



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ CRETA FARM



ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ: ΔΗΜΗΤΡΑ ΤΖΙΓΚΟΥΝΑΚΗ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΟΥΠΟΥΖΟΣ

ΚΑΛΑΜΑΤΑ, 2009

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	2
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : Ο ΟΜΙΛΟΣ CRETA FARM	5
1.1. ΣΚΟΠΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	6
1.2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	12
2.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ CRETA FARM	14
2.2. ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΡΟΠΟΥ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ CRETA FARM	15
2.2.1. ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ	18
2.3. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΛΑΝΟ ΤΗΣ CRETA FARM	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΥΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	21
3.1.ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	21
3.2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	26
3.3.ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	30
3.4.ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ	34
3.5.ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	46
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	52

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας i ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ/ Δείκτης Γενικής Ρευστότητας.....	23
ΠΙΝΑΚΑΣ II ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ/ ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΙΔΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	24
Πίνακας iii ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	28
Πίνακας iv ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ/ Δείκτες Χρέους.....	31
Πίνακας v ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ/ Δείκτης Κάλυψης Τόκων.....	34
Πίνακας vi ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ/ Περίοδος των Αποθεμάτων.....	38
Πίνακας vii ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ/ Περίοδος των Αποθεμάτων.....	41
Πίνακας viii ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ/ Περίοδος των Πληρωτέων Λογαριασμών	44
Πίνακας ix ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ / Δείκτης Κερδών ανά Μετοχή.....	47
Πίνακας x ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ / Δείκτης Μερίσματος ανά Μετοχή	49
Πίνακας xi ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ / Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης.....	51

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ τον καθηγητή μου κ.Κουπούζο Δημήτρη που με βοήθησε στην εκπόνηση της πτυχιακής μου εργασίας και την οικογένειά μου για την ηθική και οικονομική τους στήριξη.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κυρίαρχη θέση εξακολουθεί να κατέχει στο σύνολο της ελληνικής βιομηχανίας ο ευρύτερος κλάδος τροφίμων. Το 2000, οι συνολικές πωλήσεις του κλάδου των τροφίμων, ο οποίος απαρτίζεται από 1.036 επιχειρήσεις, ανήλθαν σε €8,12δισ. καταλαμβάνοντας την πρώτη θέση στο σύνολο της ελληνικής βιομηχανίας με ποσοστό 24,2%, ενώ τα καθαρά κέρδη του κλάδου διαμορφώθηκαν στα €461,52 εκατ., καλύπτοντας το 18,6% των συνολικών κερδών της βιομηχανίας. Ας σημειώσουμε ότι η ελληνική βιομηχανία, το εν λόγω έτος, με 5.196 επιχειρήσεις πραγματοποίησε πωλήσεις ύψους €36,72 δισ. και κέρδη €2,42 δισ .

Ο τομέας των τροφίμων, όπου δραστηριοποιούνται 873 επιχειρήσεις, πραγματοποίησε το 2000 πωλήσεις ύψους €6,55δισ. καταλαμβάνοντας το 17,9% των συνολικών πωλήσεων της βιομηχανίας. Σε επίπεδο καθαρών κερδών με 10,9% ή €252,12 εκατ. έρχεται στη δεύτερη θέση, μετά τον κλάδο πετρέλαιο / άνθρακας.

Η παρούσα εργασία έχει στόχο να ασχοληθεί με την εταιρία τροφίμων και αλλαντικών CRETA FARM.

Τα προϊόντα τα οποία παράγει, είναι :

Αλλαντικά

Κρέας νωπό και κατεψυγμένο

Λαχανικά - Τομάτες σε κονσέρβες

Σάλτσες - Σαλάτες

Τυριά - Βούτυρα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : Ο ΟΜΙΛΟΣ CRETA FARM

Η CRETA FARM, αμιγώς ελληνική επιχείρηση, εύρωστη και δυναμική, είναι η μοναδική καθετοποιημένη εταιρία στην Ελλάδα που ελέγχει το 100% της παραγωγής, μεταποίησης και εμπορίας των προϊόντων που παράγει. Το αντικείμενο της δραστηριότητας της είναι η παραγωγή, εκτροφή πάχυνση χοιρινών, η επεξεργασία, συσκευασία κατάψυξη και διάθεση νωπού, ψυγμένου και καταψυγμένου κρέατος και κρεατοσκευασμάτων, η παραγωγή αλλαντικών και η εμπορία τροφίμων

Η καθετοποίηση της παραγωγής επιτρέπει μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους καθώς καταργείται το κόστος μεσολάβησης και επιπλέον επιτρέπει τον πλήρη έλεγχο σε όλα τα στάδια της παραγωγής. Η CRETA FARM είναι μοναδική εταιρία στο είδος της πιστοποιημένη με τρία ISO. ISO 9001:2000 για τη μονάδα παραγωγής αλλαντικών, επίσης, ISO 9001:2000 για τη χοιροτροφική μονάδα και ISO 14001 για τη διαχείριση του περιβάλλοντος. Η διατήρηση της ποιότητας στα υψηλότερα επίπεδα εξασφαλίζεται επίσης με τη χρήση του συστήματος HACCP (Hazard Analysis Critical Control Points).

