντων του αλλά προσπαθεί να κρατήσει σταθερές αν όχι ελαφρώς χαμηλότερες και τις τιμές σύνταξης προσφορών για την αναδοχή κατασκευαστικών έργων. Ο Μοχλός για να μην χάσει τους πελάτες του αύξησε τον χρόνο είσπραξης των απαιτήσεων του από αυτούς, όπως είδαμε από τον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των απαιτήσεων.

Πιθανότατα όμως αυτή η αύξηση του κόστους μπορεί να οφείλεται και σε έναν άλλο παράγοντα που τα τελευταία χρόνια απειλεί όλο και πιο πολύ να μεταβάλλει αρνητικά την ισορροπία που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία και δεν είναι τίποτα άλλο παρά η αύξηση της ενέργειας (του πετρελαίου). Το πετρέλαιο είναι η κύρια πηγή ενέργειας και για τον Μοχλό αφού ανήκει στον κλάδο των κατασκευών και τα μηχανήματα που χρησιμοποιεί για την διεκπερέωση της παραγωγικής διαδικασίας, καταναλώνουν πετρέλαιο.

Δείκτης αποδοτικότητας των απασχολούμενων κεφαλαίων (Return to total capitol employed) ή αποδοτικότητας ενεργητικού (Return on Assets R.O.A.)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας των απασχολούμενων κεφαλαίων εκφράζει την αποδοτικότητα των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης που χρησιμοποιούνται μαζί κατά την παραγωγική διαδικασία και δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης και κατεπέκταση της διοίκησης να πραγματοποιεί κέρδη. Ο δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και από τους εσωτερικούς αναλυτές έτσι ώστε να έχουν την δυνατότητα να γνωρίζουν με ακρίβεια τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης, και μπορούν να ελέγξουν την αποδοτικότητα του κάθε τμήματος.

Ο αριθμοδείκτης μαθηματικά απεικονίζεται ως εξής:

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}{\text{Συνολικά Απασχολούμενα Κεφάλαια}}$$

ή

$$\text{Return to Total Capitol Employed} = 100 \times \frac{\text{Net income.} + \text{Interest}}{\text{Total Capitol Employed}}$$

Στον αριθμητή και πιο συγκεκριμένα στα καθαρά κέρδη προσθέτουμε τα χρηματοοικονομικά έξοδα (τόκους ξένων κεφαλαίων) στα καθαρά κέρδη, γιατί αποτελούν την αμοιβή των πιστωτών της επιχείρησης από την προσφορά τους ξένων

αποτελούν την αμοιβή των πιστωτών της επιχείρησης από την προσφορά τους ξένων κεφαλαίων όπως ακριβώς και τα μερίσματα που δικαιούνται να λάβουν οι κάτοχοι κοινών μετοχών.

Στον παρονομαστή τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια είναι το σύνολο των Ίδιων Κεφαλαίων, οι συνολικές Βραχυπρόθεσμες καθώς και οι συνολικές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Η σύνθεση του συγκεκριμένου δείκτη θα ήταν ιδανική εάν δεν υπήρχε μεταβολή του συνολικού κεφαλαίου μέσα στο χρόνο ή χρόνο με τον χρόνο, όμως δεν συμβαίνει έτσι, τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια μεταβάλλονται είτε μεταβάλλονται τα ξένα κεφάλαια με την ανάληψη ενός βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου δανείου είτε μεταβάλλονται τα ίδια κεφάλαια με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Εμείς σαν αναλυτές προκειμένου να έχουμε μια καλύτερη απόδοση των συνολικών κεφαλαίων και να μην αλλοιωθούν σημαντικά τα οικονομικά αποτελέσματα έχοντας σαν αποτέλεσμα να λάβουμε λανθασμένα συμπεράσματα, μπορούμε να το αντιμετωπίσουμε το πρόβλημα ως εξής.

1. *Χρησιμοποιώντας τον Μέσο Όρο των Συνολικών κεφαλαίων.* Παίρνουμε δηλαδή τα συνολικά κεφάλαια αρχής περιόδου και τα συνολικά κεφάλαια τέλους περιόδου τα προσθέτουμε και στην συνέχεια το αποτέλεσμά τους το διαιρούμε με το δύο. Δηλαδή:

<i>Πραγματικό ύψος συνολικών κεφαλαίων</i>	<i>Συνολικά Κεφάλαια Αρχή + Συνολικά Κεφάλαια Τέλους</i>
	<i>2</i>

Το αρνητικό στοιχείο αυτής της αντιμετώπισης του προβλήματος είναι ότι υποθέτουμε ότι η επιχείρηση μετέβαλε τα συνολικά κεφάλαια της στο μέσον της οικονομικής χρήσης.

2. Ένας άλλος τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος είναι ο μαθηματικός τρόπος. Όταν είναι γνωστός ο ακριβής χρόνος μεταβολής των συνολικών κεφαλαίων τότε μπορεί να υπολογιστεί με απόλυτη μαθηματική ακρίβεια η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων. Στο αρχικό συνολικό κεφάλαιο προσθέτουμε την συνολική μεταβολή πολλαπλασιαζόμενο με τον αριθμό των μηνών ή ημερών που χρησιμοποιήθηκαν τα νέα κεφάλαια κατά την διάρκεια της χρήσης και τούτο διαιρείται με τον αριθμό των ημερών ή μηνών της χρήσης. Δηλαδή:

<i>Πραγματικό ύψος συνολικών κεφαλαίων</i>	<i>Αρχικό κεφάλαιο +</i>	<i>Μεταβολή Συν. Κεφαλαίου Αρχής</i>	<i>+ Αριθμός ημερών ή μηνών μέχρι το τέλος της χρήσης</i>
		<i>12 μήνες ή 365 μέρες</i>	

Αυτό γίνεται καλύτερα κατανοητό αν παραθέσουμε το εξής παράδειγμα.

Παράδειγμα:

Έστω μια επιχείρηση με συνολικά κεφάλαια από την αρχή της οικονομικής χρήσης ύψους €50,000. Το Οκτώβριο του ίδιου έτους πήρε ένα δάνειο €3,000 αυξάνοντας τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της αλλά και το συνολικό της χρησιμοποιούμενο κεφάλαιο. Πιο θα

Η Απάντηση είναι η εξής:

Παίρνοντας και εφαρμόζοντας τον τύπο έχουμε →

$$\begin{aligned} & \text{Αρχικό κεφάλαιο} + \frac{\text{Μεταβολή Συν. Κεφαλαίου Αρχής}}{12 \text{ μήνες ή } 365 \text{ μέρες}} + \frac{\text{Αριθμός ημερών ή μηνών μέχρι το τέλος της χρήσης}}{12 \text{ μήνες ή } 365 \text{ μέρες}} \\ & = \\ & \text{€}50,000 + \frac{\text{€}3,000 + 2 \text{ (μήνες)}}{12 \text{ μήνες}} = \text{€}50,500 \end{aligned}$$

Στην συνέχεια κάνουμε χρήση του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων διαιρώντας το άθροισμα των λειτουργικών κερδών και των τόκων με το €50,500.

Για να δούμε καλύτερα την διαφορά των δυο μεθόδων και την αλλοίωση που μπορεί να υποστεί το αποτέλεσμα χρησιμοποιούμε πάλι το ίδιο παράδειγμα δίνοντας ένα επιπλέον στοιχείο ότι το άθροισμα των λειτουργικών κερδών και των τόκων της επιχείρησης το ίδιο έτος είναι €7,000. Έτσι έχουμε:

(με την α' μέθοδο)

$$\frac{\text{€}7,000}{(\text{€}50,000 + \text{€}53,000)/2} = \frac{\text{€}7,000}{\text{€}51,500} = 0.1359 \text{ ή } 13.59\%$$

(με την β' μέθοδο)

$$\frac{\text{€}7,000}{\text{€}50,500} = 0.1386 \text{ ή } 13.86\%$$

Ενώ αν πάρουμε αυτούσιο το συνολικό κεφάλαιο όπως έχει διαμορφωθεί στο τέλος της χρήσης θα έχουμε:

$$\frac{\text{€}7,000}{\text{€}53,000} = 0.1321 \text{ ή } 13.21\%$$

Παρατηρούμε πόσο εύκολο είναι να βγάλουμε διαφορετικό αποτέλεσμα χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεθόδους. Η καλύτερη απεικόνιση του αποτελέσματος γίνεται με τη β' μέθοδο, εφόσον βέβαια είναι γνωστή η πληροφόρηση της ακριβής ημερομηνίας μεταβολής του συνολικού κεφαλαίου. Όταν δεν δίνεται αυτή η πληροφορία χρησιμοποιούμε την α' μέθοδο.

* * *

Η αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων μιας επιχείρησης είναι γνωστή στην ξένη βιβλιογραφία ως αποδοτικότητα του συνόλου του Ενεργητικού. Ο δείκτης αυτός (από την πλευρά του ενεργητικού) εκφράζει την αποδοτικότητα των παγίων στοιχείων και των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Αποτελεί ένα μέτρο σύγκρισης της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Ο δείκτης χρησιμοποιείται από τους

σύγκρισης της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Ο δείκτης χρησιμοποιείται από τους εσωτερικούς αναλυτές της επιχείρησης, προκειμένου να δουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης αλλά και από εξωτερικούς αναλυτές όπως:

1. Οι πιστωτές – δανειστές της επιχείρησης.
2. Οι επενδυτές – μέτοχοι της επιχείρησης

Ο δείκτης βρίσκεται αν διαιρέσουμε το άθροισμα των λειτουργικών κερδών και των χρηματοοικονομικών εξόδων με το σύνολο του ενεργητικού, δηλαδή:

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}}$$

ή

$$\text{Return on Assets (R.O.A.)} = 100 \times \frac{\text{Net income} + \text{Interest Expenses}}{\text{Total Assets}}$$

Τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης μετά φόρων που χρησιμοποιούμε στον αριθμητή είναι τα κέρδη που διανέμονται στους κατόχους μετοχικών τίτλων της επιχείρησης και ειδικά τους κατόχους κοινών μετοχών. Τα καθαρά κέρδη προς διάθεση βρίσκονται ύστερα από την αφαίρεση:

- Διαφορών φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων
- Τον φόρο εισοδήματος
- Τους φόρους που δεν έχουν ενσωματωθεί στο λειτουργικό κόστος
- Και τις αμοιβές του διοικητικού συμβουλίου.

Όλα αυτά τα στοιχεία είναι υποχρεωμένη η επιχείρηση να τα εκδώσει στην κατάσταση διάθεσης κερδών σύμφωνα με το διεθνές γενικό λογιστικό σχέδιο.

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να αναφέρω μια πολύ σημαντική παρατήρηση που έχει άμεση επίπτωση στον δείκτη και μπορεί να επηρεάσει κατά πολύ το αποτέλεσμα. Πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης μετά φόρων, δηλαδή δεν αφαιρούν τους φόρους, διότι θεωρούν ότι οι φόροι δεν αποτελούν έξοδο για την επιχείρηση έτσι έχει σαν αποτέλεσμα την γενικότερη βελτίωση της εικόνας του δείκτη. Οι λόγοι που παρουσιάζουν για να στηρίξουν την άποψή τους είναι δύο:

- Είναι η επιθυμία του διαχωρισμού των καθαρών λειτουργικών δραστηριοτήτων από τις δραστηριότητες και ενέργειες που επιβάλλει ο φορολογικός προγραμματισμός. Έχει να κάνει δηλαδή από την διαφορετική δομή των συνολικών κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία. Όμως ο υπολογισμός του φορολογικού συντελεστή είναι σημαντικός και πρέπει να υπολογίζεται γιατί οι επιχειρήσεις που πληρώνουν υψηλό τόκο ξένων κεφαλαίων πληρώνουν λιγότερο φόρο με αποτέλεσμα τα καθαρά κέρδη παραμένουν υψηλά από τις επιχειρήσεις που η σύνθεσή του κεφαλαίου τους είναι αποτελούμενη με περισσότερα ίδια κεφάλαια από ότι ξένα και πληρώνουν μεγαλύτερη φορολογία.
- Ο δεύτερος λόγος είναι ότι διαχρονικά δεν μπορεί να υπάρξει μια ομοιομορφία της φορολογίας και κατα συνέπεια δυσχεραίνει τις συγκρίσεις μεταξύ των δεικτών όταν δεν υπάρχει σταθερή φορολογική πολιτική και ο φόρος μεταβάλλεται χρόνο με τον χρόνο.

Βέβαια το τελικό αποτέλεσμα της παράλειψης του φόρου και τον υπολογισμό του στα κέρδη της επιχείρησης είναι φαινομενικά η βελτίωση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης.

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρημ/μικά έξοδα}}{\text{Μέσος όρος Συνολικού Ενεργητικού}} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})^{15}$$

Για να γίνει ακόμα πιο κατανοητό θα χρησιμοποιήσουμε ένα πραγματικό παράδειγμα από τον Μοχλό Α.Ε. Στην πρώτη περίπτωση θα χρησιμοποιήσουμε τα καθαρά κέρδη μετά φόρων χωρίς τον υπολογισμό του φόρου για την χρήση 2004 και στην δεύτερη περίπτωση τα καθαρά κέρδη που διανέμονται στους μετόχους με τον φόρο.

«Μοχλός Α.Ε.» 2004				
Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων)	Χρηματ/μικά έξοδα	Μέσος όρος Συνολικού Ενεργητικού	Φόρος εισοδήματος	Καθαρά Κέρδη (προ-φόρων)
€4,518,004.14	€2,045,529.64	€194,291,739.97	€3,467,850.86	€7,787,707.74

(α' περίπτωση)

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}{\text{Μ.Ο. Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

$$= 100 \times \frac{€4,518,004.14 + €2,045,529.64}{€194,291,739.97} = 3.38\%$$

(β' περίπτωση)

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}} =$$

$$= 100 \times \frac{€4,518,004.14 + €2,045,529.64 \times (1 - 44.53\%^{16})}{€194,291,739.97} = 2.91\%$$

Επομένως φαίνεται ξεκάθαρα η βελτίωση του δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων.

Βέβαια μια ακόμα αλλοίωση του αποτελέσματος αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων μπορεί να οφείλεται και από την ύπαρξη εκτάκτων εσόδων ή εκτάκτων εξόδων που όπως γνωρίζουμε από την λογιστική, η ύπαρξή τους δηλώνει μια παροδικότητα και οφείλεται σε απρόβλεπτα, έκτατα γεγονότα που δεν είχαν προγραμματιστεί μέσα στο εν λόγω οικονομικό έτος. Για παράδειγμα, η πώληση κάποιων μετοχικών τίτλων που είχε η επιχείρηση σε μεγαλύτερη τιμή από την τιμή

¹⁵ Ο Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}}$

¹⁶ Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}} = \frac{€3,467,850.86}{€7,787,707.74} = 44.53\%$

κάποιων μετοχικών τίτλων που είχε η επιχείρηση σε μεγαλύτερη τιμή από την τιμή κτίσεις τους της έδωσε κάποιο έκτατο κέρδος που δεν αφορά την λειτουργική της δραστηριότητα και δεν πρόκειται να επαναληφθεί στο μέλλον. Αντίθετα ή καταστροφή ενός πάγιου στοιχείου της εταιρίας, για παράδειγμα μια πυρκαγιά σε ένα κτίριο, το κόστος που προκάλεσε η καταστροφή αναγράφεται στα αποτελέσματα χρήσης και αυτή, σύμφωνα με το διεθνές λογιστικό σχέδιο, αναγράφεται στα αποτελέσματα εκμετάλλευσης σαν έκτατο έξοδο.

Στα αποτελέσματα εκμετάλλευσης στο Μοχλό έχουμε τα εξής έκτατα στοιχεία:

ΠΛΕΟΝ: Έκτατα αποτελέσματα	}	ΕΚΤΑΚΤΑ
Έκτατα και ανόργανα έσοδα		
Έκτατα κέρδη		
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		
ΜΕΙΟΝ: Έκτατα και ανόργανα έξοδα		
Έκτατες ζημιές		
<u>Έξοδα προηγούμενων χρήσεων</u>		
Οργανικά και έκτατα αποτελέσματα (κέρδη)		

Ανάλογα με το πρόσημο που θα έχει η προσθαφαίρεσή τους στα ολικά κέρδη εκμετάλλευσης θα έχουμε και αντίστοιχα την βελτίωση ή την χειροτέρευση του αποτελέσματος του δείκτη αποδοτικότητας κεφαλαίων. Για να γίνει κατανοητό θα αφαιρέσουμε τα έκτατα αποτελέσματα της εταιρίας Μοχλός για το έτος 2004 από τον μαθηματικό τύπο μέτρησης της αποδοτικότητας του συνολικού ενεργητικού.

Έτσι έχουμε για το 2004:

$$100 \times \frac{\text{Καθ. Κέρδη εκμ.} + \text{Χρημ/μικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής}) - \text{εκτ. Αποτελ.}}{\text{Μ.Ο. Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

$$= 100 \times \frac{\text{€4,518,004,14} + \text{€2,045,529.64} \times (1 - 44.53\%) - (-\text{€641,683.04})}{\text{€194,291,739.97}} =$$

$$= 100 \times \frac{\text{€5,652,659.43} + \text{€641,683.04}}{\text{€194,291,739.97}} = 3.24\%$$

Για τον Μοχλό βλέπουμε ότι τα έκτατα αποτελέσματα του, επηρέασαν αρνητικά τα αποτελέσματα χρήσης με αποτέλεσμα να μειώσουν και την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων. Αν τα αφαιρέσουμε για τον λόγο που αναφέραμε θα διαπιστώσουμε ότι τα κέρδη που οφείλονται καθαρά από την λειτουργία της επιχείρησης είναι αυξημένα και επηρέασαν θετικά την αποδοτικότητα των κεφαλαίων.

Όπως αναφέραμε και στην αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων έτσι και εδώ στην αποδοτικότητα του Συνολικού Ενεργητικού θα προσθέσουμε στα διανεμηθέντα προς τους μετόχους κέρδη τα χρηματοοικονομικά έξοδα, διότι όπως και τα διανεμηθέντα κέρδη αποδίδονται στους μετόχους της εταιρίας για την συμβολή τους στην σύνθεση των ιδίων της κεφαλαίων έτσι και οι δανειστές της επιχείρησης συμβάλουν στην σύνθεση των ξένων κεφαλαίων και αμείβονται με τους χρεωστικούς τόκους που πληρώνει η εταιρία προς αυτούς.

Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο παρονομαστής (Σύνολο Ενεργητικού) εμφανίζεται στην λογιστική του αξία ύστερα από την αφαίρεση των αποσβέσεων και

αποτελέσματος του δείκτη και να μην είναι ορθή η σύγκρισή του διαχρονικά ή η σύγκρισή του με άλλες επιχειρήσεις, αφού η κάθε επιχείρηση έχει διαφορετικά πάγια με διαφορετικό βαθμό απόσβεσης. Επίσης μπορεί να μεταβλήθηκαν και τα πάγια μέσα σε μια χρονική περίοδο. Λόγου χάριν, όταν η επιχείρηση λάβει ένα δάνειο τότε χρεώνουμε το ταμείο και πιστώνουμε τις υποχρεώσεις, ανάλογα αν είναι βραχυπρόθεσμο, πιστώνουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αν είναι μακροπρόθεσμο πιστώνουμε τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Για να μπορέσουμε να διορθώσουμε αυτήν την αλλοίωση μπορούμε να υπολογίσουμε τον μέσο όρο του Συνόλου Ενεργητικού, δηλαδή το άθροισμα του Ενεργητικού της αρχή της περιόδου με το τέλος και αυτό δια δυο.

Ο σκοπός υπολογισμού του αριθμοδείκτη:

Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας συνολικού ενεργητικού μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους Managers της επιχείρησης προκειμένου να μετρήσουν την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της επιχείρησης και την ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

Όμως μπορεί να χρησιμοποιηθεί και από εξωτερικούς αναλυτές όπως είναι οι δανειστές της επιχείρησης, μέτοχοι της επιχείρησης, άλλες εταιρίες που θέλουν να επενδύσουν στην συγκεκριμένη εταιρία ή να συγχωνευτούν με αυτή. Είναι δηλαδή ένα σημαντικό εργαλείο για τον χρήστη που του επιτρέπει να γνωρίζει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη. Το αποτέλεσμα θα επηρεάσει την απόφασή τους.

Η διοίκηση ενδιαφέρεται να κρατάει σε υψηλά επίπεδα τον δείκτη, γιατί και μεν έτσι εξασφαλίζεται η βιωσιμότητα της επιχείρησης αλλά παράλληλα κεντρίζει το ενδιαφέρον των επενδυτών να επενδύσουν στην επιχείρηση ή ακόμα και των δανειστών να δανείσουν την επιχείρηση με φυσικά ευνοϊκούς όρους για την επιχείρηση.

Ένας πολύ μικρός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων μπορεί εύκολα να μηδενιστεί σε περίπτωση που η επιχείρηση περάσει στην φάση της οικονομικής κρίσης αλλά και μπορεί εύκολα να μηδενιστεί και όταν ο ίδιος ο κλάδος αντιμετωπίσει το ίδιο πρόβλημα. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης έχει καλύτερα αποτελέσματα σε δυσμενής καταστάσεις.

Όταν ο αριθμοδείκτης για μεγάλο χρονικό διάστημα παραμένει σε χαμηλά επίπεδα παρέχει ένδειξη για ενδεχόμενη διακοπή της δραστηριότητά της. Αυτό βέβαια έχει αρνητική επίπτωση στους δανειστές και τους επενδυτές της επιχείρησης αφού αυξάνεται κατά πολύ ο κίνδυνος¹⁷ της επιχείρησης.

Χαμηλή αποδοτικότητα του συνόλου του ενεργητικού μπορεί να ερμηνευθεί σε κάποια ενδεχόμενη υπερεπένδυση κεφαλαίων αυτό μπορεί να επιβεβαιωθεί και σε συνδυασμό με την ταχύτητα του κεφαλαίου κίνησης. Επίσης ο χαμηλός δείκτης ερμηνεύεται και δικαιολογείται ότι η επιχείρηση παρουσιάζει υψηλές δαπάνες, έχει στην διάθεσή της αχρησιμοποίητο ή μη σωστά εκμεταλλεύσιμο έμψυχο και άψυχο δυναμικό, έχει υψηλό κόστος διάθεσης του προϊόντος, πολλές διαφημίσεις και γενικά υπάρχει κακή διαχείριση. Αντίθετα ένας υψηλός αριθμοδείκτης και διαχρονικά σταθερά ανοδικός, δείχνει μια καλά οργανωμένη επιχείρηση που παρουσιάζει κέρδη και βαδίζει στους στόχους που έχει θέσει η διοίκηση.

Μια οποιαδήποτε επιχείρηση θα πρέπει να είναι προσεκτική όταν θέλει να επενδύσει σε ένα πάγιο στοιχείο ή να λάβει κάποιο δάνειο ή ακόμα και να προβεί στην αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου προκειμένου να αυξήσει την ρευστότητα

¹⁷ Θα γίνει λόγος για τον κίνδυνο στα τελευταία κεφάλαια.

της, διότι αυτή η ενέργεια θα επηρεάσει αρνητικά τον δείκτη αποδοτικότητας. Για να γίνει κατανοητό χρησιμοποιούμε το ακόλουθο παράδειγμα:

Έστω ότι, η επιχείρηση «Α» με συνολικό κεφάλαιο €100,000 αποφασίζει να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και να διαμορφωθεί στα €130,000. Τα καθαρά της κέρδη είναι €4,000 τα χρηματοοικονομικά της έξοδα €500 και ο φορολογικός συντελεστής 35%, ποια θα είναι η επίπτωση στην αποδοτικότητα του συνόλου του ενεργητικού;

Απάντηση:

Πριν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της εταιρίας «Α» ήταν:

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Μέσος Όρος Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

$$= 100 \times \frac{\text{€4,000} + \text{€500} \times (1 - 35\%)}{\text{€100,000}} = 100 \times \frac{\text{€4,000} + \text{€325}}{\text{€100,000}} = 4.32\%$$

Μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ο αριθμοδείκτης διαμορφώθηκε ως εξής:

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Μέσος Όρος Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

$$= 100 \times \frac{\text{€4,000} + \text{€500} \times (1 - 35\%)}{\text{€130,000}} = 100 \times \frac{\text{€4,000} + \text{€325}}{\text{€130,000}} = 3.33\%$$

Παρατηρούμε ότι αυτή η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου επηρέασε αισθητά την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης. Συγκεκριμένα από 4.32% που ήταν πήγε στα 3.33% μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, δηλαδή, ο δείκτης υπέστη μια μείωση της τάξης του -22.92%. Αυτή η εξέλιξη μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τους επενδυτές της επιχείρησης ή ακόμα και τους δανειστές της. Η επιχείρηση για να αποφύγει τέτοια δυσάρεστα αποτελέσματα θα πρέπει να είναι προσεχτικοί στις ενέργειές της και να προχωρήσει π.χ. σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου σε βαθμό που να μην επηρεάσει σημαντικά τον δείκτη. Βέβαια θα είχε πολύ μεγάλο αρνητικό αντίκτυπο στον δείκτη που θα μπορούσε ακόμα και να τον μηδενίσει αν ο δείκτης ήταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Υπολογίζουμε για τον Μοχλό Α.Ε. τον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού (R.O.A.) για τα έτη 2001 ως 2004 και έχουμε τα εξής αποτελέσματα:

2004

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Μέσος Όρος Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

$$= 100 \times \frac{\text{€4,518,004.14} + \text{€2,045,529.64} \times (1 - 44.53\%)}{\text{€194,291,739.97}} = 2.91\%$$

2003

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Μέσος Όρος Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

$$= 100 \times \frac{\text{€}4,139,733.08 + \text{€}1,684,541.32 \times (1 - 46.73\%^{18})}{\text{€}173,900,473.25} = 2.90\%$$

2002

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Μέσος Όρος Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

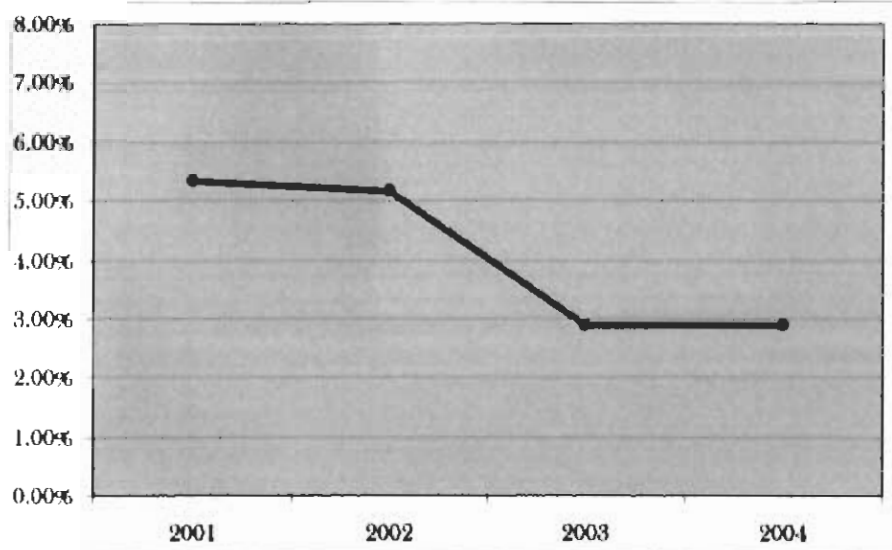
$$= 100 \times \frac{\text{€}5,016,566.93 + \text{€}951,950.09 \times (1 - 35.46\%^{19})}{\text{€}109,125,898.22} = 5.16\%$$

2001

$$100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Μέσος Όρος Συνολικού Ενεργητικού}} =$$

$$= 100 \times \frac{\text{€}3,438,858.49 + \text{€}31,508.13 \times (1 - 55.31\%^{20})}{\text{€}64,379,176.96} = 5.36\%$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Μια πρώτη παρατήρηση που μπορούμε να κάνουμε, παρατηρώντας τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας Ενεργητικού (R.O.A.) είναι το μικρό ποσοστό που πραγματοποιεί ο Μοχλός τα τελευταία χρόνια.

¹⁸ Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}} = \frac{\text{€}4,262,000.00}{\text{€}8,745,778.56} = 46.73\%$

¹⁹ Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}} = \frac{\text{€}2,962,144.91}{\text{€}8,352,557.32} = 35.46\%$

²⁰ Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}} = \frac{\text{€}1,698,187.88}{\text{€}3,070,238.71} = 55.31\%$

Το 2004 ο Μοχλός πραγματοποίησε ποσοστό αποδοτικότητας ενεργητικού ύψους 2.91%. Από την πλευρά ενός επενδυτή που θέλει να συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιο του την μετοχή της εταιρίας Μοχλός θεωρεί πολύ μικρή την πραγματοποιούμενη αποδοτικότητα της επιχείρησης, σε σχέση με το ύψος του κινδύνου που εγγυμονή για αυτόν η επένδυση των χρημάτων του στον Μοχλό. Περίπου την ίδια απόδοση (περίπου στο 2.5%) μπορεί να επιτύχει αν επενδύσει το ίδιο ποσό χρημάτων σε ομόλογα ελληνικού δημοσίου όπου ο κίνδυνος τείνει στο μηδέν, προσδίδοντάς τον μια σιγουριά στην επένδυσή του.

Επομένως συμπεραίνουμε με τα παραπάνω ότι ο επενδυτής θα είναι διστακτικός στο να επενδύσει στο Μοχλό. Τι συμβαίνει όμως για έναν εξωτερικό αναλυτή που είναι είτε δανειστής της εταιρίας είτε μια άλλη οποιαδήποτε επιχείρηση που προσβλέπει στην εξαγορά του Μοχλού ή στην συγχώνευσή του με αυτή;

Και σε αυτή την περίπτωση ο δανειστής ή η άλλη επιχείρηση, αντιμετωπίζει την ίδια κατάσταση και την εξέλκει της αποδοτικότητας της εταιρίας με σκεπτικισμό. Η απόφαση που θα λάβει, θα ανάλογη με τον βαθμό του κινδύνου που είναι ο ίδιος (ή η εταιρία του) διατεθημένος να αναλάβει. Ο δανειστής ή η άλλη επιχείρηση, θα παρατηρήσει με την εφαρμογή του δείκτη, μια σταδιακή μείωση της τιμής του. Αυτό μπορεί να οφείλεται στις μεγάλες δαπάνες του Μοχλού (που πράγματι έχει), ή να έχει στην διάθεσή του αχρησιμοποίητο έμψυχο ή άψυχο κεφάλαιο – προσωπικό. Η χαμηλή αποδοτικότητα του συνολικού κεφαλαίου μπορεί να ερμηνευθεί σε κάποια ενδεχόμενη υπερεπένδυση κεφαλαίου και για τον Μοχλό επιβεβαιώνεται αυτή η κίνηση από τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κεφαλαίου²¹ κίνησης που είναι διαχρονικά αυξημένος.

Ένας δανειστής πιθανότατα να διστάσει να δανείσει χρηματικά κεφάλαια στον Μοχλό διότι δεν επιθυμεί να μετατραπεί το κεφάλαιό του σε επισφάλεια. Παρόλα αυτά όταν αποφασίσει να δώσει χρήματα τότε το επιτόκιο δανεισμού θα είναι αντικειμενικά υψηλότερο²² σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερη απόδοση. Πράγματι, ο Μοχλός τα τελευταία χρόνια δανείζεται με υψηλότερο τόκο δανεισμού.

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return on net worth)

Άλλος ένας δείκτης αποδοτικότητας που απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και δίνει την ένδειξη για το κατά πόσο επιτεύχθηκαν οι στόχοι της επιχείρησης είναι ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης εκφράζεται από το πηλίκο των καθαρών λειτουργικών κερδών της χρήσης δια του μέσου ύψους των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, που είναι το μετοχικό κεφάλαιο συν τις αποθεματοποιήσεις.

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Εκμετάλλευσης Μέσο ύψος Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

ή

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net income}}{\text{Average common Stockholders' equity}}$$

²¹ Δες σελίδα 61

²² Δες σελίδα 88

Πολλές φορές κατά την διάρκεια μιας χρήσης η επιχείρηση μπορεί να μεταβάλει τα ίδια κεφάλαια της, είτε να έχουμε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου σε μετρητά προερχόμενα από τους επενδυτές, είτε από αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας ή και για διάφορους λόγους²³. Όπως αναφέραμε και στο συνολικό κεφάλαιο έτσι και εδώ για τους ίδιους λόγους θα εμφανίσουμε δυο μεθόδους υπολογισμού της μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων έτσι ώστε να μην επηρεάσουν το αποτέλεσμα του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων.

- Ο πρώτος τρόπος και ο πιο απλός είναι ο μέσος όρος και τον χρησιμοποιούμε συνήθως όταν έχουμε έλλειψη πληροφοριών όσον αφορά την ακριβή ημερομηνία μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων. Είναι η πιο απλοποιημένη μορφή και μαθηματικά απεικονίζεται ως εξής:

$$\text{Πραγματικό ύψος ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Ιδία Κεφάλαια Αρχής} + \text{Ιδία Κεφάλαια Τέλους}}{2}$$

Δηλαδή υπολογίζουμε το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων αρχής της οικονομικής περιόδου με το τέλος και το σύνολό τους το διαιρούμε με το δύο.

- Ο δεύτερος τρόπος και ο πιο αντικειμενικός είναι ο μαθηματικός τρόπος. Όταν είναι γνωστός ο ακριβής χρόνος μεταβολής των ιδίων κεφαλαίων τότε μπορεί να υπολογιστεί με απόλυτη μαθηματική ακρίβεια η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Στα αρχικά ίδια κεφάλαια προσθέτουμε την συνολική μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων πολλαπλασιαζόμενο με τον αριθμό των μηνών ή ημερών που χρησιμοποιήθηκαν τα νέα κεφάλαια κατά την διάρκεια της χρήσης και τούτο διαιρείται με τον αριθμό των ημερών ή μηνών της χρήσης. Δηλαδή:

$$\text{Πραγματικό ύψος συνολικών κεφαλαίων} = \frac{\text{Αρχικό κεφάλαιο} + \frac{\text{Μεταβολή Συν. Κεφαλαίου Αρχής}}{12 \text{ μήνες ή } 365 \text{ μέρες}} + \text{Αριθμός ημερών ή μηνών μέχρι το τέλος της χρήσης}}{2}$$

2004

$$\frac{€4,518,004.14}{€98,604,108.29} = 4.58\%$$

2003

$$\frac{€4,139,733.08}{€100,812,901.00} = 4.11\%$$

2002

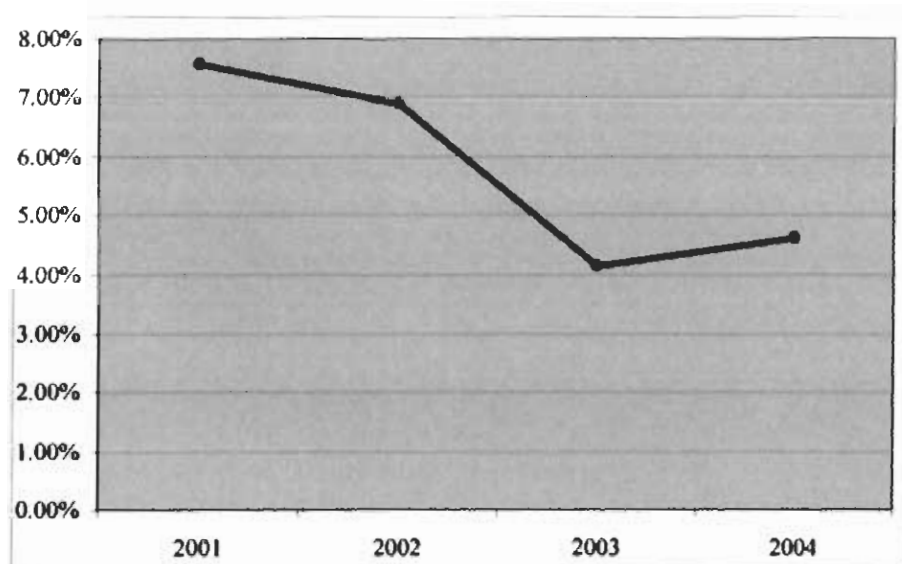
$$\frac{€5,016,566.93}{€72,990,670.44} = 6.87\%$$

2001

$$\frac{€3,438,858.49}{€45,409,159.09} = 7.57\%$$

²³ Μεγαλύτερη ανάλυση στην σελίδα 151 – 154

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Παρατηρούμε μια διαχρονική μείωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων εκτός από το τελευταίο έτος (2004), όπου εμφανίστηκε μια μικρή αύξηση από 4.11% σε 4.58%. Ο λόγος αύξησης είναι ότι αυξήθηκαν τα διανεμηθέντα κέρδη και μειώθηκε κατά €2 εκατομμύρια ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων.

Καλύτερη ανάλυση του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων για τον Μοχλό μπορούμε να έχουμε από την χρήση της μεθόδου DuPont στην σελίδα 123.

Συνδυασμένος αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (The DuPont equation)

Σε μία επιχείρηση η σωστή ανάλυση των αποτελεσμάτων χρήσεως, είναι υψίστης σημασία και αποτελεί πρωτεύον παράγοντα για την αναδιοργάνωση και τον αναπρογραμματισμό της επιχείρησης από την διοίκηση, διότι όπως αναφέρθηκε προηγουμένως ο κύριος σκοπός της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους των επενδύομενων κεφαλαίων. Για την μέτρηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης έχουμε στην διάθεση μας διάφορα κριτήρια, όπως είναι: η ταχύτητα κυκλοφορίας του ενεργητικού, οι πωλήσεις και το ύψος αυτών, η δυνατότητα παραγωγής, η αποδοτικότητα της διοίκησης και πλήθος άλλων κριτηρίων τα οποία πρέπει να συσχετισθούν, να συνδιαστούν και να ερμηνευτούν μεταξύ τους έτσι ώστε να δώσουν την σωστή πληροφορία όσον αφορά την οικονομική κατάσταση που βρίσκεται η εταιρία, σε πια κατεύθυνση κινείται μέσα στην αγορά (δηλαδή υπάρχει προγραμματισμός να πορεία προς το όραμα που έχει θέση η επιχείρηση ή όχι) και τέλος πια λάθη, αφού πρώτα εντοπιστούν, πρέπει να διορθωθούν.

Το 1919 περίπου η εταιρία DuPont άρχισε να χρησιμοποιεί μια αναλυτικότερη προσέγγιση των αριθμοδεικτών προκειμένου να συνδυάσει όλους αυτούς τους αριθμοδείκτες και να της δώσει μια ορθή ερμηνεία όλων αυτών των υπολογισθέντων αριθμών. Κύριως στόχος της ήταν να μετρήσει την αποδοτικότητά των επιχειρήσεων αλλά και να βρει τρόπους βελτίωσης και μεγιστοποίησης της αποδοτικότητας των κεφαλαίων τους. Η εταιρία Du Pont υποστήριξε ότι ο δείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων ή αλλιώς όπως είναι διεθνώς γνωστός, αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού, μπορεί να υπολογιστεί αν πολλαπλασιάσουμε τον

δείκτη ταχύτητας ενεργητικού με τον αριθμοδείκτη λειτουργικού περιθωρίου κέρδους²⁴. Δηλαδή:

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού R.O.A.} = \text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους} \times \text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού}$$

Όπου:

$$\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{καθαρά κέρδη (μετά φόρων) + χρημα/κα έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

και

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συνολικού Ενεργητικού}}$$

άρα σχηματίζεται ως εξής:

$$\text{R.O.A.} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ. + Χρηματοοικονομικά έξοδα}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Σύν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ. + Χρημα/μικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

Στόχος της κάθε επιχείρησης είναι ο εντοπισμός των αδυναμιών και των δυνατοτήτων της επιχείρησης και η μεγιστοποίηση της απόδοσης των συνολικών τους κεφαλαίων. Η παραπάνω σχέση βοηθά στο να εντοπισθούν οι τρόποι με τους οποίους μπορούν να αυξηθούν είτε τα λειτουργικά κέρδη, είτε το ύψος των απασχολούμενων περιουσιακών στοιχείων, έτσι ώστε να βελτιώσουν την απόδοση της επιχείρησης.

Η αύξηση της αποδοτικότητας του ενεργητικού μιας επιχείρησης μπορεί να γίνει:

- Είτε με αύξηση του αριθμοδείκτη ταχύτητας ενεργητικού
- Είτε με αύξηση του λειτουργικού περιθωρίου κέρδους
- Είτε αύξηση και των δυο δεικτών

Σημείωση: Για την εύρεση της αποδοτικότητας του ενεργητικού (R.O.A.), στο λειτουργικό περιθώριο κέρδους συμπεριλάβουμε τα χρηματοοικονομικά έξοδα και τους φόρους για τους λόγους που εξηγήσαμε στις σελίδες 104 – 105.

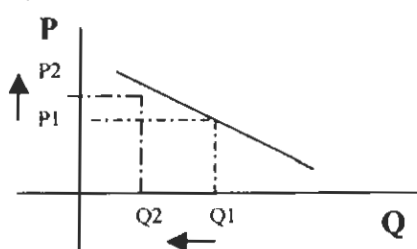
Αύξηση αριθμοδείκτη ταχύτητας ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού έχει την δυνατότητα να αυξηθεί μόνο όταν είναι σχετικά χαμηλός σε σύγκριση με τον μέσο όρο του δείκτη του κλάδου. Το αντίθετο σημαίνει ότι η εταιρία βρίσκεται στα όρια των παραγωγικών δυνατοτήτων και αδυνατεί να αυξήσει την παραγωγή της αν πρώτα δεν προβεί σε κάποια επένδυση του πάγιου ενεργητικού της, για παράδειγμα, αγορά ενός νέου μηχανήματος, ή επέκταση της επιχείρησης σε άλλη πόλη ή ακόμα και η αντικατάσταση της υπάρχουσας τεχνολογίας με νέα πιο βελτιωμένη κ.α.

²⁴ "Fundamentals of Corporate Finance", International edition, Brealey, Myers, Marcus, McGraw-Hill. σελ 459.

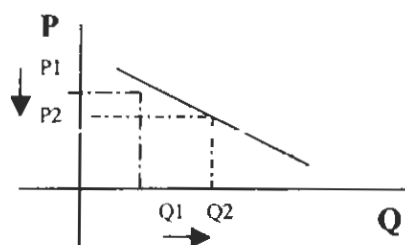
Σε περίπτωση που δεν μπορεί η επιχείρηση να προβεί σε επένδυση για διάφορους λόγους (π.χ. λόγω έλλειψης ρευστών διαθεσίμων ή δεν θέλει να επιβαρυνθεί με κάποιο νέο δάνειο), τότε μπορεί να αυξήσει την τιμή πώλησης των προϊόντων της ή των υπηρεσιών ή να την μειώσει. Η αύξηση πρέπει να γίνεται τμηματικά και με πολύ μικρές μεταβολές και όχι αυθαίρετα. και αντίθετα η μείωση της τιμής θα πρέπει να είναι εμφανής στους καταναλωτές. Βέβαια για να πραγματοποιηθούν αυτές οι ενέργειες και να είναι αποτελεσματικές θα πρέπει να συντρέχουν ορισμένες συνθήκες.

Για παράδειγμα όταν παρατηρήται οξύς ανταγωνισμός στον κλάδο θα ήταν καταστροφική για την επιχείρηση η εφαρμογή αυτής της ενέργειας, δηλαδή της αύξησης της τιμής των προϊόντων ή υπηρεσιών. Ακόμα και όταν δεν συντρέχουν φαινόμενα ανταγωνισμού και η εταιρία έχει καταφέρει να διαφοροποιηθεί από της άλλες επιχειρήσεις στα μάτια του καταναλωτή, ακόμα και τότε θα ήταν λάθος η αλόγιστη αύξηση της τιμής των προϊόντων της διότι τότε οι καταναλωτές θα στραφούν στην αναζήτηση νέων υποκατάστατων προϊόντων.



Αυτό έχει να κάνει με τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης. Όπως φαίνεται και στο διπλανό σχήμα, μια αύξηση της τιμής μπορεί να προκαλέσει μείωση της ποσότητας που αγοράζουν οι καταναλωτές – πελάτες της επιχείρησης, από Q_1 σε Q_2 και η επιχείρηση να ζημιωθεί ακόμα πιο πολύ αφού θα μειωθούν οι πωλήσεις αντί να αυξηθούν και θα αυξηθούν τα

αποθέματα της επιχείρησης, μειώνοντας δηλαδή την ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων προκαλώντας μεγαλύτερα προβλήματα στο λειτουργικό κύκλο της εταιρίας. Το αντίθετο, θα συμβεί στην περίπτωση που η επιχείρηση μειώσει τις τιμές των παραγόμενων προϊόντων της ή υπηρεσιών. Ενδέχεται λοιπόν σε μια μείωση των τιμών να αυξηθεί κατα πολύ (οπως φαίνεται και στο διπλανό σχήμα), ζητούμενη ποσότητα.



Μεγάλη σημασία στην μεταβολή της τιμής ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας και στην επίπτωση που έχει στην ζητούμενη ποσότητα, παίζει η ελαστικότητα της ζήτησης που έχει το κάθε προϊόν αλλά και το μέγεθος της αγοράς στο οποίο ανήκει η επιχείρηση (Μονοπώλιο, Ολιγοπώλιο, ελεύθερη αγορά).

Η αύξηση του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού μπορεί να επιτευχθεί ύστερα από την πώληση πάγιων στοιχείων της εταιρίας τα οποία η συμβολή τους στην παραγωγική διαδικασία είναι πολύ μικρή ή και ανύπαρκτη. Παράλληλα αυτή η πώληση θα έχει θετικό αντίκτυπο και στην ρευστοποίηση της εταιρίας και κατά συνέπεια αύξηση του κεφαλαίου κίνησης.

Αύξηση Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους

Η απότομη αύξηση των πωλήσεων όταν δεν συνοδεύεται και με ανάλογη αύξηση των καθαρών κερδών μπορεί να επιφέρει αντίθετα αποτελέσματα στο δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων αλλά και στον δείκτη λειτουργικού περιθωρίου κέρδους. Έτσι, όταν οι πωλήσεις αυξάνονται αναλογικά πολύ περισσότερο από τα καθαρά κέρδη τότε η τιμή του δείκτη λειτουργικού περιθωρίου

κέρδους μειώνεται επιρεάζοντας και την αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης.

Η επιχείρηση μπορεί και με άλλους τρόπους να αυξήσει την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της, μειώνοντας για παράδειγμα, το κόστος παραγωγής της. Μειώνοντας η επιχείρηση το κόστος παραγωγής αυξάνεται η διαφορά τιμή πώλησης και τιμή κόστους, άρα και το μικτό κέρδος της επιχείρησης. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι να μειώσει μια επιχείρηση το κόστος της για παράδειγμα ένας τρόπος είναι να βρει καλύτερο προμηθευτή πρώτης ύλης, χωρίς αυτή η αλλαγή να αλλοιώσει την ποιότητα του παραγόμενου προϊόντος. Άλλος τρόπος είναι να βελτιώσει την είδη υπάρχουσα τεχνολογία και τεχνοτροπία που χρησιμοποιεί η επιχείρηση κατά την παραγωγική της διαδικασία.

Οι επιχειρήσεις συχνά προσπαθούν να αυξήσουν το περιθώριο κέρδους τους συγχωνεύοντας ή εξαγοράζοντας άλλες επιχειρήσεις που συνήθως η λειτουργία τους έχει να κάνει με την δική τους επιχείρηση, όπως για παράδειγμα είναι προμηθευτές τους. Η κεντρική τους ιδέα και ο κύριος στόχος τους είναι να αποκτήσουν τα κέρδη του προμηθευτή τους, που σαν προϋπόθεση είναι ο προμηθευτής να έχει έναν μόνο πελάτη.

Το αποτέλεσμα όλης αυτής της διαδικασίας είναι, να πετύχουν να αυξήσουν το περιθώριο κέρδους, της νέας πλέον εταιρίας, αλλά να μειωθεί η ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού άρα και η απόδοση των κεφαλαίων τους, ή αν δεν μειωθεί, τουλάχιστον παραμένει το ίδιο που ήταν πριν από την συγχώνευση. Δίνεται ένα παράδειγμα για να κατανοηθεί καλύτερα.