Η δυναμικότητα του ομίλου σήμερα ανέρχεται σε παραγωγή 50 τόνων αλλαντικών ημερησίως (1 βάρδια), 75.000 χοίρων ετησίως, 30.000 τόνους ζωοτροφών ετησίως (1 βάρδια). Ο όμιλος διαθέτει 5 υποκαταστήματα, στόλο 150 ιδιόκτητων φορτηγών ψυγείων, 600 άτομα προσωπικό εκ των οποίων ένα μεγάλο ποσοστό είναι επιστημονικό προσωπικό. Τέλος διαθέτει 4 θυγατρικές εταιρίες.

1.1. ΣΚΟΠΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Τα βασικά σημεία του προγράμματος δράσης της εταιρείας για το 2007 συνίστανται στα ακόλουθα :

- ✓ Την άμεση κυκλοφορία και διαφημιστική υποστήριξη των προϊόντων της εταιρίας
- ✓ Την παραπέρα διείσδυση της εταιρείας στη κατηγορία των προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας και την επέκταση του βαθμού αξιοποίησης της υφιστάμενης παραγωγικής δυναμικότητας.
- ✓ Την επέκταση του δικτύου καταστημάτων Franchise
- ✓ Την ολοκλήρωση της μελέτης και την έναρξη κατασκευής του νέου εργοστασίου

1.2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Οι οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας «Creta Farm» για το 2008, μετά την ολοκλήρωση της απορρόφησης που αποφασίστηκε με την υπ. αριθμ. Κ2-15421/30.12.2008 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης, συμπεριλαμβάνουν τα αποτελέσματα και των τριών εταιριών (αφαιρουμένων των ενδοεταιρικών συναλλαγών), δηλαδή τόσο της «Creta Farm» όσο και των απορροφούμενων εταιρειών (ΑΛΛΑΤΙΝΗ και ΕΛΒΙΠΕΤ), λόγω το ότι συγχώνευση έγινε με Ισολογισμό Μετασχηματισμού της 31.12.2007.

Οι Οικονομικές Καταστάσεις για το 2007 περιέχουν τα αποτελέσματα της «Creta Farm» μόνο για το διάστημα από 1.4.2007 έως 31.12.2007 (η απόκτηση του ελέγχου έγινε από τον Απρίλιο του 2007),

Για την χρήση 2008 ο Όμιλος παρουσιάζει αύξηση πωλήσεων +28% και ανήλθαν σε 117,1 εκ € έναντι 91,5 εκ € σε σχέση με την αντίστοιχη περσινή περίοδο. Τα αποτελέσματα δεν είναι συγκρίσιμα γιατί στο 2007 δεν συμπεριλαμβάνεται το α΄ τρίμηνο του 2007 της Creta Farm λόγω διαφορετικού τρόπου ενοποίησης (η απόκτηση του ελέγχου έγινε τον Απρίλιο του 2007). Αν τις συμπεριλάβουμε για λόγους συγκρισιμότητας, τότε οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 11 εκ € και ποσοστό 10,4%. Αναλυτικότερα η αύξηση πωλήσεων ανά κλάδο έχει ως εξής:

- Αυξήθηκαν οι πωλήσεις στον κλάδο καταναλωτικών κατά 18,8 εκ € και ποσοστό 41,9%. Στο χρήση 2007 στον κλάδο καταναλωτικών, δεν συμπεριλαμβάνονται οι πωλήσεις του α΄ τριμήνου 2007 της «Creta Farm» λόγω διαφορετικού τρόπου ενοποίησης. Αν τις συμπεριλάβουμε για λόγους συγκρισιμότητας, τότε οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 4,3 εκ € και ποσοστό 7%
- Αυξήθηκαν οι πωλήσεις στον κλάδο κατεψυγμένων κατά 340 χιλ € και ποσοστό 3%

Ποσοτικά οι πωλήσεις του 2008, σε όλους του τομείς που δραστηριοποιείται ο όμιλος, κυμάνθηκε στα ίδια επίπεδα του προηγούμενου έτους.

Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) σε επίπεδο ομίλου για το 2008 ανήλθαν 661 χιλ € έναντι ζημιών 782 χιλ € αυτών του αντίστοιχου διαστήματος του 2007. Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) στη χρήση 2008, έχουν επιβαρυνθεί με έκτακτα μη λειτουργικά έξοδα ύψους 6,2 εκ €

Τα ετήσια ενοποιημένα προ φόρων αποτελέσματα του 2008 είναι ζημίες 14,5 εκ. € έναντι ζημιών 11,1 εκ € του 2007. Στα παραπάνω αποτελέσματα περιλαμβάνονται χρηματοοικονομικά έξοδα 10 εκ € και αποσβέσεις 5,3 εκ €.

Τα μετά από φόρους αποτελέσματα του ομίλου για το 2008 βελτιώθηκαν κατά 3,9 εκ € λόγω της ευνοϊκής επίδρασης της μείωσης των μελλοντικών συντελεστών

φόρου εισοδήματος, της φορολογικής αναπροσαρμογής των ακινήτων και του συμψηφισμού των φορολογικών ζημιών της Creta Farm που προέκυψε από την συγχώνευση βάση του ν.1297/72, γεγονός που οδήγησαν στην μείωση της φορολογίας, το όφελος της οποίας αναγνωρίστηκε στην χρήση. Τα μετά από φόρους αποτελέσματα του ομίλου για το 2008 διαμορφώθηκαν σε ζημίες 10,3 εκ € έναντι ζημιών 10,8 εκ € του αντίστοιχου διαστήματος του 2007, μειωμένες κατά 474 χιλ €.

1.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

1. Πολιτικό περιβάλλον

Υπάρχει μια σειρά νομοθεσιών τόσο της Ελληνικής κυβέρνησης όσο και της Ε.Ε. που αφορούν διαδικασίες όπως την παραγωγή και την διάθεση των αλλαντικών, αλλά και την τιμολόγηση των προϊόντων – κάποιες από αυτές μπορούν να θεωρηθούν ως απειλές.

2. Οικονομικό Περιβάλλον

Η ελληνική βιομηχανία αλλαντικών είναι μια από τις πιο υγιείς οικονομικά βιομηχανίες της Ελλάδας, και συμμετέχει ενεργά στην ενίσχυση του ετήσιου ΑΕΠ. Από την άλλη, η κυβέρνηση έχει θέσει όρια τιμολόγησης στα προϊόντα του κλάδου, γεγονός που αυξάνει τον ανταγωνισμό μεταξύ των εταιριών. Όμως και η οικονομική ύφεση που έχει εμφανιστεί την τελευταία δεκαετία δημιουργεί σχετικά προβλήματα στις εταιρίες, όπως επίσης και η αλλαγή εντός των πλαισίων της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης είχε σχετικές επιπτώσεις στον κλάδο.

3. Τεχνολογικό Περιβάλλον

Η ανάπτυξη και βελτίωση της τεχνολογίας είναι ουσιαστικής σημασίας για την βελτίωση των διαδικασιών παραγωγής ενώ βοηθούν και στην επίτευξη των κριτηρίων ποιότητας.

4. Κοινωνικό Περιβάλλον

Η όλη ζήτηση για τα αλλαντικά είναι ιδιαίτερα αυξημένη για την Ελλάδα, ενώ αντίστοιχα υπάρχει και ένα γενικό κύμα κατανάλωσης υγιεινών προϊόντων.

1.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΙΚΡΟ – ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ (FIVE FORCES MODEL)¹

1. Απειλή Εισόδου Νέων Ανταγωνιστών

Η απειλή από νέους ανταγωνιστές είναι σχετικά μικρή καθώς οι υπάρχουσες επιχειρήσεις του κλάδου έχουν αποκτήσει μεγάλη δύναμη και εμπειρία, ενώ είναι σχετικά κοντινής δυναμικότητας – και τα δύο αποτρέπουν νέους ανταγωνιστές. Επίσης οι μεγάλες εταιρίες μπορούν να ακολουθήσουν χαμηλές τιμολογιακές πολιτικές λόγω οικονομιών κλίμακας, ενώ έχουν διαμορφώσει και εξαιρετικά προφίλ στην αγορά, δημιουργώντας έτσι μια πιστή μερίδα καταναλωτών.

2. Απειλή από Υποκατάστατα

Ως υποκατάστατα για τα προϊόντα μπορούν να θεωρηθούν άλλες τροφές – ο μεγάλος αριθμός τους αυξάνει σχετικά τη δύναμη τους.

3. Διαπραγματευτική Δύναμη Προμηθευτών

Η δύναμη των προμηθευτών είναι σχετικά περιορισμένη λόγω του μεγάλου αριθμού τους, αλλά και λόγω των μακροπρόθεσμων σχέσεων (ή και της ολοκλήρωσης προς τα πίσω) που έχουν διαμορφώσει οι εταιρίες του κλάδου.