	Χιλιάδες Ευρώ			Ταχύτητα κυκλοφορίας Ενεργητικού	Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους	ROA
	Πωλήσεις	Κέρδη	Κεφάλαια			
Επιχείρηση «Α»	€200	€40	€400	0.50	20%	10%
Επιχείρηση «Β»	€80	€20	€200	0.40	25%	10%
Νέα εταιρία «ΑΒ»	€200	€60	€600	0.33	30%	10%

Έχουμε δηλαδή μια υποτιθέμενη εταιρία, την εταιρία «Α» που παράγει κρασί και την εταιρία «Β» που προμηθεύει την «Α» με σταφύλια, η «Β» έχει μόνο έναν πελάτη που είναι η εταιρία «Α».

Η Διοίκηση της εταιρίας «Α» πιστεύει ότι αν αποκτήσει την «Β» είτε με εξαγορά, είτε με συγχώνευση θα μπορέσει να αποκτήσει τα κέρδη της άρα και να αυξήσει την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της. Έτσι όπως βλέπουμε και στον παραπάνω πίνακα, τα κέρδη αυξήθηκαν σε €60,000 (€40,000 + €20,000), καθώς και τα κεφάλαια της νέας πλέον εταιρίας «ΑΒ». Οι πωλήσεις όμως παρέμειναν σταθερές στα €200,000 αφού η «Β» είχε μόνο έναν πελάτη και μετά την συγχώνευση η εμπορία του σταφυλιού είναι πλέον εσωτερική διαδικασία της επιχείρησης. Υπολογίζοντας λοιπόν εκ νέου το περιθώριο κέρδους με τον γνωστό αριθμοδείκτη βλέπουμε ότι όντως η διοίκηση αύξησε το αποτέλεσμα από 20% που ήταν στην εταιρία «Α» σε 30%, φαινομενικά εμφανίζει την διοίκηση της εταιρίας να έχει προβεί σε σωστά βήματα που επέφεραν σωστά αποτελέσματα, όμως υπολογίζοντας εκ νέου τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού, βλέπουμε ότι η νέα εταιρία «ΑΒ» παρουσιάζει μια μείωση από 0.50 που ήταν σε 0.33. Ο λόγος είναι ότι απέκτησε η εταιρία «Α» και τα περιουσιακά στοιχεία της «Β» που είχαν σαν αποτέλεσμα να

επιβραδύνουν τον δείκτη κυκλοφορίας. Υπολογίζοντας και την αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων συμπεραίνουμε ότι αυτή η ενέργεια της διοίκησης δεν επέφερε κανένα απολύτως αποτέλεσμα στο R.O.A. στην νέα πλέον εταιρία «ΑΒ», αφήνοντας το σταθερό στο 10%.

Η εταιρία DuPont διεύρυνε περαιτέρω την ανάλυση της εφαρμόζοντάς την ίδια ιδέα και στον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα η εταιρία DuPont «έσπασε» τον δείκτη σε τέσσερα κομμάτια, επιτυγχάνοντας μια καλύτερη προσέγγιση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων και καλύτερη ανάπτυξη των προτάσεων για εξεύρεση νέων τρόπων που θα μεγιστοποιούν την απόδοσή τους. Όπως γνωρίζουμε ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποδίδεται μαθηματικά ως εξής:

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (R.O.E.)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Εκμετάλλευσης Μέσο ύψος ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Επομένως ο R.O.E. αναπτύσσεται ως εξής:

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού R.O.E.} = \text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους} \times \text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού} \times \text{Κεφαλαιακός Πολλαπλασιαστής}^{25}$$

Δηλαδή, ο R.O.E. είναι ίσος με το γινόμενο του Λειτουργικού περιθωρίου κέρδους, επί τον αριθμοδείκτη ταχύτητας Ενεργητικού επί τον κεφαλαιακό πολλαπλασιαστή.

$$\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{καθαρά κέρδη (μετά φόρων) + χρημα/κα έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συνολικού Ενεργητικού}}$$

$$\text{Κεφαλαιακός Πολλαπλασιαστής} = \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Μέσος όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Δηλαδή:

$$\text{R.O.E.} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρημα/μικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

²⁵ "Fundamentals of Financial Management", twelfth edition, James C. Van Horn & John M. Wachowicz, JR. σελ 148

$$ROE = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο.Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}} \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{έξοδα}} \quad ^{26}$$

Παρατηρώντας την παραπάνω μαθηματική σχέση, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι επιχειρήσεις που δεν έχουν καθόλου υποχρεώσεις, δηλαδή το άθροισμα των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι μηδέν τότε ο κεφαλαιακός πολλαπλασιαστής ή (όπως είναι γνωστός από τους αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων), ο δείκτης συνολικών κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια είναι ίσος με την μονάδα. Επίσης και ο τελευταίος αριθμοδείκτης, καθαρά κέρδη προς το άθροισμα των καθαρών κερδών και των χρηματοοικονομικών εξόδων, ισούται με την μονάδα. Άρα, σ' αυτές τις περιπτώσεις βαρύτητα έχουν οι δείκτες, λειτουργικού περιθωρίου κέρδους (όπου τα χρηματοοικονομικά έξοδα είναι μηδέν) και ο αριθμοδείκτης ταχύτητας ενεργητικού, οι οποίοι μετά από πράξεις προκύπτει ο δείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων. Δηλαδή:

ROE=

$$= \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο.Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}} \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{έξοδα}} =$$

$$= \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + 0}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 1 \times 1 =$$

$$= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}}$$

Συμπεραίνουμε λοιπόν, την σημαντικότητα και την επίδραση που ασκούν τα ξένα κεφάλαια στην αποδοτικότητα της επιχείρησης, διότι όσο πιο μεγάλα είναι τα χρέη μιας επιχείρησης τόσο πιο πολύ απομακρύνεται από την μονάδα αναγραφόμενη τιμή του αριθμοδείκτη, καθαρά κέρδη προς το άθροισμα των καθαρών κερδών και των χρηματοοικονομικών εξόδων. Αυτό γίνεται διότι μεγαλώνει ο αριθμητής, λόγω αύξησης των χρηματοοικονομικών εξόδων (χρεωστικοί τόκοι) με αποτέλεσμα να μικραίνει το αποτέλεσμα του κλάσματος.

Αντιθέτως, σε περίπτωση δανεισμού ο δείκτης διάρθρωσης κεφαλαίων, μέσος όρος συνόλου Ενεργητικού προς μέσος όρος συνόλου ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται²⁷. Όμως δεν μπορεί να αυξάνεται ο δείκτης επ' αόριστον διότι όταν αυξάνεται ο δείκτης σημαίνει ότι η διοίκηση δανείζεται ξένα κεφάλαια. Όταν τα ξένα κεφάλαια υπερκαλύπτουν τα ίδια κεφάλαια, τότε η επιχείρηση είναι υπερχρεωμένη και αυξάνεται ο κίνδυνος επένδυσης σ' αυτήν λόγω επικινδυνότητας της βιωσιμότητάς της.

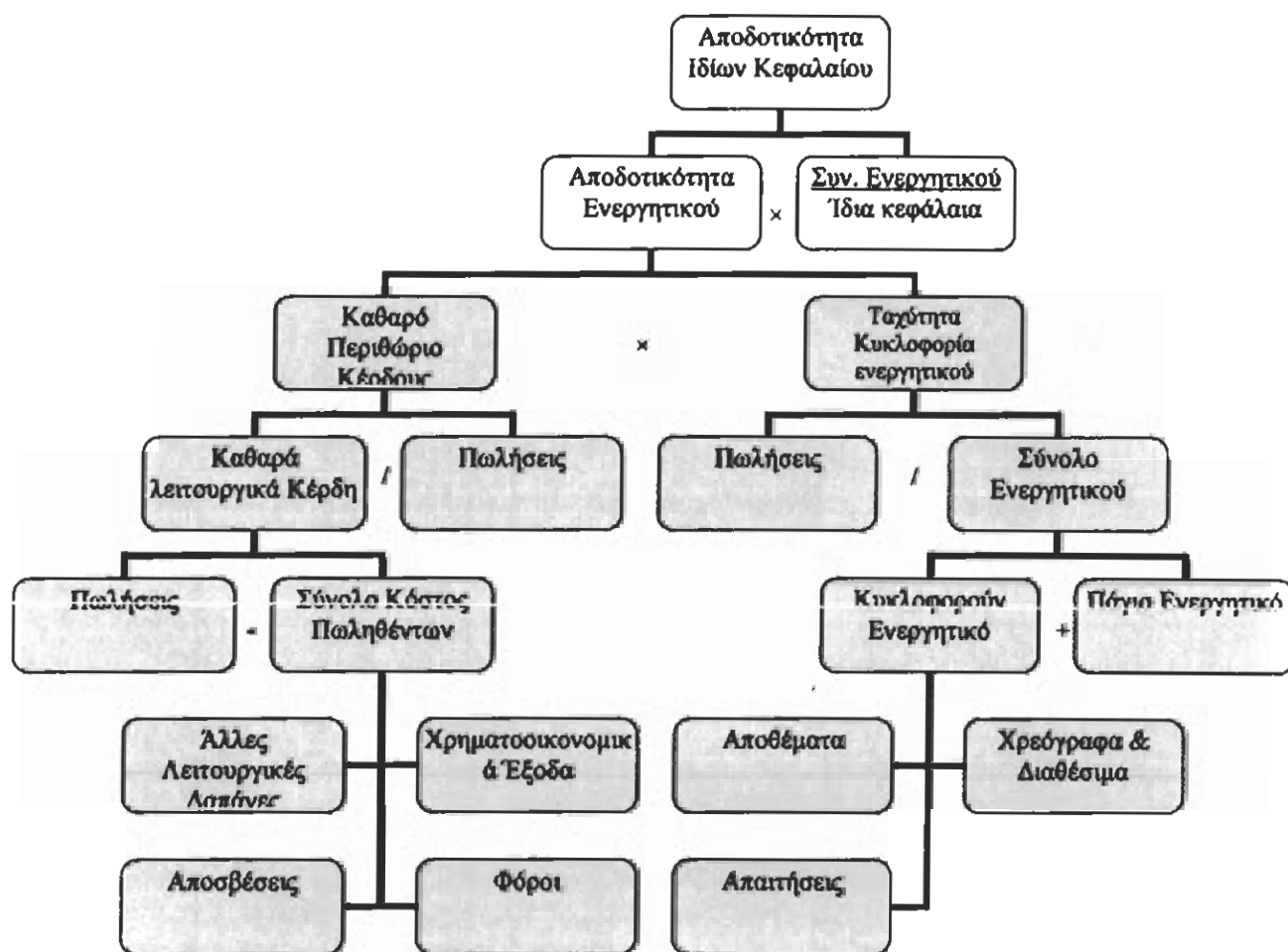
²⁶ "Fundamentals of Corporate Finance", International edition, Brealey, Myers, Marcus, McGraw-Hill. σελ 460.

²⁷ πάντοτε είναι μεγαλύτερος της μονάδας αφού τα ίδια κεφάλαια δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερα από τα συνολικά κεφάλαια

σημαίνει ότι η διοίκηση δανείζεται ξένα κεφάλαια. Όταν τα ξένα κεφάλαια υπερκαλύπτουν τα ίδια κεφάλαια, τότε η επιχείρηση είναι υπερχρεωμένη και αυξάνεται ο κίνδυνος επένδυσης σ' αυτήν λόγω επικινδυνότητας της βιωσιμότητάς της.

Επομένως, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι ένα σύνολο συνδυασμών αριθμοδεικτών. Η επιχείρηση DuPont κάνει τους παρακάτω συνδυασμούς ανάλογα με τις δυνατότητες και το είδος της επιχείρησης. Όλοι αυτοί οι συνδυασμοί που μπορούν να πραγματοποιηθούν, φαίνονται στην παρακάτω πυραμίδα που ονομάζεται πυραμίδα DuPont.

Πυραμίδα Du – Pont



Ένα χαμηλό ποσοστό R.O.E. μας υποδηλώνει ότι η λειτουργία της επιχείρησης αντιμετωπίζει διάφορα καίρια προβλήματα, όπως:

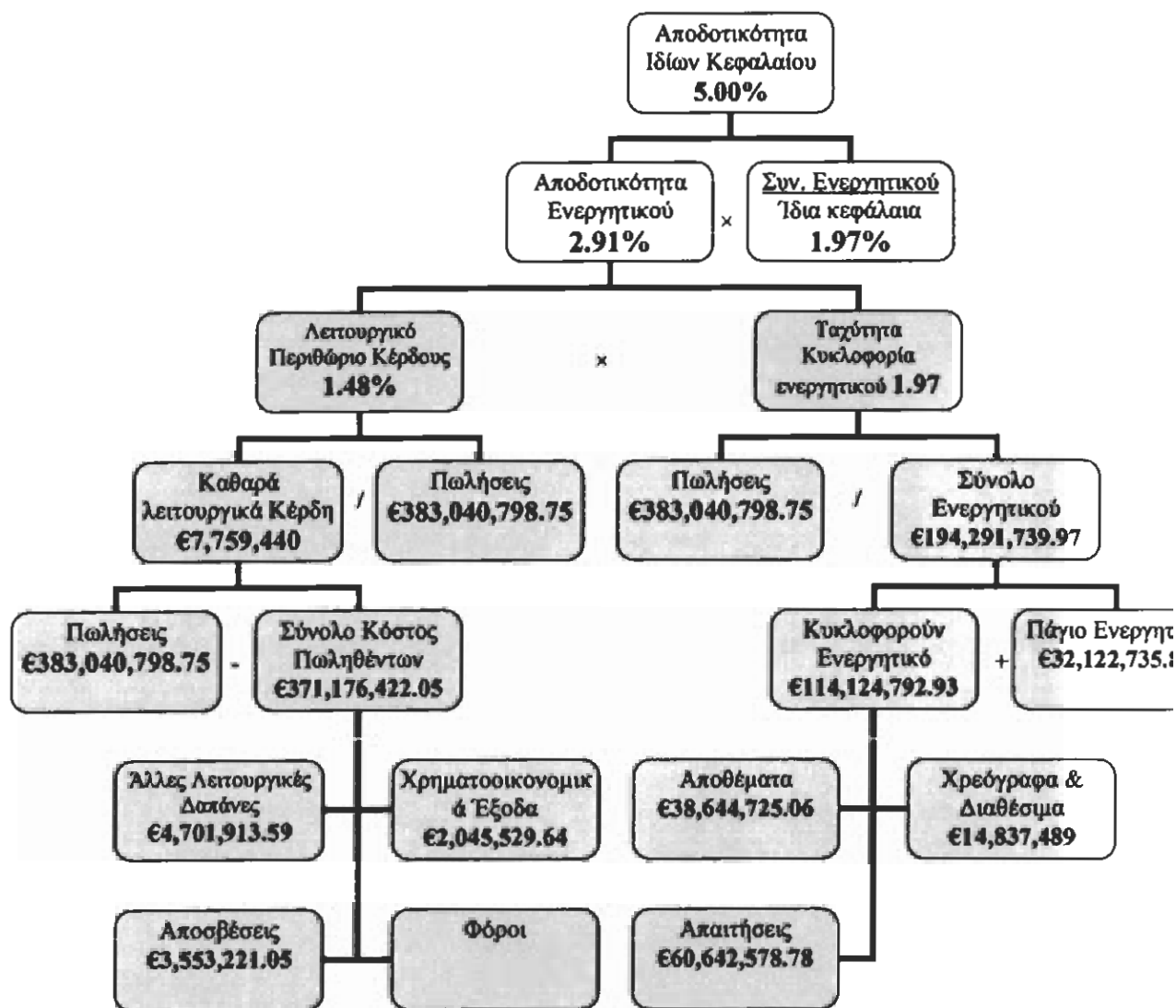
- Ανεπάρκεια της αποδοτικότητας της διοίκησης. Όσο πιο μικρή είναι η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων σε σύγκριση με του κλάδου, τόσο γίνεται εμφανές η ανικανότητα της διοίκησης να συνδυάσει και να συντονίσει παραγωγικά τους συντελεστές παραγωγής που έχει στην διάθεσή της. Δεν γίνεται λόγος σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν αρνητικά αποτελέσματα, διότι η ύπαρξη τέτοιων επιχειρήσεων δεν είναι συνυφασμένη με την βασική αρχή των επιχειρήσεων που είναι η επίτευξη κέρδους και η μεγιστοποίηση

- Υπερεπένδυση κεφαλαίων τα οποία δεν απασχολούνται πλήρως αποδοτικά έτσι ώστε να φτάνουν στο μέγιστο των παραγωγικών τους δυνατοτήτων. Γίνεται εμφανέστερο με τον πρώτο δείκτη του μοντέλου του DuPont καθαρές πωλήσεις προς σύνολο ενεργητικού. Που σημαίνει ότι ο συνολικός όγκος των κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) δεν απασχολούνται παραγωγικά. Σε τέτοιες περιπτώσεις η εικόνα του δείκτη μπορεί να βελτιωθεί με την πώληση πάγιων στοιχείων που θεωρούνται πεπαλαιωμένα και δεν μπορούν πλέον να φτάσουν στο μέγιστο σημείο των παραγωγικών τους δυνατοτήτων. Η επένδυση σε νέα πάγια στοιχεία (π.χ. μηχανήματα), εκσυγχρονισμένα τα οποία μπορούν να υπεραποδώσουν σε σχέση με τα προηγούμενα.
- Δυσμενής οικονομικές συνθήκες. Αυτό γίνεται εμφανέστερο στον τρίτο αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων με την μέθοδο του DuPont, δηλαδή των δείκτη σύνολο ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια. Όσο ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης αυξάνεται τόσο αυξάνεται ο κίνδυνος επένδυσης στην επιχείρηση αλλά και ο κίνδυνος δανεισμού της. Διότι, όσο αυξάνεται σημαίνει ότι η επιχείρηση δανείζεται όλο και πιο πολλά κεφάλαια ή χρησιμοποιεί όλο και πιο πολλά ξένα κεφάλαια στην παραγωγική διαδικασία που αυτά συνεπάγονται με ένα σημαντικό κόστος, τους τόκους, όπου «ροκανίζουν» τα καθαρά κέρδη προ φόρων.

Για τον Μοχλό έχουμε:

Η πυραμίδα του DuPont αν χρησιμοποιήσουμε στοιχεία της ανάλυσης των καταστάσεων της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. γίνεται ως εξής.

Πυραμίδα DuPont



Για το R.O.A. έχουμε:

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού R.O.A.} = \frac{\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους}}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Στο λειτουργικό περιθώριο κέρδους θα προσθέσουμε στα διανεμηθέντα προς τους μετόχους κέρδη, τα χρηματοοικονομικά έξοδα, διότι όπως και τα διανεμηθέντα κέρδη αποδίδονται στους μετόχους της εταιρίας για την συμβολή τους στην σύνθεση των ιδίων της κεφαλαίων έτσι και οι δανειστές τις επιχείρησης συμβάλουν στην σύνθεση των ξένων κεφαλαίων και αμείβονται με τους χρεωστικούς τόκους που πληρώνει η εταιρία προς αυτούς.

Έτσι θα έχουμε:

2004

Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους =

$$= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€4,518,004.14 + €2,045,529.64 \times (1 - 44.53\%)}{€383,040,798.75} = 0.01478 \text{ ή } 1.48\%$$

2003

Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους =

$$= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€4,139,733.08 + €1,684,541.32 \times (1 - 46.73\%^{28})}{€320,985,514.29} = 0.0157 \text{ ή } 1.57\%$$

2002

Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους =

$$= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€5,016,566.93 + €951,950.09 \times (1 - 35.46\%^{29})}{€302,071,910.87} = 0.0186 \text{ ή } 1.86\%$$

2001

Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους =

$$= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ.} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€3,438,858.49 + €31,508.13 \times (1 - 55.31\%^{30})}{€42,797,591.24} = 0.0807 \text{ ή } 8.07\%$$

²⁸ Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}} = \frac{€4,262,000.00}{€8,745,778.56} = 46.73\%$

²⁹ Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}} = \frac{€2,962,144.91}{€8,352,557.32} = 35.46\%$

³⁰ Φορολογικός Συντελεστής = $\frac{\text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Κέρδη προ Φόρων}} = \frac{€1,698,187.88}{€3,070,238.71} = 55.31\%$

2004

$$\text{R. O. A.} = \frac{\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους}}{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού}} =$$

$$= 1.48\% \times 1.97\% = 2.9156\%$$

2003

$$\frac{\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους}}{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού}} =$$

$$= 1.57\% \times 1.85\% = 2.9045\%$$

2002

$$\frac{\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους}}{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού}} =$$

$$= 1.86\% \times 2.77\% = 5.1522\%$$

2001

$$\frac{\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους}}{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού}} =$$

$$= 8.07\% \times 0.66\% = 5.32\%$$



Παρατήρηση:

Αν κάνουμε μια επαλήθευση με τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας ενεργητικού στις σελίδες 108 – 109, βλέπουμε ότι βρήκαμε τα σωστά αποτελέσματα. Σπάζοντας τον δείκτη σε δυο κομμάτια χρησιμοποιώντας την βοήθεια της μεθόδου DuPont μπορούμε να κάνουμε μια πιο λεπτομερέστερη ανάλυση της εταιρίας και να δούμε που οφείλεται αυτή η μείωση του δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού.

Έτος	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού	R.O.A.
2004	1.48%	1.97	2.91%
2003	1.57%	1.85	2.90%
2002	1.86%	2.77	5.16%
2001	8.07%	0.66	5.36%

Τα έτη, 2004 και 2003, παρουσιάζουν τα ίδια R.O.A. που είναι περίπου στο 2.91%. Χωρίς την μέθοδο του DuPont και μόνο με την μέτρηση του δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού με την χρήση του τύπου καθαρές πωλήσεις προς μέσος όρος συνόλου ενεργητικού φαίνεται ότι η επιχείρηση παρουσιάζει μια σταθερότητα

αφού η αποδοτικότητα είναι σταθερή χωρίς να προμηνύει μια ιδιαίτερη ενέργεια της διοίκησης που θα επηρέαζε την συνολική εικόνα της εταιρίας.

Με την μέθοδο DuPont, παρατηρούμε ότι όχι μόνο δεν έμεινε αδρανής η διοίκηση αλλά έκανε κάποιες αποτυχημένες ενέργειες που δεν οδήγησαν την επιχείρηση σε καλύτερευση της αποδοτικότητας των συνολικών της κεφαλαίων. Η επιχείρηση κατάφερε να αυξήσει την ταχύτητα του ενεργητικού περίπου κατά 6.42% πετυχαίνοντας παράλληλα αύξηση των πωλήσεων κατά 19.3% περίπου. Όπως δείχνει το τελικό αποτέλεσμα, αυτή η αύξηση των πωλήσεων δεν ήταν αρκετά προσοδοφόρα για τον Μοχλό³¹. Η επιπλέον αύξηση των πωλήσεων κατά €82,000,000 προκάλεσαν μια αύξηση του κόστους πωλήσεων περίπου 20.03% μεγαλύτερη στην ουσία από το ποσοστό αύξησης των πωλήσεων. Όπως είναι λογικό αυτή η αύξηση των πωλήσεων οδήγησε την επιχείρηση σε όλο και πολύ αυξανόμενη ζήτηση για ύπαρξη κεφαλαίου κίνησης στα ταμεία της επιχείρησης. Η επιχείρηση δεν είχε στην διάθεσή της αυτά τα χρηματικά κεφάλαια και αναγκάστηκε να προβεί σε νέο μακροπρόθεσμο δανεισμό (ελαφρύνοντας τον βραχυπρόθεσμο τραπεζικό λογαριασμό που είχε λάβει ανησυχητικές διαστάσεις) ύψους €12,000,000 περίπου. Όλες αυτές οι ενέργειες προκάλεσαν την συρρίκνωση του καθαρού κέρδους αφού αυξήθηκαν οι χρεωστικοί τόκοι, από €1.7 εκατ. σε €2.04 το 2004, προκαλώντας την ανάλογη μείωση του λειτουργικού περιθωρίου κέρδους κατά 6%.

Τέλος αξίζει να σχολιάσουμε και τα αποτελέσματα των μεγεθών για τα οικονομικά έτη 2001 και 2002 τα οποία παρουσιάζουν περίπου την ίδια αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων στο 5.3%. Τα οικονομικά αποτελέσματα μας φανερώνουν ότι ο Μοχλός το 2001 παρουσιάζει μεγάλο λειτουργικό περιθώριο κέρδους όπου ανέρχεται στο 8.07%. Αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να θεωρηθεί αναμενόμενο εφόσον δεν έχει ο Μοχλός μακροπρόθεσμο δανεισμό αλλά παράλληλα και ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός του είναι αντικειμενικά πολύ μικρός. Κατά συνέπεια, οι χρεωστικοί τόκοι να ανέρχονται μόλις στις €31,508.13. Αντιθέτως, το αποτέλεσμα του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού είναι πολύ μικρό, θέτοντας μας υποψίες ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί είτε πεπαλαιωμένα πάγια στοιχεία (π.χ. μηχανήματα), είτε τα κεφάλαια της να μην απασχολούνται αποδοτικά.

Το 2002 αποτέλεσε για τον Μοχλό έτος ορόσημο αφού προχώρησε σε αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου και συγχωνεύτηκε, απορροφώντας σε αυτήν, τις εταιρίες: «Αλφα Τεχνική Α.Ε.», «Σκορδάλος Α.Ε.», «Ελληνικές Κατασκευές Α.ΤΕ.». Πούλησε Γήπεδα – οικόπεδα που δεν του χρησίμευαν στην παραγωγική του διαδικασία, επένδυσε σε νέα κτίρια και μεταφορικά μέσα (φορτηγά), δίνοντας μια νέα δυναμικότητα στην επιχείρηση και αυξάνοντας τις προοπτικές για περαιτέρω οικονομική μεγέθυνση και ισχυροποίηση στον κατασκευαστικό κλάδο. Έτσι, αυξήθηκαν κατά πολύ οι πωλήσεις, από €43 εκατομ, στα €302 εκατομ, αυξάνοντας παράλληλα και τον δείκτη ταχύτητας του ενεργητικού. Όμως, η απότομη γιγάντωση της επιχείρησης και συγχώνευση – απορρόφηση άλλων κατασκευαστικών εταιριών επηρέασαν το λειτουργικό περιθώριο κέρδους της εταιρίας μειώνοντάς το σημαντικά από το 8.07% που ήταν το 2001 στο 1.86% το 2002. Το τελικό αποτέλεσμα όλων αυτών των ενεργειών δημιούργησε στην εταιρία μια νέα τάξη πραγμάτων, εμπλουτισμένη με αρνητικά και θετικά στοιχεία. Ως αρνητικό αποτέλεσμα, μπορεί να θεωρηθεί, η απότομη γιγάντωση της επιχείρησης με ότι αυτό συνεπάγεται στα λειτουργικά κόστη και ως θετικό αποτέλεσμα, μπορούν να θεωρηθούν οι νέες δυνατότητες της επιχείρησης αφού αυξήθηκε και το κεφάλαιο κίνησης της, δίνοντάς

³¹ Όπως θα δούμε και στον υπολογισμό του Νεκρού σημείου, ο Μοχλός έχει μεγάλα μεταβλητά κόστη σχεδόν στο €1 πωλήσεων τα μεταβλητά κόστη ανέρχονται στα €0.96.

παράλληλα στο Μοχλό την δυνατότητα να συμμετάσχει σε μεγαλύτερες αγορές με μεγαλύτερα κέρδη.

R.O.E.=

$$= \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο.Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ. + Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Χρηματ/μικά}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}} \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Καθαρά Χρηματ/μικά Κέρδη εκμ. + Έξοδα}} =$$

$$\frac{\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού R.O.E}}{\text{Αριθμοδείκτης Ενεργητικού}} = \frac{\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους}}{\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους}} \times \frac{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Ενεργητικού}}{\text{Αριθμοδείκτης Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Κεφαλαιακός Πολ/στής}}{\text{Κεφαλαιακός Πολ/στής}} \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Καθαρά Χρηματ/μικά Κέρδη εκμ. + Έξοδα}} =$$

Στον τελευταίο αριθμοδείκτη θα αφαιρέσουμε τον συντελεστή φορολογίας

2004

$$= 1.48\% \times 1.97\% \times 1.97 \times \frac{€7,794,707.74}{€7,794,707.74 + €2,045,529.64 \times (1 - 44.53\%)} =$$

$$= 1.48\% \times 1.97\% \times 1.97 \times 0.87 = 4.997\%$$

2003

$$= 1.57\% \times 1.85\% \times 1.725 \times \frac{€4,139,733.08}{€4,139,733.08 + €1,684,541.32 \times (1 - 46.73\%)} =$$

$$= 1.57\% \times 1.85\% \times 1.725 \times 0.822 = 4.12\%$$

2002

$$= 1.86\% \times 2.77\% \times 1.495 \times \frac{€5,016,566.93}{€5,016,566.93 + €951,950.09 \times (1 - 35.46\%)} =$$

$$= 1.86\% \times 2.77\% \times 1.495 \times 0.891 = 6.86\%$$

2001

$$= 8.07\% \times 0.66\% \times 1.42 \times \frac{€3,438,858.49}{€3,438,858.49 + €31,508.13 \times (1 - 55.31\%)} =$$

$$= 8.07\% \times 0.66\% \times 1.42 \times 0.996 = 7.53\%$$



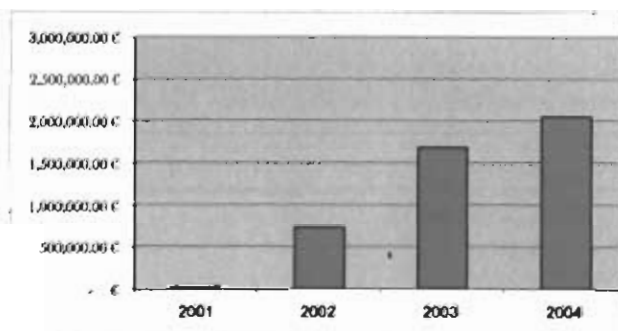
Παρατήρηση:

Όπως θα παρατηρήσουμε και στην σελίδα 111 τα αποτελέσματα της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων είναι ίδια με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων με την μέθοδο του DuPont. Μόνο που αυτή την φορά, με την μέθοδο του DuPont, καταφέραμε να διαχωρίσουμε τον αρχικό μαθηματικό τύπο σε τέσσερις τύπους με σκοπό να μελετήσουμε αναλυτικότερα τα αποτελέσματα και να βγάλουμε συμπεράσματα για την τελική εικόνα της επιχείρησης κάθε έτους αλλά και που

εστιάζονται τα προβλήματα για τον Μοχλό. Στο παρακάτω πίνακα αναγράφουμε όλα τα αποτελέσματα από κάθε μαθηματικό τύπο αναλυτικά.

Έτος	Λειτουργικό περιθώριο Κέρδους	Αριθμοδείκτης ταχύτητας Ενεργητικού	Κεφαλαιακός Πολ/στής	$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Καθαρά Χρημ/μικά Κέρδη} + \text{εξόδα}}$	R.O.E.
2004	1.48%	1.97	1.97	0.87	5.00%
2003	1.57%	1.85	1.725	0.82	4.12%
2002	1.86%	2.77	1.495	0.89	6.86%
2001	8.07%	0.66	1.42	0.996	7.53%

Σαν αρχή, θα ήθελα να εστιάσουμε την προσοχή μας στον τελευταίο αριθμοδείκτη του R.O.E. ακολουθώντας την μέθοδο DuPont, που είναι καθαρά κέρδη προς το άθροισμα των καθαρών κερδών και χρηματοοικονομικών εξόδων. Παρατηρούμε ότι το 2001 ο δείκτης άγγιζε την μονάδα, αυτό σημαίνει ότι ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός της επιχείρησης δεν επιβάρυνε τα τελικά αποτελέσματα της επιχείρησης σημαντικά. Φαίνεται ότι ο Μοχλός εξοφλούσε σχετικά γρήγορα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και έτσι οι χρεωστικοί τόκοι που πλήρωνε στους δανειστές της ήταν σχετικά μικροί, μόλις (€31,508.13). Σταδιακά όμως τα επόμενα έτη, μέχρι και το 2004, τα αποτελέσματα αυτού του δείκτη άρχιζαν να συρρικνώνονται φτάνοντας το 2004 στο 0.87 με κατώτερο σημείο το 2003 που ήταν 0.82. Ο λόγος είναι η αύξηση των χρεωστικών τόκων και όποια επίδραση αυτή συνεπάγεται στα καθαρά κέρδη της επιχείρησης.



Ένας άλλος δείκτης που μας φανερώνει την ύπαρξη και την συμβολή των ξένων κεφαλαίων στην επιχείρηση είναι ο τρίτος αριθμοδείκτης, όπως αναγράφεται στο πίνακά μας, και είναι γνωστός σαν κεφαλαιακός πολλαπλασιαστής. Όταν ο δείκτης αυτός είναι ίσος με την μονάδα, σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν έχει καμία υποχρέωση σε άλλους, δηλαδή δεν ωφείλει σε κανέναν λεφτά. Είναι μονάδα διότι ο μαθηματικός τύπος είναι Συνολικά κεφάλαια προς ίδια κεφάλαια, έτσι σ' αυτή την περίπτωση τυγχάνει τα συνολικά κεφάλαια να είναι ίσα με τα ίδια κεφάλαια άρα ίσα με την μονάδα. Θα λέγαμε με κάθε επιφύλαξη ότι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δεν θα πρέπει να ξεπερνάει το δύο. Ο λόγος είναι όταν το αποτέλεσμα είναι δύο τότε το σύνολο των υποχρεώσεων τείνουν να γίνουν ίσες με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων, σ' αυτή την περίπτωση τα ίδια κεφάλαια μόλις που καλύπτουν τις υποχρεώσεις και όταν αυτός ο δείκτης έχει τάση περετέρου ανόδου, τότε όλο και πιο πολύ αυξάνεται ο κίνδυνος επένδυσης και δανεισμού προς την εν λόγω επιχείρηση αφού οι επενδυτές και πολύ περισσότερο οι δανειστές νιώθουν όλο και πιο ανασφαλής για την επιστροφή των κεφαλαίων τους που επενδύσανε στην επιχείρηση.

Χρησιμοποιήσαμε στην αρχή τον όρο «με κάθε επιφύλαξη» διότι εξαρτάτε από τη σύνθεση των υποχρεώσεων της. Για παράδειγμα οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις καλούνται να πληρωθούν μέσα στο τρέχον έτος ενώ οι μακροπρόθεσμες σε μεγαλύτερο διάστημα, άνω του ενός έτους. Όσον αφορά τον Μοχλό, παρατηρούμε ότι ο δείκτης αυτός έχει σταθερά ανοδική πορεία, από το 2001 ως το 2004 με μικρότερο σημείο το 2001 στα 1.42 και μέγιστο το 2004 στα 1.97.

Ως γενικό σύνολο, η καλύτερη εικόνα για τον Μοχλό παρουσιάζεται το 2001. Το λειτουργικό περιθώριο κέρδους ήταν σχετικά μεγάλο, ο κεφαλαιακό συντελεστής σε κανονικά επίπεδα και ο τελευταίος τύπος που δείχνει την δανειακή επιβάρυνση, να τείνει στην μονάδα, δηλαδή να μην επηρεάζει σχεδόν καθόλου το όλο σύνολο. Η συνολική απόδοση των ιδίων κεφαλαίων το 2001 ήταν 7.53%.

Μετά την συγχώνευση – απορρόφηση άλλων κατασκευαστικών επιχειρήσεων από τον Μοχλό, ενέταξαν την επιχείρηση σε μια νέα τάξη πραγμάτων πιο διαφορετική από τα προηγούμενα έτη. Όπως είδαμε και στο R.O.A. το λειτουργικό περιθώριο κέρδους μειώθηκε σημαντικά λόγω της απότομης γιγάντωσης της επιχείρησης ο κεφαλαιακός συντελεστής αυξήθηκε ελαφρός και διαμορφώθηκε από το 1.42 που ήταν στο 1.495 που έγινε το 2002. Αυτή η μεταβολή μπορεί να οφείλεται κατά ένα μέρος στις άλλες επιχειρήσεις οι οποίες έψαχναν επιχειρήσεις σαν τον Μοχλό, έτσι ώστε να απορροφηθούν από αυτή προκειμένου να μην οδηγηθούν στην οικονομική καταστροφή λόγω των χρεών τους αλλά από την άλλη ο Μοχλός έβλεπε σ' αυτές τις μικρές επιχειρήσεις την επέκτασή της σε νέες αγορές σε όλη την Ελλάδα στην γιγάντωση της επιχείρησης Μοχλός έτσι ώστε να μπορεί δυναμικά να διεκδικεί νέα έργα, μεγαλύτερης εμβέλειας και πιο προσοδοφόρα. Από την άλλη μεριά, η ενέργεια αυτή της διοίκησης, συγχώνευσης απορρόφησης, είναι αρκετά γραφειοκρατική διαδικασία και απαιτεί μεγάλα ποσά έτσι ώστε να έρθει εις πέρας. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η διοίκηση αντί για μακροπρόθεσμο δανεισμό να δείξει μια προτίμηση στα βραχυπρόθεσμα δάνεια ροκανίζοντας τα κέρδη της επιχείρησης και μειώνοντας την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Το 2003 η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε εκ νέου αφού μειώθηκαν οι αποδόσεις όλων των δεικτών του R.O.E. Το 2004 η διοίκηση κατάλαβε ότι για να μην οδηγήσει με απόλυτη μαθηματική ακρίβεια στην υπερχρέωση την εταιρία, με ότι αυτό συνεπάγεται, έλαβε μακροπρόθεσμο δανεισμό μειώνοντας τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια που απαιτούσαν έγκαιρη εξόφλησή τους, αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη του κεφαλαιακού πολλαπλασιαστή προσεγγίζοντάς τον, στο δυο. Αλλά από την άλλη μεριά είχε σαν θετικό αποτέλεσμα, την αύξηση του δείκτη ταχύτητας ενεργητικού, και τέλος την αύξηση του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.

Η αύξηση του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού μας δείχνει το ρυθμό με τον οποίο ο Μοχλός χρησιμοποιεί το σύνολο των στοιχείων που αποτελούν το ενεργητικό, σε σχέση με τις πωλήσεις.

Αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης (Financial leverage ratio)

Ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης, υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (R.O.E) με τον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων (R.O.A.).

**Αριθμοδείκτης
Οικονομικής Μόχλευσης**

=

**Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων Κεφαλαίων
Αποδοτικότητα Συνολικών απασχολούμενων Κεφ.**

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μας βοηθάει να κατανοήσουμε την επίδραση των ξένων κεφαλαίων στην λειτουργία της επιχείρησης και στην ικανότητα της να παρουσιάζει κέρδος

Η επίδραση των δανειακών κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι θετική και επωφελής, όταν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την αποδοτικότητα του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων και δείχνει την επίδραση

της χρήσης που ασκούν τα δανειακά κεφάλαια επάνω στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Όταν το αποτέλεσμα του αριθμοδείκτη είναι μεγαλύτερο από την μονάδα (1%), τότε η χρήση των δανειακών κεφαλαίων είναι εποφελής για την επιχείρηση και δεν συντρέχουν λόγοι ανισυχίας. Στην περίπτωση που το αποτέλεσμα είναι μικρότερο της μονάδας, τότε η επίδραση των ξένων κεφαλαίων είναι αρνητική για την επιχείρηση και η διοίκηση σημαίνει ότι δανείζεται με επαχθείς όρους. Όταν το αποτέλεσμα είναι ίσο με την μονάδα τότε δεν υπάρχει κανένα όφελος για την επιχείρηση από την χρήση των ξένων κεφαλαίων

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων Κεφαλαίων = $\frac{5.00\%}{2.91\%} = 1.72$

Αποδοτικότητα Συνολικών απασχολούμενων Κεφ 2.91%

2003

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων Κεφαλαίων = $\frac{4.12\%}{2.90\%} = 1.42$

Αποδοτικότητα Συνολικών απασχολούμενων Κεφ 2.90%

2002

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων Κεφαλαίων = $\frac{6.86\%}{5.16\%} = 1.33$

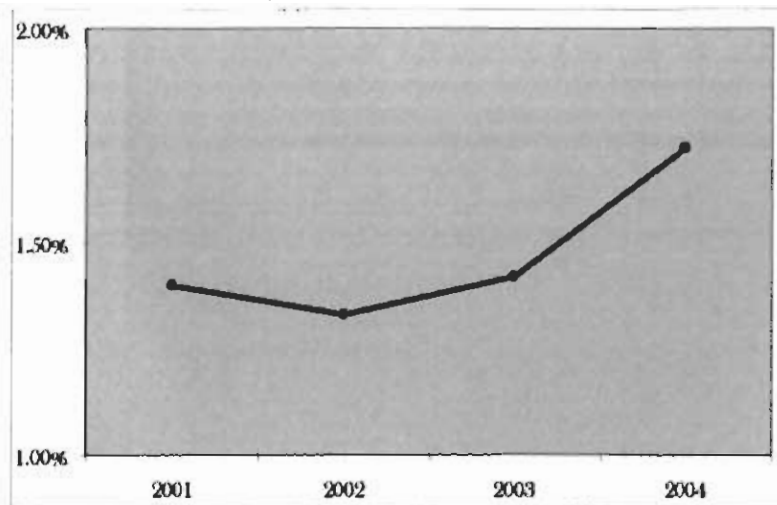
Αποδοτικότητα Συνολικών απασχολούμενων Κεφ 5.16%

2001

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων Κεφαλαίων = $\frac{7.53\%}{5.36\%} = 1.40$

Αποδοτικότητα Συνολικών απασχολούμενων Κεφ 5.36%

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Για τον Μοχλό παρατηρούμε ότι ο δείκτης οικονομικής μόχλευσης από το έτος 2001 ως το έτος 2004 είναι πάντοτε μεγαλύτερος της μονάδας (1%), που σημαίνει ότι εν τέλη, η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στην επιχείρηση είναι εποφελής για τον Μοχλό και συμβάλουν στην οικονομική της ανάκαμψη και λειτουργία.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΔΑΠΑΝΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ (Operating Expense ratios)

Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων (Operation ratio)

*Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις
(Operation expenses to net sales ratio)*

*Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές των απασχολουμένων
(Trading profit to wages)*

Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολουμένων

*Αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο αριθμό απασχολουμένων
(Ratio of total wages to average number of employees)*

*Αριθμοδείκτης καλύψεως επενδύσεων
(Ratio of accumulated depreciation to new investments)*

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΔΑΠΑΝΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ (Operating Expense ratios)

Οι αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας για έναν εξωτερικό αναλυτή που δεν του δίνονται οι απαραίτητες πληροφορίες αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο χρηματοοικονομικής ανάλυσης διότι αποτελούν μια ένδειξη για το τη έπραξε διαχρονικά η διοίκηση της εταιρίας που αναλύει, προκειμένου να αντιμετωπίσει κάποιο αυξημένο κόστος παραγωγής (τιμή αγορά υλών που προέρχονται από τον πρωτογενή τομέα παραγωγής ή τον δευτερογενή τομέα – ανάλογα με την φύση της επιχείρησης, ή ακόμα το κόστος διάθεσης και προώθησης του προϊόντος) ή κάποιο αυξημένο κόστος που αφορά την λειτουργία της επιχείρησης (π.χ. μισθοί).

Οι αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας είναι πιο πολύ χρήσιμοι για τον εσωτερικό αναλυτή της ίδιας της εταιρίας διότι κάθε οργανωμένη επιχείρηση έχει στην διάθεσή της διαχωρισμένα και ταξινομημένα αναλυτικά τα έξοδα της επιχείρησης που αφορούν την παραγωγή προϊόντων ή υπηρεσιών. Η μελέτη τους διαχρονικά μπορούν να φανερώσουν στον εσωτερικό αναλυτή της επιχείρησης σε πιο τομέα πάσχει έτσι ώστε να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα έγκαιρα. Για παράδειγμα, αν τα καθαρά κέρδη προ φόρων μειώνονται σε σχέση με τον αριθμό των εργαζομένων και τους μισθούς που απολαμβάνουν αποτελεί μια ένδειξη ότι ο παραγωγικός συντελεστής άνθρωπος δεν χρησιμοποιείται παραγωγικά έτσι ώστε να πετύχει το μέγιστο των παραγωγικών του δυνατοτήτων και την αύξηση των κερδών για την επιχείρηση.

Και για τις δυο περιπτώσεις οι δείκτες θα πρέπει να συγκρίνονται με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων εταιριών προκειμένου να εμπίπτουν χρήσιμα συμπεράσματα όσον αφορά το κόστος των επιχειρήσεων σε σχέση με τις πωλήσεις αλλά και τους μισθούς που καταβάλλονται σε σχέση με τα κέρδη της επιχείρησης. Οι δείκτες που θα αναλύσουμε είναι:

- Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων
- Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις
- Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές των απασχολούμενων
- Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολούμενων
- Αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο αριθμό απασχολούμενων
- Αριθμοδείκτης καλύψεως επενδύσεων

Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων (Operation ratio)

Ο αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων εκφράζει το ποσοστό των καθαρών πωλήσεων που απορροφούνται από τα λειτουργικά έξοδα και το κόστος πωληθέντων μιας επιχείρησης. Μαθηματικά ο αριθμοδείκτης αποτυπώνεται ως εξής:

$$\text{Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων} + \text{Λειτουργ. Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

Υπολογίζεται δηλαδή αν διαιρέσουμε το άθροισμα του κόστους πωληθέντων και των λειτουργικών εξόδων με τις πωλήσεις της επιχείρησης που είναι απαλλαγμένες από τις εκπτώσεις προς τους πελάτες. Το κόστος πωληθέντων και τα λειτουργικά έξοδα εμφανίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

- στα λειτουργικά έξοδα συγκαταλέγονται:

1. τα έξοδα διοίκησης, που περιλαμβάνουν κυρίως τους μισθούς της διοίκησης αλλά και άλλα έξοδα του διοικητικού προσωπικού που συμβάλουν στην παραγωγή του προϊόντος ή της υπηρεσίας
 2. έξοδα διάθεσης, όπως είναι η διαφήμιση της εταιρίας και του παραγόμενου προϊόντος ή υπηρεσίας και άλλα έξοδα που αφορούν την διάθεση,
 3. την έρευνας και ανάπτυξης, κάθε μεγάλη επιχείρηση προκειμένου να μην απαξιωθεί τεχνολογικά και οδηγηθεί μοιραία στον οικονομικό μααρασμό και στην οικονομική συρρίκνωση, διαθέτει μέρος του κεφαλαίου στην έρευνα και στην ανάπτυξη του προϊόντος που παράγει προκειμένου να βρίσκεται σε πλεονεκτική θέση και έτοιμη να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις του μέλλοντος.
 4. καθώς και άλλα λοιπά έξοδα και οι αποσβέσεις που είναι ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος.
- Το κόστος πωληθέντων για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις περιλαμβάνει:
1. το κόστος των παραγόμενων προϊόντων όπως είναι, οι πρώτες ύλες, οι αποσβέσεις μηχανημάτων που χρησιμοποιήθηκαν για την παραγωγή, ασφάλιστρα εργοστασίου, το ηλεκτρικό ρεύμα που ξοδεύεται, το νερό κτλ,
 2. περιλαμβάνει τους μισθούς του μόνιμου προσωπικού αλλά και τους ωρομίσθιους που υπάγονται στο έκτατο προσωπικό, χρησιμοποιώντας τους προκειμένου να καλύψει έκτατες ανάγκες της επιχείρησης που προκαλούνται από την αυξημένη ζήτηση των πελατών.

Ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελεί έναν γενικό δείκτη των λειτουργικών εξόδων και δεν μας βοηθάει να έχουμε μια εμπειριστατωμένη αναλυτική άποψη για τα έξοδα της επιχείρησης, αλλά μια γενική εικόνα για τα έξοδα της επιχείρησης. Οι εσωτερικοί αναλυτές που γνωρίζουν επ' ακριβώς πια είναι τα έξοδά τους, μπορούν να τα καταμερίσουν, να τα ταξινομήσουν και να κατασκευάσουν περισσότερους και πιο εμπειριστατωμένους αριθμοδείκτες εξόδων με απώτερο σκοπό την σύγκριση μεταξύ τους διαχρονικά ή την σύγκριση τους με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες του μέσου όρου του κλάδου όπου ανήκει και δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Από αυτήν την σύγκριση μπορούν να βγουν πολλά συμπεράσματα και να διορθωθούν διάφορα προβλήματα που προκύπτουν στο κόστος παραγωγής του προϊόντος ή της υπηρεσίας, όπως:

- Μπορεί να υπολογιστεί το ύψος του σταθερού κόστους και το ύψος του μεταβλητού κόστους και να υπολογιστεί το νεκρό σημείο της επιχείρησης, δηλαδή το σημείο όπου η παράγωγή μιας επιπλέον μονάδας προϊόντος δίνει κέρδος για την επιχείρηση.
- Να υπολογιστεί το ύψος του μισθού του προσωπικού της επιχείρησης να συγκριθεί με τους αντίστοιχους μισθούς άλλων οικονομικών μονάδων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο.
- Να προσδιοριστεί ο τρόπος πληρωμής των πωλητών της, δηλαδή εάν έχουν ένα σταθερό εισόδημα, ή αν έχουν ένα σταθερό μικρό εισόδημα και λαμβάνουν διάφορα Bonus ανάλογα με την αποδοτικότητά τους, αμείβονται μόνο με Bonus. Όπως είναι γνωστό ο τρόπος αμοιβής του πωλητών συνδέεται στενά με τα κίνητρα που δίνονται τους δίνονται προκειμένου να αυξήσουν την παραγωγικότητά τους. Η επιχείρηση θα πρέπει να γνωρίζει αυτή την αναλογία. Όσο πιο πολλά άτομα αμείβονται με την τρίτη διαδικασία (Bonus) στερούνται από ψυχολογική ασφάλεια και νιώθουν αβέβαιο το μέλλον τους

φέροντας πολλές φορές αντίθετα αποτελέσματα από αυτά που επιδιώκει η επιχείρηση.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων} + \text{Λειτουργ. Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€371,176,422.05 + €4,701,913.59}{€383,040,798.75} = 98.13\%$$

2003

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων} + \text{Λειτουργ. Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€309,560,172.02 + €4,880,861.82 + €11,183.25}{€320,985,514.29} = 97.96\%$$

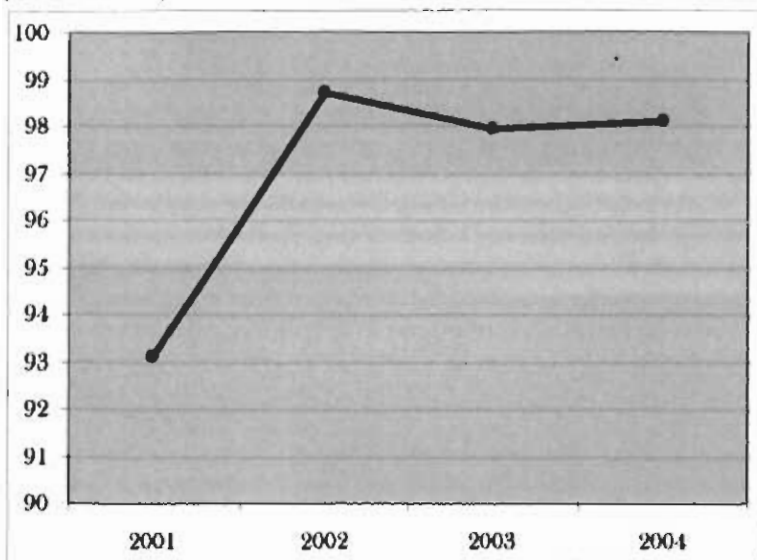
2002

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων} + \text{Λειτουργ. Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€294,115,627.21 + €2,948,611 + €1,170,406.44}{€302,071,910.87} = 98.73\%$$

2001

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων} + \text{Λειτουργ. Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} =$$
$$= \frac{€38,695,426.57 + €981,046.95 + €164,327.13}{€42,797,591.24} = 93.09\%$$

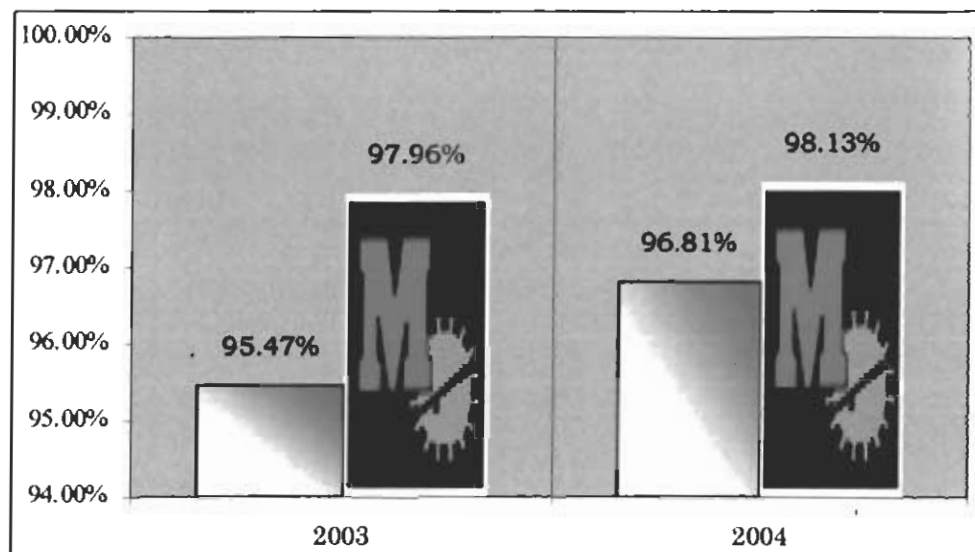
Ακολουθεί το γράφημα:
(σε ποσοστό)



(σχήμα 5.1)



Παρατήρηση:



(σχήμα 5.2)

Παρατηρούμε από το σχήμα 5.1 ότι ο Μοχλός τα τελευταία 3 χρόνια, δηλαδή μετά την αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου παρουσιάζει μια αύξηση του κόστους του. Θα μπορούσαμε να εντοπίσουμε σε ποιον τομέα της επιχείρησης εντοπίζεται το μεγάλο κόστος αλλά δεν διαθέτουμε την εσωτερική πληροφόρηση επομένως αρκούμαστε από αυτό τον γενικό δείκτη κόστους ως προς τις πωλήσεις. Πάντως το αισιόδοξο σημείο είναι ότι, αν η διοίκηση κάνει ανάλυση εξόδων θα μπορεί να εντοπίσει το πρόβλημα και θα μπορεί να ελαττώσει το κόστος της (π.χ. να βρει φθηνότερο προμηθευτή) ή να δώσει τα σωστά κίνητρα στο προσωπικό που φέρουν σε επαφή τους πελάτες με την επιχείρηση (υπεύθυνους πωλήσεων).

Από το σχήμα 5.2 βλέπουμε για το 2003 ότι ο Μοχλός παρουσιάζει σημαντική απόκλιση από τον μέσο όρο του κλάδου ενώ το 2004 βλέπουμε ότι ο κατασκευαστικός κλάδος είναι αυτός που παρουσίασε υψηλό λειτουργικό κόστος. Προέρχεται κυρίως ύστερα από την οικονομική και χρηματιστηριακή κρίση του 1999-2003 που συρρίκνωσε τις επενδύσεις και τα ρευστά διαθέσιμα στην αγορά και επέφερε της συρρίκνωσης του κύκλου εργασιών του κατασκευαστικού κλάδου. Αν και πολλά δημόσια έργα διεξάγονταν στον ελλαδικό χώρο λόγω Ολυμπιακών αγώνων αλλά και από τα Ευρωπαϊκά πακέτα περιφερειακής ανάπτυξης, παρόλα αυτά οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις καθυστερούσαν να εισπράξουν τις απαιτήσεις τους από το δημόσιο που θεωρείται από τις επιχειρήσεις σαν «κακο πληρωτής» αλλά και λόγω πολύπλοκων γραφειοκρατικών διαδικασιών. Ο Μοχλός βρίσκεται περίπου στο ίδιο ύψος με αυτό που ήταν το προηγούμενο έτος (2003).

Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις (Operation expenses to net sales ratio)

Ο αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τα λειτουργικά έξοδα μιας επιχείρησης προς τις καθαρές πωλήσεις και δίνει την τάση διαχρονικά των λειτουργικών εξόδων προς τον όγκο των πωλήσεων.

$$\text{Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις} = \frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων περιλαμβάνει:

- Τα έξοδα διοίκησης,
- Τα έξοδα διάθεσης,
- Τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (το εν λόγω τμήμα της επιχείρησης υπάρχει σε μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν πολύ μεγάλο κύκλο εργασιών διότι όλη αυτή η ερευνητική δραστηριότητα δαπανά μεγάλο κεφάλαιο όπου η εκάστοτε επιχειρήσεις το ενσωματώνουν στο κόστος παραγωγής.

Η σύγκριση του δείκτη διαχρονικά αλλά και η σύγκρισή του με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου δίνει μια εικόνα των λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τις πωλήσεις της. Το μέγεθος του δείκτη έχει να κάνει με την φύση της επιχείρησης αλλά και τον αριθμό των εργαζομένων που απασχολεί.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€4,701,913.59}{€383,040,798.75} = 0.0123 \text{ ή } 1.23\%$$

2003

$$\frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€4,880,861.82 + €11,183.25}{€320,985,514.29} = 0.0152 \text{ ή } 1.52\%$$

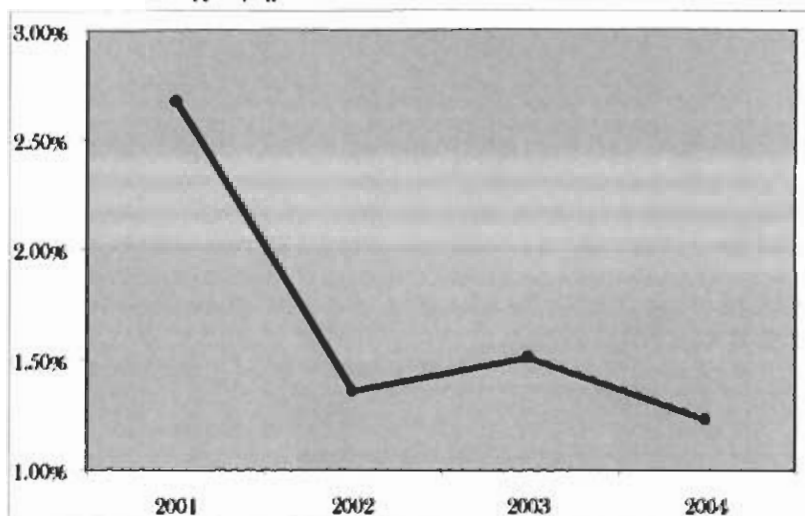
2002

$$\frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€2,948,611 + €1,170,406.44}{€302,071,910.87} = 0.0136 \text{ ή } 1.36\%$$

2001

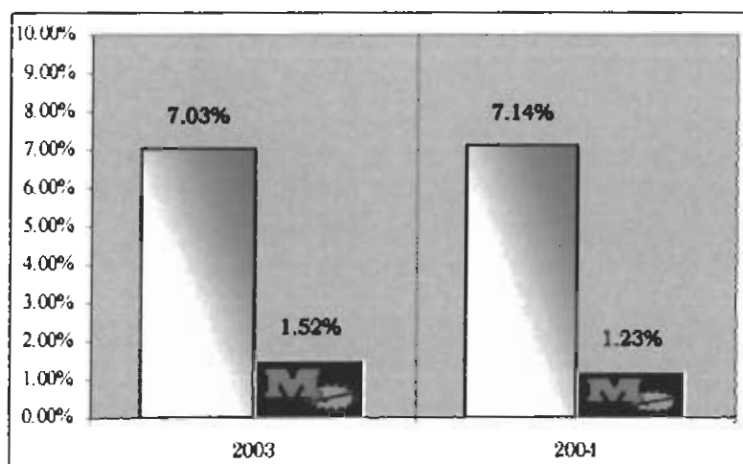
$$\frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} = \frac{€981,046.95 + €164,327.13}{€42,797,591.24} = 0.0268 \text{ ή } 2.68\%$$

Ακολουθεί το γράφημα:





Παρατήρηση:



Το σχήμα 5.3 παρουσιάζει ενδιαφέρον καθώς παρατηρούμε τον Μοχλό να έχει πολύ μικρό ποσοστό λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τις πωλήσεις. Αυτό το μικρό ποσοστό φανερώνει στο εξωτερικό αναλυτή ότι η διοίκηση κάνει μεγάλες προσπάθειες να αυξήσει την κερδοφορία της επιχείρησης. Μπορεί όμως

(σχήμα 5.3)

να οφείλεται και στην έλλειψη τμήματος έρευνας και ανάπτυξης. Ο Μοχλός θεωρείται από τις μικρές κατασκευαστικές εταιρίες και το μέγεθός της, προς το παρόν δεν μπορεί να αναπτύξει και ανταπεξέλθει σε ένα τέτοιο τμήμα. Στο σχήμα 5.5 παραθέτουμε τα ανάλογα ποσοστά των εταιριών Παντεχνική, Τερνα, ΑΕΓΕΚ, Μηχανική και Αβαξ J&P.

	Μοχλός	Παντεχνική	ΤΕΡΝΑ	ΑΕΓΕΚ	Μηχανική	J&P	κλάδου
2004	1.23%	3.32%	6.98%	15.26%	6.22%	9.82%	7.14%
2003	1.52%	3.49%	6.09%	17.07%	6.52%	7.52%	7.03%

(5.5)

Καθώς Επίσης και τον πίνακα 5.6 που έχει τα χρήματα που δαπανήθηκαν τα έτη 2003 και 2004 από τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις για έρευνα και ανάπτυξη.

	Μοχλός	Παντεχνική	ΤΕΡΝΑ	ΑΕΓΕΚ	Μηχανική	J&P
2004	0	0.00	€ 854,221.88	638,423.50	0	0
2003	0	0.00	€ 3,008,242.50	644,262.14	0	0

(5.6)

Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές των απασχολουμένων (Trading profit to wages)

Ο αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές των απασχολουμένων (Trading profit to wages) είναι αυτός που δίνει τις σχέσεις μεταξύ των αμοιβών των εργαζομένων πάνω στα κέρδη της επιχείρησης και δηλώνει ποια θα είναι η επίπτωση μιας αύξησης των μισθών πάνω στα κέρδη.

Αυτός ο δείκτης είναι εφικτός μόνο όταν δίνονται στοιχεία για τον αριθμό των εργαζομένων και το ύψος των αμοιβών τους. Διαχρονικά δίνει τον βαθμό παραγωγικότητας των απασχολουμένων στην επιχείρηση.

Ο δείκτης δίνεται από την σχέση:

Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές των απασχολουμένων = *$\frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Αμοιβές απασχολουμένων}}$*

Ως εξωτερικοί αναλυτές δεν διαθέτουμε πλήρη στοιχεία για τον αριθμό των εργαζομένων στον Μοχλό Α.Ε. και δεν διαθέτουμε επαρκεί δεδομένα για τις αμοιβές (μισθοί-μπόνους) των εργαζομένων για όλα τα έτη. Έτσι αντλούμε τα στοιχεία μας από τον παρακάτω πίνακα για το οικονομικό έτος 2004.

Έτος	ΑΜΟΙΒΕΣ		
	2002	2003	2004
Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου³²	450,000.00 €	450,000.00 €	500,000.00 €
Υπάλληλοι	6,527,000.00 €	5,610,820.00 €	6,759,440.00 €
Εργάτες	4,728,000.00 €	3,290,370.00 €	4,897,150.00 €
Αριθμός Προσωπικού	678	594	587

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}^{33}}{\text{Αμοιβές απασχολουμένων}^{34}} = \frac{€7,787,254.13}{€6,759,440 + €4,897,150} = 1.07$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Αμοιβές απασχολουμένων}} = \frac{€8,723,231.75}{€5,610,820.00 + €3,290,370.00} = 0.98$$

2002

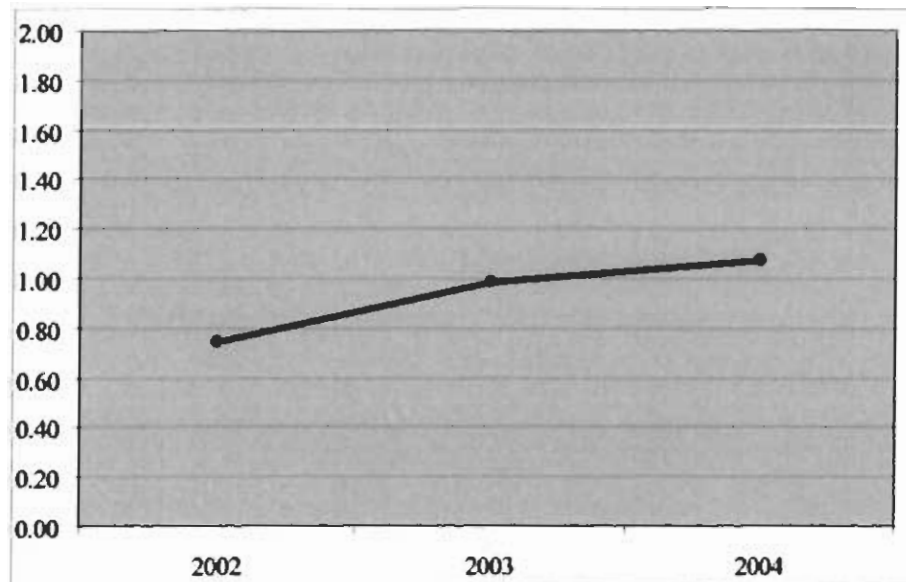
$$\frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Αμοιβές απασχολουμένων}} = \frac{€8,353,654.73}{€6,527,000.00 + €4,728,000.00} = 0.74$$

³² Ο αριθμός των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι 9 άτομα.

³³ Υπολογίζονται τα καθαρά λειτουργικά κέρδη προ φόρων.

³⁴ Δεν περιλαμβάνει τις αμοιβές διοικητικού συμβουλίου.

Ακολουθεί το γράφημα:



(5.7)



Παρατήρηση:

Έτος	ΑΜΟΙΒΕΣ		
	2002	2003	2004
Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου	<i>450,000.00 €</i>	<i>450,000.00 €</i>	<i>500,000.00 €</i>
Υπάλληλοι	<i>6,527,000.00 €</i>	<i>5,610,820.00 €</i>	<i>6,759,440.00 €</i>
Εργάτες	<i>4,728,000.00 €</i>	<i>3,290,370.00 €</i>	<i>4,897,150.00 €</i>
Σύνολο Αμοιβών	<i>€ 11,255,000</i>	<i>€ 8,901,190</i>	<i>€ 11,656,590</i>
Αριθμός Προσωπικού	<i>678</i>	<i>594</i>	<i>587</i>

(5.8)

Αυτός ο δείκτης μας βοηθάει να διαπιστώσουμε κατά πόσο οι υπάλληλοι του Μοχλού ανταποκρίνονται στο ύψος του μισθού τους. Δηλαδή πόσο παραγωγικοί είναι οι εργαζόμενοι. Η παρακολούθηση του δείκτη αυτού διαχρονικά παρέχει ένδειξη του βαθμού παραγωγικότητας των εργαζομένων. Η ανοδική πορεία του αριθμοδείκτη αυτού οφείλεται από την αύξηση της παραγωγικότητας των εργαζομένων. Το αντίθετο συμβαίνει στην μείωση. Όπου σ' αυτή την περίπτωση μειώνεται η παραγωγικότητα των εργαζομένων. Όμως είναι πάντοτε έτσι; Αν παρατηρήσουμε προσεκτικά το γράφημα (5.7) και τον πίνακα (5.8) στο μεν γράφημα βλέπουμε μια συνεχή αύξηση του δείκτη διαχρονικά και οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η διοίκηση έκανε καλή προσπάθεια, έδωσε δηλαδή κίνητρα στους εργαζομένους της και αύξησε την παραγωγικότητά της. Όμως αν ρίξουμε μια προσεκτική ματιά στον πίνακα (5.8) θα δούμε ότι ο αριθμός των εργαζομένων της εταιρίας μειώθηκε από 678 σε 587 και αναλογικά αυξήθηκαν οι συνολικές αποδοχές των εργαζομένων.

Αυτή η ενέργεια της εταιρίας μπορεί να ερμηνευτεί ως μια προσπάθεια εξυγίανσης της εταιρίας, κρατώντας στην επιχείρηση μάλλον τους πιο εργατικούς (με όποια κριτήρια μπορεί να κρίνει ότι κάποιος είναι εργατικός), πετυχαίνοντας και την μείωση του λειτουργικού κόστους (φαίνεται στο γράφημα 5.3) αλλά και έδωσε

κίνητρα στο πιο ενεργό προσωπικό της εταιρίας (αυξάνοντας τις συνολικές τους αποδοχές πίνακας 5.8) ώστε τα επόμενα έτη να πετύχουν καλύτερα αποτελέσματα και να γίνουν πιο αποδοτικοί.

Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολουμένων (Ratio of fixed assets to average number of employees)

Ο αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολουμένων που μετρά κατά πόσο η επιχείρηση είναι εντάσεως κεφαλαίου ή εντάσεως εργασίας. Ο δείκτης είναι το πηλίκο των καθαρών παγίων μετά την αφαίρεση των συνολικών αποσβέσεων δια του αριθμού των απασχολουμένων.

$$\text{Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολουμένων} = \frac{\text{Καθαρά Πάγια}}{\text{Μέσος αριθμός απασχολουμένων}}$$

Αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο αριθμό απασχολουμένων (Ratio of total wages to average number of employees)

Ο αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο αριθμό απασχολουμένων που δίνει την ένδειξη της μέσης αμοιβής που κατέβαλε η επιχείρηση στους εργαζομένους της. Η σχέση δίνεται από τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$\text{Αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο αριθμό απασχολουμένων} = \frac{\text{Σύνολο αμοιβών απασχολουμένων}}{\text{Μέσο αριθμό απασχολουμένων}}$$

Ο δείκτης αυτός θα πρέπει να έχει ανοδική πορεία ανά έτος, σε περίπτωση που υπάρχουν μεταβολές σημαίνει για την επιχείρηση ότι:

- Απασχολεί κατώτερη ποιότητας προσωπικό όπως είναι οι ανειδίκευτοι εργάτες που ο κατώτερος μισθός το μήνα, για την Ελλάδα, ανέρχεται στα €590 για τα πρώτα έτη εργασίας τους, ενώ για απόφοιτους ανωτάτων σχολών ανέρχεται περίπου στα €830 - €900 για τα πρώτα έτη εργασίας τους.
- Απασχολεί πολλούς ωρομίσθιους. Βέβαια αυτή η επιλογή της διοίκησης εξαρτάται από την φύση της εταιρίας και την εποχικότητα της στον κύκλο εργασιών της. Για παράδειγμα αν έχει μεγάλο κύκλο εργασιών τους θερινούς μήνες, είναι προς το οικονομικό συμφέρον της εταιρίας να απασχολεί ωρομίσθιους απ' ότι μόνιμο προσωπικό.
- Υπάρχει πιθανότητα η διοίκηση είτε να έχει μεταβάλει τον αριθμό απασχολουμένων και αντίστοιχα αύξησε τους μισθούς των υπόλοιπων εργαζομένων προκειμένου να τους δώσει κίνητρα, είτε αύξησε τους μισθούς των εργαζομένων και λόγω κινήτρων αλλά και λόγω πληθωρισμού.

Για τον Μοχλό έχουμε αναλυτικά:

2004

$$\frac{\text{Σύνολο αμοιβών απασχολουμένων}}{\text{Μέσο αριθμό απασχολουμένων}} = \frac{€11,656,590}{587} = €19,857.90/\text{χρόνο ή } €1,654/\text{μήνα}$$

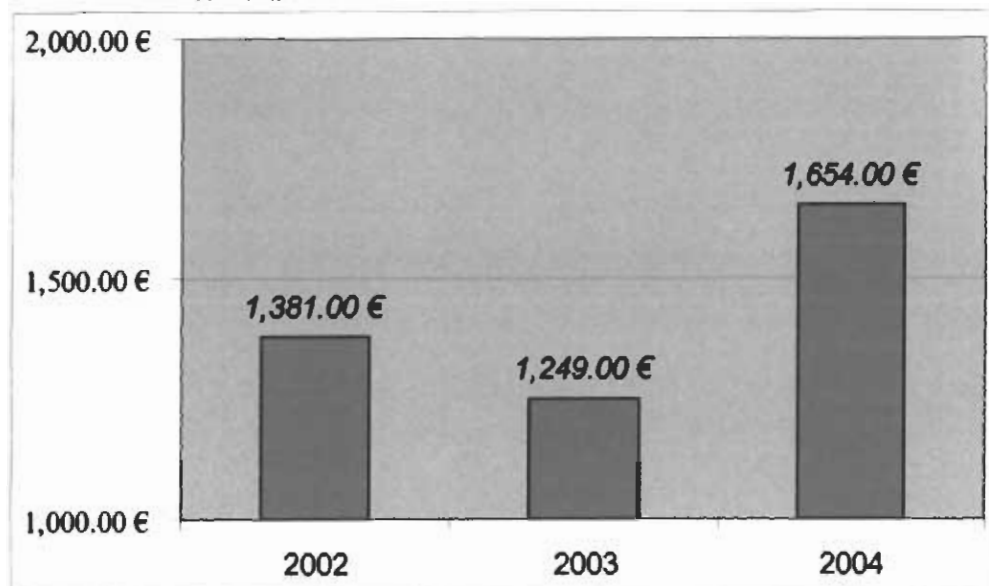
2003

$$\frac{\text{Σύνολο αμοιβών απασχολουμένων}}{\text{Μέσο αριθμό απασχολουμένων}} = \frac{€8,901,190}{594} = €14,985.17/\text{χρόνο ή } €1,249/\text{μήνα}$$

2002

$$\frac{\text{Σύνολο αμοιβών απασχολουμένων}}{\text{Μέσο αριθμό απασχολουμένων}} = \frac{\text{€ 11,235,000}}{678} = \text{€16,570.80/χρόνο ή €1,381/μήνα}$$

Ακολουθεί το γράφημα:



(5.9)

Μας δίνεται η δυνατότητα να υπολογίσουμε και τον μέσο μισθό ανά κατηγορία προσωπικού. Θα υπολογίσουμε με την σειρά τις αμοιβές του Διοικητικού συμβουλίου (από το 2002 ως το 2004 είναι 9 άτομα), το Διοικητικό προσωπικό και το Εργατοτεχνικό προσωπικό. Αντλούμε τα στοιχεία μας από τον παρακάτω πίνακα (5.10) τα οποία δίνονται ελεύθερα στο επενδυτικό κοινό από την επιχείρηση Μοχλός Α.Ε. Όλα τα στοιχεία είναι κατά προσέγγιση σε κάθε οικονομικό έτος και δεν αποτελούν ακριβείς πληροφορίες. Έτσι έχουμε:

Έτος	ΑΜΟΙΒΕΣ		
	2002	2003	2004
Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου	450,000.00 €	450,000.00 €	500,000.00 €
Υπάλληλοι	6,527,000.00 €	5,610,820.00 €	6,759,440.00 €
Εργάτες	4,728,000.00 €	3,290,370.00 €	4,897,150.00 €
Σύνολο Αμοιβών	11,255,000	8,901,190	11,656,590
Διοικητικό Προσωπικό	285	309	333
Εργατοτεχνικό Προσωπικό	393	235	254
Συνολικό Προσωπικό	678	594	587

2004

$$\frac{\text{Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Συμβουλίου}}{\text{Μέσο αριθμό απασχολουμένων}} = \frac{\text{€500,000}}{9} = \text{€55,555 /έτος ή €4,629.63 το μήνα}$$

2003

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Συμβουλίου = €450,000 = €50,000 /έτος ή €4,166.67
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 9 το μήνα

2002

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Συμβουλίου = €450,000 = €50,000 /έτος ή €4,166.67
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 9 το μήνα

Για το διοικητικό προσωπικό έχουμε:

2004

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Προσωπικού = €6,759,440 = €20,298.62 / έτος
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 333 ή €1,691.55 το μήνα

2003

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Προσωπικού = €5,610,820 = €18,157.99 / έτος
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 309 ή €1,513.17 το μήνα

2002

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Προσωπικού = €6,527,000 = €22,901.75 / έτος
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 285 ή €1,908.48 το μήνα

Για το Εργατοτεχνικό προσωπικό έχουμε:

2004

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Προσωπικού = €4,897,150 = €19,280.12 / έτος
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 254 ή €1,606.68 το μήνα

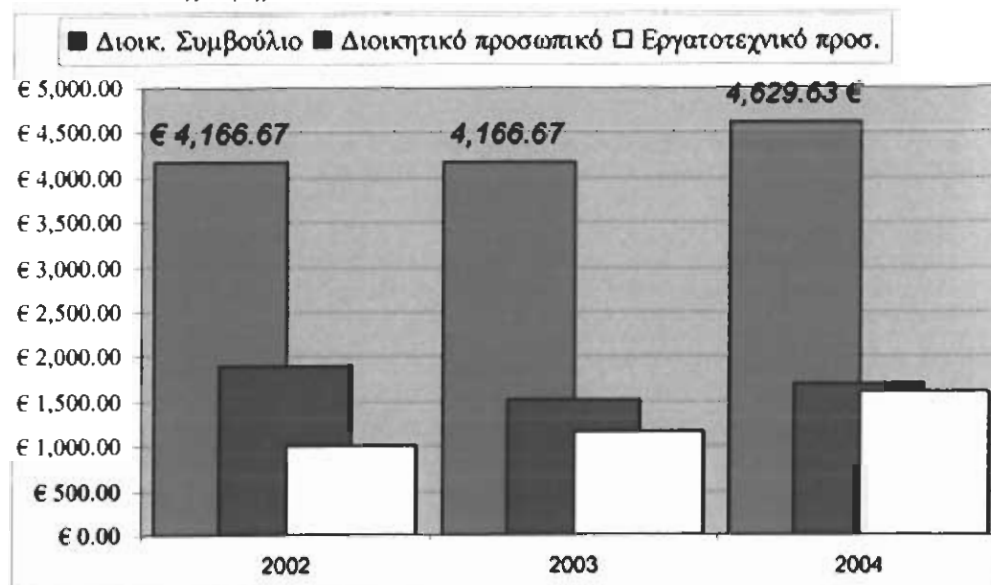
2003

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Προσωπικού = €3,290,370 = €14,001.57 / έτος
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 235 ή €1,166.80 το μήνα

2002

Σύνολο αμοιβών Διοικητικού Προσωπικού = €4,728,000 = €12,030.53 / έτος
Μέσο αριθμό απασχολουμένων 393 ή €1,002.54 το μήνα

Ακολουθεί το γράφημα 5.11:



Παρατήρηση:

Για καλύτερη ερμηνεία των αποτελεσμάτων παραθέτουμε στον ακόλουθο πίνακα δεικτών τάσεων, σχετικά με την αύξηση των μισθών, το ποσοστό μεταβολής του προσωπικού, καθώς και την μεταβολή των κερδών από το 2002 ως το 2004.

ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΕΩΣ			ΜΙΣΘΟΙ ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. ανά Μήνα			
Έτος	2003	2004	Έτος	2002	2003	2004
Μεταβολή κέρδη προ φόρων	4.44%	-10.73%	Διοικητικό Συμβούλιο	4,166.67 €	4,166.67 €	€ 4,629.63
Διοικητικό Συμβούλιο	0%	11.11%	Διοικητικό Προσωπικό	1,908.48 €	1,513.17 €	€ 1,691.55
Διοικητικό Προσωπικό	-20.71%	11.79%	Εργατοτεχνικό Προσωπικό	1,002.54 €	1,166.80 €	€ 1,606.68
Εργατοτεχνικό Προσωπικό	16.38%	37.70%	Κέρδη Προ Φόρων	€8,352,557.32	€8,723,231.75	€7,787,254.13
Μεταβολή προσωπικού						
Έτος	2004					
Διοικητικό Προσωπικό	16.84%					
Εργατοτεχνικό Προσωπικό	-35.37%					

Στον πίνακα δεικτών τάσεων φαίνεται ότι η κεντρική διοίκηση της εταιρίας Μοχλός προκειμένου να μειώσει το κόστος της μείωσε το προσωπικό της. Συγκεκριμένα μείωσε το εργατοτεχνικό προσωπικό της σε σχέση με το 2002 κατά -35.37% και αύξησε το διοικητικό κατά +16.87%. Αυτή η μείωση του εργατοτεχνικού προσωπικού αντισταθμίστηκε με παράλληλη αύξηση του μέσου όρου των μισθών από €1,002.54 ανά μήνα που ήταν το 2002 σε €1,606.68. Αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να μεταφραστεί ως πραγματική αύξηση του προκειμένου να δώσει κίνητρα στο εργατοτεχνικό προσωπικό της ή όπως φαίνεται πιο λογικό η εταιρία πιθανότατα να κράτησε το πιο έμπειρο εργατοτεχνικό προσωπικό που είναι πιο έμπειρο πάνω στις απαιτήσεις της δουλειάς. Η αύξηση μπορεί να δικαιολογηθεί γιατί η εταιρία είναι υποχρεωμένη να πληρώνει μεγαλύτερους μισθούς και μεγάλη ασφάλεια σε προσωπικό που έχει πολλά ένσημα (αυτό θα το επιβεβαίωνε αν γνωρίζαμε τον μέσο όρο της ηλικίας των εργαζομένων).

προσωπικό που έχει πολλά ένσημα (αυτό θα το επιβεβαίωνε αν γνωρίζαμε τον μέσο όρο της ηλικίας των εργαζομένων).

Παρατηρούμε Επίσης ότι ο Μοχλός όσον αφορά το διοικητικό προσωπικό αύξησε τον αριθμό τους σε σχέση με το 2002 κατά +16.84%. Το 2003 μειώθηκε ο μέσος μισθός για τους διοικητικούς κατά -20.71% παρά την αύξηση των καθαρών κερδών προ φόρων κατά +4.44%. Ο λόγος υπάρχει πιθανότητα να είναι ότι προτίμησε να απασχολεί χαμηλής ποιότητας διοικητικού προσωπικού αφού δεν χρειάζεται να έχει πιο εξειδικευμένους που είναι υποχρεωμένη από τον νόμο να τους πληρώνει περισσότερο. Εξάλλου η εταιρία Μοχλό Α.Ε. είναι κατασκευαστική επιχείρηση που στηρίζεται κυρίως στο έμπειρο εργατοτεχνικό προσωπικό της και όχι τόσο σε προσωπικό για διοικητικές υποθέσεις. Παρόλα αυτά βλέπουμε ότι το 2004 ο μισθός των διοικητικών αυξήθηκε κατά +11.79%. Η αύξηση αυτή μπορεί να αποδοθεί είτε σαν κίνητρο για αύξηση της παραγωγικότητάς τους είτε ως να επιχείρησε να προσλάβει περιορισμένο έμπειρο διοικητικό προσωπικό υψηλού επιπέδου.

Δυστυχώς σαν εξωτερικοί αναλυτές είμαστε σε πολύ δύσκολή θέση και δεν μπορούμε να ξέρουμε τις κινήσεις της εταιρίας, το μόνο που μπορούμε είναι να κάνουμε υποθέσεις.

Αριθμοδείκτης καλύψεως επενδύσεων (Ratio of accumulated depreciation to new investments)

Αριθμοδείκτης καλύψεως επενδύσεων δείχνει το ποσοστό των νέων επενδύσεων που χρηματοδοτήθηκαν από αποσβέσεις.

Ο δείκτης δίνεται από την σχέση:

$$\text{Αριθμοδείκτης καλύψεως επενδύσεων} = \frac{\text{Συνολικές Αποσβέσεις περιόδου}}{\text{Μεταβολή αξίας ακαθαρίστων παγίων περιόδου}}$$

Περίοδο συνήθως εννοούμε την λογιστική χρήση και μεταβολή την αύξηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων στην περίοδο της χρήσεως. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μειονεκτεί την σύγκριση με άλλους αριθμοδείκτες άλλων εταιριών, έστω και αν πρόκειται για τον ίδιο κλάδο. Ο λόγος είναι ότι η κάθε επιχείρηση διαφέρει στον τρόπο υπολογισμού των αποσβέσεων.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Συνολικές Αποσβέσεις περιόδου}}{\text{Μεταβολή αξίας ακαθαρίστων παγίων περιόδου}} =$$

$$\frac{€ 3,553,221.05}{€32,122,735.80 - €30,340,087.99} = 199.32\%$$

2003

$$\frac{\text{Συνολικές Αποσβέσεις περιόδου}}{\text{Μεταβολή αξίας ακαθαρίστων παγίων περιόδου}} =$$

$$\frac{\text{€ } 4,109,085.16}{\text{€}30,340,087.99 - \text{€}35,440,498.07} = -80.56\%$$

2002

$$\frac{\text{Συνολικές Αποσβέσεις περιόδου}}{\text{Μεταβολή αξίας ακαθαρίστων παγίων περιόδου}} =$$

$$\frac{\text{€ } 4,666,048.18}{\text{€}35,440,498.07 - \text{€}26,583,504.21} = 52.68\%$$



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ (Investment ratios)

*Κέρδη ανά μετοχή
(Earnings per share - E.P.S.)*

*Μερίσματα κατά μετοχή
(Dividends per share)*

*Η τρέχουσα μερισματική απόδοση
(Current dividend yield)*

*Το ποσοστό των διανεμομένων κερδών
(percentage of distributed profits)*

*Μερισματική απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων
(Dividend yield on equity capital)*

*Λόγος Χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία μετοχής
(Price to Book Value Ratio)*

*Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή
(Price earnings Ratio)*

Μερισματική απόδοση χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής

Η πορεία της μετοχής Μοχλός από τις 25-01-05 ως 15-3-06

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ (Investment ratios)

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές οι οποίοι ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην αγορά και να συνθέσουν το χαρτοφυλάκιο τους με εκείνες της μετοχές που δίνουν την καλύτερη απόδοση ανάλογα με τον βαθμό του κινδύνου που είναι διατεθειμένη να λάβουν³⁵.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των επενδυτικών δεικτών είναι σκόπιμο να πούμε εν συντομία για τις μετοχές προκειμένου να γίνουν πιο κατανοητοί οι δείκτες που θα αναλύσουμε.

Η κάθε ανώνυμη εταιρία, εισηγμένη ή μη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) αποτελείται από ένα σύνολο μετοχών. Κάθε εταιρία έχει συγκεκριμένο αριθμό μετοχών κοινών ή προνομιούχων, οι οποίες μπορεί να είναι ονομαστικές (συνήθως Είναι οι τραπεζικές μετοχές) ή ανώνυμες. Οι κοινές μετοχές είναι οι περισσότερο χρησιμοποιούμενες στην αγορά και πιο εύκολες στην μεταβίβαση. Οι επενδυτές χωρίζονται στους:

- ρισκοκίνδυνους επενδυτές, δηλαδή σε αυτούς που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο και να αναμένουν υψηλότερη απόδοση,
- επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν τον μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο, με λιγότερη αναμενόμενη απόδοση αλλά με περισσότερη σιγουριά να πραγματοποιηθούν αυτά τα κέρδη
- επενδυτές που αναζητούν το ενδιάμεσο χαρτοφυλάκιο, και να εμπεριέχει κίνδυνο αλλά και με λιγότερο κίνδυνο.

Οι χρηματοοικονομικές εταιρίες που ασχολούνται με την δημιουργία χαρτοφυλακίων προσπαθούν να συνθέσουν τα χαρτοφυλάκια τους σε πολλές μετοχές εταιριών διαφορετικού κλάδου και πολλές φορές, σε μετοχές διαφορετικών αγορών προκειμένου να επιμερίσουν τον κίνδυνο στα διάφορα χαρτοφυλάκια ικανοποιώντας όλες τις ανάγκες των πελατών τους και όποιο επενδυτικό κίνδυνο είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν.

Οι κοινές μετοχές

Οι κοινές μετοχές είναι πιστοποιητικά έγγραφα που αντιπροσωπεύουν ένα μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις εκδίδουν τις μετοχές προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια και να τα χρησιμοποιήσουν στην οικονομική τους μεγέθυνση αλλά και στην παραγωγή προϊόντων ή υπηρεσιών. Ο λόγος δηλαδή ύπαρξή τους εξυπηρετεί τις ίδιες ανάγκες που εξυπηρετεί ένα μακροπρόθεσμο δάνειο, με την μόνη διαφορά ότι το κόστος τους είναι αρκετά χαμηλό. Η σύνθητες τακτική των επιχειρήσεων είναι να πουλάνε ένα μέρος των μετοχών του σε σχετικά υψηλές τιμές (όταν θεωρούνται υπερτιμημένες) και να τις ξαναγοράζουν σε χαμηλές τιμές (όταν θεωρούνται υποτιμημένες).

Οι επενδυτές, που αγοράζουν τις μετοχές της επιχείρησης γίνονται μέρος της επιχείρησης, ανάλογα με το αριθμό των μετοχών που κατέχουν ως προς το συνολικό αριθμό των μετοχών που έχουν εκδοθεί. Έχουν δικαιώματα αλλά και υποχρεώσεις. Ένα από τα βασικότερα δικαιώματά τους είναι το δικαίωμα συμμετοχής στην διαδικασία εκλογής του διοικητικού συμβουλίου ή ακόμα και στις αποφάσεις σχετικά με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή όχι. Η εκλογική δύναμη των μετόχων και

³⁵ Σχετικά με τον κίνδυνο θα γίνει εκτενέστερη ανάλυση στο επόμενο κεφάλαιο όπου θα γίνει η ανάλυση και η μελέτη του κινδύνου της εταιρίας Μοχλός σε σύγκριση με κάποια άλλη εταιρία διαφορετικού κλάδου αλλά χαμηλότερου κινδύνου.

η επιβολή της γνώμης τους εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση.

Σε περίοδο χρεοκοπίας της επιχείρησης η «ευθύνη» των επενδυτών περιορίζεται στα όρια του επενδυόμενου κεφαλαίου τους.

Προνομιούχες μετοχές

Η διαφορά των προνομιούχων μετοχών με των κοινών μετοχών είναι ότι οι κάτοχοί τους δεν έχουν δικαίωμα ψήφου. Επίσης δικαιούνται πρώτοι μέρος και σε περίπτωση που δεν υπάρχουν κέρδη για την επιχείρηση παίρνουν ένα συγκεκριμένο ποσοστό από τα αποθεματικά της επιχείρησης.

Σε περίπτωση χρεοκοπίας της επιχείρησης πρώτα δίνονται λεφτά από την ρευστοποίηση της επιχείρησης στους δανειστές της, στην συνέχεια στους κατόχους προνομιούχων μετοχών και τέλος ότι έχει περισσέψει διανέμεται στους κατόχους κοινών μετοχών ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρία.

Ονομαστικές μετοχές

Ονομαστικές μετοχές είναι οι μετοχές που αναγράφεται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου του καθώς και η ημερομηνία αγοράς τους. Οι ονομαστικές μετοχές εκδίδονται από μεγάλους δημόσιους οργανισμούς όπως τράπεζες, δημόσια επιχείρηση ηλεκτρικής ενέργειας, οργανισμός τηλεπικοινωνιών Ελλάδος κτλ. Η μεταβίβαση των μετοχών παλιότερα θεωρούνταν πιο δύσκολη και χρονοβόρα, σήμερα η διαδικασία αυτή έχει απλοποιηθεί αρκετά. Οι ονομαστικές μετοχές που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, καταχωρούνται στην Ανώνυμη εταιρία αποθετηρίων Τίτλων και αντί αυτών κυκλοφορούν αποθετήρια έγγραφα.

Ανώνυμες μετοχές

Στις ανώνυμες μετοχές δεν αναγράφεται το όνομα του και τα στοιχεία του κομιστή που σημαίνει κάτοχός τους θεωρούνται όποιος τις κομίζεται, σαν τα χαρτονομίσματα.

Τιμολόγηση των μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο μπορούν να επηρεαστούν από μια σειρά παραγόντων εσωτερικούς και εξωτερικούς, όπως:

- Εξωτερικοί
 - Το διεθνές περιβάλλον, οι πορεία των άλλων χρηματιστηριακών αγορών
 - Η φιλοδοξία ή απαισιοδοξία που αισθάνονται οι επενδυτές για την οικονομική κατάσταση της χώρας τους (έλλειμμα, ρυθμοί ανάπτυξης, πληθωρισμός, ανεργία επιτόκια κτλ.)
 - Η ψυχολογία της αγοράς. Για παράδειγμα παρατηρείται (περισσότερο στο εξωτερικό) το φαινόμενο του Ιανουαρίου, τον μήνα Ιανουάριο όπου παρατηρείται αυξημένη ζήτηση σε μετοχές μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης.
- Εσωτερικοί
 - Οι κοινοποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων, τριμήνου, εξαμήνου, εννιαμήνου και δωδεκαμήνου.
 - Ένα πιθανόν έκτατο έξοδο π.χ. μια πυρκαγιά
 - Η ανάληψη ενός σπουδαίου έργου. Κτλ.

Ωστόσο, οι μετοχές παρουσιάζουν παραπάνω από μια τιμή. Έχουμε δηλαδή:

- Ονομαστική τιμή της μετοχής, είναι δηλαδή η τιμή που αναγράφεται πάνω στο χρεόγραφο και είναι το πηλίκο της διαίρεσης του μετοχικού κεφαλαίου προς το σύνολο των μετοχών.
- Η τιμή έκδοσης. Η τιμή έκδοσης είναι η τιμή που αγοράστηκε η μετοχή κατά την έκδοσή της. Όταν η τιμή αυτή είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική της αξία τότε λέγεται τιμή έκδοσης στο άρτιο και όταν είναι κατώτερη της ονομαστικής αξίας έχουμε, τιμή έκδοσης υπό το άρτιο
- Τέλος έχουμε και την χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής, η οποία διαμορφώνεται από τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης στο ΧΑΑ

Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share - E.P.S.)

Ίσως ο πιο χρησιμοποιούμενος αριθμοδείκτης στην καθημερινή μας ζωή, είναι ο δείκτης που υπολογίζει τα κέρδη ανά μετοχή. Αυτό μπορούμε εύκολα να το διαπιστώσουμε αγοράζοντας μια οικονομική εφημερίδα και δούμε στο πίσω μέρος της, στο σημείο που αναγράφονται οι τιμές των μετοχών υπάρχει μια στήλη που υπολογίζει τα κέρδη ανά μετοχή για την κάθε επιχείρηση. Κάθε επενδυτής, θεσμικός ή μη, που θέλει να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές θέλει να ξέρει τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή, δηλαδή θέλει να ξέρει πόσα κέρδη αντιστοιχούν μεμονωμένα σε κάθε μετοχή της επιχείρησης. Έτσι βρίσκουμε το αποτέλεσμα των κερδών ανά μετοχή εάν διαιρέσουμε το Σύνολο των καθαρών κερδών της χρήσης προς το μέσο όρο των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία στην ίδια χρήση.

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Βέβαια κάθε σοβαρός επενδυτής, που θέλει να λάβει μια εμπεριστατωμένη απόφαση για το αν θα πουλήσει ή θα αγοράσει μετοχές μιας εταιρίας, δεν στηρίζεται μόνο σ' αυτόν τον δείκτη, αλλά θα πρέπει να υπολογίσει και την μερισματική απόδοση της κάθε μετοχής³⁶. Αν και είναι ευρέως χρησιμοποιούμενος αυτός ο δείκτης είναι παράλληλα αρκετά παραπλανητικός.

Όπως γνωρίζουμε, η κάθε επιχείρηση δεν αποτελείται μόνο από κοινές μετοχές. Αν ήταν έτσι θα ήταν αρκετά εύκολος ο υπολογισμός του διότι ο υπολογισμός του θα μας έδινε ένα καθαρό αποτέλεσμα της κερδοφόρας δυναμικότητας μιας επιχείρησης με βάση τη μια μετοχή. Παρόλα αυτά οι επιχειρήσεις αποτελούνται εκτός από κοινές μετοχές και από προνομιούχες μετοχές όπου οι κάτοχοί τους δικαιούνται πρώτοι την είσπραξη μερίσματος το οποίο δεν είναι το ίδιο με αυτό των κατόχων κοινών μετοχών. Επομένως το αποτέλεσμα θεωρήται παραπλανητικό διότι ο δείκτης υπολογίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της κάθε εταιρίας με βάση το σύνολο των κοινών μετοχών και αδιαφορεί για την ύπαρξη των προνομιούχων.

Επίσης, θα ήταν λάθος αν λαμβάναμε υπ' όψιν μας, μεμονωμένα αυτό το αποτέλεσμα αυτού του αριθμοδείκτη, έτσι ώστε να επιλέξουμε την μετοχή που έχει το μεγαλύτερο κέρδος ανά μετοχή (EPS), διότι η διοίκηση της κάθε εταιρίας μπορεί να μεταβάλει τον αριθμό των μετοχών της ανάλογα με τις ανάγκες της και τους στόχους της. Μπορεί δηλαδή να κάνει Stock Split ή Reverse Stock Split. Ο λόγος που μια επιχείρηση προβαίνει σε Stock Split ή Reverse Stock Split είναι γιατί είτε κεφαλαιοποιεί τα αποθεματικά της είτε γιατί διαμορφώνει την αξία των παγίων

³⁶ Το πως θα υπολογίσουμε την μερισματική απόδοση θα το δούμε στον επόμενο αριθμοδείκτη

στοιχείων της, που ενδέχεται να είναι υποτιμημένα ή υπερτιμημένα είτε απλά διαιρεί τις μετοχές της έχοντας σαν στόχο να αυξήσει την εμπορευσιμότητα των μετοχών της κάνοντας την μετοχή της πιο δελεαστική στα μάτια των επενδυτών.

Αυτό μπορεί να γίνει καλύτερα κατανοητό παραθέτοντας το παρακάτω παράδειγμα.

Παράδειγμα:

Έστω μια επιχείρηση «Α» παρουσιάζει τα εξής αποτελέσματα:

Επιχείρηση «Α»	
Καθαρά κέρδη χρήσης	€400,000
Σύνολο Μετοχών	100,000
ονομαστική τιμή	€1
Μετοχικό κεφάλαιο	€1 × 100,000 = €100,000

Υπολογίζοντας τα κέρδη ανά μετοχή θα έχουμε το εξής αποτέλεσμα:

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€400,000}{100,000} = €4.00$$

Άρα τα κέρδη της ανέρχονται στα €4 ανά μετοχή. Αν οι εταιρία για διάφορους εσωτερικούς λόγους μετέβαλε την σύνθεση των μετοχών, 2 νέες μετοχές για κάθε 1 παλιά τότε θα συμβεί το εξής στον δείκτη.

Επιχείρηση «Α»	
Καθαρά κέρδη χρήσης	€400,000
Σύνολο Μετοχών	100,000
ονομαστική τιμή	€0.5
Μετοχικό κεφάλαιο	€0.5 × 200,000 = €100,000

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€400,000}{200,000} = €2.00$$

Φαινομενικά μειώθηκε η κερδοφόρα δυναμικότητα της κάθε μετοχής. Θα ήταν όμως λάθος αν βγάσαμε αρνητικό συμπέρασμα για την επιχείρηση, διότι δεν μεταβλήθηκαν ούτε τα καθαρά της κέρδη αλλά ούτε και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Συνήθως, όταν μια επιχείρηση κάνει απλά split, χωρίς να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο το κάνει για να φαίνεται πιο δελεαστική η χρηματιστηριακή τιμή στους επενδυτές, γιατί αν η χρηματιστηριακή της τιμή της επιχείρησης «Α» ήταν π.χ. €45 ανά μετοχή, μετά το split και χωρίς την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου η χρηματιστηριακή της τιμή θα διαπραγματεύεται στα €22.5. Αυτή είναι μια πολιτική των επιχειρήσεων προκειμένου να κάνουν στα μάτια των επενδυτών δελεαστική την τιμή της μετοχής τους και να αυξήσουν την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας. Σε ανάλογες κινήσεις προέβη η ΕΤΕ και η ALPHA BANK και προσφάτως η Τράπεζα Πειραιώς.

Αναφέραμε προηγουμένως ότι ο δείκτης υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη με τον μέσο αριθμό των μετοχών. Είναι πολύ σημαντικό να

υπολογίσουμε το μέσο αριθμό των μετοχών όπου υπολογίζουμε το άθροισμα του αριθμού των μετοχών στην αρχή της οικονομικής περιόδου με το τέλος της περιόδου και όλο το αποτέλεσμα δια δυο. Μαθηματικά εκφράζεται:

$$\frac{\text{Αριθμός Μετοχών Αρχής Περιόδου} + \text{Αριθμός Μετοχών Τέλους Περιόδου}}{2}$$

Η καλύτερη περίπτωση και παράλληλα καλύτερο αποτέλεσμα θα είχαμε αν γνωρίζαμε την ακριβή ημερομηνία μεταβολής του αριθμού των μετοχών. Μπορεί να γίνει πιο κατανοητό από το ακόλουθο παράδειγμα:

Παράδειγμα:

Έστω ότι μια επιχείρηση είχε 100,000 κοινές μετοχές και ο αριθμό τους αυξήθηκε σε κατά 40,000 δηλαδή σύνολο 140,000 τους 3 τελευταίους μήνες του 1999. Τα καθαρά κέρδη ήταν €200,000.

1. Αν υπολογίσουμε τον δείκτη βάζοντας τον τελικό συνολικό αριθμό των μετοχών αδιαφορώντας για το πιο μήνα έγινε η αύξηση θα έχουμε το εξής αποτέλεσμα:

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Συνολικός αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€200,000}{140,000} = €1.43 \text{ ανά μετοχή}$$

2. Αν υπολογίσουμε τον δείκτη βρίσκοντας τον μέσο όρο του αριθμού των μετοχών θα έχουμε:

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€200,000}{(100,000 + 140,000) / 2} = €1.66 \text{ ανά μετοχή}$$

3. Τέλος, αν λάβουμε υπόψη μας την ακριβή ημερομηνία μεταβολής του συνόλου των μετοχών τότε για τον παρονομαστή του κλάσματος θα έχουμε:

$$\begin{aligned} 100,000 \text{ μετοχές} \times 9/12 \text{ του χρόνου} &= 75,000 \\ 140,000 \text{ μετοχές} \times 3/12 \text{ του χρόνου} &= 35,000 \\ \text{Μεσοσταθμικός αριθμός κοινών μετοχών} &= 110,000 \end{aligned}$$

Άρα:

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€200,000}{110,000} = €1.81 \text{ ανά μετοχή}$$

Βλέπουμε την απόκλιση που μπορεί να έχει το αποτέλεσμα. Στην πρώτη περίπτωση ήταν €1.43 ανά μετοχή, στην δεύτερη €1.66 και στην τρίτη €1.81. Όταν δεν γνωρίζουμε την ακριβή ημερομηνία μεταβολής του αριθμού των μετοχών το υπολογίζουμε με τον δεύτερο τρόπο του παραδείγματος όπου είναι σαν να υποθέτουμε ότι η μεταβολή έγινε στο μέσο της χρήσης.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσο αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€7,794,707.74}{146,820,384} = €0.05$$

2003

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσο αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€8,745,778.56}{146,820,384} = €0.06$$

2002

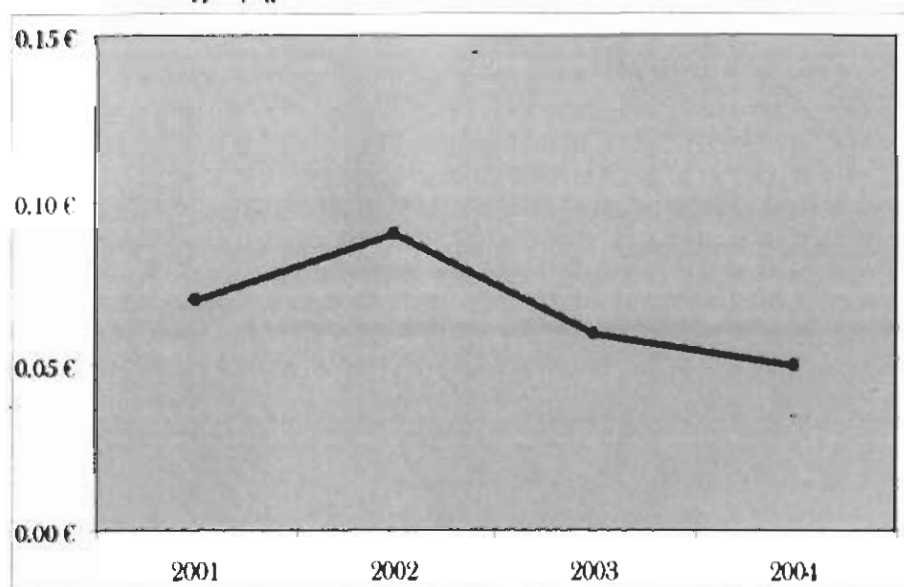
$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσο αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€8,352,557.32}{(146,820,384 + 44,000,000) / 2} =$$

= €0.09

2001

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσο αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€3,103,840.6}{44,000,000} = €0.07$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Όπως είναι δύσκολο να κάνουμε συγκρίσεις στα κέρδη ανά μετοχή μεταξύ επιχειρήσεων, έστω και αν ακόμα ανήκουν στον ίδιο κλάδο και έχουν τα ίδια περιουσιακά στοιχεία έτσι και εδώ είναι δύσκολο να συγκρίνουμε διαχρονικά τα ανά μετοχή κέρδη της εταιρίας Μοχλός και να βγάλουμε κάποιο συμπέρασμα.

Οι λόγος μπορεί να είναι:

- Να οφείλετε στην αλλαγή της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης
- Στην αλλαγή του νόμου περί του φορολογικού συντελεστή των επιχειρήσεων

Γενικά, όταν η κοπή νέων μετοχών δεν συνοδεύεται από παράλληλη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου τότε είναι πιο εύκολα να συγκρίνουμε διαχρονικά τα κέρδη ανά

μετοχή μιας εταιρίας προσαρμόζοντας την αλλαγή καθ' όλη την διάρκεια των ετών που μελετάμε την μεταβολή των κατά μετοχή κερδών.

Μερίσματα κατά μετοχή (Dividends per share).

Το μέρισμα κατά μετοχή (D.P.S.) βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των διανεμομένων κερδών (μερισμάτων) της χρήσεως με το σύνολο των μετοχών που δικαιούνται μέρισμα.

$$\text{Μέρισμα κατά Μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

ή

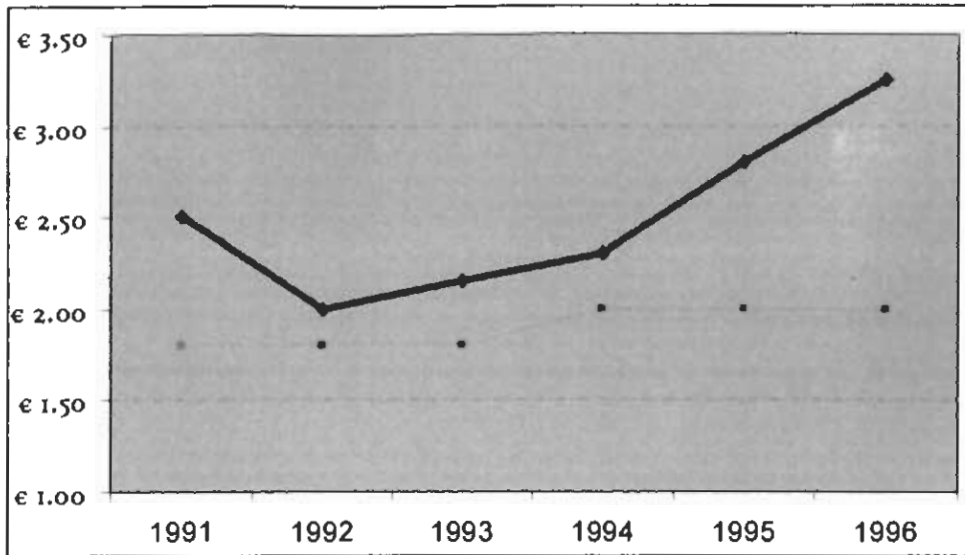
$$\text{Divident pare share} = \frac{\text{Divident}}{\text{Common stocks}}$$

Μας δείχνει το μέρισμα που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή δηλαδή τα συνολικά μερίσματα που διανέμει η κάθε επιχείρηση στους μετόχους της.

Τα μερίσματα που διανέμει η κάθε επιχείρηση προέρχονται από τα κέρδη (σε περίπτωση που παρουσιάζει κέρδη) που βγάζει η επιχείρηση σε ένα έτος. Το σύνολο των μερισμάτων εξαρτάται από την μερισματική πολιτική που ασκεί η κάθε εταιρία. Πολλοί επενδυτές ελκύονται από την αγορά μετοχών που έχουν μια σταθερή μερισματική πολιτική. Λέγοντας σταθερή μερισματική πολιτική εννοούμε, η επιχείρηση να διανέμει στους μετόχους της ένα σταθερό μέρισμα ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των κερδών της επιχείρησης. Τα μερίσματα αποτελούν κάποιο ποσοστό των κερδών προς διάθεση, τα υπόλοιπα είναι αμοιβές του διοικητικού συμβουλίου, το τακτικό αποθεματικό (που ορίζεται από το νόμο και είναι 5%), τα αφορολόγητα αποθεματικά και τα υπόλοιπα κέρδη εις νέο. Έτσι έχουμε το ακόλουθο παράδειγμα:

Έτος	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Κέρδη ανά μετοχή	€2.5	€2.00	€2.15	€2.30	€2.80	€3.25
Μέρισμα ανά μετοχή	€1.80	€1.80	€1.80	€2.00	€2.00	€2.00

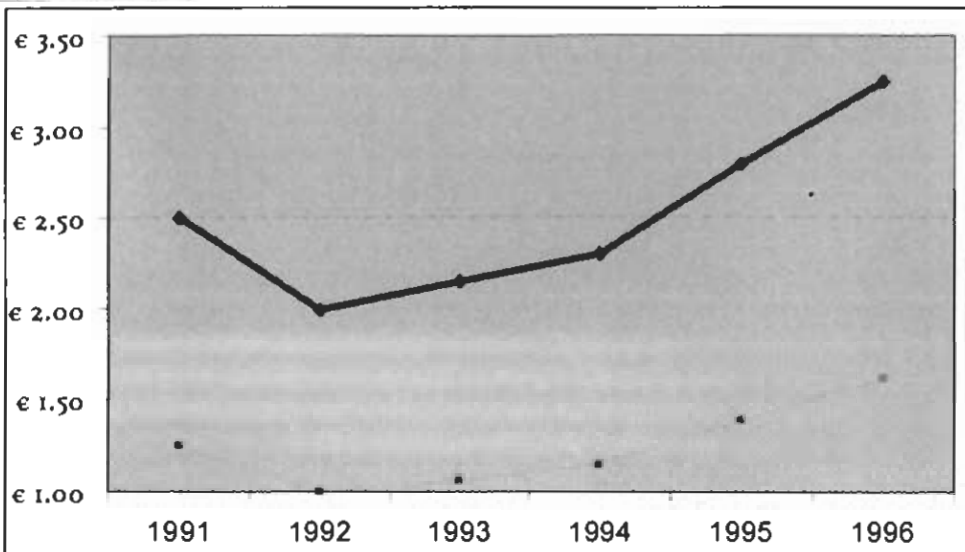
Έχουμε μια υποθετική επιχείρηση που παρουσιάζει τα ακόλουθα αποτελέσματα, κέρδη ανά μετοχή και μέρισμα ανά μετοχή. Τα οποία προσομοιάζοντας στο παρακάτω γράφημα:



Μπορεί να επιλέξει να διανέμει ένα συγκεκριμένο μέρισμα κάθε χρόνο ανεξάρτητα από την μεταβολή των κερδών της. Σε περίπτωση δηλαδή που η επιχείρηση παρουσιάσει κέρδη ανά μετοχή μικρότερη από το σταθερό μέρισμα που έχει επιλέξει να διανείμει κάθε χρόνο μπορεί να καλύψει την διαφορά από τα αποθεματικά προηγούμενων χρόνων. Στόχος της επιχείρησης είναι να δώσει την εικόνα στο επενδυτή ότι η επένδυσή του χαρακτηρίζεται από σταθερότητα με τάση προοδευτικής ανόδου ανάλογα με το ύψος της οικονομικής μεγέθυνσης της εταιρίας.

Μια άλλη εναλλακτική στρατηγική είναι όπως το ακόλουθο παράδειγμα:

Έτος	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Κέρδη ανά μετοχή	€2.50	€2.00	€2.15	€2.30	€2.80	€3.25
Μέρισμα ανά μετοχή	€1.25	€1.00	€1.07	€1.15	€1.40	€1.62



Όπου η επιχείρηση διανέμει σαν μέρισμα έναν σταθερό συντελεστή ποσοστού κερδών ανά μετοχή κάθε έτος. Στο παράδειγμά μας είναι 50%. Αυτή η στρατηγική έχει σαν μειονέκτημα ότι όταν την επόμενη χρονιά παρουσιάζει μειωμένα κέρδη θα πρέπει να μειώσει ανάλογα και το μέρισμα που διανέμεται στους μετόχους. Αυτή η

πράξη προκαλεί δυσαρέσκεια στους μετόχους και έχει σαν επίπτωση την μειωμένη ζήτηση της μετοχής και συνεπώς μείωση του χρηματιστηριακού όγκου συναλλαγών της εταιρίας με ότι αυτό συνεπάγεται (συνήθως δεν εμφανίζονται εύκολα αγοραστές σε μια δεδομένη τιμή πώλησης που έχουμε ορίσει σαν επενδυτές). Αυτό το μειονέκτημα μπορεί να αντισταθμιστεί εκδίδοντας έκτατα μερίσματα³⁷ ή δωρεάν μετοχές.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€2,936,407.68}{146,820,384} = €0.02$$

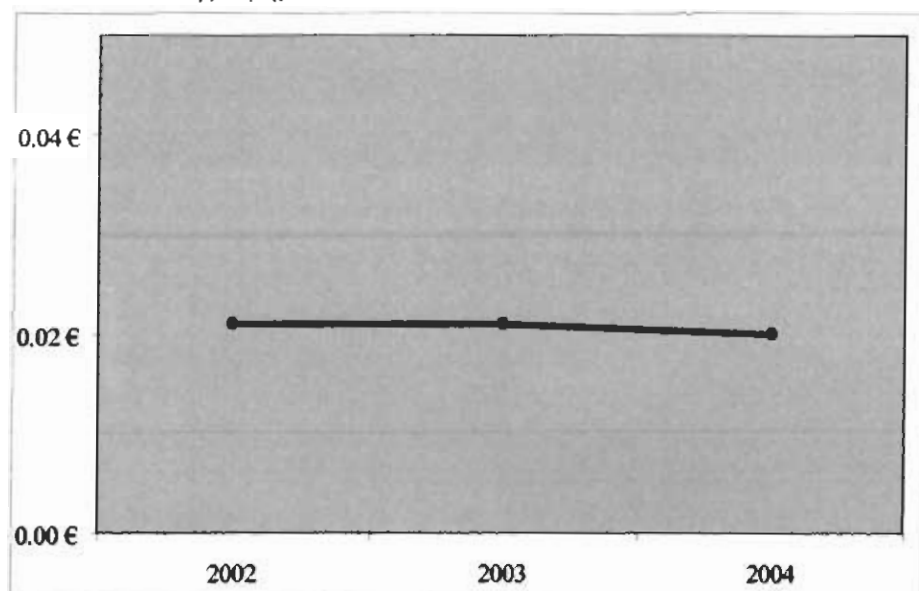
2003

$$\frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€3,083,228.06}{146,820,384} = €0.021$$

2002

$$\frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€3,083,228.06}{146,820,384} = €0.021$$

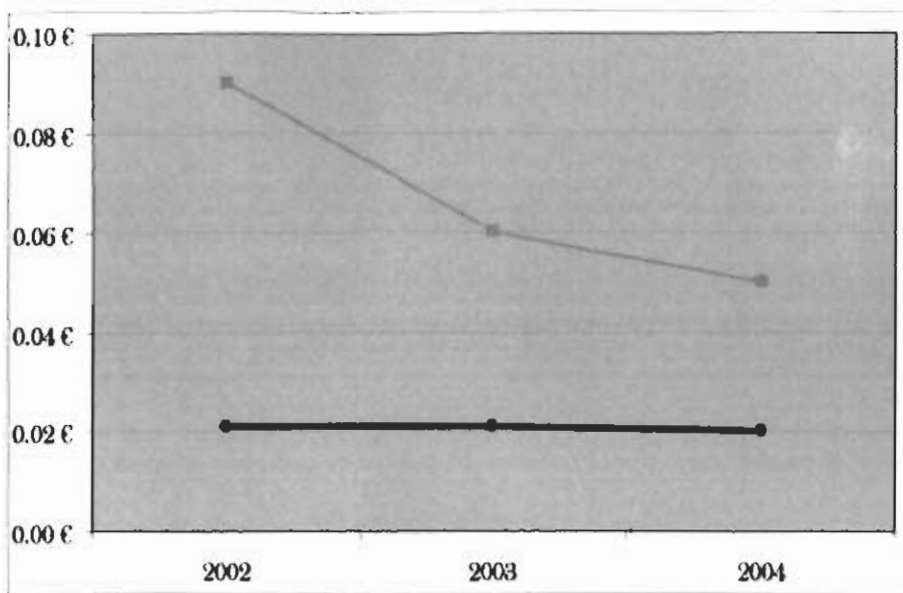
Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

Παρατηρούμε ότι ο Μοχλός ακολουθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική όμοια με την πρώτη επιχείρηση του παραδείγματός μας. Στο γράφημα που ακολουθεί έχουμε δυο και τους δύο αριθμοδείκτες (Κέρδη ανά μετοχή & μέρισμα ανά μετοχή) όπου επιβεβαιώνουν αυτόν τον ισχυρισμό μας σχετικά με την μερισματική πολιτική.

³⁷ Δες, τρέχουσα μερισματική απόδοση, σχετικά με το έκτατο μέρισμα.



Η τρέχουσα μερισματική απόδοση (Current dividend yield)

Η τρέχουσα μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους και βρίσκεται αν διαιρέσουμε το μέρισμα κατά μετοχή με την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο.

$$\text{Μερισματική απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο Χρηματιστήριο}}$$

Η μερισματική απόδοση δείχνει το πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας δεδομένης επιχείρησης, όταν κάποιος τις αγοράσει σε μια δεδομένη στιγμή στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία. Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή για τους επενδυτές.

Οι επιχειρήσεις μπορούν να προβούν σε διάφορους τρόπους προκειμένου να κάνουν δελεαστική την μετοχή τους στους επενδυτές. Πρώτα απ' όλα θα πρέπει να κάνουμε γνωστό ότι οι επιχειρήσεις εκτός από τα τακτικά μερίσματα (όπως λέγονται) μπορούν να δώσουν και έκτατα μερίσματα. Οι εταιρίες προβαίνουν σε αυτή την κίνηση όταν βρίσκονται σε περιόδους ευημερίας και οικονομικής ανάπτυξης. Ύστερα από απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, δίνουν ένα πολύ μικρό μέρος των αποθεματικών της επιχείρησης στους κατόχους κοινών μετοχών. Ο λόγος που η επιχείρηση προβαίνει σε αυτή την κίνηση, είναι για να αυξήσει ακόμα πιο πολύ τον όγκο συναλλαγών της, έτσι ώστε να δημιουργηθεί αυξανόμενη ζήτηση για την αγορά των μετοχών της, από υποψήφιους επενδυτές και να αυξηθεί η χρηματιστηριακή κεφαλαιακή αξία της εταιρίας. Η στρατηγική της αποκοπής έκτατου μερίσματος συνίσταται σε επιχειρήσεις που δεν έχουν σταθερά κέρδη κάθε οικονομικό έτος.

Βέβαια η έκτατη μερισματική απόδοση θα πρέπει να είναι χαμηλή γιατί διαφορετικά την επόμενη μέρα διαπραγματεύεται των μετοχών της εταιρίας χωρίς το δικαίωμα είσπραξης του έκτατου μερίσματος, η στατιστικές μελέτες έδειξαν ότι δημιουργείται υπερβάλλουσα ρευστοποίηση των μετοχών από τους θεσμικούς ή μη επενδυτές προκειμένου να εξασφαλίσουν τα κέρδη τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα

επενδυτές προκειμένου να εξασφαλίσουν τα κέρδη τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την βαθμιαία πτώση της τιμής της μετοχής αλλά και την συρρίκνωση της χρηματιστηριακής κεφαλαιακής αξίας της εταιρίας.

Η εταιρία θα πρέπει να αποφεύγει την συνέχιση της πολιτικής της αποκοπής έκτατου μερίσματος κάθε χρήση διότι τότε παύει να θεωρείται έκτατο καθώς οι επενδυτές θα αναμένουν αυτήν την κίνηση της εταιρίας.

Μια άλλη τακτική των επιχειρήσεων είναι διανείμει αντί για μέρισμα μετοχές. Αυτή η στρατηγική έχει σαν αποτέλεσμα να ελκύει νέους επενδυτές και να αυξάνεται η ζήτηση για αγορά μετοχών της συγκεκριμένης εταιρίας. Για την εταιρία, το σημαντικότερο πλεονέκτημα είναι ότι κρατάει τα κεφάλαια της, δεν τα διανέμει στους μετόχους και έτσι δεν μειώνονται τα ίδια κεφάλαια και παράλληλα μπορεί να τα χρησιμοποιήσει σε νέες κερδοφόρες επενδύσεις. Οι οικονομολόγοι διακρίνουν αυτή την πολιτική σε μικρό ποσοστό διανομής μετοχών αντί για μέρισμα και σε μεγάλο ποσοστό διανομής μετοχών αντί για μέρισμα³⁸.

Μικρό ποσοστό διανομής μετοχών αντί για μέρισμα

Αν η διανομή μετοχών αντί για μέρισμα είναι κάτω από 25% από τις προηγούμενες συνολικές μετοχές της εταιρίας, τότε μιλάμε για μικρό ποσοστό διανομής μετοχών αντί για μέρισμα. Η διαδικασία αυτή μπορεί να γίνει κατανοητή από το εξής παράδειγμα.

	<i>Πριν</i>		<i>Μετά</i>
Κοινές Μετοχές		Κοινές Μετοχές	
(€10 ανά μετοχή 300,000 μετοχές)	€3,000,000	(€10 ανά μετοχή 315,000 μετοχές)	€3,150,000
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	€1,000,000	Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	€1,375,000
Αποθεματικά	€4,000,000	Αποθεματικά	€3,475,000
Σύνολο Ιδίων Μετοχών	€8,000,000	Σύνολο Ιδίων Μετοχών	€8,000,000
Σημείωση: Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι €35			

Ας υποθέσουμε ότι μια υποθετική εταιρία που τα στοιχεία της αποτυπώνονται στον παραπάνω πίνακα, θέλει να διανείμει αντί για μέρισμα μετοχές. Για αυτό το λόγο το διοικητικό συμβούλιο αποφάσισε να δώσει 5% νέες μετοχές.

Επομένως οι νέες μετοχές που θα διανείμει στους μετόχους θα είναι 15,000 (=300,000 × 0.05). Ο συνολικός αριθμός των νέων μετοχών μετά από αυτή την ενέργεια του διοικητικού συμβουλίου θα είναι 315,000 και το μετοχικό κεφάλαιο 315,000 × €10 (όπου είναι η ονομαστική αξία της κάθε μετοχής) = €3,150,000. Η τιμή που αποτιμάται στο χρηματιστήριο για την μετοχή είναι €35, άρα €35 × 15,000 = €525,000. Αυτά τα €525,000 θα αφαιρεθούν από τα αποθεματικά και θα μείνουν €3,475,000. Η υπολειμματική αξία €375,000 θα προστεθεί στη διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο.

Με αυτήν την ενέργεια της εταιρίας παρατηρούμε ότι τα κέρδη ανά μετοχή τυπικά μειώθηκαν αφού αυξήθηκε ο αριθμός των μετοχών ενώ το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων έμεινε σταθερό. Στην ουσία, οι μέτοχοι της εταιρίας έχουν στην διάθεσή τους περισσότερες κοινές μετοχές με μικρότερο δείκτη κερδών ανά μετοχή (όπως

³⁸ "Fundamentals of Financial Management", twelfth edition, James C. Van Horn & John M. Wachowicz, JR. σελ 481 - 482

δικαίωμα συμμετοχής του μετόχου για τις νέες μετοχές, οι μέτοχοι που τις απέκτησαν, οι τουλάχιστον ορισμένοι από αυτούς, πουλάνε ένα μέρος τους ή όλες, προκειμένου να εξασφαλίσουν κάποια κέρδη. Έτσι, δημιουργείται μια αυξημένη προσφορά μετοχών της εταιρίας στην κεφαλαιαγορά. Εάν θα επικρατήσουν οι αγοραστές εν τέλη, εξαρτάται από τους μακροπρόθεσμους στόχους που έχει θέση η εταιρία και κατά πόσο έπεισε τους επενδυτές να κρατήσουν περισσότερο τις μετοχές τους. Το κέρδος για την εταιρία είναι ότι αυτό το κεφάλαιο κατάφερε να το κεφαλαιοποιήσει αυξάνοντας το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο. Έτσι, αφού παραμένουν τα χρηματικά διαθέσιμα στην επιχείρηση, αυξάνει το κεφάλαιο κίνησης της και μπορεί να το επενδύσει σε διάφορους τρόπους (π.χ. αγοράζοντας πάγια στοιχεία).

Μεγάλο ποσοστό διανομής μετοχών αντί για μέρισμα

Αν η διανομή μετοχών αντί για μέρισμα είναι άνω του 25% από τις προηγούμενες συνολικές μετοχές της εταιρίας, τότε μιλάμε για μεγάλο ποσοστό διανομής μετοχών αντί για μέρισμα. Η διαδικασία αυτή μπορεί να γίνει κατανοητή από το εξής παράδειγμα:

	<i>Πριν</i>		<i>Μετά</i>
Κοινές Μετοχές		Κοινές Μετοχές	
(€10 ανά μετοχή 300,000 μετοχές)	€3,000,000	(€10 ανά μετοχή 600,000 μετοχές)	€6,000,000
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	€1,000,000	Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	€1,000,000
Αποθεματικά	€4,000,000	Αποθεματικά	€1,000,000
Σύνολο Ιδίων Μετοχών	€8,000,000	Σύνολο Ιδίων Μετοχών	€8,000,000
Σημείωση: Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι €35			

Ας υποθέσουμε ότι μια υποθετική εταιρία που τα στοιχεία της αποτυπώνονται στον παραπάνω πίνακα, θέλει να διανείμει αντί για μέρισμα μετοχές. Για αυτό το λόγο το διοικητικό συμβούλιο αποφάσισε να δώσει αύξηση 100% νέες μετοχές.

Το μετοχικό κεφάλαιο μετά την απόφαση της διοίκησης θα είναι $€10 \times 600,000 = €6,000,000$, τα οποία θα αντληθούν από τα αποθεματικά κεφάλαια.

Σε αυτή την περίπτωση οι μέτοχοι απέκτησαν το διπλάσιο αριθμό μετοχών μειώνοντας όπως είναι λογικό στο μισό τα κέρδη ανά μετοχή, ενώ το σύνολο ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας παρέμεινε σταθερό στα €8,000,000.

Η διανομή 100% νέων μετοχών αποφεύγεται από τις εταιρίες διότι παρουσιάζεται την επόμενη μέρα ένας πολύ μεγάλος όγκος πωλητών που θέλουν να ρευστοποιήσει τις μετοχές του προκειμένου να εξασφαλίσουν τα υπέρ κέρδη τους. Αυτό έχει αντίκτυπο και στην τιμή της μετοχής όπου θα διολισθήσει σε σημαντικό βαθμό μέχρι να θεωρήσουν οι επενδυτές ότι η τιμή της ξανά αποτελεί επενδυτική ευκαιρία.

Stock Split

Μια άλλη στρατηγική όπου και αυτή ακολουθείται από τις επιχειρήσεις και είναι γνωστή ως *Stock Split*. Με το *Stock Split* αυξάνεται ένας συγκεκριμένος αριθμός μετοχών και αναλογικά μειώνεται η *ονομαστική αξία* των μετοχών. Για να γίνει κατανοητό παραθέτουμε πάλι το ίδιο παράδειγμα με την υποτιθέμενη εταιρία και δίδονται τα ακόλουθα στοιχεία.

γίνει κατανοητό παραθέτουμε πάλι το ίδιο παράδειγμα με την υποτιθέμενη εταιρία και δίδονται τα ακόλουθα στοιχεία.

	<i>Πριν</i>		<i>Μετά</i>
Κοινές Μετοχές		Κοινές Μετοχές	
(€10 ανά μετοχή 300,000 μετοχές)	€3,000,000	(€5 ανά μετοχή 600,000 μετοχές)	€3,000,000
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	€1,000,000	Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	€1,000,000
Αποθεματικά	€4,000,000	Αποθεματικά	€4,000,000
Σύνολο Ιδίων Μετοχών	€8,000,000	Σύνολο Ιδίων Μετοχών	€8,000,000
Σημείωση: Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι €35			

Παρατηρούμε, ότι μετά το Split (μια παλαιά μετοχή προς δυο νέες), διπλασιάστηκαν οι μετοχές από 300,000 σε 600,000 αλλά και η ονομαστική τιμή της μετοχής μειώθηκε στο μισό, από €10 σε €5 ενώ όλα τα άλλα παρέμειναν σταθερά. Επίσης μετά από αυτήν την πράξη μειώνεται και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και από €35 που είναι σε τρέχουσες τιμές, γίνεται €17.75

Είναι σάφρον μια επιχείρηση να προβαίνει σε αυτή την στρατηγική μόνο όταν η μετοχή της εταιρίας έχει φτάσει σε ιστορικά υψηλά σημεία και «θεωρείται» από τους επενδυτές ακριβή. Δηλαδή ο κύριος λόγος που κάνει split μετοχών μια εταιρία είναι για να προσελκύσει νέους πελάτες και να αυξήσει τον όγκο συναλλαγών.

Η αντίθετη τακτική ονομάζεται Reverse Split. Συνίσταται σε εταιρίες που έχουν πολύ μικρή χρηματιστηριακή τιμή (π.χ. όπως ο Μοχλός). Έτσι αυξάνεται η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, μειώνοντας παράλληλα και τον αριθμό των μετοχών έτσι ώστε να μην υπάρχει κίνδυνος να μην μπορεί να διαπραγματευθεί η τιμή της μετοχής. Για παράδειγμα, στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών, το 2006 ο κανονισμός του χρηματιστηρίου παρεμβαίνει και επιβάλλει την διακοπή της διαπραγμάτευσης των μετοχών όταν μεταβάλλεται η μετοχή σε μια μέρα $\pm 20\%$ σε σχέση με το κλείσιμο της προηγούμενης συνεδρίασης. Έτσι όταν μια υποθετική μετοχή διαπραγματεύεται π.χ. στα €0.05 είναι δύσκολο να κάνει πράξη διότι ένα euro cent άνοδο δηλαδή στα €0.06 σημαίνει 20% άνοδος.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο Χρηματιστήριο}} = \frac{€0.02}{€0.32} = 0.0625 \text{ ή } 6.25\%$$

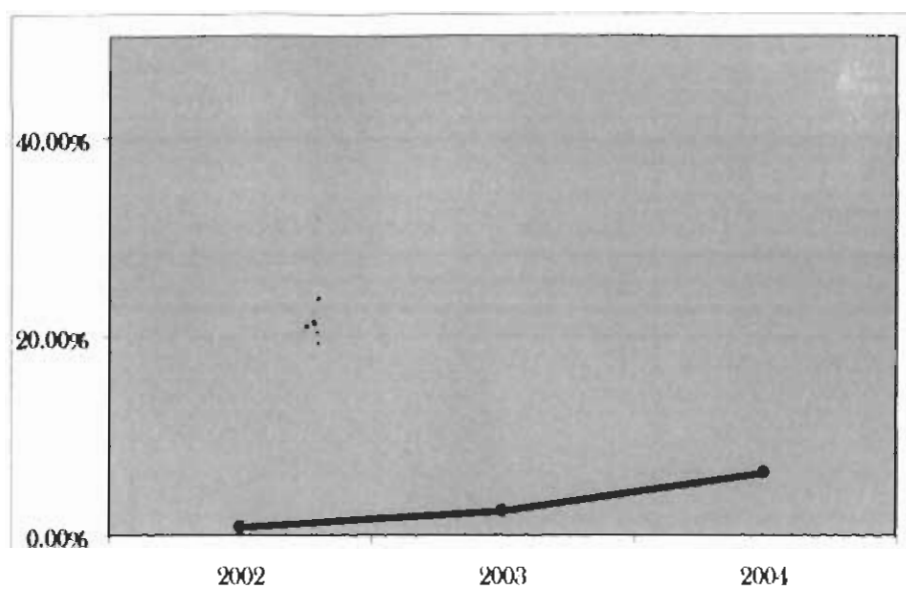
2003

$$\frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο Χρηματιστήριο}} = \frac{€0.021}{€0.89} = 0.0236 \text{ ή } 2.36\%$$

2002

$$\frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο Χρηματιστήριο}} = \frac{€0.021}{€1.54} = 0.0136 \text{ ή } 1.36\%$$

Έχουμε το γράφημα:



Παρατήρηση:

Το κύριο συμπέρασμα που μπορούμε να βγάλουμε από τον αριθμοδείκτη είναι ότι παρά την σταθερή μερισματική πολιτική που προσπαθεί να εφαρμόσει η διοίκηση της εταιρίας Μοχλός, η μετοχή της απαξιώνετε συνεχώς από τους επενδυτές. Η χρηματιστηριακή απαξίωση άρχισε το 1999 που η τιμή της μετοχής της ήταν €12.10 ή (4120 Δρχ), μέχρι σήμερα (2006) που έφτασε στο κατώτατο όριο €0.25 τιμή ανά μετοχή. Οι τιμές διακύμανσης της τιμής της μετοχής αναγράφονται στο επόμενο πίνακα.

ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.				
	2004	2003	2002	2001
Ανώτατη τιμή	€ 0.52	€ 1.41	€ 2.49	€ 4.20
Κατώτατη τιμή	€ 0.30	€ 0.38	€ 0.60	€ 0.96

Αναλυτικότερη παρουσίαση της πορείας της μετοχής θα γίνει στο τέλος του κεφαλαίου.

Το ποσοστό των διανεμομένων κερδών (percentage of distributed profits)

Αυτός ο αριθμοδείκτης μας δείχνει το ποσοστό του μερίσματος που διανέμει σε κάθε χρήση η επιχείρηση. Είναι δηλαδή, το πηλίκο της διαιρέσης των Συνολικών μερισμάτων προς το σύνολο των καθαρών κερδών.

$$\text{Το ποσοστό των διανεμομένων κερδών} = \frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων χρήσης}}{\text{Σύνολο καθαρών Κερδών χρήσεως}}$$

Με βάση αυτό το ποσοστό μπορούμε να καταλάβουμε την πολιτική που ακολουθεί μια επιχείρηση ως προς την διανομή των μερισμάτων της (έγινε ευρύτερη ανάλυση στα προηγούμενα κεφάλαια). Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των

διανεμόμενων κερδών τόσο μεγαλύτερο είναι το καταβαλλόμενο στους μετόχους μέρισμα. Αντίθετα, όσο μικρότερο είναι το ποσοστό αυτό τόσο πιο συντηρητική είναι η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση. Τα χρήματα που δεν διανεμήθηκαν, ένα μέρος τους πήγαν ως αμοιβές του διοικητικού συμβουλίου, άλλο μέρος σαν αποθεματικά και τέλος το υπόλοιπο των χρημάτων έγινε υπόλοιπο κερδών εις νέο.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων χρήσης}}{\text{Σύνολο καθαρών Κερδών χρήσεως}} = \frac{€2,936,407.68}{€7,794,707.74} = 37.67\%$$

2003

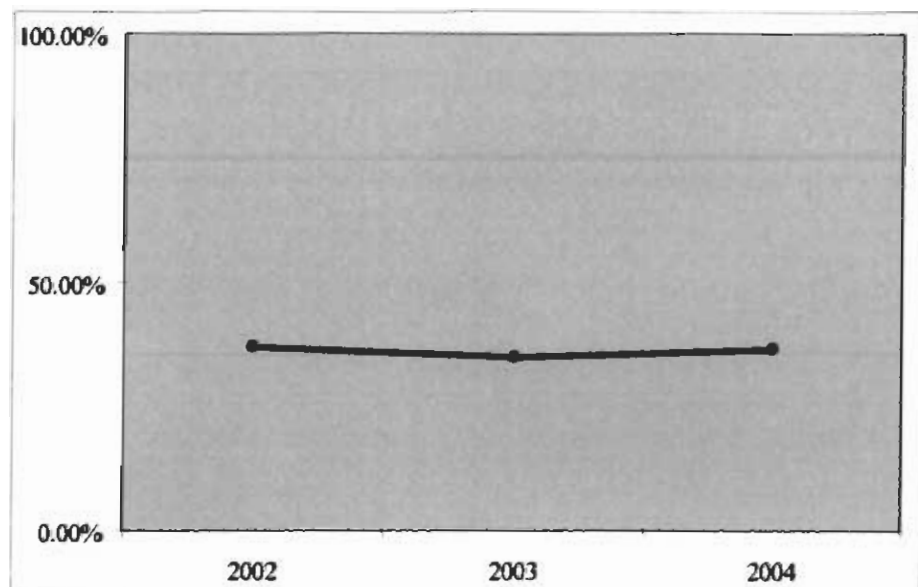
$$\frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων χρήσης}}{\text{Σύνολο καθαρών Κερδών χρήσεως}} = \frac{€3,083,228.06}{€8,745,778.56} = 35.25\%$$

2002

$$\frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων χρήσης}}{\text{Σύνολο καθαρών Κερδών χρήσεως}} = \frac{€3,083,228.06}{€8,352,557.32} = 36.91\%$$



Παρατήρηση:



Από το γράφημα αλλά και από τα αποτελέσματα βλέπουμε ότι ο Μοχλός ακολουθεί μια συντηρητική πολιτική όπου το μέσο ποσοστό διανομής των κερδών του με την μορφή μερισμάτων κυμαίνεται στα 36.61% τα τελευταία χρόνια. Όπως είπαμε και σε προηγούμενη παρατήρηση που κάναμε για την μερισματική πολιτική του Μοχλού μοιάζει με το πρώτα παράδειγμα που παραθέσαμε όπου η επιχείρηση ακολουθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική. Για τον Μοχλό το 2002 ως το 2003 το μέρισμα ήταν 2.1 euro cents και το 2004 2 euro cents ανά μετοχή. Ο λόγος που ακολουθεί αυτήν την χαμηλή σε ποσοστό διανομής μερίσματος ως προς τα κέρδη είναι γιατί προσπαθεί και με αυτό χρηματοδότηση να ανακάμψει με την οικονομική στενότητα και από την έλλειψη κεφαλαίων που αντιμετωπίζει.

Μερισματική απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Dividend yield on equity capital)

Ο Αριθμοδείκτης της μερισματικής απόδοσης ιδίων κεφαλαίων προσδιορίζεται από το πηλίκο της διαιρέσης του συνόλου των μερισμάτων που έχουν διανεμηθεί σε μια χρήση ως προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων

$$\text{Μερισματική απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης με βάση τα καταβαλλόμενα από αυτή μερίσματα. Η απόδοση των ξένων κεφαλαίων είναι ανεξάρτητη από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Για τα ξένα κεφάλαια η επιχείρηση καταβάλλει τόκους που το ύψος τους κυμαίνεται ανάλογα με τους όρους του δανείου και της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Η μερισματική αυτή απόδοση είναι συνήθως, μεγαλύτερη από εκείνη που υπολογίζεται με βάση το μέρισμα και την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της επιχείρησης. Τούτο, διότι, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών που απεικονίζει την προσδοκία των επενδυτών για τα μελλοντικά οικονομικά μεγέθη της εταιρίας ανάλογα με τους στόχους που έχει θέσει, είναι συνήθως μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία της μετοχής, η οποία προσδιορίζεται με βάση την αξία των περιουσιακών της στοιχείων, όπως αυτά εμφανίζονται στα βιβλία της αλλά και από τα συνολικά της αποθεματικά.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{€2,936,407.68}{€96,154,596.46} = 3.05\%$$

2003

$$\frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{€3,083,228.06}{€101,053,620.12} = 3.05\%$$

2003

$$\frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} = \frac{€3,083,228.06}{€100,572,181.88} = 3.07\%$$

Εσωτερική αξία μετοχής (Book value per share)

Η εσωτερική αξία βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών της που βρίσκονται σε κυκλοφορία.

$$\text{Εσωτερική αξία μετοχής (με βάση τη λογιστική καθαρά θέση)} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Όπως γνωρίζουμε τα Ίδια Κεφάλαια αποτελούνται:

- Από το μετοχικό κεφάλαιο. Που είναι το γινόμενο της ονομαστικής τιμής ανά μετοχή επί το πλήθος των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία.
- Διαφορά Έκδοσης μετοχών υπέρ το άρτιο, Που είναι η διαφορά της ονομαστικής τιμής της μετοχής με την τιμή έκδοσης ανά μετοχή επί το πλήθος των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία.

- Τα αποθεματικά κεφάλαια, τα οποία προέρχονται από τα κέρδη που πραγματοποίησε η επιχείρηση παλαιότερες χρονικές περιόδους
- Και τέλος τα αποτελέσματα εις νέο, που είναι το ίδιο με το αμέσως προηγούμενο. Η διαφορά είναι ότι στα αποθεματικά περιλαμβάνεται ένα ποσοστό (5%) που είναι υποχρεωμένη η επιχείρηση από την νομοθεσία να κρατάει.

Η εσωτερική αξία της μετοχής αποτελείται από ιστορικές τιμές, αντιπροσωπεύει δηλαδή το ύψος των κεφαλαίων που επένδυσαν οι πρώτοι επενδυτές συν τα χρηματικά ποσά που κέρδισε η επιχείρηση και παρακρατήθηκαν μέσα σ' αυτήν. Ο δείκτης δηλαδή δεν είναι αξιόπιστος γιατί έχει την συνολική αξία των κεφαλαίων σε ιστορικές τιμές, οπότε δεν αντιπροσωπεύει την πραγματικότητα και την αξία της επιχείρησης σε σημερινές τιμές.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€96,154,596.46}{146,820,384} = €0.65$$

2003

$$\frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€101,053,620.12}{146,820,384} = €0.69$$

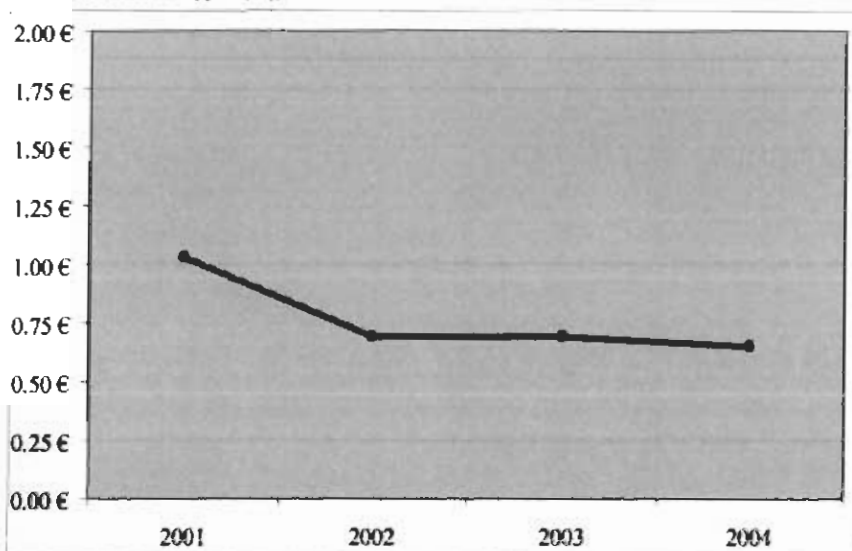
2002

$$\frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€100,572,181.88}{146,820,384} = €0.69$$

2001

$$\frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} = \frac{€45,409,159.09}{44,000,000} = €1.03$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Λόγος Χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία μετοχής (Price to Book Value Ratio)

Ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών μιας εταιρίας προς την εσωτερική αξία κάθε μετοχής δείχνει τη μεταξύ τους σχέση, δηλαδή πόσες φορές την εσωτερική της αξία διαπραγματεύεται η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης στην αγορά και παρέχει ένδειξη περί του εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία.

Θα πρέπει όμως η ερμηνεία αυτής της σχέσεως να γίνεται με μεγάλη προσοχή, διότι η εσωτερική αξία δίδεται σε ιστορικές τιμές (εκτός εάν έχει γίνει αναπροσαρμογή), ενώ η τιμή στο χρηματιστήριο εκφράζει την τρέχουσα αξία, όπως αυτή αποτιμάται από τους επενδυτές στην αγορά.

Η παραπάνω σχέση δίδεται από τον εξής τύπο:

$$\text{Λόγος Χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία μετοχής (P/BV)} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}}$$

ή

$$\frac{\text{Market Price}}{\text{Book Value}}$$

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}} = \frac{€0.32}{€0.65} = 0.49$$

2003

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}} = \frac{€0.89}{€0.69} = 1.29$$

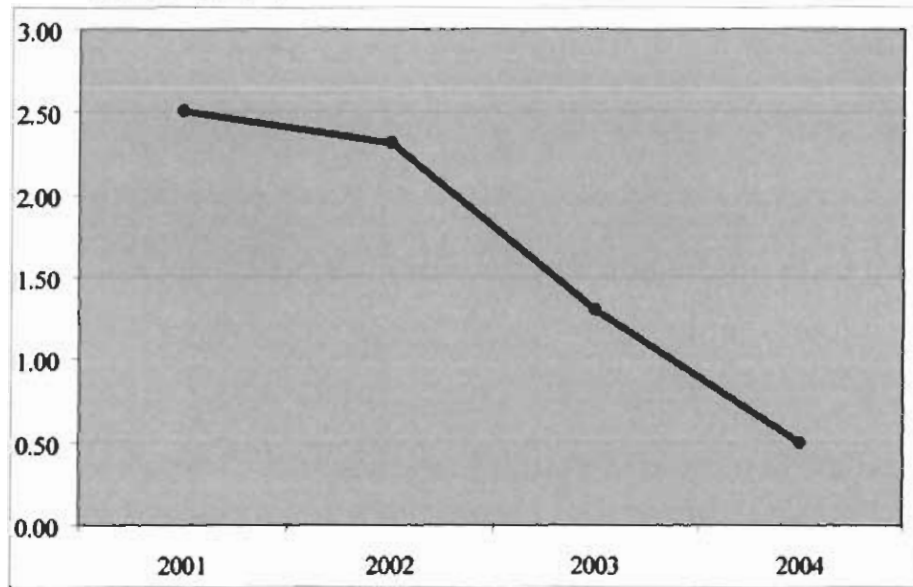
2002

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}} = \frac{€1.54}{€0.69} = 2.31$$

2001

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}} = \frac{€2.58}{€1.03} = 2.50$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.			
Έτος	P/BV	Book Value	Χρηματιστηριακή Αξία
2004	0.49	€0.65	€0.32
2003	1.29	€0.69	€0.89
2002	2.31	€0.69	€1.54
2001	2.50	€1.03	€2.58

2001 = 44,000,000 μετοχές 2002-2004 146,820,384 μετοχές

Ο δείκτης χρηματιστηριακή τιμή προς την εσωτερική αξία μας δείχνει την αναλογία που υπάρχει της τιμής της μετοχής που διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών κάτω από τις δυνάμεις της προσφοράς και τις ζήτησης, και της εσωτερικής αξίας της μετοχής που διαμορφώνεται από την αξία των ιδίων κεφαλαίων προς το σύνολο των κυκλοφορούντων μετοχών.

Για τον Μοχλό παρατηρούμε μια φθίνουσα πορεία του δείκτη από το 2001 ως το 2004. Οφείλεται κυρίως στην απαξίωση που έδειξαν οι επενδυτές στην μετοχή του Μοχλού αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την συρρίκνωση σταδιακά της τιμής της μετοχής. Η εσωτερική αξία της μετοχής παρέμεινε σταθερή ύστερα από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που έγινε το 2002. Επομένως, μαθηματικά αφού ο παρονομαστής έμεινε σταθερός και ο αριθμητής μειώθηκε, είχε σαν αποτέλεσμα να μειώνεται η τιμή του δείκτη.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να γίνει άλλη μια ακόμα παρατήρηση. Πολλοί επενδυτές όταν η αναλογία είναι μικρότερη της μονάδας θεωρούν επενδυτική ευκαιρία την αγορά της μετοχής της εταιρίας. Όμως, ο δείκτης είναι αρκετά παραπλανητικός αφού η αξία των στοιχείων που αποτελούν την επιχείρηση αναφέρονται σε ιστορικούς χρόνους και όχι σε πραγματικούς όπου μπορεί να είναι υπερτιμημένα ή υποτιμημένα. Επίσης δεν μας δείχνει και το ύψος του χρέους που έχει

δανειστές της επιχείρησης και στην συνέχεια ότι μείνει το εισπράττουν οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών και τέλος οι κάτοχοι κοινών.

Έτσι το 0.49 που παρουσιάζει ο Μοχλός το 2004 δεν μας υποδεικνύει ότι η μετοχή αποτελεί επενδυτική ευκαιρία, κάθε άλλο θα πρέπει να μας προβληματίσει (σαν επενδυτές) η πορεία της τιμής της μετοχής και να αναζητήσουμε περισσότερες πληροφορίες από άλλους αριθμοδείκτες, όπως οι δείκτες δαπανών λειτουργίας, διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας.

Αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings Ratio)

Ο αριθμοδείκτης τιμής προς κέρδη κατά μετοχή, όπως διεθνώς εκφράζεται με τον συμβολισμό (P/E), βρίσκεται αν διαιρέσουμε την τρέχουσα αξία μιας μετοχής με τα κατά μετοχής κέρδη της προηγούμενης ή της τρέχουσας χρήσεως (εφόσον είναι γνωστά).

$$\text{Δείκτης τιμής προς κέρδη κατά μετοχής (P/E)} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχής}}$$

ή

$$\text{Price - Earnings Ratio (P/E)} = \frac{\text{Market Price}}{\text{Earnings per share}}$$

Ο δείκτης αυτός είναι ευρέως διαδεδομένος και πολύ συχνά αποτυπώνεται σε όλες τις οικονομικές εφημερίδες παγκοσμίως. Είναι ένας δείκτης που οι επενδυτές τον λαμβάνουν σημαντικά υπ' όψιν τους όταν πρόκειται να αγοράσουν ή να πουλήσουν μετοχές.

Για τον δείκτη αυτόν δεν θα μπορούσαμε να ορίσουμε ένα άριστο σημείο απόδοσης αλλά ούτε και ένα κατώτατο σημείο όπου θα συνιστούσε την προσοχή μας αλλά ας το δούμε πιο αναλυτικά προκειμένου να γίνει πιο κατανοητό.

Στον αριθμητή χρησιμοποιούμε την τιμή της μετοχής που διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο κάθε χώρας και εξαρτάτε από τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης. Βρίσκουμε δηλαδή την μέση τιμή που διαμορφώθηκε το προηγούμενο έτος. Στον παρονομαστή χρησιμοποιούμε τα κέρδη κατά μετοχή, δηλαδή τα καθαρά κέρδη μιας χρήσης που διαμορφώθηκαν από την παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης προς το σύνολο των μετοχών. Είναι δηλαδή τα καθαρά κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή της εταιρίας. Πολλές φορές, όταν έχουμε στοιχεία υπολογίζουμε τα τρέχοντα κέρδη που διαμορφώθηκαν μέσα στο τρίμηνο, ή εξάμηνο ή εννιάμηνο και το διαιρούμε με την τρέχουσα τιμή της μετοχής που διαμορφώνεται καθημερινά στο χρηματιστήριο.

Και στις δυο περιπτώσεις η χρηματιστηριακή τιμή που βρίσκεται στον αριθμητή εκφράζει τις μελλοντικές προσδοκίες των επενδυτών για την συνέχιση της καλής οικονομικής πορείας της εταιρίας και μεγιστοποίηση των κερδών και στα επόμενα έτη. Ακόμα εκφράζει τον βαθμό πίστης που δείχνουν οι επενδυτές ως προς τους στόχους που έχει θέση η εταιρία και ως τον τρόπο που αυτοί πραγματοποιούνται. Όμως, ο αριθμητής εξαρτάται και από άλλους παράγοντες, όπως είναι η γενική πορεία του χρηματιστηρίου. Όπως γνωρίζουμε το χρηματιστήριο και γενικά η αγορά χαρακτηρίζεται από περιόδους ανάπτυξης, ωρίμανσης, παρακμής, ύφεσης και μετά και πάλι ανάπτυξης και ούτω καθ' εξής. Ένα παράδειγμα είναι ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 1997 ήταν στην φάση της ύφεσης με τον γενικό

ύφεσης και μετά και πάλι ανάπτυξης και ούτω καθ' εξής. Ένα παράδειγμα είναι ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 1997 ήταν στην φάση της ύφεσης με τον γενικό δείκτη να κυμαίνεται στις 800 μονάδες. Το 1998 βρισκόταν στην θέση της ανάπτυξης ως και το καλοκαίρι του 1999. Μάλιστα τους θερινούς μήνες το ελληνικό χρηματιστήριο χαρακτηρίστηκε σαν "Bull Market" αφού έδωσε υπεραποδόσεις στους μετοχικούς τίτλους, το ΧΑΑ έφτασε στις 6420 μονάδες. Αφού πέρασε μόλις ένα μήνα το στάδιο της «ωρίμανσης» (αν μας επιτραπεί να χαρακτηριστεί με αυτόν τον όρο), το ελληνικό χρηματιστήριο κατέρρευσε. Η συρρίκνωση του δείκτη συνεχίστηκε, με μικρά διαλείμματα, για 4 χρόνια, μέχρι το φθινόπωρο του 2003, όπου πέρασε στην ύφεση αγγίζοντας τις 1470 μονάδες, και τον Ιανουάριο του 2004 μέχρι σήμερα (2006) συνεχίζει την άνοδο και φτάνει εκ νέου στις 4130 μονάδες.

Επίσης, επηρεάζεται από την γενική πορεία του κλάδου που βρίσκεται και δραστηριοποιείτε μια επιχείρηση. Για παράδειγμα ο κλάδος των κατασκευών βρίσκεται σε μια παρατεταμένη ύφεση μετά το τέλος των ολυμπιακών αγώνων του 2004.

Παροδικά και για πολύ μικρό χρονικό διάστημα η τιμή μιας μετοχής μπορεί να μεταβληθεί αν ανήκει στις μετοχές που είναι «μόδα», δηλαδή, ορισμένοι επενδυτικοί οίκοι προκειμένου να αυξήσουν με τεχνητά μέσα την ζήτηση της μετοχής και παράλληλα τον όγκο των συναλλαγών ορισμένων μετοχών, ανακοινώνουν υπέρογκες τιμές στόχους διαφόρων εταιριών που έχουν στα χαρτοφυλάκια τους συνοδευόμενα από ειδήσεις ευνοϊκές που μπορούν να αποτελέσουν μόχλευση για μεγάλη άνοδο, βέβαια με απώτερο σκοπό να έχουν πουλήσει πιο κάτω από την τιμή στόχο που έχουν θέσει αυτές αυθαίρετα. Για να γίνει εφικτό, θα πρέπει αυτός ο επενδυτικός οίκος να διακρίνεται από την καλή του φήμη και να διαθέτει αμύθητα χρηματικά κεφάλαια έτσι ώστε να μπορεί εύκολα να επηρεάσει μικρές αγορές (όπως π.χ. την ελληνική αγορά), τέτοιες εταιρίες είναι π.χ. η HSBC, UBS, Morgan Stanley κ.α. Έτσι σε περιόδους ύφεσης αναμένεται ο δείκτης P/E να είναι μικρός ενώ σε περιόδους ανάπτυξης και ωριμότητας αναμένεται να είναι πολύ υψηλός.

Αξίζει να λεχθεί, ότι ένα μικρός δείκτης P/E μπορεί να ερμηνευθεί ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη, ενώ ένας υψηλός δείκτης P/E ότι είναι υπερτιμημένος. Σαν επενδυτές θα πρέπει να δίνουμε σημασία και στον παρονομαστή του κλάσματος. Υπάρχει πιθανότητα ένας δείκτης P/E να αυξάνεται διαχρονικά ενώ στην ουσία αν τον αναλύσουμε πιο διεξοδικά, να διαπιστώσουμε ότι κέρδη ανά μετοχή είναι αυτά που μειώνονται και η μετοχή της εταιρίας χρηματιστηριακά να μην ακολουθεί αυτήν την καθοδική πορεία και έτσι να έχει αυτό το αποτέλεσμα, την αύξηση του P/E.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχής}} = \frac{\text{€}0.32}{\text{€}0.05} = 6.4$$

2003

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχής}} = \frac{\text{€}0.89}{\text{€}0.06} = 14.83$$

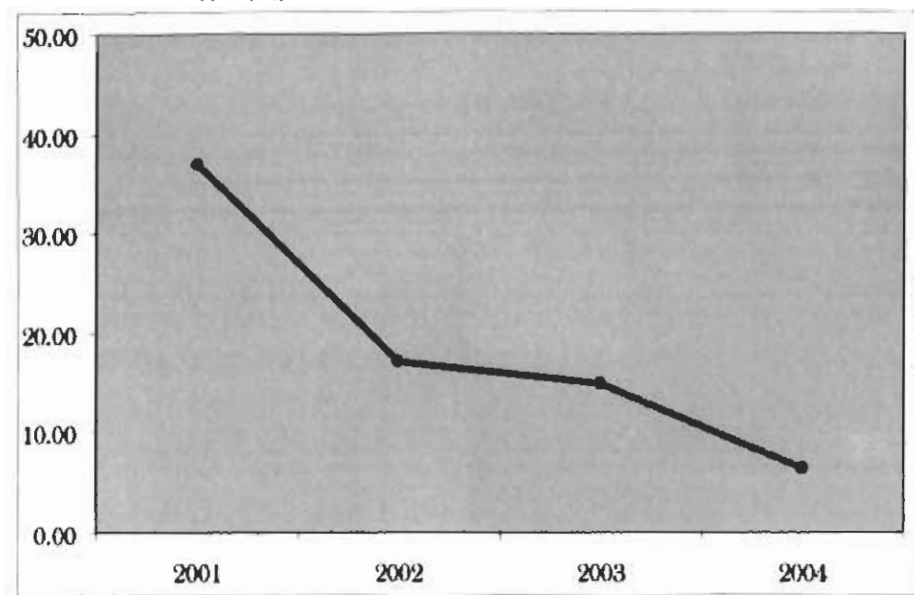
2002

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχής}} = \frac{\text{€}1.54}{\text{€}0.09} = 17.11$$

2003

$$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχής}} = \frac{€2.58}{€0.07} = 36.86$$

Ακολουθεί το γράφημα:



Παρατήρηση:

ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.			
Έτος	P/E	E.P.S.	Χρηματιστηριακή Αξία
2004	6.40	€0.05	€0.32
2003	14.83	€0.06	€0.89
2002	17.11	€0.09	€1.54
2001	36.86	€0.07	€2.58

2001 = 44,000,000 μετοχές 2002-2004 146,820,384 μετοχές

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης P/E της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. έχει μειωθεί αισθητά από 36.86 που ήταν το 2001, στο 6.40 το 2004. Το ερώτημα που τίθεται τώρα είναι: Ο μειωμένος δείκτης P/E καθιστά την μετοχή της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. επενδυτική;

Στην απάντηση που θα δώσουμε θα πρέπει να είμαστε αρκετά επιφυλακτικοί, προκειμένου να δώσουμε μια τεκμηριωμένη και σωστή απάντηση και όχι μια βιαστική που θα μας οδηγήσει σε πιθανά λανθασμένα αποτελέσματα. Το μόνο σίγουρο είναι ότι κανείς δεν μπορεί να ξέρει για το μέλλον της εταιρίας του και του τι του επιφυλάσσει το μέλλον με απόλυτη σιγουριά, μπορούμε να ξέρουμε όμως κατά πόσο προετοιμασμένοι είμαστε ώστε αντιμετωπίσουμε τις διάφορες καταστάσεις. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την εικόνα της επιχείρησης είτε θετικά είτε αρνητικά.

Ως ώρας έχουμε δει, ότι ο Μοχλός είναι μια εταιρία που αντιμετωπίζει έλλειψη ρευστότητας με αποτέλεσμα να μη μπορεί να κάνει νέες επενδύσεις. Στον

αντίποδα, σαν εταιρία και σαν όμιλος, έχει θέσει μακροπρόθεσμους στόχους οικονομικής ανάπτυξης και προσπαθεί να αντιμετωπίσει τα όποια προβλήματα παρουσιάζονται. Για παράδειγμα, την οικονομική του μεγέθυνση προσπάθησε να την καλύψει επιτυχώς το 2002 με την αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου, σήμερα χάρης σε αυτήν την ενέργεια της διοίκησης ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε πολύ, από €42,797,591.24 που ήταν το 2001, το 2004 έφτασε τα €383,040,798.75. Τα τελευταία χρόνια κατάφερε να εισπράξει ένα μακροπρόθεσμο δάνειο €15,846,019.65 προκειμένου να εξοφλήσει ένα μέρος του βραχυπρόθεσμου δανεισμού του που πίεζαν την εταιρία για άμεση εξόφληση τους εντός της χρήσης, που δυσχέραιναν ακόμα πιο πολύ την ρευστότητά της. Όλες αυτές οι ενέργειες της διοίκησης καθώς και πολλές άλλες που μας φανέρωσαν οι οικονομικοί αριθμοδείκτες δείχνουν μια προσπάθεια της διοίκησης να ξεφύγει από το οικονομικό πρόβλημα που αντιμετωπίζει. Όμως ένας επενδυτής θα πρέπει να λάβει σοβαρά υπ' όψιν του ότι ο Μοχλός είναι μια κατασκευαστική εταιρία που κύρια ασχολία του είναι οι υπηρεσίες. Αυτό σημαίνει ότι τα κέρδη της και ο όγκος των κερδών της είναι αβέβαιοι και εξαρτάται από πολλούς εξωτερικούς παράγοντες. Ένας από αυτούς είναι η οικονομική ανάπτυξη της Ελλάδος και πόσα κονδύλια διατίθενται για την κατασκευή δημοσίων έργων. Το πόσο γρήγορα πληρώνει το κράτος μετά την παράδοση του έργου από την εταιρία (αυτό το πρόβλημα μπορεί να αντιμετωπιστεί με την αύξηση του δείκτη αμυντικού χρονικού διαστήματος όπου για τον Μοχλό το 2004 ήταν μόνο 74 μέρες από 223 που ήταν το 2001). Ένας άλλος εξωτερικός παράγοντας που είναι παράγωγος του πρώτου είναι το ύψος των κοινοτικών πακέτων που εισπράττει η Ελλάδα από τις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όσο μειώνονται τα χρήματα τόσο μειώνονται και τα δημόσια έργα αφού προτιμούνται να ξοδευτούν σε άλλες κρατικές ανάγκες (Μία λύση σε αυτό το πρόβλημα μπορεί να είναι η επέκταση της επιχείρησης στο εξωτερικό, κάνοντας εξαγορά ή συνεργασία με μια ομοειδή εταιρία του εξωτερικού, κατά προτίμηση σε αναπτυσσόμενα κράτη και ιδιαίτερα στα νέα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή σε πετρελαιοπαραγωγικά κράτη όπου μετά την αύξηση της τιμής του πετρελαίου παρατηρείται μια αύξηση της κατασκευαστικής δραστηριότητας).

Όλα αυτά εγκυμονούν κάποιο κίνδυνο για τον επενδυτή. Δεν δίνουμε μια συγκεκριμένη απάντηση στο ερώτημα που θέσαμε στην αρχή γιατί θα ήταν λάθος να χαρακτηρίσουμε ως ίδιους όλους τους επενδυτές. Υπάρχουν επενδυτές που έλκονται από τον κίνδυνο θέλοντας αναλάβουν υψηλό κίνδυνο, όπου συνεπάγεται και υψηλά κέρδη ή ζημιές. Υπάρχουν επενδυτές που δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν αυτόν τον κίνδυνο, προτιμούν επενδύσεις χαμηλού ρίσκου με λίγα κέρδη αλλά σταθερά. Τέλος υπάρχουν και οι ενδιάμεσοι επενδυτές που χωρίζουν το χαρτοφυλάκιο τους σε μετοχές υψηλού κινδύνου και σε μετοχές χαμηλού κινδύνου. Οι αναλογίες μεταξύ τους διαφέρουν ανάλογα με την τάση της αγοράς. Ο Μοχλός θεωρείται μετοχή υψηλού κινδύνου και στο παρακάτω κεφάλαιο θα υπολογίσουμε τον κίνδυνο και μαθηματικά. Μετά τον υπολογισμό και του κινδύνου αλλά και μετά τα συμπεράσματά μας από τους αριθμοδείκτες είναι στην απόφαση του κάθε επενδυτή να αποφασίσει, αφού προσδιορίσει την θέση του, για το εάν ο Μοχλός αποτελεί επενδυτική ευκαιρία ή όχι.

Μερισματική απόδοση χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Ο δείκτης αυτός δίδεται από την ακόλουθη μαθηματική σχέση:

$$\text{Μερισματική απόδοση χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής} = \frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}$$

Στην ουσία, εκφράζει την μερισματική απόδοση για κάθε μετοχή, όπως αυτή διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο αξιών, κάτω από τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης. Όταν για παράδειγμα η τιμή μιας μετοχής απαξιώνεται συνεχώς από τους επενδυτές, δηλαδή μειώνεται σταδιακά αγγίζοντας τα χαμηλά ιστορικά του επίπεδα, ο δείκτης, όσο φθίνει η τιμή της μετοχής αντιστρόφως αυξάνεται η απόδοση του, ώσπου φτάνει σε ένα σημείο (ανάλογα με τις προσδοκίες των επενδυτών) που θεωρείται πλέον η τιμή της μετοχής επενδυτική ευκαιρία.

Το πιο είναι αυτό το επίπεδο απόδοσης του δείκτη που μπορούν να θεωρήσουν οι επενδυτές σαν επενδυτική ευκαιρία, εξαρτάται από διάφορους εξωτερικούς παράγοντες, όπως:

- Ο πληθωρισμός. Όταν σε ένα κράτος ο πληθωρισμός είναι υψηλός και αγγίζει για παράδειγμα το 14% και περίπου στα ίδια επίπεδα κυμαίνεται το καταθετικό επιτόκιο. Έστω η μερισματική απόδοση της μετοχής είναι 5%, είναι λογικό ότι ο επενδυτής δεν θα επιλέξει να αναλάβει τον κίνδυνο με απόδοση μόνο 5% ενώ κάλλιστα μπορεί να καταθέσει το ποσό στην τράπεζα, αναλαμβάνοντας μικρότερο κίνδυνο (ή σχεδόν μηδέν) και να του δώσει μια απόδοση, περίπου 14%. Αν όμως ο πληθωρισμός της χώρας ήταν πολύ χαμηλός, μόλις 2.5% και η οικονομία βρισκόταν σε οικονομική ύφεση, μια απόδοση της τάξης του 5% αποτελεί επενδυτική ευκαιρία.
- Από την οικονομική φάση που βρίσκεται η οικονομία και το χρηματιστήριο. Όταν βρίσκεται σε φάση της ύφεσης και οι πολλές επιχειρήσεις καταγράφουν ζημιές αντί για κέρδη, μια μικρή απόδοση μπορεί να αποτελέσει επενδυτική ευκαιρία. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν η οικονομία βρίσκεται σε τροχιά ανάπτυξης, η προηγούμενη απόδοση μπορεί σε αυτές τις συνθήκες να είναι μικρή σε σχέση με το σύνολο των εταιριών. Άλλα και πάλι εξαρτάτε η απόδοση του με τον κίνδυνο που εγκυμονεί η κάθε μετοχή.

Για τον Μοχλό έχουμε:

2004

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}} = \frac{€0.02}{€0.32} = 6.25\%$$

2003

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}} = \frac{€0.021}{€0.89} = 2.36\%$$

2002

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη κατά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}} = \frac{€0.021}{€1.54} = 1.36\%$$

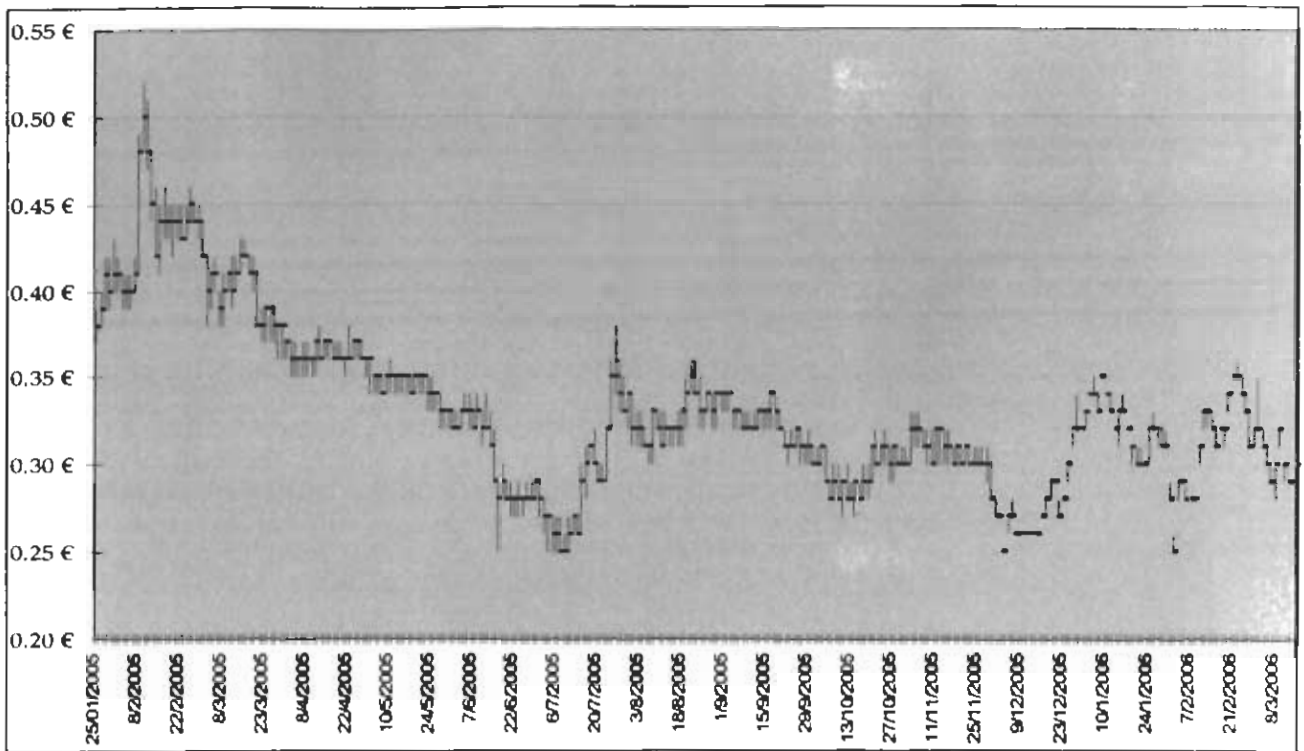


Παρατήρηση:

Για να γίνει πιο κατανοητό το συμπέρασμα θα εξετάσουμε τον δείκτη από το 2002 ως το 2004. Θα πρέπει Επίσης να λάβουμε υπ' όψιν μας ότι το ελληνικό χρηματιστήριο το 2002 βρισκόταν σε καθοδική πορεία, δηλαδή το σύνολο των μετοχών εμφάνιζαν μειωμένη ζήτηση και αυξημένη προσφορά, κάνοντας τις τιμές τους να μειώνονται σταδιακά. Αυτή την καθοδική πορεία που είχε επηρεάσει και την τιμή της μετοχής του Μοχλού δεν μπορούσε να την ανακόψει με μια τόσο χαμηλή μερισματική απόδοση (1.36%). Οι επενδυτές δεν ήταν διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλότερο επενδυτικό κίνδυνο, επενδύοντας στο Μοχλό με απόδοση μόλις 1.36% ενώ υπήρχαν άλλες μορφές επενδύσεων με χαμηλότερο επενδυτικό κίνδυνο και υψηλότερες αποδόσεις. Οι επενδυτές δηλαδή συνέχισαν να απαξιώνουν την μετοχή του, αφού θεωρούσαν ότι τα κέρδη που διανέμονται δεν ανταποκρίνονται στην πολύ υψηλή τιμή του που διαμορφώνεται στο ΧΑΑ.

Έτσι το 2003 η μέση τιμή έτους για τον Μοχλό που διαμορφώθηκε στο ΧΑΑ ήταν €0.89 ανά μετοχή, σαφώς χαμηλότερη από το 2002 (€1.54). Παρόλα αυτά οι επενδυτές θεώρησαν ότι πάλι δεν είναι δίκαια τα κέρδη που διανέμονται στους μετόχους σε σχέση με την υψηλή τιμή που διαμορφώνεται στο ΧΑΑ. Εύλογα κάποιος θα αναρωτηθεί πως γίνεται να μην είναι δίκαιη η τιμή και η μερισματική απόδοση αφού αυτή η κάθοδος της τιμής ανέβασε το δείκτη από 1.36% που ήταν το 2002 σε 2.36% το 2003. Το 2003 το χρηματιστήριο, αφού άγγιξε τις 1470 μονάδες άρχισε να ανεβαίνει κλείνοντας στις 2200 περίπου μονάδες, αυτό σημαίνει ότι άλλες μεγάλες δεικτοβαρείς μετοχές είχαν φτάσει σε μεγαλύτερες μερισματικές αποδόσεις και αποτέλεσαν ατράνταχτα επενδυτικές ευκαιρίες (τέτοιες μετοχές ήταν οι τραπεζικές). Για αυτό τον λόγο η μερισματική απόδοση του Μοχλού στα 2.36% φαίνεται ότι δεν ήταν αρκετή για τους επενδυτές σε σχέση πάντα τον επενδυτικό ρίσκο που εγκυμονούσε ο Μοχλός. Εν τέλει το 2004 η απόδοση έφτασε στο 6.25%, μια θεωρητικά υψηλή απόδοση. Όμως δεν είναι ο σκοπός αυτής της μελέτης να δώσει κατεύθυνση για το εάν ο Μοχλός αποτελεί τώρα επενδυτική ευκαιρία ή όχι, θα πρέπει να λάβουμε πολύ σοβαρά υπ' όψη μας τον κίνδυνο, όπου θα τον αναλύσουμε αμέσως στο επόμενο κεφάλαιο.

Η πορεία της μετοχής της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. από τις 25-01-05 ως 15-03-06





ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Υπολογισμός της απόδοσης μιας επένδυσης

Μορφές Κινδύνων (Risks)

Αναμενόμενη απόδοση (Expected Return) $\rightarrow R$ & Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation) $\rightarrow \sigma$

Ο Υπολογισμός του κινδύνου Βήτα «β» (Measuring Beta Risk)

Ανάλυση Παλινδρόμησης της εταιρίας Μοχλός Α.Ε.

Γραφική παράσταση της συνάρτησης της Παλινδρόμησης της εταιρίας Μοχλός

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Υπολογισμός της απόδοσης μιας επένδυσης

Η απόδοση της επένδυσης μιας μετοχής μέσα σε μία περίοδο (ας υποθέσουμε ένα χρόνο) προσδιορίζεται από το άθροισμα της εισπραξης ρευστών σε κάθε μορφή (π.χ. μέρισμα, τακτικό ή έκτατο) συν την διαφορά στην τιμή αγοράς της μετοχής και στην τιμή πώλησης και το αποτέλεσμα το διαιρούμε με την τιμή αγοράς της μετοχής. Ο μαθηματικός τύπος δίνεται στην παρακάτω σχέση:

$$R = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Όπου:

R → η απόδοση μιας επένδυσης

D_t → το μέρισμα (Divident)

P_t → Τελική τιμή ή τιμή πώλησης (Bid price)

P_{t-1} → Αρχική τιμή ή τιμή Αγοράς (Ask price)

Παράδειγμα:

Αγοράσαμε τον Ιανουάριο του 2005 100 μετοχές της «X» εταιρίας αξίας \$45. Τον Ιούνιο εισπράξαμε \$1 ανά μετοχή μέρισμα και τέλη Δεκεμβρίου πουλήσαμε τις 100 μετοχές \$51. Πια είναι η απόδοση της επένδυσή μας;

Εφαρμόζοντας τον τύπο έχουμε:

$$\frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} = \frac{\$1 + (\$51 - \$45)}{\$45} = \frac{\$1 + \$6}{\$45} = 13.72\%$$

Άρα η απόδοση της επένδυσή μας είναι 13.72%.

Αυτή η περίπτωση υπολογισμού είναι μια απλή μορφή, αφού δεν έχουμε συμπεριλάβει το κόστος συναλλαγής.

Μορφές Κινδύνων (Risks)

Το να μετρήσουμε την απόδοση μιας επένδυσης ήταν κάτι το πολύ απλό, το δυσκολότερο όμως σημείο είναι να ορίσουμε τι είναι κίνδυνος, πως ερμηνεύεται οικονομικά και να τον προσδιορίσουμε μαθηματικά. Υπάρχουν διάφορες μορφές κινδύνου και διαφορετικοί τρόποι μέτρησης του ανάλογα με το είδος του κινδύνου. Μπορούμε να τους προσδιορίσουμε ως εσωτερικούς κινδύνους και εξωτερικούς κινδύνους.

Οι εσωτερικοί κίνδυνοι προσδιορίζονται μέσα από τους αριθμοδείκτες που αναλύσαμε προηγουμένως. Για παράδειγμα, οι δείκτες βιωσιμότητας αποτελούν ένα μέσο μέτρησης του κινδύνου συγκρίνοντας τον πάντα με τον κλάδο.

Οι εξωτερικοί κίνδυνοι όπου θα μας απασχολήσουν σε αυτό το κεφάλαιο προέρχονται από εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν έμμεσα την επιχείρηση. Τέτοιοι παράγοντες είναι, οι μεταβολές των επιτοκίων που ορίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), το ύψος των δημοσίων δαπανών, η νομισματική πολιτική,

Μακροοικονομικά γεγονότα που επηρεάζουν σχεδόν όλες τις επιχειρήσεις και τις μετοχές τους. Το κίνδυνος (*Risk*) εξαρτάται από το πόσο εκτίθεται σε αυτά τα μακροοικονομικά φαινόμενα μια επιχείρηση και πόσο ευαίσθητη μπορεί να χαρακτηρίζεται η απόδοση της μετοχής στις μεταβολές αυτών των παραγόντων. Αυτή η ευαισθησία στην απόδοση μιας μετοχής στις μεταβολές αυτών των παραγόντων ονομάζεται *Beta* και συμβολίζεται με το ελληνικό γράμμα «β». Ένας άλλος τρόπος μέτρησης του κινδύνου είναι ο προσδιορισμός της τυπικής απόκλισης μιας μετοχής.

Μια πρώτη προσέγγιση για την κατανόηση του κινδύνου μπορεί δοθεί από το ακόλουθο παράδειγμα. Ας υποθέσουμε ότι αγοράζουμε ένα κρατικό ομόλογο το οποίο ο χρόνος ωρίμανσης του (*Final Maturity*) είναι ένα έτος και έχει απόδοση 6%. Έτσι αν το κρατήσουμε για ένα χρόνο θα έχουμε εγγυημένη απόδοση 6% επί της επένδυσής μας. Τώρα, ας αγοράσουμε κοινές μετοχές μιας συγκεκριμένης επιχείρησης και τις κρατήσουμε για ένα χρόνο. Μπορεί να μην μας δοθεί τελικά μέρισμα από την επιχείρηση όπως αναμέναμε ή να μας δοθεί πολύ λιγότερο, αλλά το χειρότερο από όλα στο τέλος του έτους η τιμή της μετοχής να είναι πολύ μικρότερη από την τιμή αγοράς των μετοχών. Εν τέλη, η πραγματική απόδοση της επένδυσής μας σε μετοχές, μπορεί να διαφέρει από την αναμενόμενη απόδοση (*expected return*) “*R*”. Αν ορίσουμε ως κίνδυνο την μεταβλητότητα της πραγματικής απόδοσης από την αναμενόμενη, τότε τα κρατικά ομόλογα θα χαρακτηρίζονταν ως επένδυση χωρίς κίνδυνο “*Risk Free*” ενώ η επένδυση σε μετοχές, επένδυση με κίνδυνο. Όσο μεγάλη είναι η μεταβλητότητα τόσο πιο υψηλό κίνδυνο εμπεριέχει η επένδυση.

Αναμενόμενη απόδοση (Expected Return) → *R* & Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation) → σ

Η αναμενόμενη απόδοση είναι η απόδοση της επένδυσης που ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου ή ένας επενδυτής αναμένει να του αποδώσει η επένδυσή του μετά από κάποιο χρονικό σημείο. Η αναμενόμενη απόδοση εκφράζεται μαθηματικά από τον εξής τύπο:

$$R = \sum_{i=1}^n (R_i) \times (P_i)$$

Όπου *R* είναι το σύνολο των αναμενόμενων αποδόσεων R_i επί της πιθανότητας P_i πραγματοποίησης της απόδοσης μιας επένδυσης. Αυτό μπορεί να γίνει περισσότερο αντιληπτό από το ακόλουθο παράδειγμα.

Παράδειγμα:

Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής θελήσει να κάνει μια επένδυση σε κάποια μετοχή. Στο αριστερή στήλη του πίνακα παραθέτει τις αποδόσεις που αναμένει να έχει από αυτή την επένδυση και στην μεσαία την πιθανότητα που δίνει να πραγματοποιηθεί αυτή η επένδυση. Στην δεξιά στήλη, παραθέτει το αποτέλεσμα του γινομένου της αναμενόμενη απόδοσης και της πιθανότητας πραγματοποίησης αυτής της απόδοσης. Στο κάτω μέρος της ίδιας της στήλης είναι το συνολικό άθροισμα όλων αυτών των γινομένων.

Πιθανή απόδοση (Expected Return) → R	Πιθανότητα πραγματοποίησης της απόδοσης της επένδυσης P _i	Αναμενόμενη απόδοση (Expected Return) → R Υπολογισμοί (R _i) × (P _i)
-0.10	0.05	-0.005
-0.05	0.10	-0.005
0	0.15	0
0.02	0.20	0.004
0.06	0.25	0.015
0.10	0.10	0.01
0.14	0.08	0.0112
0.18	0.02	0.0036
	Σ = 1.00	Σ = 0.0338 = R

Επομένως βλέπουμε ότι η Αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης του “R” είναι 0.0338 ή 3.38%. Όμως για να έχουμε μια σαφέστερη απάντηση στο πρόβλημά μας θα πρέπει να λάβουμε σοβαρά υπ’ όψιν μας την διασπορά ή την ποικιλομορφία γύρω από την συνολική Αναμενόμενη απόδοση. Την διασπορά αυτήν την μετράμε με τον υπολογισμό της τυπικής απόκλισης που συμβολίζεται με το ελληνικό γράμμα «σ». Ο μαθηματικός τύπος της τυπικής απόδοσης είναι ο εξής:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - R)^2 \times (P_i)}$$

Άρα:

Πιθανή απόδοση (Expected Return) → R	Πιθανότητα πραγματοποίησης της απόδοσης της επένδυσης P _i	Αναμενόμενη απόδοση (Expected Return) → R Υπολογισμοί (R _i) × (P _i)	Υπολογισμός της Τυπικής Απόκλισης σ ² (R _i - R) ² × (P _i)
-0.10	0.05	-0.005	(-0.10 - 0.0388) ² (0.05)
-0.05	0.10	-0.005	(-0.05 - 0.0388) ² (0.10)
0	0.15	0	(0 - 0.0388) ² (0.15)
0.02	0.20	0.004	(0.02 - 0.0388) ² (0.20)
0.06	0.25	0.015	(0.06 - 0.0388) ² (0.25)
0.10	0.10	0.01	(0.10 - 0.0388) ² (0.10)
0.14	0.08	0.0112	(0.14 - 0.0388) ² (0.08)
0.18	0.02	0.0036	(0.18 - 0.0388) ² (0.02)
	Σ = 1.00	Σ = 0.0338 = R	Σ = 0.000051 = σ ²
Τυπική απόκλιση σ ² = (0.000051) ^{1/2} = 0.0071 = σ			

Για να υπολογίσουμε την τυπική απόκλιση στο παράδειγμα που παραθέσαμε, παίρνουμε την πιθανή απόδοση στην πρώτη περίπτωση την αφαιρούμε με την συνολική Αναμενόμενη απόδοση (0.0338 = R) και το αποτέλεσμα το υψώνουμε στο τετράγωνο. Στην συνέχεια το πολλαπλασιάζουμε πιθανότητα πραγματοποίησης της απόδοσης της επένδυσης. Στο παράδειγμά μας έχουμε 8 περιπτώσεις και βρήκαμε 8

ρίζα του σ^2 μας δίνει την τυπική απόκλιση, που βγαίνει $0.0071 = \sigma$. Άρα η απόκλιση από την Αναμενόμενη απόδοση είναι 0.71%.

Υπάρχουν περιπτώσεις που η τυπική απόκλιση μπορεί να μην μας οδηγήσει στην σωστή απόφαση όταν συγκρίνουμε κινδύνους δυο διαφορετικών μετοχών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικό κλάδο και έχουν διαφορετικά οικονομικά μεγέθη. Για παράδειγμα:

	Επένδυση I	Επένδυση II
Αναμενόμενη Απόδοση, R	0.07	0.23
Τυπική Απόκλιση, σ	0.05	0.07
Συντελεστής μεταβλητότητας, CV	0.71	0.30

Από τα όσα μέχρις ώρας γνωρίζουμε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η επένδυση II εγκυμονεί τον μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο αφού η τυπική απόκλιση είναι 0.07 μεγαλύτερη από την I (0.05). Όμως οι δυο εταιρίες είναι ανομοιογενής, πιθανότατα θα έχουν διαφορετικά πάγια στοιχεία και γενικότερα διαφορετικά οικονομικά μεγέθη. Επομένως έχει διαφορετική βαρύτητα η μέτρηση της τυπικής απόκλισης στην I επένδυση που δίνει απόδοση 0.07 και διαφορετική στην II επένδυση με απόδοση 0.23.

Ένας τρόπος για να ξεπεράσουμε την παραπάνω δυσκολία και να μας προσδώσει πιο αντικειμενική μέτρηση του κινδύνου, είναι η χρήση του συντελεστή μεταβλητότητας ή μεταβολής (*Coefficient of Variation*). Ο οποίος ορίζεται από τον εξής μαθηματικό τύπο:

$$\text{Συντελεστής μεταβολής (Coefficient of Variation)} = \sigma/R$$

Ο συντελεστής μεταβολής μετράει την διασπορά του κινδύνου (Risk) είναι ανεξάρτητος από τα μεγέθη των εταιριών και εκφράζεται επί τοις εκατό. Παριστάνει ένα μέτρο σχετικής διασποράς των τιμών και όχι την απόλυτη διασπορά, εκφράζει δηλαδή την μεταβλητότητα απαλλαγμένη από την επίδραση την μέση απόδοσης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής μεταβολής, τόσο μεγαλύτερο είναι ο σχετικός κίνδυνος της επένδυσης. Επομένως χρησιμοποιώντας τον CV σαν μετρητή του κινδύνου συμπεραίνουμε ότι η επένδυση I εγκυμονεί μεγαλύτερο ρίσκο από την II όπου είναι μόνο 0.30.

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι το οι καταθέσεις κάποιου είναι €12,000 μια μεταβολή π.χ. €2,000 έχει μεγαλύτερη επίπτωση σ' αυτόν από ότι μια μεταβολή €2,000 σε έναν εκατομμυριούχο.

Για τον Μοχλό έχουμε:

Στο παράρτημα, παραθέτουμε στοιχεία που βρέθηκαν στην ιστοσελίδα www.in.gr σχετικά με τις τιμές της μετοχής του Μοχλού. Στην πρώτη στήλη έχουμε την ημερομηνία, που ξεκινάει από 25-01-05 μέχρι 15-3-06. Από την δεύτερη στήλη και διαδοχικά έχουμε, τις τιμές Ανοίγματος, τις Ανώτατες τιμές ανά συνεδρίαση, τις κατώτατες τιμές ανά συνεδρίαση, τις τιμές κλεισίματος, τον όγκο των μετοχών που

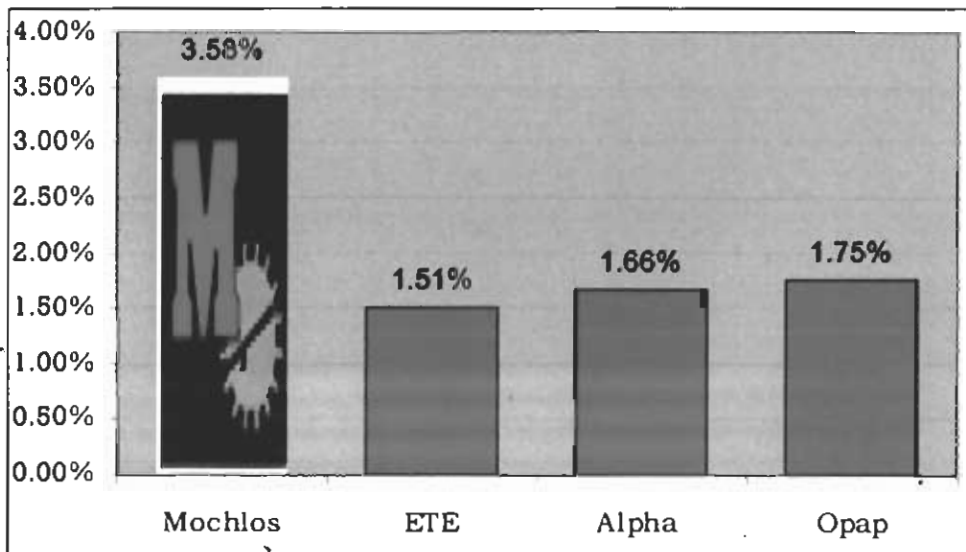
διαπραγματεύθηκαν και τον συνολικό τζίρο της κάθε συνεδρίασης. Υπολογίσαμε το ύψος του κινδύνου με την βοήθεια της τυπικής απόκλισης

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - R)^2 \times 1/n}$$

Λόγω μεγάλου όγκου πράξεων, κρίθηκε σκόπιμη η χρήση του EXCEL της Microsoft office. Εισάγοντας το παραπάνω μαθηματικό μοντέλο στα κελιά αποτυπώνονται απευθείας τα αποτελέσματα στο παράρτημά μας. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν μικρές διαφορές στον τύπο που χρησιμοποιούμε για τον Μοχλό από τον τύπο που ερμηνεύσαμε στο τμήμα της θεωρίας. Ο λόγος της διαφορετικότητας είναι ότι το Expected Return (R) είναι δεδομένο μιας και αναφερόμαστε σε ιστορικούς χρόνους. Μάλιστα, έχουμε 258 R και για να βρούμε το μέσο το διαιρούμε με το σύνολο του δείγματος δηλαδή με το 258. Υπολογίστηκαν Επίσης οι συνολικοί κίνδυνοι (τυπικές αποκλίσεις) των εταιριών ΕΤΕ (Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος), Alpha Bank, ΟΠΑΠ, προκειμένου να παρατηρηθούν οι διαφορές.

Υπολογισμός κινδύνου με την μέθοδο της τυπικής απόκλισης (σ), από 25-01-05 ως 15-3-06			
ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	ΕΤΕ	ALPHA BANK	ΟΡΑΡ
3.58%	1.51%	1.66%	1.75%

Ακολουθεί το γράφημα:



Στην πιο κάτω στήλη παραθέτουμε μεμονωμένα στοιχεία για τον Μοχλό σχετικά με τον υπολογισμό του κινδύνου ανά μήνα με την μέθοδο της τυπικής απόκλισης. Υπολογίσαμε την μέση απόδοση της μετοχής, την μέση τιμή που διαμορφώθηκε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών καθώς και το CV (Coefficient of

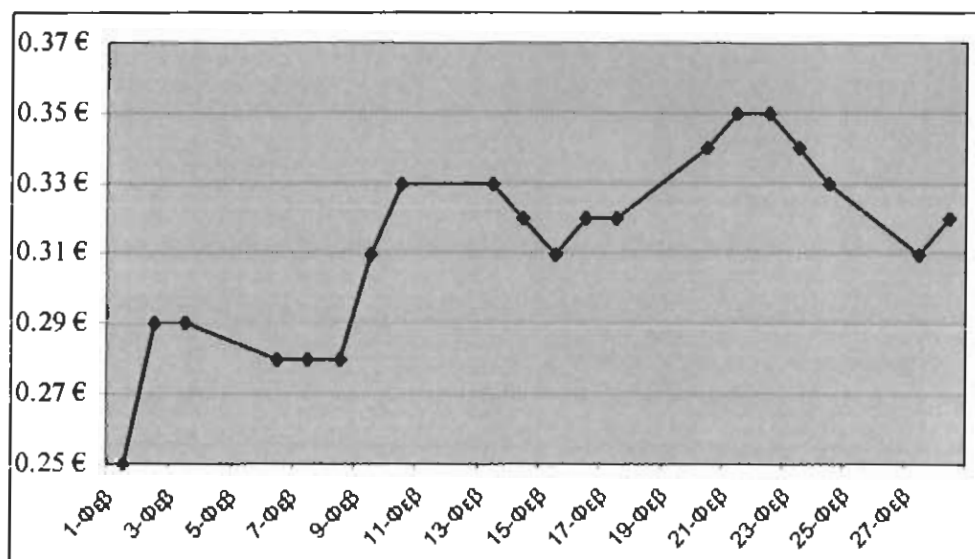
Variation) συντελεστής μεταβλητότητας προκειμένου να έχουμε μια πιο σαφή άποψη για τον Κίνδυνο της εταιρίας.

	σ^2 Moichlos	σ	middle R	Middle Price	Coefficient of Variation
Feb 2005	0.002321459	4.82%	0.46%	0.44 €	10.48
March 2005	0.000882598	2.97%	-0.69%	0.40 €	- 4.30
April 2005	0.000295475	1.72%	-0.26%	0.36 €	- 6.61
May 2005	0.000318524	1.78%	-0.54%	0.34 €	- 3.30
June 2005	0.00071415	2.67%	-0.60%	0.30 €	- 4.45
July 2005	0.002310537	4.81%	1.03%	0.29 €	4.67
Aug 2005	0.000849182	2.91%	0.04%	0.33 €	72.75
Sept 2005	0.000429473	2.07%	-0.55%	0.32 €	- 3.76
Oct 2005	0.00126189	3.55%	0.06%	0.29 €	59.17
Nov 2005	0.000984026	3.14%	-0.26%	0.31 €	- 12.08
Dec 2005	0.001637925	4.05%	0.72%	0.28 €	5.62
Jan 2006	0.001318277	3.63%	-0.57%	0.32 €	- 6.36
Feb 2006	0.003403991	5.83%	0.83%	0.31 €	7.02



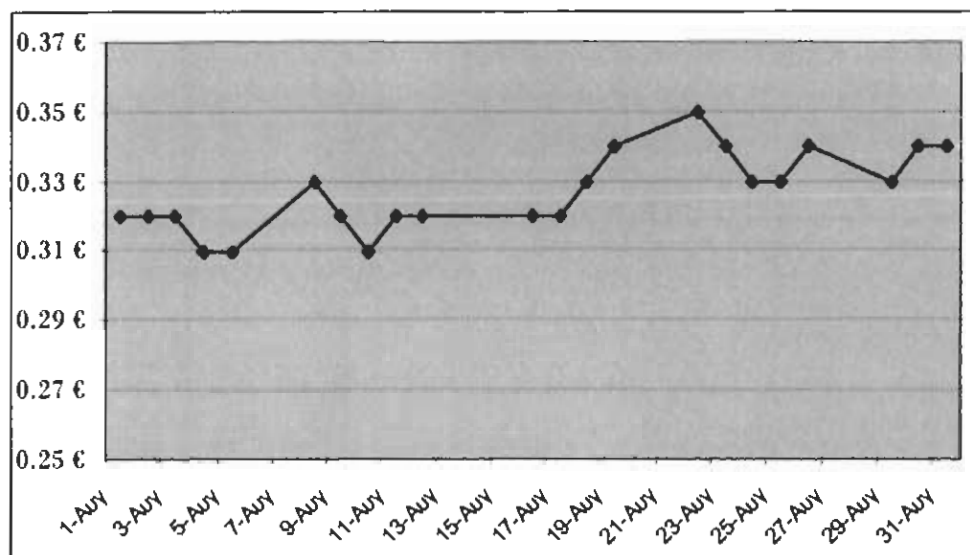
Παρατήρηση:

Από τα στοιχεία του πίνακα γίνεται σαφές πως η μετοχή της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. καταγράφει μια καθοδική πορεία από τον Φεβρουάριο του 2005 ως και το Φεβρουάριο του 2006 (που έχουμε στοιχεία). Ανάλογα με το μέγεθος της διασποράς από την μέση τιμή (R) σχηματίζεται και η αντίστοιχη τυπική απόκλιση ανά μήνα. Παρατηρούμε ότι μεγαλύτερη τυπική απόκλιση της τιμής της μετοχής έχουμε το μήνα Φεβρουάριο του 2006, Ιούλιο του 2005 και Φεβρουάριο του 2005. Αυτό σημαίνει, όπως βλέπουμε και στο παρακάτω γράφημα του μήνα Φεβρουαρίου του 2006 ότι υπάρχει μια μεγάλη διασπορά τιμών αυτό το μήνα σε σχέση με την μέση απόδοση.



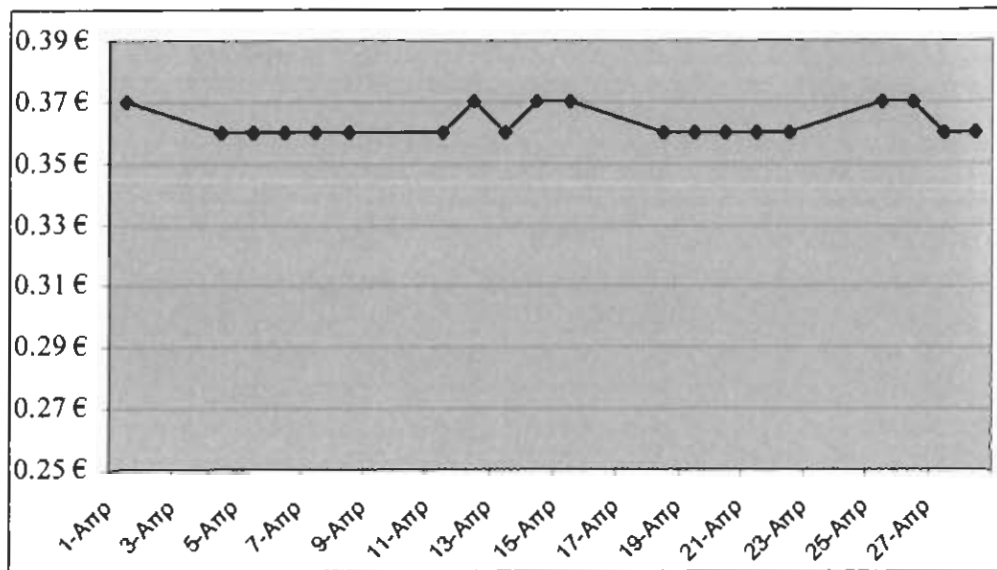
Θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι επενδυτές έκαναν «σπασμωδικές» κινήσεις είτε ανοδικά είτε καθοδικά αυξάνοντας τον κίνδυνο της μετοχής. Δηλαδή ήταν αυξημένη η ένταση για ζήτηση των μετοχών ανεβάζοντας ραγδαία την τιμή του και στην συνέχεια όταν έφτασαν οι τιμές στο επίπεδο που την θεωρούσαν οι επενδυτές υπερτιμημένη την μετοχή του Μοχλού με αντίστοιχη ένταση παρουσιάζονταν πωλητές. Αυτές οι κινήσεις είχαν σαν αποτέλεσμα την αύξηση του κινδύνου ή ανάλογα μεγάλα κέρδη ή ανάλογα μεγάλη ζημιά. Η μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής ήταν €0.31 παρόλα αυτά κινήθηκε ανοδικά στα €0.35 και καθοδικά στα €0.25, μια μεγάλη διασπορά. ($\pm 12.90\%$)

Ένας άλλος μήνας που αξίζει να παρατηρήσουμε είναι ο Αύγουστος του 2005. Η τυπική απόκλιση της μετοχής (κίνδυνος) είναι μικρότερος από τον προηγούμενο μήνα. Ναι μεν υπάρχουν ακόμα μεγάλες αυξομειώσεις στις τιμές της μετοχής σε σχέση με την μέση τιμή ($\pm 6.06\%$) αλλά δεν είναι σε τέτοια ένταση όπως ήταν και προηγουμένως. Αυτό αποδεικνύεται και από την μέτρηση του κινδύνου που είναι μικρότερη από τον Φεβρουάριο του 2006.



Αξίζει όμως να σημειώσουμε κάτι πολύ σημαντικό. Ο συντελεστής μεταβλητότητας είναι διαφορετικός στους δυο μήνες, τον μεν Φεβρουάριο του 2006 είναι 7.02% το δε Αύγουστο μήνα του 2005 72.75% . Αυτό σημαίνει ότι τον Αύγουστο η επένδυση στην Μετοχή του Μοχλού θεωρείται ότι εμπεριέχει υψηλότερο τελικά κίνδυνο από ότι τον άλλον μήνα. Αυτό σημαίνει ότι οι αποδόσεις κάθε συνεδρίασης του ίδιου μήνα είναι πιο κοντά στην μέση απόδοση ($+0.04\%$) από ότι τον Φεβρουάριο του 2006 που υπάρχει μεγάλη διασπορά των αποδόσεων κάθε συνεδρίασης σε σχέση με την μέση απόδοση του μήνα ($+0.83\%$). Όμως

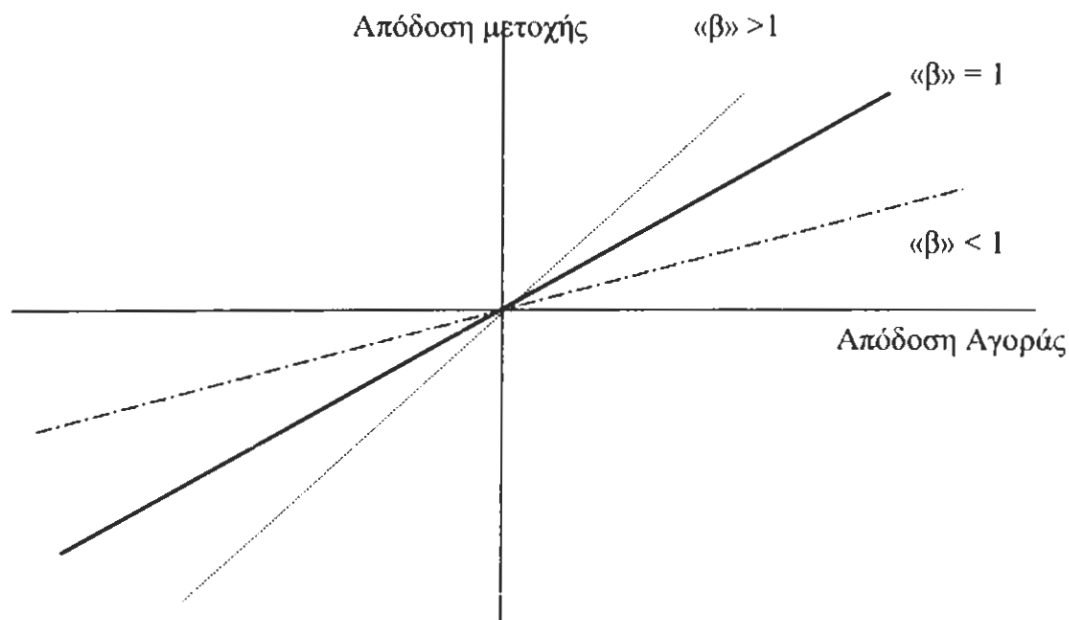
Τέλος ο μήνας Απρίλιος του 2005 παρουσιάζει μικρότερη τυπική απόκλιση (μικρότερο κίνδυνο), αφού η τιμή του Μοχλού είχε μικρές διακυμάνσεις παραμένοντας κατά το πλείστον σταθερή (όπως φαίνεται και στο γράφημα)



Ο Υπολογισμός του κινδύνου Βήτα «β» (Measuring Beta Risk)

Όπως αναφέραμε και στην αρχή οι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν μια επιχείρηση και κατ' επέκταση και την μετοχή της είναι: οι μεταβολές των επιτοκίων της Κεντρική Τράπεζας, το ύψος των δημοσίων δαπανών και πως αυτά κατανέμονται, οι τιμές πετρελαίου και ενέργειας, μεταβολές στις ισοτιμίες των ξένων νομισμάτων, αλλαγές στο φορολογικό σύστημα και άλλα μακροοικονομικά στοιχεία. Ο κίνδυνος της κάθε μετοχής εξαρτάται από το πόσο εκτεθειμένη είναι η εταιρία σε όλα αυτά τα μακροοικονομικά στοιχεία αλλά και κατά πόσο είναι ευαίσθητη η εταιρία (κατ' επέκταση η μετοχή) στις μεταβολές αυτών των στοιχείων. Αυτή ευαισθησία όπως είχαμε αναφέρει ονομάζεται *Beta Risk* και συμβολίζεται με το ελληνικό γράμμα «β».

Ο κίνδυνος «β» είναι η κλίση του υποδείγματος της παλινδρόμησης και εκφράζει την σχέση που υπάρχει μεταξύ αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου R_m της αγοράς και της αποδοτικότητας της μετοχής R_i .



Λέγοντας χαρτοφυλάκιο αγοράς εννοούμε το σύνολο των μετοχών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και επηρεάζουν τον γενικό δείκτη τιμών. Οι μετοχές χωρίζονται σε αυτές που είναι περισσότερο ευαίσθητες στις μεταβολές των μακροοικονομικών παραγόντων και σε αυτές που είναι λιγότερο ευαίσθητες. Έτσι ανάλογα με τον διαχωρισμό τους, τις ονομάζουμε επιθετικές μετοχές (aggressive stocks) και αμυντικές μετοχές (defensive stocks).

Αν το βήτα είναι ίσο με την μονάδα, δηλαδή η κλίση της ευθείας της παλινδρόμησης είναι 45° , σημαίνει ότι η απόδοση της μετοχής παραλληλίζεται με την απόδοση της αγοράς. Δηλαδή ο κίνδυνος της μετοχής είναι ο ίδιος με τον κίνδυνο της αγοράς.

Αν το βήτα είναι μεγαλύτερο από την μονάδα τότε η κλίση της ευθείας της παλινδρόμησης είναι μεγαλύτερη από 45° . Οικονομικά αυτό μπορεί να ερμηνευτεί, ότι τα πραγματοποιηθέντα κέρδη μιας μετοχής είναι μεγαλύτερα από τα πραγματοποιηθέντα κέρδη της αγοράς. Όμως ένας επενδυτής όταν επενδύει σε «επιθετικές» μετοχές (aggressive stocks) θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικός, διότι, όταν η αγορά είναι ανοδική ή βρίσκεται στην φάση της ανόδου, τότε μια επιθετική μετοχή, επιθετικά αυξάνεται και υπεραποδίδει (ανάλογα βέβαια και με το β που έχει). Όταν όμως η αγορά είναι φθίνουσα, βρίσκεται στην φάση της καθόδου, τότε η επιθετική μετοχή κινείται απότομα προς τα κάτω κάνοντας τον επενδυτή που αποφάσισε να επενδύσει στην συγκεκριμένη μετοχή να χάσει εύκολα και γρήγορα μεγάλο μέρος από το επενδύσιμο κεφάλαιό του.

Αν το βήτα είναι μικρότερο από την μονάδα τότε η κλίση της ευθείας της παλινδρόμησης είναι μικρότερη από 45° . Οικονομικά ερμηνεύεται, ότι τα πραγματοποιηθέντα κέρδη της απόδοσης της μετοχής είναι μικρότερα από αυτά της συνολικής αγοράς. Το πόσο μικρά είναι αυτά τα κέρδη εξαρτάται από το μέγεθος του βήτα. Όσο το βήτα τείνει προς την μονάδα, τότε τόσο πιο πολύ συσχετίζεται με την αγορά, όσο το βήτα τείνει προς το μηδέν τόσο ασυσχέτιστα είναι τα κέρδη σε σχέση με το σύνολο της αγοράς αλλά και τόσο μικρότερος είναι και ο κίνδυνος της μετοχής σε σχέση με την αγορά.

Θα ήταν σοφότερο ένας επενδυτής σε περιόδους όπου η αγορά είναι ανοδική να διατηρεί στο χαρτοφυλάκιο του επιθετικές μετοχές, ανάλογα βέβαια με το ύψος του κινδύνου που είναι διατεθειμένος να λάβει και σε περιόδους που η αγορά ακολουθεί μια φθίνουσα πορεία να έχει στο χαρτοφυλάκιο του μετοχές που χαρακτηρίζονται ως αμυντικές (χαμηλό βήτα) ή να απέχει από την χρηματιστηριακή αγορά, και να αρκестεί στην βέβαιη απόδοση των τραπεζικών επιτοκίων.

Ανάλυση Παλινδρόμησης της εταιρίας Μοχλός Α.Ε.

Όπως αναφέραμε ο κίνδυνος « β » είναι η κλίση του υποδείγματος της παλινδρόμησης και εκφράζει την σχέση που υπάρχει μεταξύ αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου R_m της αγοράς και της αποδοτικότητας της μετοχής R_i . Υπολογίζεται πολύ γρήγορα με την βοήθεια διαφόρων στατιστικών πακέτων όπως είναι το SPSS αλλά και με την βοήθεια του EXCEL της Microsoft office. Βέβαια έχει περιορισμένες δυνατότητες από το SPSS αλλά υπάρχει σε κάθε Η/Υ και είναι εύκολη η πρόσβαση τον οποιοδήποτε γνώστη του EXCEL.

Από τα στοιχεία του παραρτήματος βρίσκουμε την παλινδρόμηση της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. με τον δείκτη INDEX. Όπου X ορίζουμε την απόδοση της αγοράς και όπου Y την απόδοση της εταιρίας Μοχλός.

SUMMARY OUTPUT

Μοχλός - INDEX

Regression Statistics	
Multiple R	0.209373535
R Square	0.043837277
Adjusted R Square	0.040446629
Standard Error	0.035116028
Observations	284



ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.015943	0.015943	12.92888	0.000382
Residual	282	0.347744	0.001233		
Total	283	0.363687			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.001297998	0.002101	-0.6177	0.537271	-0.00543	0.002838	-0.00543	0.002838
X Variable 1	0.855069452	0.237805	3.595675	0.000382	0.386971	1.323168	0.386971	1.323168

Αυτός ο Πίνακας είναι το αποτέλεσμα της λειτουργίας που έχουν τα MS-office του EXCEL, σχετικά με την παλινδρόμηση. Παίρνοντας σαν X_1 την απόδοση της αγοράς και σαν Y τον απόδοση της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. Η υπόθεση εργασίας μας είναι ότι η μεταβλητή X_1 και η Y συνδέονται με την εξής γραμμική σχέση: $Y = a + \beta X_1 + \varepsilon$, όπου τα a , β είναι άγνωστες σταθερές και το ε είναι τυχαία μεταβλητή. Τις άγνωστες σταθερές a και β τις εκτιμούμε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων όπου εκεί έχουμε σαν κριτήριο εύρεσης εκτιμητών την ελαχιστοποίηση της ποσότητας:

$$\sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2$$

. Η «καλύτερη» τιμή που παίρνει το 'ε' αποδεικνύεται ότι είναι το 'ε' άρα

ελαχιστοποιούμε την παραπάνω ποσότητα αντικαθιστώντας το "ε" με "ε". Οι εκτιμητές των a και β είναι \hat{a} και \hat{b} , αντίστοιχα. Οπότε, έχουμε το μοντέλο παλινδρόμησης:

$$\hat{Y} = \hat{a} + bX_1 + e$$

Η εξίσωση της ευθείας παλινδρόμησης είναι το «ντετερμινιστικό» μέρος του μοντέλου: $\hat{Y} = \hat{a} + bX$.

Παρατηρούμε ότι οι άγνωστες σταθερές \hat{a} και \hat{b} είναι οι αριθμοί -0.001297998 και 0.855069452 αντίστοιχα και η εξίσωση για τον Μοχλό και τον δείκτη είναι:

$$\hat{Y} = -0.0013 + 85.51X.$$

Το R τετράγωνο (R Square) μας δείχνει σε πόσο ποσοστό καταφέραμε να ερμηνεύσουμε τις τιμές Y (δείκτη) με βάση την απόδοση της αγοράς, που είναι ≈ 0.044 . Δηλαδή το υπόλοιπο 0.956 είναι ανεξηγήσιμο λόγω τυχαίων παραγόντων. Αυτό σημαίνει ότι Δηλαδή η συνάρτηση παλινδρόμησης που χρησιμοποιούμε ($\hat{Y} = -0.0013 + 85.51X$) έχει ελαχιστοποιημένους παράγοντες ενώ αν προσθέσουμε τους τυχαίους παράγοντες η συνάρτηση θα γραφόταν ως εξής $\hat{Y} = -0.0013 + 85.51X + e$.

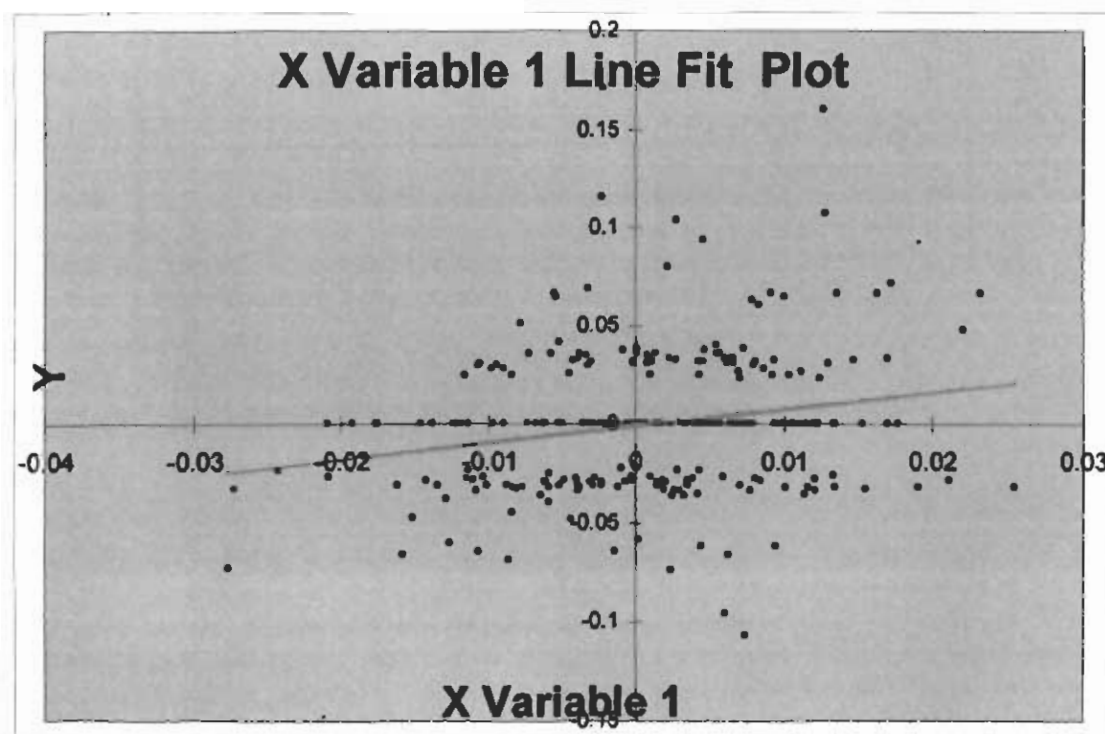
Το προσαρμοσμένο R (Adjusted R Square) που είναι ίσο με 0.040446629 έχει πάντοτε μικρές αποκλίσεις από το R^2 που είναι 0.043837277.

Το μέγεθος δείγματος (Observations) είναι 258 όπου είναι και οι μέρες συναλλαγής της μετοχής Μοχλός Α.Ε. μέσα σε ένα χρόνο.

Η Απονα ή ανάλυση διακύμανσης, έχει καθέτως, την παλινδρόμηση (Regression), το υπόλοιπο (Residual) και το σύνολο (Total). Οριζοντίως τους βαθμούς ελευθερίας, SS (άθροισμα τετραγώνων), MS (μέσο άθροισμα τετραγώνων), F, σημαντικότητα F. Το F προκύπτει από: $F = MSR/MSE$. Με βάση αυτό κάνουμε τον έλεγχο εάν \hat{a} & \hat{b} είναι ταυτόχρονα μηδέν ή κάποιο από αυτά διάφορο του μηδενός. Το επίπεδο σημαντικότητας στατιστικού ελέγχου F μας δείχνει ότι το \hat{a} και \hat{b} δεν είναι ταυτόχρονα μηδέν (είναι προφανές 0.000382). Το 0.001233 προκύπτει αν διαιρέσουμε το SS με το υπόλοιπο βαθμό ελευθερίας (258).

Πιο κάτω έχουμε, όπως αναφέραμε προηγουμένως, τους συντελεστές \hat{a} και \hat{b} -0.001297998 και 0.855069452. Το t-Stat κοιτάζει ξεχωριστά αν το $\alpha = 0$ και $\beta = 0$. Το P-Value μας δίνει ότι για τιμές μεγαλύτερες από αυτές απορρίπτουμε ότι $\alpha = 0$ και $\beta = 0$, αντίστοιχα. Ενώ για τιμές μικρότερες αποδεχόμαστε ότι $\alpha = 0$ και $\beta = 0$. Το Lower 95% είναι το κατώτερο όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης για τις τιμές που μπορεί να πάρει το \hat{a} και \hat{b} αντίστοιχα. Δηλαδή, για την τεταγμένη επί της αρχής είναι ≈ -0.00543 και η μεταβλητή X_1 είναι ≈ 0.386971 . Το Upper 95% είναι το ανώτερο όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης για τις τιμές που μπορεί να πάρει το \hat{a} και \hat{b} αντίστοιχα δηλαδή 0.002838 και 1.323168.

Γραφική παράσταση της συνάρτησης της Παλινδρόμησης της εταιρίας Μοχλός



Στο παραπάνω γράφημα απεικονίζεται η ευθεία γραμμή της παλινδρόμησης από την απόδοση της αγοράς και τις απόδοσης της εταιρίας Μοχλός. Στον οριζόντιο άξονα έχουμε τις τιμές της απόδοσης της εταιρίας Μοχλός και στον κάθετο άξονα τις τιμές της απόδοσης της αγοράς. Η ροζ ευθεία (Predicted Y) είναι η ευθεία της

εξίσωσης της παλινδρόμησης που όπως είδαμε προηγουμένως είναι $\hat{Y} = -0.0013 + 85.51X$.

Οι μπλε κουκίδες ή αλλιώς όπως λέγονται «το νέφος των παρατηρήσεων» που βρίσκονται επάνω και κάτω της Ευθείας \hat{Y} είναι η τιμές της απόδοσης της εταιρίας Μοχλός σε κάθε χρηματιστηριακή συνεδρίαση και δείχνει πόσο συσχετίζονται με την απόδοση του γενικού δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς. Το πόσο απέχει η κάθε κουκίδα από την εξίσωση της ευθείας της παλινδρόμησης \hat{Y} είναι το “e” και δείχνει το σφάλμα, την απόκλιση από τις τιμές που δίνει η ευθεία. Παρατηρούμε ότι οι αποκλίσεις για τον Μοχλό είναι πολύ μεγάλες.



Παρατήρηση:

Παρατηρούμε ότι ο Μοχλός ανήκει στην κατηγορία των αμυντικών μετοχών (*Difensive Stocks*), δηλαδή τα κέρδη ή οι ζημιές που παρουσιάζει το σύνολο της αγοράς δεν είναι το ίδιο αναλογικά και με τα κέρδη ή οι ζημιές που παρουσιάζει ο Μοχλός. Όμως την περίοδο που μετρήσαμε τον κίνδυνο β του Μοχλού η ελληνική αγορά βρίσκεται σε ανοδική τροχιά, επομένως καθιστά ασύμφορη την επένδυση στην μετοχή της εταιρίας Μοχλός την περίοδο 20-1-2005 ως τις 15-3-2006 αφού τα κέρδη του μοχλού δεν είναι αναλογικά το ίδιο με την αγορά. Το σημαντικότερο όμως είναι η κλίση της ευθείας, όπου τείνει προς των άξονα του X αυτό υποδεικνύει την μεγάλη διαφορετικότητα μεταξύ των αποδόσεων (αγοράς – Μοχλός).

Ο κίνδυνος « β » όπως απεικονίζεται στο μαθηματικό Μοντέλο της παλινδρόμησης δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\beta = \frac{\sum[(x_i - \bar{x}) \times (y_i - \bar{y})]}{\sum (x_i - \bar{x})^2}$$

Δηλαδή, το β υπολογίζεται ως το άθροισμα του x_i δηλαδή στο παράδειγμά μας της απόδοσης της αγοράς ανά συνεδρίαση μείον το \bar{x} , δηλαδή την μέση απόδοση της αγοράς, πολλαπλασιαζόμενο με το αποτέλεσμα του y_i που είναι η απόδοση του Μοχλού ανά συνεδρίαση μείον την μέση απόδοση του Μοχλού. Όλο αυτό το αποτέλεσμα το διαιρούμε με το άθροισμα του x_i μείον το \bar{x} , υψωμένο στο τετράγωνο. Ο τύπος εκφράζεται και διαφορετικά ως ακολούθως:

$$\beta = \frac{\sum x_i \times y_i - n \bar{x} \times \bar{y}}{\sum x_i^2 - n \bar{x}^2}$$

Στο πίνακα που ακολουθεί έχουν υπολογιστεί για την ίδια περίοδο (20-1-2005 ως τις 15-3-2006) τα β των εταιριών Alpha Bank, ΕΤΕ, ΟΠΑΠ, Μοχλός, Cosmote.

Μετοχές	Κίνδυνος βήτα «β»
Alpha Bank	1.35
ΕΤΕ	1.32
ΟΠΑΠ	0.90
Μοχλός	0.85
Cosmote	0.78

Παρατηρούμε ότι οι μετοχές της Alpha Bank και της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος έχουν υψηλά βήτα και χαρακτηρίζονται ως επιθετικές μετοχές. Αυτό σημαίνει ότι υπέρ αποδίδουν σε σχέση με την ελληνική αγορά και θεωρούνται καλύτερες επενδύσεις αφού η αγορά είναι ανοδική. Σε αντίθετη περίπτωση οι ζημιές σε μια υποτιθέμενη επένδυση σε αυτές τις δυο μετοχές, αναλογικά θα ήταν πολύ μεγαλύτερες από το σύνολο της αγοράς.

Στον αντίποδα, έχουμε τον ΟΠΑΠ, τον Μοχλό και την Cosmote, όπου χαρακτηρίζονται αμυντικές μετοχές. Η απόδοσή τους είναι μικρότερη από την απόδοση της αγοράς. Στην περίπτωση που το ελληνικό χρηματιστήριο βρισκόταν στην κάθοδο οι ζημιές που θα είχαμε σε αυτές τις 3 μετοχές θα ήταν μικρότερες σε σχέση με την Alpha Bank και την Εθνική Τράπεζας της Ελλάδος.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ BREAK EVEN POINT

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ BREAK EVEN POINT

Ο υπολογισμός του Νεκρού Σημείου (ΝΣ), αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για τον προγραμματισμό και την σχεδίαση μιας ενδεχόμενης επένδυσης, είτε αυτή αφορά την επέκταση της επιχείρησης σε νέους τομείς παραγωγής και σε νέα προϊόντα, είτε αφορά εξολοκλήρου μια νέα αρχή για την ίδρυση μιας επιτυχημένης μονάδας παραγωγής.

Είναι πολύ σημαντικό για τον επιχειρηματία να γνωρίζει πιο είναι το επίπεδο παραγωγής – πώλησης προϊόντων που πρέπει να πουλήσει προκειμένου να του καλύψει τα συνολικά έξοδα έτσι ώστε η παραγωγή – πώληση μιας επιπλέον μονάδος προϊόντος να του αποδοση κέρδος. Το Νεκρό Σημείο αποτελεί και ένα σημείο ένδειξης της ικανότητας της επιχείρησης να επιτυγχάνει τον πρώτο και θεμελιώδη στόχο της που δεν είναι τίποτα άλλο παρά η κάλυψη του συνολικού κόστους πουλώντας την αντίστοιχη ποσότητα προϊόντων. Είναι σημαντική η γνώση του υπολογισμού του νεκρού σημείου διότι έχοντας σαν βάση την ποσότητα που χρειάζεται να παραχθεί – πωληθεί το προϊόν που εμπορεύεται η επιχείρηση, δίνεται η δυνατότητα στην διοίκηση να προχωρήσει ένα παραπάνω βήμα και να λάβει περαιτέρω επιχειρηματικές αποφάσεις, όπως είναι: η αύξηση κινήτρων (μπόνους) στους πωλητές της, ο επανασχεδιασμός του προϊόντος μετά την ανατροφοδότηση των πληροφοριών γύρω από το προϊόν (feedback), η εξάπλωση της επιχείρησης σε άλλες πόλεις ή χώρες ή ακόμα και επέκταση της σε νέους τομείς παραγωγής.

Πολλές επιχειρήσεις που έκλεισαν μέσα σε ελάχιστο χρονικό διάστημα, η κύρια αιτία ήταν ότι δεν έλαβαν υπ' όψιν τους, το νεκρό σημείο του προϊόντος που εμπορεύονταν. Έτσι τίθεται το ερώτημα πως μπορούμε να ορίσουμε πιο είναι το νεκρό σημείο;

Το Νεκρό Σημείο, είναι το σημείο όπου τέμνονται η ευθεία που προσδιορίζει τα συνολικά έσοδα με την ευθεία που προσδιορίζει τα συνολικά έξοδα, δηλαδή το σημείο όπου τα συνολικά έσοδα είναι ίσα με τα συνολικά έξοδα. Το σημείο που προβάλλεται στον άξονα των Χ (ποσότητα παραγωγής) είναι η ποσότητα παραγωγής όπου η επιχείρηση δεν παρουσιάζει ούτε κέρδος ούτε ζημιά. Έτσι, η παραγωγή μιας επιπλέον μονάδας προϊόντος επιφέρει κέρδος για την επιχείρηση και αντιθέτως η παραγωγή μιας λιγότερης μονάδας επιφέρει ζημιά.

Τα έξοδα χωρίζονται σε μεταβλητά και σταθερά. Βέβαια σε χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του ενός έτους όλα τα έξοδα θεωρούνται μεταβλητά.

Σταθερά έξοδα θεωρούμε:

- Το σύνολο των μισθών του μόνιμου προσωπικού
- Τα ενοίκια που πληρώνει η επιχείρηση (αν υπάρχουν)
- Οι αποσβέσεις παγίων στοιχείων
- Οι πάγιοι λογαριασμοί του νερού, ηλεκτρικής ενέργειας, τηλεπικοινωνιών κτλ.
- Οι μισθοί Διοικητικού Συμβουλίου

Μεταβλητά έξοδα θεωρούμε:

- Το σύνολο του μισθού των ημερομίσθιων εργαζομένων, οι οποίοι χρησιμοποιούνται σε έκτατες ανάγκες αυξημένης ζήτησης.
- Έξοδα που προκύπτουν ύστερα από την χρήση ηλεκτρικής ενέργειας ή άλλων πηγών ενέργειας, νερού, τηλεπικοινωνιών.
- Ο όγκος αγοράς της πρώτης ύλης
- Το ύψος της φορολογίας
- Ύψος των βραχυπρόθεσμων τόκων
- Διαφήμιση και διάθεση του παραγόμενου προϊόντος ή υπηρεσίας
- Ορισμένα έξοδα διοικητικής λειτουργίας κτλ.

Για να υπολογίσουμε την ποσότητα παραγωγής που η επιχείρηση δεν παρουσιάζει ούτε έσοδα ούτε ζημιές αλλά αποτελεί το σημείο αναφοράς, εκείνης της ποσότητας παραγωγής, που η επιχείρηση πρέπει να παράγει, έτσι ώστε η μία επιπλέον μονάδα παραγωγής να της δώσει κέρδος, δίνεται από την ακόλουθη μαθηματική σχέση:

$$\text{Έσοδα από πωλήσεις} = \text{Σταθερό Κόστος} + \text{Μεταβλητές δαπάνες} + \text{Καθαρό Κέρδος}$$

- Τα έσοδα από πωλήσεις προκύπτουν από το γινόμενο της Τιμής πώλησης του προϊόντος και της ποσότητας, δηλαδή: *Τιμή Πώλησης × Ποσότητα*
- Το σταθερό κόστος, όπως αναφέρει και η ίδια η λέξη, δεν μεταβάλλεται όταν μεταβάλλεται η ποσότητα, παραμένει δηλαδή σταθερή και είναι αδιάφορη από το ύψος των πωλήσεων.
- Αντιθέτως οι μεταβλητές δαπάνες μεταβάλλονται καθώς μεταβάλλεται και η παραγόμενη ποσότητα, άρα είναι ίσο με: *Μεταβλητό κόστος × Ποσότητα*

Σημείωση: Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το μεταβλητό κόστος αποτελεί το μεταβλητό κόστος ανα μονάδα προϊόντος.

- Το καθαρό κέρδος στο Νεκρό Σημείο είναι μηδέν, αφού σε αυτό το σημείο παραγωγής, τα συνολικά έσοδα είναι ίσα με τα συνολικά έξοδα.

Επομένως προκύπτει η ακόλουθη σχέση:

$$\text{Τιμή Πώλησης} \times \text{Ποσότητα} = \text{Σταθερό Κόστος} + (\text{Μεταβλητό κόστος} \times \text{Ποσότητα})$$

Η σχέση αυτή αναπτύσσεται ως ακολούθως:

$$(\text{Τιμή Πώλησης} \times \text{Ποσότητα}) - (\text{Μεταβλητό κόστος} \times \text{Ποσότητα}) = \text{Σταθερό Κόστος}$$

⇔

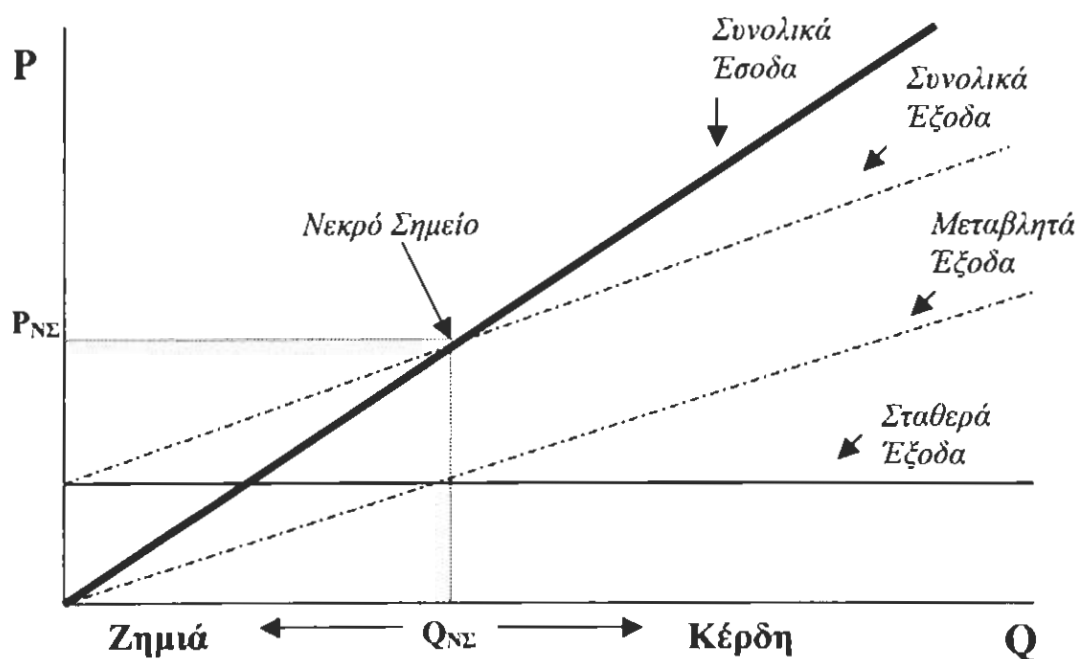
$$\text{Ποσότητα} \times (\text{Τιμή Πώλησης} - \text{Μεταβλητό κόστος}) = \text{Σταθερό Κόστος}$$

⇔

$$\text{Ποσότητα} = \frac{\text{Σταθερό Κόστος}}{\text{Τιμή Πώλησης} - \text{Μεταβλητό κόστος}}^{39}$$

³⁹ Μεταβλητό κόστος ανα μονάδα προϊόντος

Γραφική παράσταση:



Για τον υπολογισμό του Ν.Σ. είναι απαραίτητο να γίνουν ορισμένες παραδοχές, οι οποίες δεν θα αλλοιώνουν την αξία των συμπερασμάτων που θα καταλήξει ο αναλυτής και για τις οποίες βέβαια θα πρέπει να είναι ενήμερος.

Οι σημαντικότερες παραδοχές στην ανάλυση του Ν.Σ. είναι:

- Το συνολικό κόστος και τα έσοδα μπορούν να προσδιοριστούν με αξιοπιστία και η μεταξύ τους σχέση είναι γραμμική για ένα ορισμένο εύρος παραγωγής.
- Το κόστος μπορεί να διαχωριστεί στο σταθερό του και μεταβλητό του μέρος, δίχως το σταθερό να μεταβάλλεται και ότι το μεταβλητό κόστος είναι ανάλογο με το ύψος των πωλήσεων.
- Οι τιμές πωλήσεως των προϊόντων και οι τιμές των συντελεστών παραγωγής δεν μεταβάλλονται.
- Ότι κατά την περίοδο του προσδιορισμού του Ν.Σ. δεν υπήρξε μεταβολή του γενικού επιπέδου των τιμών.
- Η παραγωγική δυναμικότητα και οι μέθοδοι παραγωγής της επιχείρησης παραμένουν αμετάβλητοι.
- Ο μόνος συντελεστής που επηρεάζει το κόστος είναι το ύψος των πωλήσεων.

Οι παραπάνω παραδοχές θεωρούνται υπεραπλουστεύσεις, διότι στην πραγματικότητα τα πράγματα είναι διαφορετικά και πολλά είδη κόστους δεν είναι σταθερά για ένα εύρος πωλήσεων, αλλά ούτε και απόλυτα μεταβλητά ανάλογα με τον όγκο των πωλήσεων.

Για τον υπολογισμό του Ν.Σ. είναι απαραίτητο να ληφθούν υπόψη οι παρακάτω προϋποθέσεις:

- Παράγεται και διατίθεται μόνο ένα προϊόν.
- Μπορεί να διαχωριστεί το κόστος σε σταθερό και μεταβλητό.
- Τα μεταβλητά έξοδα είναι ανάλογα του ύψους των πωλήσεων.
- Η τιμή πωλήσεως στην αγορά παραμένει σταθερή.

Όπως φαίνεται τα στοιχεία, για τον προσδιορισμό του Ν.Σ., είναι διαθέσιμα μόνο στους εσωτερικούς αναλυτές. Οι εξωτερικοί αναλυτές θα μπορέσουν να φθάσουν σε

πρόχειρα συμπεράσματα, σε σύγκριση με τα λειτουργικά αποτελέσματα και με βάση τα ιστορικά στοιχεία των τελευταίων ετών που μπορεί να βρει.

Ας χρησιμοποιήσουμε ένα παράδειγμα για να γίνει κατανοητή η πρώτη περίπτωση που υποθέτουμε ότι η επιχείρηση παράγει ένα μόνο προϊόν.

Παράδειγμα:

Υποθέτουμε ότι ένας επιχειρηματίας αποφασίζει να ανοίξει ένα κατάστημα σε κεντρικό σημείο μιας πόλης που θα πουλάει ποδήλατα. Σκέφτεται να τα διαθέσει στην αγορά στην τιμή των €320 ανά ποδήλατο. Το ένα ποδήλατο το αγοράζει από την βιομηχανία €220. Υπολογίζει ότι θα πληρώνει ενοίκιο, €900 τον μήνα θα απασχολεί και ένα υπάλληλο με μεικτό μισθό €1,200 και οι λογαριασμοί (νερό, ΔΕΗ, ΟΤΕ), εκτιμάει ότι θα του κοστίζουν €400 τον μήνα. α) Πόσα ποδήλατα πρέπει να πουλάει τον μήνα έτσι ώστε να φτάσει το νεκρό σημείο; β) Αν θέλει να βγάλει €3,000 το μήνα σταθερά, θα μεταβληθεί το νεκρό σημείο;

Απάντηση:

Θα χρησιμοποιήσουμε τον τύπο:

$$\text{Ποσότητα} = \frac{\text{Σταθερό Κόστος}}{\text{Τιμή Πώλησης} - \text{Μεταβλητό κόστος}}$$

α)

Τα σταθερά έξοδα είναι:	Ενοίκιο	€ 900
	Υπάλληλος	€1,200
	<u>Λογαριασμοί</u>	<u>€ 400</u>
		€2,500

Άρα:

$$\text{Ποσότητα} = \frac{\text{Σταθερό Κόστος}}{\text{Τιμή Πώλησης} - \text{Μεταβλητό κόστος}} = \frac{€2,500}{(€320 - €220)} = \frac{€2,500}{€100} = 25 \text{ ποδήλατα}$$

Άρα 25 ποδήλατα τον μήνα ή περίπου 1 κάθε μέρα.

β)

Αν θέλει να παίρνει και €3,000 το μήνα τότε:

$$\begin{aligned} \text{Ποσότητα} &= \frac{\text{Σταθερό Κόστος}}{\text{Τιμή Πώλησης} - \text{Μεταβλητό κόστος}} \\ &= \frac{€2,500 + €3,000}{(€320 - €220)} = \frac{€5,500}{€100} = 55 \text{ ποδήλατα τον μήνα} \end{aligned}$$

Όπως είδαμε είναι αρκετά απλό να υπολογίσουμε το Νεκρό Σημείο μιας επιχείρησης όταν αυτή εμπορεύεται ένα μόνο προϊόν. Τι γίνεται όμως όταν η επιχείρηση εμπορεύεται παραπάνω από ένα, όπως τα *SuperMarkets*;

Στην Περίπτωση πωλήσεων από την εταιρία περισσότερων του ενός προϊόντων, είναι γνωστό τόσο το σύνολο των μεταβλητών δαπανών, όσο και το σύνολο των δαπανών (σταθερών και μεταβλητών), οι οποίες στο νεκρό σημείο είναι

ίσης με τα συνολικά έσοδα από πωλήσεις, οπότε υπολογίζεται ο συντελεστής μεταβλητών δαπανών από την σχέση:

$$\text{Συντελεστής μεταβλητών δαπανών} = \frac{\text{Σύνολο Μεταβλητών Δαπανών}}{\text{πωλήσεις}}$$

Παρατήρηση: Από το κόστος πωλήσεων θα αφαιρέσουμε τις αποσβέσεις και θα τις προσθέσουμε στα Σταθερά έξοδα.

Κατόπιν αυτού παίρνει την μορφή:

$$\text{Ζητούμενη αξία Πωλήσεων} = \frac{\text{Σταθερές Δαπάνες} + (\text{Σύνολο Μεταβλητών Δαπανών}) \times \text{Ζητούμενη αξία Πωλήσεων}}{\text{Συνολικές πωλήσεις}}$$

Και ύστερα από πράξεις και αντικατάσταση ορίζεται:

$$\text{Ζητούμενη αξία Πωλήσεων} = \frac{\text{Σταθερές Δαπάνες}}{1 - (\text{Συντελεστής μεταβλητών δαπανών})}$$

Για να γίνει κατανοητό χρησιμοποιούμε το ακόλουθο παράδειγμα:

Παράδειγμα:

Έστω ότι σε μια επιχείρηση που εμπορεύεται καλλυντικά, ισχύουν τα ακόλουθα όπως αποτυπώνονται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομικά Στοιχεία	Σε χιλιάδες \$
Πωλήσεις	15,881
Μεταβλητά έξοδα	12,050
Σταθερά έξοδα	2,801
Αποσβέσεις	1,030
Κέρδη προ φόρων	\$0
Φόροι	0
Κέρδη μετά φόρων	\$0

Να βρούμε πιο είναι το νεκρό σημείο για την συγκεκριμένη επιχείρηση.

Απάντηση

Όπως βλέπουμε η απάντηση διαφέρει από το προηγούμενο παράδειγμα. Δεν μας δίνονται στοιχεία σχετικά με την παραγόμενη ποσότητα, τιμές κόστους και τιμές διάθεσης στους τελικούς καταναλωτές. Παρόλα αυτά μπορούμε να υπολογίσουμε το νεκρό σημείο χρησιμοποιώντας τους ακόλουθους τύπους.

Θα υπολογίσουμε τον συντελεστή μεταβλητών δαπανών, που είναι:

$$\frac{\text{Σύνολο Μεταβλητών Δαπανών}}{\text{Πωλήσεις}} = \frac{\$12,050}{\$15,881} = 0.7588$$

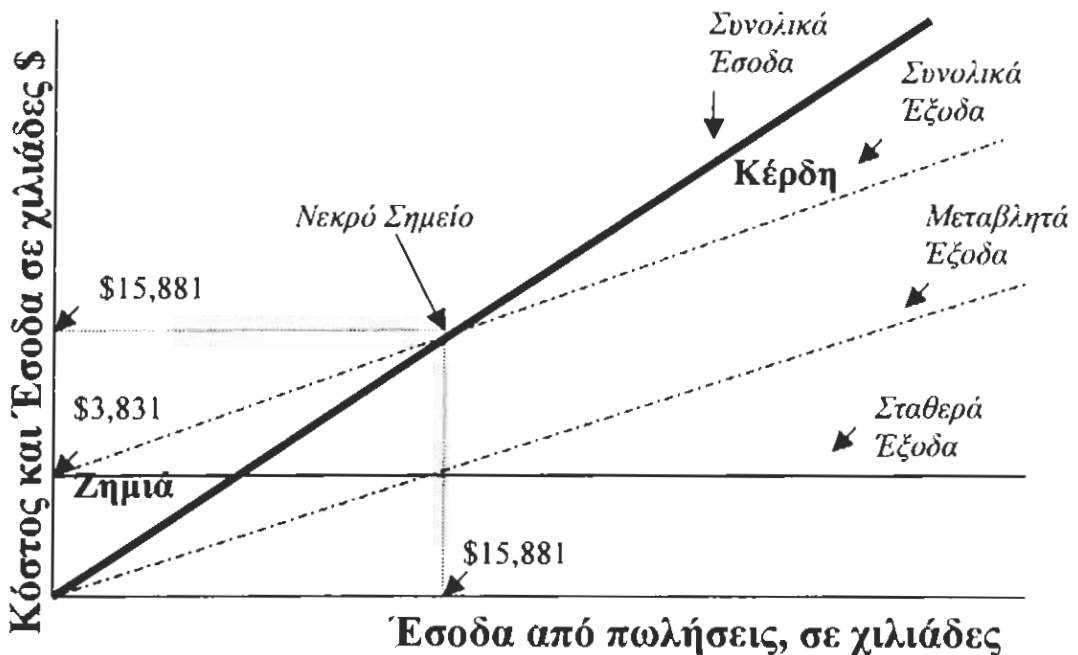
Επομένως με την εύρεση του συντελεστή δαπανών αντιλαμβανόμαστε ότι για κάθε επιπλέον δολάριο πωλήσεων τα μεταβλητά κόστη μεταβάλλονται κατά \$0.7588. Στην συνέχεια, αφού γνωρίζουμε τα σταθερά έξοδα, βρίσκουμε το νεκρό σημείο.

$$\frac{\text{Σταθερές Δαπάνες}}{1 - (\text{Συντελεστής μεταβλητών δαπανών})} = \frac{(\text{Σταθερά έξοδα}) + (\text{Αποσβέσεις})}{1 - (\text{Συντελεστής μεταβλητών δαπανών})} =$$

$$= \frac{\$2,801 + \$1,030}{(1 - 0.7588)} = \$15,881$$

Όταν η επιχείρηση δεν λειτουργεί, έχει μόνο τα σταθερά της έξοδα ενώ τα μεταβλητά της έξοδα είναι μηδέν. Δηλαδή στο παράδειγμά μας τα σταθερά της έξοδα είναι: (Σταθερά έξοδα) + (Αποσβέσεις) = \$2,801 + \$1,030 = \$3,831,000.

Στον παρακάτω γράφημα αποτυπώνουμε όλα τα παραπάνω αποτελέσματα. Στον άξονα των Χ έχουμε τα έσοδα από πωλήσεις σε χιλιάδες δολάρια, στον κάθετο άξονα των Ψ αποτυπώνουμε τα συνολικά κόστη και έσοδα σε χιλιάδες δολάρια.



Παρατηρούμε ότι η επιχείρηση του παραδείγματός μας δεν βγάζει κανένα κέρδος αλλά αντίστοιχα ούτε και παρουσιάζει ζημιές. Το νεκρό του σημείο είναι ακριβώς στο σημείο των πωλήσεων που πραγματοποιεί. Όμως συμφέρει μια τέτοια επένδυση; Θα ήταν ευχαριστημένος ο επενδυτής μετά από την κάλυψη του χρόνου επένδυσής του (ωρίμανσης της επένδυσης) να πάρει πίσω το ίδιο ποσό που επένδυσε;

Θα πρέπει να αναλογιστούμε ότι ένα ευρώ σήμερα δεν είναι το ίδιο ευρώ αύριο. Μια επένδυση που πετυχαίνει πωλήσεις στο νεκρό σημείο, σου δίνει εγγυημένα την επένδυσή σου πίσω αλλά δεν σου καλύπτει το κόστος ευκαιρίας του

επενδύομένου κεφαλαίου. Ο επενδυτής το ίδιο χρονικό διάστημα θα μπορούσε να το είχε επενδύσει σε μια άλλη πιο αποδοτική επένδυση που θα του έδινε το κεφάλαιο του συν κάποιο επιπλέον κέρδος.

Το παραπάνω παράδειγμα θα λέγαμε ότι περιλαμβάνει την συγκεκριμένη γνώση των μεταβλητών εξόδων και των σταθερών εξόδων. Βέβαια σαν εξωτερικοί αναλυτές δεν είμαστε σε θέση να γνωρίζουμε όλα αυτά τα στοιχεία επακριβώς. Για αυτό έχουμε μια πιο αβέβαιη εικόνα για το νεκρό σημείο των αναλυόμενων επιχειρήσεων αφού αντλούμε τα οικονομικά τους στοιχεία από τον Ισολογισμό της επιχείρησης και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

Παρόλα αυτά σαν μεταβλητά έξοδα θα μπορούμε να ορίσουμε:

- Το κόστος πωληθέντων
- Την μεταβολή των πρώτων υλών (συμπεριλαμβάνονται όμως στο κόστος πωληθέντων)
- Τους μισθούς των μη μόνιμων εργαζομένων
- Τόκοι προερχόμενα από βραχυπρόθεσμα δάνεια
- Φόρος εισοδήματος
- Έκτατες ζημιές
- Ένα μέρος από τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας

Σαν σταθερά έξοδα μπορούμε να ορίσουμε

- Τους μισθούς του μόνιμου προσωπικού
- Το σύνολο των αποσβέσεων πάγιων στοιχείων
- Το σύνολο των μισθών μόνιμου προσωπικού
- Ορισμένα από τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας
- Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου
- Το σύνολο των εξόδων διάθεσης

Η εταιρία Μοχλός Α.Ε δραστηριοποιείτε στο κλάδο των κατασκευών. Είναι υποχρεωμένη μετά το πέρας κάποιας χρονικής περιόδου που έχει οριστεί από την σύμβαση έργου να παραδώσει το τελικό προϊόν στον τελικό του καταναλωτή, ο οποίος τις περισσότερες φορές είναι το δημόσιο. Πολλές φορές για την ολοκλήρωση του κατασκευαστικού έργου συνεργάζεται και με άλλες ομοειδής επιχειρήσεις. Είναι δύσκολο να βρούμε τα ακριβή μεταβλητά και σταθερά έξοδα, διότι δεν αναγράφονται πουθενά το κόστος αγοράς της πρώτης ύλης αλλά ούτε και οι λογαριασμοί νερού, ηλεκτρικής ενέργειας, κόστος πετρελαίου, τηλεπικοινωνίας κτλ. Στις περιπτώσεις αυτές προσπαθούμε να αντλήσουμε τα στοιχεία μας από τον ισολογισμό, τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης και τις ταμειακές ροές. Έτσι έχουμε τα ακόλουθως:

	Έτος	2004	2003	2002	2001
Μεταβλητά έξοδα	Κόστος Πωληθέντων	371,176,422.05	309,560,172.02	294,115,627.21	38,695,426.57
	Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	2,045,529.64	1,684,541.32	723,500.50	31,508.13
	Φόρος Εισοδήματος	3,467,850.86	4,086,869.73	2,962,144.91	1,698,187.88
	ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	€376,689,802.55	€315,331,583.17	€297,801,272.62	
Συνολικά έξοδα	Σύνολο Αποσβέσεων Πάγιων στοιχείων	0	11,183.25	1,170,406.44	164,527.13
	Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου	500,000.00	450,000.00	450,000.00	293,470.29
	Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	4,696,075.51	4,568,540.50	2,703,614.35	794,783.85
	Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	5,838.08	312,321.32	244,997.22	186,263.10
	Μισθοί	11,656,590.00	8,901,190.00	11,233,000	Δεν υπάρχουν Στοιχεία
	ΣΥΝΟΛΟ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	€17,358,503.59	€14,243,235.07	15,802,018.01	
Πωλήσεις	€383,040,798.75	€320,985,514.29	€302,071,910.87	€42,797,591.24	

2004

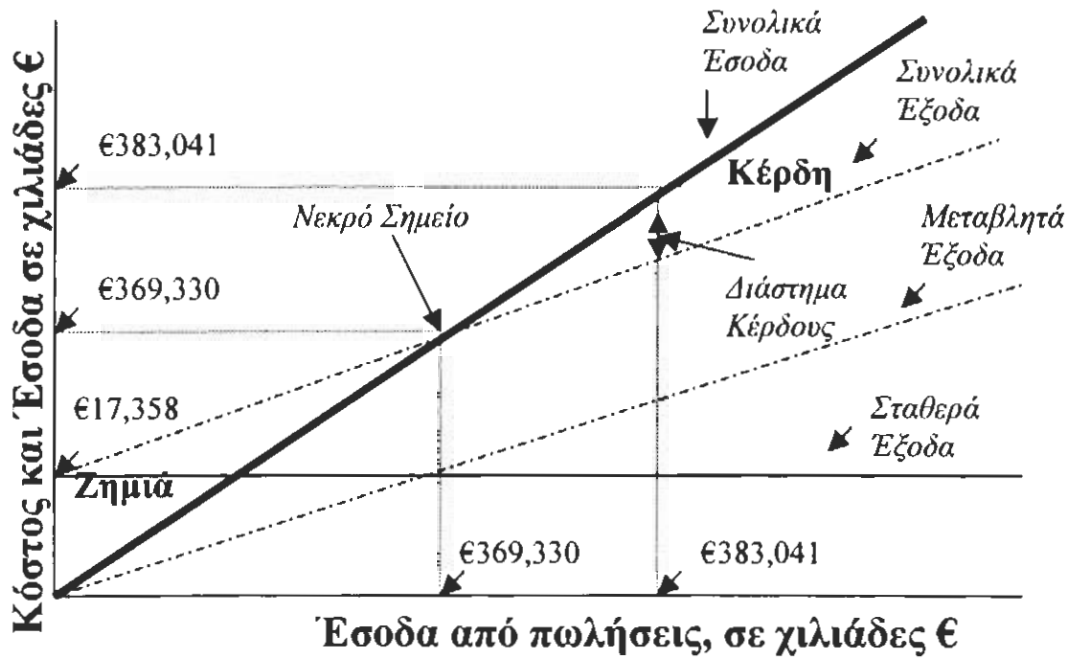
Υπολογίζουμε τον συντελεστή μεταβλητών δαπανών:

$$\frac{\text{Μεταβλητά έξοδα}}{\text{Πωλήσεις}} = \frac{€376,689,802.55 - 11,656,590.00}{383,040,798.75} = \frac{365,033,212.55}{383,040,798.75} = 0.9530$$

Επομένως για κάθε Ευρώ επιπλέον πώλησης, ο Μοχλός παρουσιάζει μεταβλητά έξοδα αξίας €0.9530. Για να βρούμε το νεκρό σημείο παίρνουμε τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$\frac{\text{Σταθερά έξοδα}}{1 - (\text{Συντελεστής μεταβλητών δαπανών})} = \frac{€17,358,503.59}{(1-0.953)} = €369,329,863.3$$

Ακολουθεί το γράφημα:



2003

Υπολογίζουμε τον συντελεστή μεταβλητών δαπανών:

$$\frac{\text{Μεταβλητά έξοδα}}{\text{Πωλήσεις}} = \frac{€315,331,583.17 - €8,901,190.00}{€320,985,514.29} = \frac{311,311,254.90}{320,985,514.29} = 0.9546$$

Επομένως για κάθε Ευρώ επιπλέον πώλησης, ο Μοχλός παρουσιάζει μεταβλητά έξοδα αξίας €0.9546. Για να βρούμε το νεκρό σημείο παίρνουμε τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$\frac{\text{Σταθερά έξοδα}}{1 - (\text{Συντελεστής μεταβλητών δαπανών})} = \frac{€14,243,235.07}{(1-0.9546)} = €313,727,644.70$$

Ομοίως με προηγουμένως, το νεκρό σημείο για τον Μοχλό το 2003 είναι στην πραγματοποίηση €313,727,644.70 πωλήσεων.

2002

Υπολογίζουμε τον συντελεστή μεταβλητών δαπανών:

$$\frac{\text{Μεταβλητά έξοδα}}{\text{Πωλήσεις}} = \frac{€297,801,272.62 - 11,233,000}{302,071,910.87} = \frac{286,568,272.60}{302,071,910.87} = 0.9487$$

Επομένως για κάθε Ευρώ επιπλέον πώλησης, ο Μοχλός παρουσιάζει μεταβλητά έξοδα αξίας €0.9487. Για να βρούμε το νεκρό σημείο παίρνουμε τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$\frac{\text{Σταθερά έξοδα}}{1 - (\text{Συντελεστής μεταβλητών δαπανών})} = \frac{15,802,018.01}{(1-0.9487)} = 308,031,540.2$$

Ομοίως με προηγουμένως, το νεκρό σημείο για τον Μοχλό το 2003 είναι στην πραγματοποίηση €308,031,540.2 πωλήσεων.



Παρατήρηση:

Με την μέθοδο των τριών μπορούμε να υπολογίσουμε και τις μέρες που χρειάζονται μέσα σε ένα έτος, έτσι ώστε να καλυφθούν τα μεταβλητά και τα σταθερά έξοδα. Για παράδειγμα, για να υπολογίσουμε το νεκρό σημείο της εταιρίας Μοχλός Α.Ε. για το 2004, σε ημέρες ενεργούμε ως εξής:

Μέσα σε ένα έτος (365 μέρες) πραγματοποιήθηκαν πωλήσεις αξίας €383,040,798.75 για την κάλυψη €369,329,863.30, πόσες μέρες απαιτούνται;

$$\begin{array}{r} 365 \text{ μέρες} \quad \text{€}383,040,798.75 \\ \underline{X;} \quad \quad \quad \text{€}369,329,863.30 \end{array}$$

$$X = 365 \text{ μέρες} \times \frac{\text{€}369,329,863.30}{\text{€}383,040,798.75} \approx 352 \text{ ημέρες}$$

Για την κάλυψη των σταθερών εξόδων, με το ίδιο τρόπο έχουμε:

$$\begin{array}{r} 365 \text{ μέρες} \quad \text{€}383,040,798.75 \\ \underline{X;} \quad \quad \quad \text{€}17,358,503.59 \end{array}$$

$$X = 365 \text{ μέρες} \times \frac{\text{€}17,358,503.59}{\text{€}383,040,798.75} \approx 16 \text{ ημέρες}$$

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = $\text{Σύνολο Κυκλ. Ενεργητικό} - \text{Συν. Βραχυπρ. Υποχρ.}$
- $\frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο Κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
- Δείκτης γενικής ρευστότητας = $\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$
- Δείκτης Ειδικής ρευστότητας = $\frac{\text{Κυκλ. Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα} - \text{Επισφαλείς απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$
- Αριθ. ταμειακής ρευστότητας = $\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$
- Δυναμικός Αριθ. ταμειακής ρευστότητας = $\frac{\text{Ταμειακές Ροές από Λειτ. Δραστηριότητες}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$
- Δείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος = $\frac{\text{Κυκλοφορούν Αποθέματα} - \text{Αποθέματα}}{\text{Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές Δαπάνες}}$

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

- Δείκτης ταχύτητας εισπράξεων απαιτήσεων = $\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}$
- Μέση Διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχ. = $\frac{\text{Μέσος όρος Απαιτήσεων}}{(\text{Καθαρές πωλήσεις})/365}$
- Επισφάλ. ως προς το σύνολο των απαιτ. = $\frac{\text{Επισφαλής} - \text{Επίδικοι πελάτες και χρεώστες}}{\text{Σύνολο Απαιτήσεων}}$
- αριθμοδείκτης κυκλοφορίας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων = $\frac{\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Βραχ. Υποχρεώσεις (ή Μ.Ο. Υποχρεώσεων)}}$
- Χρόνος παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επιχείρηση (σε ημέρες) = $\frac{\text{Μ.Ο. Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{[\text{Αγορές (ή κόστος Πωληθέντων)}/365]}$
- Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων = $\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μ.Ο. Αποθεμάτων}}$

- Χρόνος παραμονής των αποθεμάτων = $\frac{Μ.Ο. Αποθεμάτων}{(Κόστος Πωληθέντων) / 365}$ στην επιχείρηση
- $\frac{Μ.Ο. Προμηθειών}{(Κόστος πωλήσεων) / 365}$
- Αριθμ. ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κίνησης = $\frac{Καθαρές Πωλήσεις}{Καθαρό κεφάλαιο Κίνησης}$
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού = $\frac{Καθαρές Πωλήσεις}{Μ.Ο.Συνόλου Ενεργητικού}$
- Ταχύτητα κυκλοφορίας παγίων = $\frac{Καθαρές Πωλήσεις}{Καθαρό πάγιο ενεργητικό}$
- Ταχύτητα κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων = $\frac{Καθαρές Πωλήσεις}{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}$

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό κεφάλαιο = $\frac{Ίδια Κεφάλαια}{Συνολικά Κεφάλαια}$
- Αριθμοδείκτης Συνολικών Κεφαλαίων προς ιδίων Κεφαλαίων = $\frac{Συνολικά Κεφάλαια}{Ίδια Κεφάλαια}$
- Αριθμοδείκτης ξένων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια = $\frac{Ξένα Κεφάλαια}{Συνολικά Κεφάλαια}$
- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το Ξένα κεφάλαια = $\frac{Ίδια Κεφάλαια}{Ξένα Κεφάλαια}$
- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια = $\frac{Ίδια Κεφάλαια}{Καθαρά Πάγια}$
- Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Ενεργητικού προς το συνολικές Υποχρεώσεις = $\frac{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}{Σύνολο Υποχρεώσεων}$
- Αριθμοδείκτης Παγίων προς Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις = $\frac{Καθαρά Πάγια}{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$
- Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων = $\frac{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων}{Σύνολο τόκων}$

$$\text{➤ Ποσοστό τόκων προς ξένα κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο χρεωστικών Τόκων}}{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}}$$

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου} = 100 \times \frac{\text{Μικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}}$$

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Χρημα/μικά Κέρδη εκμ. + έξοδα}}{\text{Μέσος όρος Συνολικού Ενεργητικού}} \times (1 - \text{Φορολ. Συντελεστής})$$

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Μέσο ύψος ιδίων Κεφαλαίων}}$$

➤ Du-Pont

$$\text{R.O.A.} = \frac{\text{Καθαρά Χρημα/μικά Κέρδη εκμ. + έξοδα}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό}} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Χρημα/μικά Κέρδη εκμ. + έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

➤ R.O.E.=

$$= \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Καθαρά Χρημα/μικά Κέρδη εκμ. + έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Μ.Ο. Συν. Ενεργητικού}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}} \times \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρά Χρημα/μικά Κέρδη εκμ. + έξοδα}}$$

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΔΑΠΑΝΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων + Λειτουργ. Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις} = \frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

$$\text{➤ Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς αμοιβές των απασχολουμένων} = \frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Αμοιβές απασχολουμένων}}$$

- $\text{Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο} = \frac{\text{Καθαρά Πάγια}}{\text{Μέσος αριθμός απασχολουμένων}}$
- $\text{Αριθμοδείκτης αμοιβών προς μέσο} = \frac{\text{Σύνολο αμοιβών απασχολουμένων}}{\text{Μέσο αριθμό απασχολουμένων}}$
- $\text{Αριθμοδείκτης καλύψεως Επενδύσεων} = \frac{\text{Συνολικές Αποσβέσεις περιόδου}}{\text{Μεταβολή αξίας ακαθαρίστων παγίων περιόδου}}$

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

- $\text{Κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο Καθαρών κερδών χρήσης}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
- $\text{Μέρισμα κατά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων}}{\text{αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
- $\text{Μερισματική απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο χρηματιστήριο}}$
- $\text{Ποσοστό διανεμομένων Κερδών} = \frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων χρήσης}}{\text{Σύνολο Καθαρών Κερδών Χρήσης}}$
- $\text{Μερισματική απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$
- $\text{Εσωτερική αξία μετοχής (με βάση τη λογιστική καθαρά θέση)} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
- $\text{Λόγος Χρηματιστηριακής τιμής προς Εσωτερική αξία μετοχής (P/BV)} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}}$
- $\text{Δείκτης τιμής προς κέρδη Κατα μετοχή (P/E)} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατα μετοχή}}$
- $\text{Μερισματική απόδοση Χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής} = \frac{\text{Μέρισμα κατα μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}$



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

I. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Γκίκας Δημητρίου Χ., καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (Α.Σ.Ο.Ε.Ε.), «*Ανάλυση και οι χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων*», Εκδόσεις Γ.Μπένου, Αθήνα: 2002.
2. Νιάρχος Νικήτας Α., καθηγητής Πανεπιστημίου Αθηνών, «*Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*», Έβδομη έκδοση, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα: 2004
3. Πατατούκας Κυριάκος Π. , Δεμοιράκος Ευθύμιος Γ. (M.Sc.) «*Μεθοδολογία Ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων Αποτίμησης Επιχειρήσεων*», Ipirotiki, Αθήνα 2003.

II. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

1. Richard A.Brealey – London Business School, Stewart C. Myers – Sloan School of Management Massachusetts Institute of Technology, Alan J. Marcus - Wallace E. Carroll School of Management Boston College, “*Fundamentals of Corporate Finance*”, International Edition, New York, McGraw-Hill, 2005.
2. James C.Van Horne – Stanford University, John M. Wachowicz, JR – The University of Tennessee, “*Fundamentals of Financial Managements*” twelfth edition, Essex, FT Prentice Hall, 2005.
3. Robert F. Meigs – San Diego State University, Mary A. Meigs - San Diego State University, Mark Bettner – Bucknell University, Ray Whittington – San Diego State University, “*Financial Accounting*”, International Edition, 9th Edition, McGraw-Hill, 1998.
4. Karen P. Schoenebeck, “*Interpreting and Analyzing Financial Statements*”, Third Edition, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2004.

III. INTERNET

- www.bized.ac.uk
- www.ase.gr
- www.in.gr
- Finance.yahoo.com
- www.jaxworks.com
- www.mochlos.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

α.Εταιρείας	302,071,910.87	302,071,910.87	42,797,591.24	42,797,591.24
β.Κοινοπραξιών	<u>14,856,968.86</u>		<u>687,821.68</u>	
	<u>316,928,879.73</u>		<u>43,485,412.92</u>	
Μείον: Κόστος πωλήσεων		<u>294,115,627.21</u>		<u>38,895,426.57</u>
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		7,956,283.66		4,102,164.67
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως		<u>1,484,618.44</u>		<u>110,465.61</u>
Σύνολο		9,440,902.10		4,212,630.28
Μείον: 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	2,703,814.35		794,783.85	
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	<u>244,897.22</u>	<u>2,948,611.57</u>	<u>186,263.10</u>	<u>981,046.95</u>
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		6,492,290.53		3,231,583.33
ΠΛΕΟΝ				
1. Έσοδα Συμμετοχών	3,258,357.99		51,793.01	
2. Έσοδα Χρεογράφων	172,544.90		121,395.43	
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	<u>17,723.80</u>	<u>3,448,628.69</u>	<u>89,893.20</u>	<u>263,081.64</u>
Μείον: 2. Έξοδα & ζημιές συμμετοχ. & χρεογρ.	228,449.59		0.00	
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	<u>723,500.50</u>	<u>951,950.09</u>	<u>31,508.13</u>	<u>31,508.13</u>
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		8,988,967.13		3,463,156.84
II. ΠΛΕΟΝ: Έκτακτα αποτελέσματα				
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	399,233.92		345,616.31	
2. Έκτακτα κέρδη	310,544.25		8,437.26	
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	<u>1,152.00</u>	710,930.17	<u>11,630.11</u>	365,683.68
Μείον:				
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	136,253.84		413,832.04	
2. Έκτακτες ζημιές	29,193.11		134,062.88	
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	10,389.18		1,547.90	
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	<u>0.00</u>	<u>175,836.13</u>	<u>11,029.97</u>	<u>560,472.79</u>
Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)		9,524,061.17		-194,789.11
				3,288,367.73
ΜΕΙΟΝ:				
Σύνολο αποσβέσεων πάγιων στοιχείων	4,866,048.18		2,895,075.00	
Μείον: Οι από αυτές ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	<u>3,495,641.74</u>	<u>1,170,406.44</u>	<u>2,530,547.87</u>	<u>184,527.13</u>
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων		<u>8,353,654.73</u>		<u>3,103,840.60</u>
ΜΕΙΟΝ : Δικαιώματα Μεσοψηφίας		<u>1,097.41</u>		<u>33,601.89</u>
ΚΑΘΑΡΑ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ) ΧΡΗΣΕΩΣ		<u>8,352,557.32</u>		<u>3,070,238.71</u>

ΑΘΗΝΑ 15 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2003

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΤΟΥ Δ.Σ.

Η ΔΙΕΥΘΥΝΟΥΣΑ
ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Ο ΠΡΟΙΣΤΑΜΕΝΟΣ
ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΣΤΕΓΓΟΣ ΚΩΝ/ΝΟΣ
Α.Δ.Τ. Α 353616

ΣΒΩΛΗ ΜΑΡΙΑ
Α.Δ.Τ. Π 448547

ΚΑΖΑΝΤΖΗΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ
Α.Δ.Τ. Σ 358738

ΑΡΒΑΝΙΤΗΣ ΝΙΚ
ΑΔΤ. Π 257925

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς τους κκ. Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας "ΜΟΧΛΟΣ Ανώνυμη Εμπορική Βιομηχανική Τεχνική και Τουριστική Εταιρεία"

66.999.999.999.99

ΑΘΗΝΑΙΚΩΝ ΠΡΟΑΣΤΕΙΩΝ Α.Ε.", στο κεφάλαιο των οποίων συμμετέχει η εταιρεία "ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Τ.Ε." κατά 50% και 99% αντίστοιχα.

- 2) Η ενσωμάτωση των αποτελεσμάτων των θυγατρικών εταιριών, έγινε βάσει των Οριστικών Ισολογισμών της χρήσης των εταιριών αυτών.
- 3) Επί των παγίων των εταιρειών της ενοποίησης, δεν υφίστανται εμπράγματα ή άλλα βάρη.
- 4) Το σύνολο των επενδύσεων σε πάγιο εξοπλισμό, των εταιριών της ενοποίησης, κατά τη χρήση 2002 ανήλθε στο ποσό των 1.020 χιλιάδων ΕΥΡΩ περίπου.
- 5) Τα έσοδα από Κοινοπραξίες, στις οποίες συμμετέχουν οι εταιρίες της ενοποίησης, βασίστηκαν σε βεβαιώσεις των Κοινοπραξιών αυτών.
- 6) Οι λογιστικές αρχές που τηρήθηκαν, για την σύνταξη της παρούσας Λογιστικής Κατάστασης, είναι ίδιες με αυτές της προηγούμενης χρήσης 2001.
- 7) Ο αριθμός του απασχολούμενου προσωπικού (μέσος όρος) κατά τη χρήση 2002 ανήλθε σε 930 άτομα.
- 8) Υφίστανται επίδικες ή υπο διαίτησα απαιτήσεις της εταιρείας "ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε" ύψους 7.989.213,82 ΕΥΡΩ, από τις οποίες ποσό ύψους 7.938.217,74 ΕΥΡΩ αφορά απαιτήσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου. Επιπρόσθετα, σε βάρος της εταιρείας έχουν ασκηθεί και εκκρεμούν αγωγές συνολικού ποσού ευρώ 2.694.839,32 ΕΥΡΩ.
- 9) Με απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της εταιρείας "ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε" της 14ης Αυγούστου 2002, εγκρίθηκε η από την εταιρεία συγχώνευση με απορρόφηση: α) των εταιριών "ΑΛΦΑ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.", "ΣΚΟΡΔΑΛΟΣ Α.Ε.", "ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Τ.Ε" και β) των κλάδων των τεχνικών έργων των εταιριών "ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.", "ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε", σύμφωνα με τους όρους και τις ειδικότερες συμφωνίες που περιλαμβάνονταν στο από 25 Απριλίου 2002 υπογραφέν Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, με βάση τις από 31.1.2002 Οικονομικές Καταστάσεις Μετασχηματισμού των παραπάνω εταιριών. Η ως άνω εγκριτική απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της 14.8.2002 εγκρίθηκε με την υπ' αριθμ. Κ2-11205/12.9.2002 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης. Τα στοιχεία των ως άνω απορροφηθεισών εταιριών και κλάδων εταιριών περιλαμβάνονται στα κονδύλια της τρέχουσας χρήσης 2002 και κατά συνέπεια αυτά δεν είναι συγκρίσιμα με τα αντίστοιχα της προηγούμενης χρήσης.
- 10) Προς το σκοπό της ενιαίας εμφάνισης των λογαριασμών των δύο περιόδων, ορισμένα κονδύλια της προηγούμενης χρήσης αναμορφώθηκαν.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2002			ΠΟΣΑ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2001		
	Αξία Κτήσεως	Αποσβ.	Αναπόσβ. Αξία	Αξία Κτήσεως	Αποσβ.	Αναπόσβ. Αξία
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ						
4. Λοπά έξοδα εγκαταστάσεως	4.450.348,82	1.588.981,70	2.881.387,12	878.081,14	580.286,91	297.794,23
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
II. Ενσώματες ακινητοποιήσεις						
1. Γήπεδα-Οικόπεδα	3.374.131,05	0,00	3.374.131,05	5.643.196,12	0,00	5.643.196,12
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	7.800.283,82	1.834.119,45	5.966.164,37	2.518.401,19	788.084,01	1.752.317,18
4. Μηχανήματα-τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλ.	18.258.111,06	10.368.560,62	7.887.550,44	11.678.343,68	4.559.880,84	7.118.663,04
5. Μεταφορικά μέσα						
α. Λεωφορεία-φορητά κ.λ.π	9.112.854,63	6.422.484,96	2.690.369,67	3.591.617,19	2.427.419,49	1.164.197,70
β. Ε.Ι.Χ	1.167.054,55	724.948,06	442.106,49	204.318,74	70.772,81	133.544,13
6. Επιπλα και λοιπός εξοπλισμός	1.797.454,94	1.073.284,08	724.170,88	845.131,13	333.938,57	511.192,58
7. Ακινήτοποιήσεις υπο εκτέλ. & προκαταβ.	34.109,04	0,00	34.109,04	34.109,05	0,00	34.109,05
Σύνολο ακινητοποιήσεων (ΓII)	41.541.999,09	20.423.397,17	21.118.801,92	24.515.115,10	8.157.895,32	16.357.219,78
III. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
1. Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρ.			10.399.477,63			10.105.762,29
2. Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρ.			3.313.548,28			
6. Τίτλοι με χαρακτήρα ακινητοποιήσεων			50.476,89			50.476,89
7. Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις			569.393,37			70.045,25
			14.321.898,15			10.228.284,43
Σύνολο πάγιου ενεργητικού (ΓII+ΓIII)			35.440.498,07			26.583.504,21
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
I. Αποθέματα						
3. Παραγωγή σε εξέλιξη			1.143.173,99			330.791,71
4. Πρώτες και βοηθητικές ύλες-Αναλώσιμα υλικά Ανταλλακτικά και είδη συσκευασίας			10.093.432,94			4.013.705,61
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων			4.874.949,42			1.388.532,78
			16.111.556,35			5.713.030,10
II. Απαιτήσεις						
1. Πελάτες			10.734.449,79			2.486.220,29
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση			12.485,39			13.793,10
3α. Επιταγές ασπρακτές			4.990.053,59			2.235.352,54
3β. Επιταγές σε καθυστέρηση			69.185,20			60.380,78
5. Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις κατά συνδ. επιχειρ.			3.500.556,25			1.887.378,31
10. Επισφαλείς-Επίδικοι πελάτες & χρεώστες	187.597,89				108.701,29	
Μείον: Προβλέψεις	46.065,09		121.532,80		46.065,10	80.836,19
11. Χρεώστες διάφοροι			15.121.959,43			1.786.244,83
12. Λογ. διαχείρισης προκατ. & πιστώσ.			71.353,14			5.895,99
			34.621.575,59			8.515.701,83
III. Χρεόγραφα						
1. Μετοχές			1.792.507,92			308.464,62
3. Λοπά χρεόγραφα			19.537.847,33			9.684.519,45
			21.330.155,25			9.992.984,07
IV. Διαθέσιμα						
1. Ταμείο			158.741,73			97.360,31
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας			8.836.513,80			4.092.819,77
			8.995.255,53			4.180.180,08
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού (ΔI+ΔII+ΔIII+ΔIV)			79.058.542,72			28.381.898,08
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
1. Έξοδα επόμενων χρήσεων			80.885,56			310.601,93
2. Έσοδα χρήσεως ασπρακτές			38.411.528,01			8.805.380,51
			38.492.211,57			9.115.982,44
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)			153.872.619,48			84.379.178,96
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ						
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων			75.134.115,77			45.533.989,65
3. Απαιτήσεις από αμφοτεροβαρ. συμβάσεις			26.778.889,48			0,00
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως			421.349,40			238.188,49
			102.332.334,65			45.772.158,14

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2002 (1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2002)

ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2002

ΠΟΣΑ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ 2001

I. Αποτελέσματα εκμεταλλείσεως

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	ΠΟΣΑ ΚΛΕΙΟΜ. ΧΡΗΣΕΩΣ 2002	ΠΟΣΑ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΕΩΣ 2001
Α. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
I. Κεφάλαιο μετοχικό (148.820.384 μετοχές των 0,50 ευρώ)		
1. Καταβλημένο	73.410.192,00	22.000.000,00
II. Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		
1. Καταβλημένη	14.404.828,87	14.404.828,87
III. Διαφορές αναπροσαρμογής - επιχορηγήσεις επενδύσεων		
1. Διαφορές από αναπροσαρμ. & χροεγράφων	2.228,17	3.533,30
3. Επιχορηγήσεις επενδυσ. παγίου ενεργητικού	740.966,50	1.049.201,27
	743.192,67	1.052.734,57
IV. Αποθεματικά κεφάλαια		
1. Τακτικό αποθεματικό	1.302.931,94	788.932,53
4. Εκκκτα αποθεματικά φορολογημένα με αρ. 3 Ν. 2954/01 & Ν. 2579/98	7.579.307,54	1.519.219,67
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων Νόμων	4.399.507,78	5.980.981,58
	13.281.747,24	8.289.113,78
VII. Συνάλλ. διαφορ. θυγατρ. εξωτερικ.	-895.624,59	-452.882,02
VIII. Διαφορές Ενοποίησης - Πιστωτικό Υπόλοιπο	-1.104.000,00	0,00
IX. Δικαιώματα Μειοψηφίας	113.854,22	108.361,87
V. Αποτελέσματα εις νέο Κέρδη προηγ. περιόδων	126.925,32	0,00
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	491.286,15	6.982,04
	618.191,47	6.982,04
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (ΑI+ΑII+ΑIII+ΑIV+ΑV+ΑVII+ΑVIII+ΑΙΧ+ΑV)	100.572.181,88	45.409.159,09
Β. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ		
2. Λοιπές Προβλέψεις	288.684,94	0,00
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
II. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις		
1. Προμηθευτές	14.484.560,37	3.854.439,17
2. Δάνεια Τραπεζών	7.661.005,90	1.121.374,95
2α. Επιταγές πληρωτέες	14.422.150,23	6.085.734,38
4. Προκαταβολές πελατών	3.103.657,85	3.989.193,34
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	2.848.994,39	1.556.319,88
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	476.040,13	303.839,24
8. Υποχρεώσεις προς συνδεδ. επιχειρήσεις	4.283.284,65	0,00
10. Μερίσματα πληρωτέα	3.699.839,47	1.277.845,21
11. Πιστωτές διάφοροι	1.905.919,49	782.347,50
	52.865.432,48	18.950.893,67
Σύνολο υποχρεώσεων (ΓI)	52.865.432,48	18.950.893,67
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		
2. Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	166.320,18	19.124,20
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α+Β+Γ+Δ)	153.872.619,48	84.379.178,96
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ		
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων	75.134.115,77	45.533.989,65
3. Διακρούχοι από αμφοτεροβαρ. συμβάσεις	26.778.889,48	0,00
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	421.349,40	238.188,49
	102.332.334,65	45.772.158,14

Σ Η Μ Ε Ι Ο Σ Ε Ι Σ

1) Στην παρούσα ενοποίηση περιλαμβάνονται οι εταιρίες "ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.Β.Τ.Τ.Ε." και οι θυγατρικές της εταιρίες "ΤΟΞΟΘΗΣ Α.Τ.Ε." και "EUROROM CONSTRUCTII 97 SRL", καθώς και οι εταιρίες "ALVITERRA HELLAS Α.Τ.Ε.Ο.Ε." και "ΑΝΑΠΤΥΞΕΙΣ

(44,000,000 x 0,50)

4.300.000
5.70%
Διακρούχοι
32.800

ΜΟΧΛΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

Α.Μ.Α.Ε. 9988/06/Β/86/21
 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ 30ης ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2004
 ΠΕΡΙΟΔΟΥ (1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 30η ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2004)

	30/09/2004	30/09/2003	30/06/2004	30/09/2003
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ				
Αρχική αξία	4.458.034,22	4.460.655,12		
Μείον Αποσβέσεις έως 30/9/2004	3.441.942,31	2.279.304,34	73.410.192,00	73.410.192,00
Αναπόσβεστη αξία	1.016.091,91	2.181.350,78		
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
II. Ενσώμιτες Ακινήτοποιήσεις				
Αρχική αξία	35.910.820,67	43.570.274,63		
Μείον Αποσβέσεις έως 30/9/2004	20.315.740,16	23.838.571,01		
Αναπόσβεστη αξία	15.595.080,51	19.731.703,62	388.851,62	0,00
III. Συμμετοχές & άλλες μακροήμες χρηματ. απαιτήσεις	13.485.764,47	13.938.754,02	14.964.093,85	14.954.218,53
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	29.080.844,98	33.668.457,64	-1.775.790,55	0,00
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
I. Αποθέματα	49.628.936,10	28.012.750,80	-885.554,01	-682.573,48
II. Απαιτήσεις	17.856.435,65	14.650.912,13	85.687,59	88.043,73
Πελάτες	35.665.339,76	38.172.682,35		
Λοιπές Απαιτήσεις	53.521.775,41	52.823.584,48	8.587.640,55	8.383.992,88
III. Χρεώγραφα	2.690.962,76	3.305.582,49	109.159.948,92	110.558.702,53
IV. Διαθέσιμα	11.948.650,33	7.817.928,75	314.750,03	515.626,63
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	117.780.324,60	89.959.856,62	212.463.110,87	179.350.092,28
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	64.575.849,38	53.540.427,24	82.068.754,16	27.057.027,48
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)	212.463.110,87	179.350.092,28	212.463.110,87	179.350.092,28
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΙ				
Α. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ				
Δ. ΣΥΝΟΛΟ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ	82.068.754,16	27.057.027,48	82.068.754,16	27.057.027,48

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ
 30ης ΙΟΥΝΙΟΥ 2004 (1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 30η ΙΟΥΝΙΟΥ 2004)

	30/09/2004	30/09/2003
I. Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης		
Κύκλος εργασιών (Πωλήσεις)	285.922.029,09	229.277.617,69
α. Εταιρίας	23.352.646,16	10.735.396,90
β. Κοινοπρασιών	309.274.875,23	240.013.014,59
ΜΕΙΟΝ : Κόστος Πωλήσεων	278.158.367,51	221.559.529,03
Μικτά Αποτελέσματα (Κέρδη) Εκμετάλλευσης	7.763.661,58	7.718.088,66
ΠΑΘΕΟΝ : Άλλα Έσοδα Εκμετάλλευσης	1.092.440,50	2.193.259,11
Σύνολο	8.856.102,08	9.911.347,77
ΜΕΙΟΝ : Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	3.764.232,36	2.890.865,67
3. Έξοδα λειτουργίας διαθεσίως	0,00	0,00
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	5.091.869,72	7.020.482,10
ΠΑΘΕΟΝ :		
1. Έσοδα Συμμετοχών	3.195.852,99	1.446.000,00
2. Έσοδα Χρεογράφων	35.334,33	135,83
4. Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	15.528,60	380.042,37
	3.246.715,92	1.806.178,20
ΜΕΙΟΝ :		
3. Χρωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	1.307.146,82	1.117.507,61
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	1.307.146,82	1.117.507,61
ΠΑΘΕΟΝ : Ανόργανα έσοδα	187.325,73	515.048,56
ΜΕΙΟΝ : Ανόργανα έξοδα	438.655,68	488.508,48
Οργανικά και έπιπλα αποτελέσματα (κέρδη)	6.780.108,87	7.735.692,77
ΜΕΙΟΝ :		
Σύνολο αποσβέσεων πάγκων στοιχείων	2.985.981,90	3.889.701,80
Μείον Όκ από αυτές ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	2.885.981,90	3.889.701,80
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ) ΠΕΡΙΟΔΟΥ προ φόρων	6.780.108,87	7.735.692,77
ΜΕΙΟΝ : Δεκαιώματα Μεσοφθίας	-5.356,58	25.810,49
ΚΑΘΑΡΑ ΕΝΟΠΙΗΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ) ΠΕΡΙΟΔΟΥ	6.785.465,45	7.710.082,28

ΑΘΗΝΑ 12 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2004

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.
 Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.

Ο ΔΙΟΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ ΛΟΓΙΣΤΑΡΙΟΥ

ΣΤΕΠΤΟΣ ΚΩΝΝΟΣ
 Α.Δ.Τ. Α. 353616

ΣΤΕΠΤΟΣ ΑΝΔΡΕΑΣ
 Α.Δ.Τ. Χ 005522

ΣΤΕΠΤΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
 Α.Δ.Τ. Μ 347633

ΡΙΖΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝΝΟΣ
 Α.Δ.Τ. Ε332143

ΑΡΒΑΝΙΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
 Α.Δ.Τ. Π257925

Σ Η Μ Ε Ι Ω Σ Ε Ι Σ

- 1) Την παρούσα ενοποίηση περιλαμβάνονται οι εταιρίες "ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.Β.Τ.Ε.", "και οι θυγατρικές της εταιρίες", "ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Τ.Ε." και "EUROROM CONSTRUCTII 97 SRL", καθώς και οι εταιρίες "ALYTERRA HELLAS Α.Τ.Ε.Ο.Ε." και "ΑΝΑΠΥΣΣΕΙΣ ΑΘΗΝΑΙΚΟΝ ΠΡΟΑΣΤΕΙΟΝ Α.Ε.", στο κεφάλαιο των οποίων συμμετέχει η εταιρεία "ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Τ.Ε." κατά 50% και 99% αντίστοιχα με τη μέθοδο της ολικής ενοποίησης και η LAMDA OLYMPIOS SRL με τη μέθοδο της καθαρής θέσης.
- 2) Επί των παγκών στοιχείων των εταιριών της ενοποίησης, δεν υφίστανται εμπράγματα ή άλλα βάρη.
- 3) Η ενσωμάτωση των αποτελεσμάτων των θυγατρικών εταιριών, έγινε βάσει συνταχθέντων λογιστικών καταστάσεων των εταιριών αυτών.
- 4) Το σύνολο των επενδύσεων σε πέντε εξοπλισμό, των εταιριών της ενοποίησης, κατά το Ενεργητικό του 2004 ανήλθε στο ποσό των 109 χιλιάδων ΕΥΡΩ περίπου.
- 5) Οι λογιστικές αρχές που τράβηκαν, για την σύνταξη της παρούσας Λογιστικής Κατάστασης, είναι ίδιες με αυτές της προηγούμενης περιόδου 2003.
- 6) Ο αριθμός του απασχολούμενου προσωπικού (μέσος όρος) όλων των εταιριών της ενοποίησης κατά την περίοδο 1/1-30/9/2004 ανήλθε σε 658 άτομα.
- 7) Προς το σκοπό της ενιαίας εμφάνισης χρήσης λογαριασμών των δύο περιόδων, ορισμένα κενδύλια της προηγούμενης χρήσης αναμορφώθηκαν.
- 8) Η θυγατρική εταιρεία ΠΟΡΤΟ ΚΩΡΡΑΣ Α.Ε., σύμφωνα της εφαρμογής των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, εξετάζει την αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων της με βάση το άρθρο 15 του Ν.3229/04.

Α/Α	Ποσά σε ΕΥΡΩ	
	31/12/2004	31/12/2003
Β ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ		
Β 100 Ταμειακές Εισροές		
101 Πώληση Ασώματων Ακίνητοποιήσεων – Μείωση Εξόδων Εγκατάστασης	0,00	0,00
102 Πώληση Ενσώματων Ακίνητοποιήσεων	343.213,18	3.085.090,00
103 Πώληση Συμμετοχών και Τίτλων Ακίνητοποιήσεων	1.654.300,71	0,00
104 Μείωση Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων	0,00	308.040,00
105 Έσοδα Συμμετοχών και Τίτλων Ακίνητοποιήσεων	2.285.032,53	1.967.510,00
106 Πιστωτικοί Τόκοι Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων	0,00	0,00
Σύνολο Ταμειακών Εισροών (Β100)	4.282.546,42	5.360.640,00
Β 200 Ταμειακές Εκροές		
201 Αγορά Ασώματων Ακίνητοποιήσεων	0,00	0,00
202 Αγορά Ενσώματων Ακίνητοποιήσεων	2.925.231,25	935.940,00
203 Αγορά Συμμετοχών και Τίτλων Ακίνητοποιήσεων	0,00	0,00
204 Αύξηση Μακροπρόθεσμων Απαιτήσεων	2.229.385,06	0,00
205 Αύξηση Εξόδων Εγκατάστασης	15.772,82	15.440,00
Σύνολο Ταμειακών Εκροών (Β200)	5.170.389,13	951.380,00
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ (Β100-Β200=Β)	(887.842,71)	4.409.260,00
Γ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ		
Γ 100 Ταμειακές Εισροές		
101 Είσπραξη Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου και Διαφοράς υπέρ το Άρτο	0,00	0,00
102 Είσπραξη Επιχορηγήσεων Παγίων	0,00	249.560,00
103 Αύξηση Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	12.801.123,31	3.044.900,00
104 Αύξηση Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Ν/μοί Τραπεζών)	15.454.321,65	12.243.460,00
Σύνολο Ταμειακών Εισροών (Γ100)	28.255.444,96	15.537.920,00
200 Ταμειακές Εκροές		
201 Μείωση (επιστροφή) Μετοχικού Κεφαλαίου	0,00	0,00
202 Επιστροφή Επιχορηγήσεων	0,00	0,00
203 Μείωση Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	0,00	0,00
204 Μείωση Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	0,00	0,00
205 Τόκοι Πληρωθέντες	2.045.529,64	1.684.540,00
206 Μερίσματα Πληρωθέντα	1.782.914,16	1.960.710,00
207 Διανομή Κερδών στο Προσωπικό	0,00	0,00
208 Αμοιβές Δ.Σ. από Κέρδη Χρήσης	500.000,00	530.000,00
Σύνολο Ταμειακών Εκροών (Γ200)	4.328.443,80	4.175.250,00
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ (Γ100-Γ200=Γ)	23.927.001,16	11.362.670,00
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ (Α+Β+Γ)	858.804,56	(970.420,00)
ΠΛΕΟΝ: ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ	6.024.840,75	6.995.260,00
ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ	6.883.645,31	6.024.840,00

12 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΕΝΟΠΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1/1/2004 ΕΩΣ 31/12/2004 ΑΡ.Μ.Α.Ε. 9988/06/Β/86/21

Α/Α	Ποσά σε ΕΥΡΩ	
	31/12/2004	31/12/2003
Α ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΣΥΝΗΘΕΙΣ (ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ) ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ		
Α 100 Ταμιακές Εισροές		
101 Πωλήσεις	383.040.798,75	320.985.510,00
102 Άλλα Έσοδα Εκμετάλλευσης	880.188,64	1.445.220,00
103 Έκτακτα & Ανόργανα Έσοδα	33.432,03	275.810,00
104 Έσοδα Προηγ. Χρήσεων	1.322.481,77	46.400,00
105 Πιστωτικοί Τόκοι (Καταθέσεων κ.λπ.)	67.976,73	28.070,00
106 Έσοδα Χρεογράφων	78.805,80	349.680,00
107 Πώληση Χρεογράφων	3.058.853,08	10.317.460,00
108 Μείωση Απαιτήσεων	4.340.096,27	0,00
Αφαιρούνται:		
109 Αγορά Χρεογράφων	0,00	0,00
110 Αύξηση Απαιτήσεων	0,00	30.361.100,00
Σύνολο Ταμιακών Εισροών (Α100)	392.822.633,07	303.087.050,00
Α 200 Ταμιακές Εκροές		
201 Κόστος Πωληθέντων (μείον: Αποσβέσεις και Προβλέψεις)	367.623.201,00	305.451.080,00
202 Έξοδα Διοίκησης (μείον: Αποσβέσεις και Προβλέψεις)	4.696.075,51	4.568.540,00
203 Έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης	0,00	0,00
204 Έξοδα Διάθεσης (μείον: Αποσβέσεις και Προβλέψεις)	5.838,08	312.320,00
205 Έξοδα Υποσπασολήσιων / Αδράνειας	0,00	0,00
206 Άλλα Έξοδα	2.118.143,37	612.920,00
207 Αύξηση Αποθεμάτων	0,00	27.097.980,00
208 Αύξηση Μεταβατικών Λογαριασμών Ενεργητικού	10.436.705,81	353.220,00
209 Μείωση Μεταβατικών Λογαριασμών Παθητικού	0,00	0,00
210 Μείωση Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (ήλων Τραπεζών)	30.388.327,73	0,00
Αφαιρούνται:		
211 Μείωση Αποθεμάτων	4.398.497,57	0,00
212 Μείωση Μεταβατικών Λογαριασμών Ενεργητικού	0,00	0,00
213 Αύξηση Μεταβατικών Λογαριασμών Παθητικού	58.150,79	0,00
214 Αύξηση Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (ήλων Τραπεζών)	0,00	17.966.140,00
Σύνολο Ταμιακών Εκροών (Α200)	410.811.643,14	320.429.920,00
Α 300 Ταμιακές Εκροές Φόρων		
301 Φόρος Εισοδήματος	3.684.603,23	4.262.000,00
302 Μη Ενσωματωμένοι στα Λειτουργικά Κόστος Φόροι	0,00	0,00
303 Διαφορές Φορολογικού Ελέγχου	645.888,13	291.350,00
304 Μείωση Υποχρεώσεων από Φόρους-Τέλη	0,00	0,00
Αφαιρείται:		
305 Αύξηση Υποχρεώσεων από Φόρους-Τέλη	139.147,54	5.153.870,00
Σύνολο Ταμιακών Εκροών Φόρων (Α300)	4.191.343,82	(600.520,00)
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΣΥΝΗΘΕΙΣ (ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ) ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ (Α100-Α200-Α300=Α)	(22.180.353,89)	(16.742.350,00)

Μ Ο Χ Λ Ο Σ Α Ε.

ΑΡ.Μ.Α.Ε. 9988/06/Β/88/21
Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών
της χρήσεως από: 1/1/2002 μέχρι 31/12/2002

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλ.ΕΥΡΩ	
		Χρήση	Χρήση
		1/1 - 31/12/2002	1/1 - 31/12/2001
	Ταμειακές Ροές από συνήθεις (λειτουργικές) δραστηριότητες		
A 100	Ταμειακές εισροές		
101	Πωλήσεις	302.071,91	42.797,59
102	Άλλα έσοδα εκμεταλεύσεως	1.484,82	110,47
103	Έκτακτα και ανόργανα έσοδα...	399,23	345,62
104	Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	1,15	11,63
105	Πιστωτικοί τόκοι [καταθέσεων κλπ.]	17,72	89,89
106	Έσοδα χρεογράφων	172,54	121,39
107	Πώληση χρεογράφων	0,00	0,00
108	Μείωση απαιτήσεων	0,00	3.464,36
	Αφαιρούνται:	0,00	0,00
109	Αγορά χρεογράφων	11.337,17	8.131,01
110	Αύξηση απαιτήσεων	26.106,31	0,00
	Σύνολο Ταμειακών Εισροών (Α100)	266.703,69	38.809,94
A 200	Ταμειακές εκροές		
201	Κόστος πωληθέντων (μείον αποσβέσεις και προβλέψεις)	291.205,43	36.201,67
202	Έξοδα λειτουργίας διοικήσεως	2.462,06	745,24
203	Έξοδα λειτουργίας ερευνών - ανάπτυξεως	0,00	0,00
204	Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	242,92	185,20
205	Έξοδα υποσπασχολήσεως / αδράνειας	0,00	0,00
206	Άλλα έξοδα	136,25	415,38
207	Αύξηση αποθεμάτων	10.398,53	3.109,54
208	Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού	27.376,23	101,52
209	Μείωση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού	0,00	5,40
210	Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)	0,00	3.519,89
	Αφαιρούνται:	0,00	0,00
211	Μείωση αποθεμάτων	0,00	0,00
212	Μείωση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού	0,00	0,00
213	Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού	147,20	0,00
214	Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)	27.374,91	0,00
	Σύνολο Ταμειακών Εκροών (Α200)	304.299,31	44.283,84
A 300	Ταμειακές Εκροές φόρων		
301	Φόροι εισοδήματος	3.094,12	1.880,62
302	Μη ενσωματούμενοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	21,98	10,99
303	Διαφορές φόρου φορολογικού ελέγχου	454,56	240,91
304	Μείωση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	0,00	0,00
	Αφαιρείται:	0,00	0,00
305	Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	1.292,67	1.128,16
	Σύνολο Ταμειακών εκροών (Α300)	2.277,99	1.004,36
	Ταμειακές Ροές από συνήθεις (λειτουργικές) δραστηριότητες (Α100 - Α200 - Α300) = Α	-39.873,61	-6.478,26

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλ.ΕΥΡΩ	
		Χρήση	Χρήση
		1/1 - 31/12/2002	1/1 - 31/12/2001
B	Ταμειακές Ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		
B 100	Ταμειακές εισροές		
101	Πώληση ασώματων ακινητοποιήσεων	0,00	0,00
102	Πώληση ενσώματων ακινητοποιήσεων	3.533,22	8,44
103	Πώληση συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	0,00	0,00
104	Μείωση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	0,00	0,00
105	Έσοδα συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	3.029,91	51,79
106	Πιστωτικοί τόκοι (μακροπρόθεσμων κλπ απαιτήσεων)	0,00	0,00
	Σύνολο ταμειακών εισροών (Β100)	6.563,13	60,23
B 200	Ταμειακές εκροές		
201	Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων	0,00	0,00

202	Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	22.829,17	1.356,45
203	Αγορά συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	3.607,20	422,60
204	Αύξηση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	488,35	1.125,91
205	Αύξηση εφόδων εγκατάστασας	3.572,27	181,06
	Σύνολο Ταμειακών εκροών (Β200)	30.496,99	3.086,02
	Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (Β100 - Β200) = Β	-23.933,86	-3.025,79
	Ταμειακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Γ	Ταμειακές εισροές		
100	Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ άρθρο	0,00	9.433,00
102	Είσπραξη επιχορηγήσεων παγίων	0,00	0,00
103	Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με εισφορές σε είδος	61.487,45	0,00
104	Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)	6.539,63	1.121,36
	Σύνολο Ταμειακών εισροών (Γ100)	68.027,08	10.554,36
Γ	Ταμειακές εκροές		
201	Μείωση (επιστροφή) μετοχικού κεφαλαίου	0,00	0,00
202	Επιστροφή επιχορηγήσεων παγίων	0,00	0,00
203	Μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	0,00	0,00
204	Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)	0,00	0,00
205	Τόκοι πληρωθέντες	723,59	23,14
206	Μερίσματα πληρωθέντα	661,03	908,31
207	Διανομή κερδών στο προσωπικό	0,00	0,00
208	Αμοιβές Δ.Σ. από κέρδη χρήσεως	0,00	337,49
	Σύνολο Ταμειακών εκροών (Γ200)	1.384,53	1.268,94
	Ταμειακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Γ100 - Γ200) = Γ	66.642,55	9.285,42
	ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ (αλγεβρικό άθροισμα Α+Β+Γ)	2.835,08	-218,63
	ΠΛΕΟΝ:ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ	4.160,18	4.378,81
	ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥ ΧΡΗΣΗΣ	6.995,26	4.160,18

ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Το κονδύλι " Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με εισφορές σε είδος"

αφορά στην αύξηση της καθαρής θέσης της μητρικής εταιρείας που προέκυψε από την συγχώνευση με απορρόφηση εταιρειών και τεχνικών κλάδων άλλων εταιρειών και δεν αποτελεί ταμειακή εισροή.

ΑΘΗΝΑ 15 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2003

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΤΟΥ Δ.Σ.

Η ΔΙΕΥΘΥΝΟΥΣΑ
ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Ο ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ
ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΣΤΕΙΓΤΟΣ ΚΩΝ/ΝΟΣ
Α.Δ.Τ. Α.353616

ΣΒΩΛΗ ΜΑΡΙΑ
Α.Δ.Τ. Π 448547

ΚΑΖΑΝΤΖΗΣ ΠΑΝΑΓ.
Α.Δ.Τ. Σ 358738

ΑΡΒΑΝΙΤΗΣ ΝΙΚ.
Α.Δ.Τ.Π 257925

Βεβαίωση Ελέγχου Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή

Προς τους κ.κ. μετόχους της ΜΟΧΛΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Ελέγξαμε την ανωτέρω Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών της ΜΟΧΛΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ και των θυγατρικών της χρήσης 2002 η οποία προκύπτει από τις Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για τις οποίες χρηγήσαμε την από 30 Μαΐου 2003 Έκθεση Ελέγχου.

Κατά την γνώμη μας η προαναφερόμενη Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών απεικονίζει ακριβοδίκια, αφού ληφθεί υπόψη η ανωτέρω σημείωση, τις Ταμειακές εισροές και εκροές από τις κατά την χρήση δραστηριότητες του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της 31 Δεκεμβρίου 2002.

Αθήνα 30 Μαΐου 2003
KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.

Μάριος Τ. Κυριάκου, Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Α. 11121

Μ Ο Χ Λ Ο Σ Α. Ε.

ΑΡ.Μ.Α.Ε. 9988/06/Β/86/21

Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμιακών Ροών
της χρήσεως: από: 1/1/2001 μέχρι 31/12/2001

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλ. δρχ.	
		Χρήση	Χρήση
	Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητες	1/1 - 31/12/2001	1/1 - 31/12/2000
A 100	<u>Ταμιακές εισροές</u>		
101	Πωλήσεις	14.583.279	9.443.952
102	Άλλα έσοδα εκμεταλεύσεως	37.641	40.865
103	Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	117.769	91.781
104	Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	3.963	0
105	Πιστωτικοί τόκοι [καταθέσεων κλπ.]	30.631	37.544
106	Έσοδα χρεογράφων	41.365	34.726
107	Πώληση χρεογράφων	0	6.000
108	Μείωση απαιτήσεων	1.180.479	0
	Αφαιρούνται:	0	
109	Αγορά χρεογράφων	2.770.642	529.358
110	Αύξηση απαιτήσεων	0	2.217.110
	Σύνολο Ταμιακών Εισροών (Α100)	13.224.485	6.908.400
A 200	<u>Ταμιακές εκροές</u>		
201	Κόστος πωληθέντων (μείον αποσβέσεις και προβλέψεις)	12.335.720	7.679.647
202	Έξοδα λειτουργίας διοικήσεως	253.941	304.336
203	Έξοδα λειτουργίας ερευνών - ανάπτυξεως	0	0
204	Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	63.108	66.538
205	Έξοδα υποαπασχολήσεως / αδράνειας	0	0
206	Άλλα έξοδα	141.541	5.776
207	Αύξηση αποθεμάτων	1.059.576	764.138
208	Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού	34.592	60.057
209	Μείωση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού	1.841	0
210	Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)	1.199.403	0
	Αφαιρούνται:	0	0
211	Μείωση αποθεμάτων	0	0
212	Μείωση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού	0	0
213	Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού	0	3.544
214	Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)	0	3.803.385
	Σύνολο Ταμιακών Εκροών (Α200)	15.089.722	5.073.563
A 300	<u>Ταμιακές Εκροές φόρων</u>		
301	Φόροι εισοδήματος	640.820	320.682
302	Μη ενσωματούμενοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	3.746	4.001
303	Διαφορές φόρου φορολογικού ελέγχου	82.091	0
304	Μείωση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	0	431.897
	Αφαιρείται:	0	
305	Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	384.422	0
	Σύνολο Ταμιακών εκροών (Α300)	342.235	756.580
	Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητες (Α100 - Α200 - Α300) = Α	-2.207.472	1.078.257

Α/Α	Ανάλυση	Ποσά σε χιλ. δρχ.	
		Χρήση	Χρήση
B	Ταμιακές Ροές από επενδυτικές δραστηριότητες	1/1 - 31/12/2001	1/1 - 31/12/2000
B	<u>100 Ταμιακές εισροές</u>		
101	Πώληση ασώματων ακινητοποιήσεων	0	0
102	Πώληση ενσώματων ακινητοποιήσεων	2.875	66.450
103	Πώληση συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	0	0
104	Μείωση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	0	0
105	Έσοδα συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	17.648	199.311
106	Πιστωτικοί τόκοι (μακροπρόθεσμων κλπ απαιτήσεων)	0	0
	Σύνολο ταμιακών εισροών (B100)	20.523	265.761
B	<u>200 Ταμιακές εκροές</u>		
201	Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων	0	0
202	Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	462.212	1.932.310
203	Αγορά συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	144.000	22.398
204	Αύξηση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	383.654	12.315
205	Αύξηση εξόδων εγκατάστασης	61.697	16.238
	Σύνολο Ταμιακών εκροών (B200)	1.051.563	1.983.261
	Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (B100 - B200) = Β	-1.031.040	-1.717.500
Γ	Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Γ	<u>100 Ταμιακές εισροές</u>		
101	Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ άρθρο	3.214.296	3.364.884
102	Είσπραξη επιχορηγήσεων παγίων	0	109.402
103	Αύξηση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	0	0
104	Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)	382.109	0
	Σύνολο Ταμιακών εισροών (Γ100)	3.596.405	3.474.286
Γ	<u>200 Ταμιακές εκροές</u>		
201	Μείωση (επιστροφή) μετοχικού κεφαλαίου	0	0
202	Επιστροφή επιχορηγήσεων παγίων	0	0
203	Μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	0	0
204	Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)	0	2.120.000
205	Τόκοι πληρωθέντες	7.885	60.162
206	Μερίσματα πληρωθέντα	309.505	73.394
207	Διανομή κερδών στο προσωπικό	0	0
208	Αμοιβές Δ.Σ. από κέρδη χρήσεως	115.000	50.000
	Σύνολο Ταμιακών εκροών (Γ200)	432.390	2.303.556
	Ταμιακές Ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (Γ100 - Γ200) = Γ	3.164.015	1.170.730
	ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ (αλγεβρικό άθροισμα Α+Β+Γ)	-74.497	531.487
	ΠΛΕΟΝ:ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ	1.492.078	960.591
	ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ	1.417.581	1.492.078

ΠΑΤΡΑ 20 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2002

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΤΟΥ Δ.Σ.

Η ΔΙΕΥΘΥΝΟΥΣΑ
ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

ΣΤΕΠΓΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
Α.Δ.Τ. Μ.347633

ΣΒΩΛΗ ΜΑΡΙΑ
Α.Δ.Τ. Π 448547

ΚΑΖΑΝΤΖΗΣ ΠΑΝΑΓ.
Α.Δ.Τ. Σ 358738

Βεβαίωση Ελέγχου Ορκωτού Ελεγκτή - Λογιστή

Ελέγξαμε την ανωτέρω Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών της Ανώνυμης Εταιρείας "ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε" και των θυγατρικών της χρήσης 2001, η οποία έχει καταρτισθεί με βάση τις ελεγμένες Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις της χρήσης, για τις οποίες έχει εκδοθεί το από 26.2.2002 πιστοποιητικό μας ελέγχου. Κατά την γνώμη μας, η προαναφερόμενη Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών, απεικονίζει τις ταμειακές εισροές και εκροές από τις, κατά τη χρήση, δραστηριότητες του συνόλου των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της 31.12.2001.

Αθήνα 22 Απριλίου 2002
Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΕΛΕΓΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ

ΣΠΥΡΟΣ Κ. ΠΑΠΑΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ
Α.Μ. ΣΩΕΑ 11801
Σ.Ο.Α. Α.Ε. ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ

12 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

στήματα αυτά, μόνο αυτό της Florida πραγματοποίησε κύκλο εργασιών κατά την κλειόμενη χρήση 2004, ύψους 241.568.832,70 ΕΥΡΩ.

III.ΥΠΟΚ/ΤΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Η Εταιρία έχει στο εσωτερικό τέσσερα (4) υποκαταστήματα παραγωγής και εμπορίας ακυροδέματος και δεκατρία (13) υποκαταστήματα εκτέλεσης τεχνικών έργων.

Κατόπιν της ανωτέρω ανάλυσης, τα κέρδη της χρήσεως που απομένουν μετά από:

- α) την προσθήκη κερδών προηγούμενης χρήσης ποσού Ευρώ 330.228,31
- β) την αφαίρεση των διαφορών φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων ποσού ΕΥΡΩ 641.783,18 και
- γ) την αφαίρεση του φόρου εισοδήματος ποσού ΕΥΡΩ 3.467.850,86, ανέρχονται στο ποσό των ευρώ 4.518.004,14.

Το Δ.Σ. προτείνει να διανεμηθεί ΜΕΡΙΣΜΑ 0,020 ευρώ/μετοχή στους μετόχους της Εταιρίας. Έτσι, το συνολικά αναλογούν μερίσμα ανέρχεται σε 2.936.407,68 ΕΥΡΩ, δηλαδή 146.820.384 μετοχές x 0,020 ευρώ/μετοχή = 2.936.407,68 ΕΥΡΩ.

Επιπρόσθετα προτείνουμε όπως διανεμηθούν ΑΜΟΙΒΕΣ Δ.Σ. ύψους 500.000 ΕΥΡΩ από τα κέρδη της χρήσεως.

Έτσι, η διάθεση των κερδών έχει ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	Ποσό κλειόμενης χρήσης 2004
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη χρήσεως)	8.297.409,87
(+) Υπόλοιπο αποτελεσμάτων προηγούμενων χρήσεων	330.228,31
(-) Διαφορές φορολογ. ελέγχου προηγούμενων χρήσεων	641.783,18
(+) Αποθεματικά προς διάθεση:	
Αποθεματικά φορολογημένα για διάθεση	
ΣΥΝΟΛΟ:	7.985.855,00
Μείον:	
1. Φόρος εισοδήματος	3.467.850,86
2. Λοιποί μη ενσωματ. στο λειτουργικό κόστος φόροι	
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ	4.518.004,14
Η ΔΙΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΓΙΝΕΤΑΙ ΩΣ ΕΞΗΣ:	
1. Τακτικό αποθεματικό	248.807,87
2. Μερίσματα (0,020 ευρώ/μετοχή)	2.936.407,68
6. Αφορολόγητα αποθεματικά	
- Αφορολόγητα αποθεματικά Άρθρου 105/94	78.724,13
7. Αμοιβές μελών Δ.Σ.	500.000,00
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	754.064,46
ΣΥΝΟΛΟ:	4.518.004,14

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ:

1. Στην ενσωματωμένη Οικονομική Κατάσταση περιλαμβάνονται οι Οικονομικές καταστάσεις της ΤΕΡΝΑ ΑΕ και των θυγατρικών της εταιρειών ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ (ενσωματωμένη με τις θυγατρικές της ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΕ, ΝΕΓΟ ΧΩΝΟΣ ΚΡΗΤΗΣ ΑΕ, ΔΕ ΑΗ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ - ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΕ, ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ & ΣΙΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΣΕΡΒΟΥΝΙΟΥ ΟΕ και ΑΙΟΛΙΚΗ ΔΩΔΑΛΟΥ ΣΑΠΙΝΟΝ ΟΕ), ΣΤΡΟΤΗΡΕΣ ΑΕΒΕ, ΒΙΟΜΕΚ ΑΒΕΤΕ, ΔΚΕΒΕ ΑΕ, & ΗΛΙΟΧΩΡΑ ΑΕ.
2. Ο λογαριασμός «Παραγωγή σε εξέλιξη» ποσού 27.369.637,53 €, όπως εμφανίζεται στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό του Ισολογισμού υπό στοιχεία Δ-1-3, αφορά έργο τεχνικό έργο το οποίο μέχρι την 31.12.2004 δεν είχε πιστοποιηθεί και ημολογηθεί. Από το ανωτέρω ποσό μέχρι συνολικά του ανωτέρω Ισολογισμού (27.4.2005), είχε πιστοποιηθεί και ημολογηθεί ποσό 13.316.376,56 €, το υπόλοιπο δε ποσό των 14.053.260,97 € αφορά έργο τεχνικό έργο το οποίο προβλέπεται να πιστοποιηθεί και ημολογηθεί εντός του 2005.
3. Δεν υπάρχουν επόμενες ή υπό διαίτησή διαφοράς της εταιρείας καθώς και αποφάσεις δικαστικών ή διοικητικών αρχών που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση της εταιρείας πλην μιας περίπτωσης επίδικης διαφοράς κατά πελάτη, για την οποία ενδέχεται να υπάρξει θετική έκβαση για την εταιρεία.
4. Οι ενσωματωμένες εταιρείες, με βάση το άρθρο 15 του Ν.3229/2004, προέβλεσαν σε εκτίμησή της αξίας των ακινήτων τους από ανεξάρτητους εκτιμητές και προέκυψε υπερέβαση 4.499.000 €, (3.976.000 € υπερέβαση γηπέδων και 473.000 € κτιρίων), με την οποία αυξήθηκαν οι αποτιμήσεις αξία των εν λόγω ακινήτων και κούπασα ο λογαριασμός «Διαφορές από αντιστοίχιση αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων» υπό στοιχεία Α-Π-2 των Ιδίων Κεφαλαίων.
5. Τα υπόλοιπα των λογαριασμών «Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις» και «Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις» συνολικού ποσού 12.240.216,13 € όπως εμφανίζονται στο Ενεργητικό του Ισολογισμού, περιλαμβάνουν: α) Ποσό 7.961.817,20 € που αφορά συμμετοχές σε Ανώνυμες Εταιρείες που η λογιστική αξία τους με βάση τους πιο πρόσφατους Ισολογισμούς αυτών δεν είναι μικρότερη των ανωτέρω αξιών κτήσεως. β) Ποσό 4.278.398,93 € που αφορά συμμετοχές σε Κοινπραξίες και σε προσωπικές Εταιρείες εκτέλεσης τεχνικών έργων που η λογιστική αξία τους με βάση τους Ισολογισμούς της 31.12.2004 αυτών δεν είναι μικρότερη της ανωτέρω αξίας κτήσεως.
6. Επί των παγίων στοιχείων των θυγατρικών εταιρειών ΔΚΕΒΕ ΑΕ και ΒΙΟΜΕΚ ΑΒΕΤΕ έχουν εγγραφεί προσημενιώδες συνολικού ύψους 17,1 εκ. ευρώ
7. Αριθμός επαχρόλου προσημενίου είναι 804 άτομα.

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ
31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004 (1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2004 - 31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004)**

	Ποσό κλεισίσεως Χρήσεως 2004		Ποσό Προνομιμής Χρήσεως 2003	
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως				
Κύκλος Εργασιών (Πωλήσεις)				
α. Ομίλου	284.818.888,48	284.818.888,48	284.344.482,71	284.344.482,71
β. Λοιπών συμμετοχών	142.740.580,87	142.740.580,87	148.019.272,77	148.019.272,77
	427.560.487,18	427.560.487,18	432.363.755,48	432.363.755,48
Μείον: Κόστος πωληθέντων		223.779.518,87		212.294.378,28
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		81.041.388,52		52.050.115,42
Πλέον: 1. Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως		1.835.519,22		2.592.578,84
Σύνολο		82.876.907,74		54.642.694,26
Μείον: 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	17.511.473,10		12.858.475,81	
2. Έξοδα λειτουργίας ερευνητών & ανάπτυξης	854.221,88		3.008.242,50	
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	1.511.228,98	18.878.921,68	438.089,05	18.102.807,16
Μερικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως		43.099.886,78		38.539.885,10
Πλέον: 1. Έσοδα συμμετοχών προ φόρων	20.753.195,40		14.514.353,07	
2. Έσοδα χρεογράφων	7.002,89		81.488,80	
3. Κέρδη πωλήσεως χρεογράφων	28.001,00		82.755,80	
4. Πιστωτικοί τόκοι	918.580,30	21.102.759,89	298.252,02	14.954.947,69
		84.202.726,47		53.484.732,78
Μείον: 2. Ζημιές συμμετοχών	1.993.288,57		4.381.082,75	
3. Χρεωστικοί τόκοι & προμ. Ε/Ε	4.246.718,78	5.840.005,33	3.982.548,18	7.773.640,83
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		59.562.721,14		45.721.081,86
II. Πλέον: Έκτακτα αποτελέσματα				
Πλέον: 1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	2.013.080,70		1.312.378,31	
2. Έκτακτα κέρδη	37.155,13		148.289,04	
3. Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	78.034,46	2.128.270,29	125.038,81	1.585.715,88
		80.888.991,43		47.306.807,72
Μείον: 1. Έκτακτα & ανόργανα έξοδα	392.982,67		753.828,94	
2. Έκτακτες ζημιές	1.989.141,77		4.040,88	
3. Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	1.883.797,14	4.375.901,58	2.438.031,88	3.184.001,51
Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)		56.313.089,85		44.112.806,21
Μείον: Σύνολο αποσβέσεων παγίων	12.104.983,48		11.859.489,13	
Μείον: Οι από αυτές ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	12.054.490,78	50.472,89	11.809.018,44	50.472,89
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων		66.262.617,18		44.062.333,62
Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων	26.525,58		592.282,93	
Φόρος εισοδήματος	8.986.286,43		13.497.124,38	
Φόρος από συμμετοχές παρακρατηθείς	8.883.203,61		4.555.518,54	
Λοιπά μη ενσωματούμενα στο λειτουργικό κόστος φόροι	338.846,39	17.334.892,01	39.385,31	18.694.311,17
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ μετά από φόρους		39.827.755,15		25.378.022,35
Μείον: Αναλογιά μετοχών μειωρησίας		4.760.375,78		3.488.959,47
ΚΑΘΑΡΑ ΕΝΟΠΙΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ ΟΜΙΛΟΥ		34.167.379,37		21.889.062,88

Αθήνα, 27 Απριλίου 2005

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ. ΚΑΙ ΔΙΟΝΟΣ
ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Ο ΠΡΟΪΤΑΜΕΝΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ. ΚΑΜΠΑΣ
Α.Δ.Τ.: Χ 879387

ΓΕΩΡΓΙΟΣ Θ. ΠΕΡΙΣΤΕΡΗΣ
Α.Δ.Τ.: Τ 108 495

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Γ. ΠΟΘΟΣ
Α.Μ.Α./Ο.Ε.Α. 0014598

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ
Α.Μ.Α./Ο.Ε.Α. 0018094

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ

Προς τους κ κ Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας «ΤΕΡΝΑ - ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και των θυγατρικών της.

Ελέγξαμε, κατά τις διατάξεις του άρθρου 108 του κωδ. ν. 2190/1920, τον ενσωματωμένο Ισολογισμό και την Ενσωματωμένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων, την Ενσωματωμένη Κατάσταση Ταμιακών Ροών καθώς και το σχετικό Πρόσθετο της «ΤΕΡΝΑ - ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και των θυγατρικών της «ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.» (ενσωματωμένη με τις θυγατρικές της «ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.», «ΝΕΓΟ ΧΩΝΟΣ ΛΑΔΙΘΙΟΥ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.», «Δ.Ε.Η. ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ - ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε.», «ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ & ΣΙΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΣΕΡΒΟΥΝΙΟΥ Ο.Ε.» και «ΑΙΟΛΙΚΗ ΔΩΔΑΛΟΥ ΣΑΠΙΝΟΝ Ο.Ε.»), «ΒΙΟΜΕΚ Α.Β.Ε.Τ.Ε.», «ΣΤΡΟΤΗΡΕΣ Α.Ε.Β.Ε.», «ΗΛΙΟΧΩΡΑ Α.Ε.» και «ΔΙ.ΚΕ.Β.Ε. Α.Ε.» για τη χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2004. Εφαρμόσαμε τις διαδικασίες που κληθήκαμε κατάλληλες για το σκοπό του ελέγχου μας, οι οποίες είναι σύμφωνες με τις αρχές και κανόνες ελεγκτικής που ακολουθεί το Σύμφωνο Ορκωτικών Ελεγκτικών Λογιστών και επαληθεύσαμε τη συμφωνία του περιεχομένου της ενσωματωμένης Εκθέσεως Διαχειρίσεως με τις παραπάνω ενσωματωμένες οικονομικές καταστάσεις. Διευκρινίζεται ότι ως τακτικός ελεγκτής της «ΤΕΡΝΑ Α.Ε.», της «ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.» και της «ΒΙΟΜΕΚ Α.Β.Ε.Τ.Ε.», διενήργησα ελέγχου και επαληθεύση των οικονομικών καταστάσεων της 31.12.2004 των εταιρειών αυτών. Δεν επικριθήκαμε στον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων «ΣΤΡΟΤΗΡΕΣ Α.Ε.Β.Ε.», «ΗΛΙΟΧΩΡΑ Α.Ε.» και «ΔΙ.ΚΕ.Β.Ε. Α.Ε.», που περιλαμβάνονται στην ενσωμάτωση και αντιπροσωπεύουν ποσοστό 8% και 6% των ενσωματωμένων συνόλων Ενεργητικού και κύκλου εργασιών. Οι καταστάσεις αυτές έχουν ελεγχθεί από άλλους αναγνωρισμένους ελεγκτές, στα πιστοποιητικά ελέγχου των οποίων βασιστήκαμε για να εκφράσουμε τη γνώμη μας που ακολουθεί, στο μέτρο που αυτή σχετίζεται με τα περιλαμβανόμενα στην ενσωμάτωση κανάλια των πιο πάνω επιχειρήσεων.

Από τον παραπάνω έλεγχο μας προέκυψε τα εξής:

1) Οι εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενσωμάτωση, βασίζονται στην υπ'αριθμ. 205/1988 γνωμοδότηση της ομογενούς των νομικών συμβούλων διοικήσεως, δεν σχημάτισαν πρόβλεψη απαχρημώσεως του προσωπικού των για συναξοδότηση, καθώς κανένα άτομο από το προσωπικό τους δεν θεμελιώνει δικαίωμα συναξοδότησεως μέχρι το τέλος της επομένης χρήσεως. Αν οι εταιρείες σχημάτισαν πρόβλεψη για όλο το προσωπικό τους, ανεξαρτήτως χρόνου θεμελιώσεως δικαιώματος συναξοδότησεως, σύμφωνα με το άρθρο 42ε παρ. 14, Ν.2190/1920, τότε η ήδη υπάρχουσα πρόβλεψη από προηγούμενες χρήσεις ποσού 1.384.712,17 € θα αυξανόταν κατά 110.000 € περίπου. 2) Στο υπόλοιπο του λογαριασμού «Επιφάσεις και επίδικα πελάτες και χρεώτες» υπό στοιχεία Δ-Π-10 του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού, συμπεριλαμβανόμενα και ορισμένες επίδικες και καθυστερημένες απαιτήσεις ύψους 3.800.000 € περίπου, για τις οποίες δεν διενεργήθηκε πρόβλεψη απόλυτης αξιών, καθώς όπως μας διαβεβαίωσε η εταιρεία, εκτιμάται ότι οι απαιτήσεις αυτές θα εισπραχθούν στο σύνολό τους. 3) Τα κέρδη εκ Κοινπραξιών ύψους 20.753.195,40 € που περιλαμβάνονται στον λογαριασμό «Έσοδα συμμετοχών προ φόρων» και οι «Ζημιές συμμετοχών» προ φόρων, ύψους 1.993.288,57 €, όπως εμφανίζονται στην «Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων», προκύπτουν από τη συμμετοχή των ενσωματωμένων εταιρειών σε Κοινπραξίες και σε προσωπικές Εταιρείες εκτέλεσης τεχνικών έργων, που δεν ελέγχονται από Ορκωτούς Ελεγκτές και καταχωρήθηκαν με βάση τις σχετικές «Βεβαιώσεις» και τους Ισολογισμούς που απέστειλαν οι τελευταίες στις ενσωματωμένες εταιρείες. Τα εν λόγω ποσά κερδών και ζημιών συμμετοχών, περιλαμβάνονται και ποσό 6.083.203,61 € που αφορά Φόρο Εισοδήματος των Κοινπραξιών αυτών και ο οποίος ακολουθεί εμφανίζεται αφαιρετικά μαζί με τους λοιπούς φόρους στην εν λόγω «Κατάσταση Αποτελεσμάτων» για την απεικόνιση των καθαρών κερδών. 4) Η Ζημία που προέκυψε από την απώλιση συμμετοχών και χρεογράφων της 31.12.2004, συνολικού ύψους 1.235.485,44 €, καθώς και το κέρδος που προέκυψε από την αποτίμησή και την πώληση συμμετοχών και χρεογράφων που ανήλθε σε 1.278.788,89 €, δεν διήλθαν, όπως προβλέπεται από το άρθρο 43 παρ Β του Ν.2190/1920, μέσω της «Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως», αλλά μεταφέρθηκαν απ' ευθείας σε λογαριασμό αποθεματικών των Ιδίων Κεφαλαίων, όπως προβλέπεται από το άρθρο 38 του Ν. 2239/1994, με συνέπεια τα κέρδη της χρήσεως να εμφανίζονται μειωμένα κατά το ποσό των 43.281,54 €. 5) Με βάση την επιστολή της νομικού συμβούλου της εταιρείας, προκύπτει ότι υφίστανται εκκρεμείς δίκης ύψους 760.000 € περίπου για τις οποίες δεν διενεργήθηκε πρόβλεψη ενδεχόμενου βάρους που μπορεί να προκύψει σε περίπτωση δυσμενούς έκβασης των δικαστικών υποθέσεων αυτών. Κατά τη γνώμη μας αφού ληφθούν υπόψη οι παραπάνω παρατηρήσεις μας και οι σημειώσεις της εταιρείας κάτωθι του Ισολογισμού, οι ενσωματωμένες αυτές οικονομικές καταστάσεις έχουν καταρτισθεί σύμφωνα με τις διατάξεις του κωδ. ν. 2190/1920 και απεικονίζουν βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και λογιστικών αρχών και μεθόδων που εφαρμόζει η μητρική εταιρεία και οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδεικτές και δεν διαφέρουν από εκείνες που εφαρμόστηκαν στην προηγούμενη χρήση, την περιουσιακή διάρθρωση, τη χρηματοοικονομική θέση, τα αποτελέσματα και τις Ταμειακές Ροές του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενσωμάτωση της 31.12.2004.

Αθήνα, 28 Απριλίου 2005
Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΕΛΕΓΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Ε. ΖΗΣΗΣ
Α.Μ.Σ.Ο.Ε.Α. 10621
Σ.Ο.Α.α.α.α.α.



Τ Ε Ρ Ν Α Α. Ε.

ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΕΔΡΑ : ΑΘΗΝΑ - ΑΡΙΘΜ. Μ.Α.Ε. 1998/08/Β/86/10
8ος ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004 ΣΕ ΕΥΡΩ
31η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2004 - 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΧΤΑΙΣΕΩΣ

- Εξόδα πρώτης εγκαταστάσεως
- Συναλλαγματικές διαφορές δανείων για κτήσεις πάγιων στοιχείων
- Τόκοι δανείων και ασυμμετρικών περιόδου
- Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως

Αξία Κτήσεως	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2004			Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2003		
	Αξία Κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπόσβεστη Αξία	Αξία Κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπόσβεστη Αξία
5.352.525,11	2.978.575,94	2.475.049,27	5.158.298,59	1.889.774,05	3.158.523,54	
181.859,14	0,00	181.859,14	287.983,31	0,00	287.983,31	
1.189.778,77	588.053,27	591.723,50	1.189.778,77	380.097,90	829.878,97	
7.143.148,42	3.481.419,09	3.881.729,33	7.108.025,58	2.285.492,57	4.842.533,01	
13.887.308,44	8.938.048,20	8.931.261,24	13.724.084,25	4.825.365,52	9.098.696,73	

Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

- Ασώματες Ακινήτοποιησεις
 - Εξόδα ερευνών και αναπτύξεως
 - Παραγωγικές & άπαιχτες Εισοδημ. Ιδιοκτησίας
 - Υπεράβια επιχειρήσεως (goodwill)
 - Λοιπές Ασώματες Ακινήτοποιησεις
- Εσώματες Ακινήτοποιησεις
 - Γήπεδα - Οικόπεδα
 - Ορυχεία-Μεταλλεία-Λατομεία-Αγροί-Φυτείες-Δάση
 - Κτίρια και τεχνικά έργα
 - Μηχανήματα-τεχνικές εγκαταστάσεις κλπ μηχανολογικός εξοπλισμός
 - Μεταφορικά μέσα
 - Επιπλα και λοιπός εξοπλισμός
 - Ακινήτοποιησεις υπό εκτέλεση & προκαταβολές

Αξία Κτήσεως	Ποσά κλειόμενης χρήσεως 2004			Ποσά προηγούμενης χρήσεως 2003		
	Αξία Κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπόσβεστη Αξία	Αξία Κτήσεως	Αποβέσεις	Αναπόσβεστη Αξία
282.574,88	181.982,25	120.812,41	282.574,88	105.447,32	177.127,56	
8.833.838,41	881.042,89	5.942.793,52	8.833.838,41	485.427,38	8.168.409,03	
252.383,45	100.845,38	151.418,07	252.383,45	50.472,89	201.890,78	
2.912.289,20	1.773.702,50	1.138.595,80	2.902.084,35	1.198.808,80	1.705.457,45	
10.081.072,82	2.727.653,02	7.353.419,80	10.070.838,87	1.817.954,29	8.252.884,58	
21.237.148,47	0,00	21.237.148,47	17.248.040,63	0,00	17.248.040,63	
0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
33.488.843,48	4.144.004,88	28.354.838,50	31.504.833,44	2.703.240,28	28.801.593,18	
82.538.277,48	33.148.754,34	58.392.523,15	88.448.816,87	27.880.210,42	41.768.606,25	
11.788.180,37	8.394.854,35	3.403.338,02	17.787.312,46	8.880.734,08	8.808.578,38	
4.982.819,44	3.458.414,59	1.504.204,85	4.783.583,48	2.888.259,28	1.927.304,20	
14.988.342,37	0,00	14.988.342,37	1.005.458,47	0,00	1.005.458,47	
179.004.419,82	48.144.028,28	128.880.391,38	141.784.025,13	42.240.444,02	99.553.581,11	
189.085.492,44	51.871.881,28	137.213.811,18	151.884.884,00	44.058.388,31	107.808.465,89	

Σύνολο Ακινήτοποιησεων (Γ1 + ΓII)

III. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες Χρηματοοικονομικές απαιτήσεις

- Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις
- Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις

585.750,00			135.000,00		
14.070.599,78			9.328.013,70		
14.858.348,78			9.464.013,70		
2.418.133,68		12.240.218,13	2.200.882,19		7.263.131,51
		185.898,93			188.897,52
		12.405.915,08			7.430.029,03
		148.818.728,22			115.236.494,72

Σύνολο πάγιου ενεργητικού (Γ1 + ΓII + ΓIII)

Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

I. Αποθέματα

- Εμπορεύματα
- Έτοιμα τεχνικά έργα & πρότζεκτ έτοιμα & ημιτέλη
- Παραγωγή σε εξέλιξη
- Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά - Αναλλακτικά και είδη συσκευασίας
- Προκαταβολές σε τρίτους για έργα υπό εκτέλεση

180.574,45	125.489,05
8.808.120,28	4.538.215,38
27.389.857,53	25.773.253,83
3.577.879,19	2.437.318,26
2.752.504,72	5.668.109,23
40.899.838,15	38.540.385,77

II. Απαιτήσεις

- Πελάτες
 - Μείον Προβλέψεις
- Επιταγές εκπροκίτες (μεταχ/νες)
 - Μείον Προβλέψεις
- Κεφάλαιο εσπρακτικά στην επόμενη χρήση
- Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων
- Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις κατά λοιπών συμμετοχικού ενδιαφέροντος επιχειρήσεων
- Δεσμευμένοι λογαριασμοί καταθέσεων
- Επταετείς και επίδομα πελάτες και χρωστές
- Χρωστές διάφοροι
- Λογαριασμοί διαχωριστών προκαταβολών & πωτώσεων

91.124.827,75	72.020.184,81
1.873.115,15	293.470,24
89.451.812,80	71.728.714,57
3.088.134,99	1.359.618,02
1.073.577,15	0,00
1.073.577,15	0,00
38.880,48	0,00
9.073,24	0,00
24.018.048,92	14.037.877,08
905.422,28	788.845,22
23.113.824,54	13.248.231,84
327.113,28	352.795,20
4.828.478,35	3.823.752,59
1.288.123,35	0,00
20.571.724,84	7.941.894,58
4.003.372,98	3.828.512,84
144.232.141,75	102.282.518,45

III. Χρεόγραφα

- Μισοχές
- Λοιπά χρεόγραφα

7.829.312,52	8.501.389,23
18.084.781,85	480.244,15
23.984.104,37	9.081.842,38
4.573.585,95	4.898.993,78
18.420.518,42	5.081.878,82

Μείον : Προβλέψεις για υποίληψη

IV. Διαθέσιμα

- Ταμείο
- Καταθέσεις άμεσως και προθεσμίας

39.304,74	71.003,84
8.422.322,27	18.803.188,84
8.481.827,01	18.874.192,48

Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (ΔI+ΔII+ΔIII+ΔIV)

212.783.123,33	182.778.788,32
----------------	----------------

Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

- Εξόδα επομένων χρήσεων

807.828,88	1.858.342,53
807.828,88	1.858.342,53

ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)

389.841.937,86	288.770.322,30
----------------	----------------

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ

- Αλλάτρια περιουσιακά στοιχεία
- Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων
- Απαιτήσεις από αμφοτεροβαρείς συμβάσεις
- Λοιποί λογαριασμοί τάξεως

9.842.747,49	9.777.343,45
260.878.411,65	223.829.101,85
270.289.527,38	594.303.988,23
52.095.003,45	45.139.592,60
592.883.889,97	863.050.004,13

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

- Κεφάλαιο Μετοχικό (45.984.500 αναμ μετοχές των 1,18€)
 - Καταβεβλημένο
- Διαφορές από έκδοση μετοχών υπέρ το όριο

Ποσά κλειόμενης Χρήσεως 2004	Ποσά προηγούμενης Χρήσεως 2003
53.318.820,00	53.318.820,00
35.921.688,83	35.921.688,83

III. Διαφορές αναπροσαρμογής

- Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών και χρεωγράφων
- Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων

98.559,38	98.559,38
8.740.498,57	4.830.471,72
8.837.055,92	4.927.031,07

IV. Αποθεματικά Κεφάλαια

- Τακτικό αποθεματικό
- Μείον υποίληψη συμμετοχών & χρεωγράφων προς συμμετοχικό
- Εκτίμηση αποθεματικό
- Αφροαλόγητο αποθεματικό ειδικών διατάξεων Νόμων

5.377.181,81	3.851.510,39
1.780.789,45	3.588.382,38
1.230.984,82	1.155.891,99
14.541.484,78	9.830.974,41
19.388.751,98	12.879.297,28

V. Αποτελέσματα εις νέο

- Υπόλοιπο κερδών εις νέο

38.588.823,49	20.785.414,89
---------------	---------------

VIII. Διαφορές ενσπλήσεως

- Διαφορές ενσπλήσεως (πιστωτικές)
- Διαφορές ενσπλήσεως (χρεωστικές)

11.189.782,13	10.485.798,85
-325.379,47	-325.379,47
10.874.382,88	10.140.419,18

IX. Δικαιώματα Μειοψηφίας

22.545.780,45	18.481.294,48
---------------	---------------

Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (ΑI+ΑII+ΑIII+ΑIV+ΑV+ΑVIII+ΑIX)

189.455.281,31	158.233.883,73
----------------	----------------

Β. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ

- Προβλέψεις για αποζητ/ση προσ/κού λόγω ερώδου από την υπηρεσία
- Λοιπές προβλέψεις

1.384.712,17	434.031,41
1.015.524,58	202.224,88
2.400.238,75	838.256,29

Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

I. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

- Δάνεια Τραπεζών
- Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις

27.172.902,20	14.158.830,49
30.000,05	30.000,05
27.202.902,25	14.188.830,54

II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

- Προμηθευτές-υπεργολάβοι
- Γραμμάτια πληρωτέα
- Επιταγές πληρωτέες
- Τράπεζες-λογ/σμοί βραχ. υποχρεώσεων
- Προκαταβολές πελατών
- Υποχρεώσεις από φόρους-έλη
- Ασφαλιστικοί οργανισμοί
- Μακροπρόθεσμες υποχρ.πληρωι στην εταιμ.χρήση
- Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχικού ενδιαφέροντος επιχειρήσεις
- Μέρηματα πληρωτέα
- Αμοιβές Δ.Σ.
- Πιστωτές διάφοροι

34.909.933,03	31.821.524,89
0,00	0,00
3.983.993,38	3.489.319,88
58.804.311,75	25.545.487,48
7.458.115,88	12.782.323,18
13.478.974,88	13.331.205,71
1.588.130,88	1.888.378,91
527.271,52	0,00
15.172.738,88	14.370.384,41
10.883.185,53	8.373.874,38
700.748,02	0,00
5.881.808,18	5.884.109,91
150.787.207,82	117.548.898,50

Σύνολο υποχρεώσεων (Γ1 + ΓII)

177.870.110,17	131.735.528,04
----------------	----------------

Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ

- Εσοδα επομένων χρήσεων
- Εξόδα χρήσεως δεδουλευμένα
- Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού

101.951,82	134.787,31
14.357,80	29.785,83
0,00	0,00
118.309,42	164.573,24

ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α+Β+Γ+Δ)

389.841.937,86	288.770.322,30
----------------	----------------

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ

- Αλλάτρια περιουσιακά στοιχεία
- Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων
- Υποχρεώσεις από αμφοτεροβαρείς συμβάσεις
- Λοιποί λογαριασμοί τάξεως

9.842.747,49	9.777.343,45
280.878.411,65	223.829.101,85
270.289.527,38	584.303.988,23
52.095.003,45	45.139.592,60
592.883.889,97	863.050.004,13



ΑΕΓΕΚ

ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ, ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΩΝ, ΓΕΩΡΓΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΑΣΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

9ος ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004 (ετησίαια χρήση 1 Ιανουαρίου - 31 Δεκεμβρίου 2004) ΑΜΑΕ 13782/06/Β/86/015 (Ποσό σε Ευρώ)

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

Table with 4 columns: Description, Balance Sheet 2004, Balance Sheet 2003, and Balance Sheet 2002. Includes sections for Balance Sheet, Assets, and Liabilities.