4. Διαπραγματευτική Δύναμη Αγοραστών

Οι αγοραστές έχουν αρκετά αυξημένη δύναμη, καθώς λόγω της χαμηλής τιμής των προϊόντων και της έλλειψης επιπλέον κόστους στην αλλαγή μάρκας. Επίσης και το γεγονός ότι η διαφοροποίηση των προϊόντων δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλη αυξάνει τη σχετική τους δύναμη.

¹ Johnson G. and Scholes K., 1999, *Exploring corporate strategy*, 5th edition, UK, Prentice Hall

5. Έκταση του Ανταγωνισμού

Ο κλάδος αποτελείται από μια πλειάδα εταιριών που έχουν διαφορετικές δυνάμεις, με δύο κυριότερες εταιρίες να κατέχουν τα μεγαλύτερα ποσοστά αγοράς. Επίσης πρέπει να σημειωθεί πως ο κύκλος ζωής του κλάδου είναι ακόμα στην ανάπτυξη του (και συνεχώς ανανεώνεται) οπότε και υπάρχουν περαιτέρω προοπτικές ανάπτυξης. Όμως το μεγάλο εύρος των προϊόντων μειώνει τις πιθανότητες διαφοροποίησης τους μεταξύ εταιριών, οπότε και αυξάνεται ταυτόχρονα και η ένταση του ανταγωνισμού. Ένα τελευταίο γεγονός που αυξάνει την έκταση του ανταγωνισμού είναι και το ότι απαιτούνται υψηλές επενδύσεις από το σύνολο των εταιριών, ενώ αντίστοιχα αυξάνονται και τα εμπόδια εξόδου τους από τον κλάδο².

1.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

Όραμα

Το όραμα του ιδρυτή της εταιρίας ήταν να προσφέρει στην αγορά υψηλής ποιότητας υγιεινά προϊόντα και να ενσωματώσει τα προϊόντα της.

Αποστολή Εταιρίας

Η Εταιρία είναι υπεύθυνη τόσο για τους καταναλωτές των προϊόντων της όσο και για τους μετόχους της. Έτσι προσπαθεί συνεχώς να βελτιώνει τις διαδικασίες παραγωγής της και να διαφυλάξει τη σωστή παράδοση ποιοτικών προϊόντων στην αγορά μέσω της συνεχούς καινοτομίας³.

Στόχοι

Οι βασικοί στόχοι της εταιρίας είναι:

- Να διαμορφώσει τις διαδικασίες παραγωγής για τη συνεχή διαφύλαξη της σωστής ποιότητας

² Καζάζης, Ν. (2000) Αποτελεσματικό Marketing για κερδοφόρες πωλήσεις», Αθήνα : Εκδ. Σταμούλης

³ Καζάζης, Ν. (2000) Αποτελεσματικό Marketing για κερδοφόρες πωλήσεις», Αθήνα : Εκδ. Σταμούλης

- Η συνεχής ανάπτυξη και χρήση των τελευταίων τεχνολογικών μεθόδων ώστε να διατηρήσει την ανταγωνιστικότητα της εταιρίας
- Η διαφύλαξη της ηγετικής της θέσης στην αγορά
- Η αύξηση των μεριδίων αγοράς της τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό
- Η συνεχής διαφοροποίηση της σε άλλα τμήματα της αγοράς, για παράδειγμα σε κατεψυγμένα προϊόντα και αναψυκτικά

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Παρατηρούμε ότι στην Creta Farm συμμετέχουν κατά την περίοδο 2006-2008 διάφορες εταιρείες κρεάτων στο μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου κατά 24,6%

Σταθερό ποσοστό συμμετοχής έχει και ο Πρόεδρος της εταιρείας κ. Εμμανουήλ Δομαζάκης με 15,3 % σε όλα τα εξεταζόμενα έτη. Έπειτα συμμετείχε η ίδια η εταιρεία στο μετοχικό της κεφάλαιο κατά 9,4% με αγορά ιδίων μετοχών και τέλος η FOODGEST με 6,8%. Συμπερασματικά από το 100% του μετοχικού κεφαλαίου το 38,4 % έρχεται από ξένες εταιρείες ,το 25,2 % από την ίδια εταιρεία και το υπόλοιπο 36,4 % προήλθε από τους μεμονωμένους επενδυτές.

Η εταιρεία Creta Farm έχοντας σαν σκοπό την αναγνώριση της αξίας της από εξωτερικούς επενδυτές και μην έχοντας αντίληψη οικογενειακής επιχείρησης ,αντλώντας με αυτόν τον τρόπο εισερχόμενα ξένα κεφάλαια .Η εταιρεία έχοντας αντιληφθεί την σημασία των συμμετοχών ,επένδυσε τελικά μεγαλύτερο ποσό από αυτό που είχε τελικά αποφασίσει με αποτέλεσμα να χρηματοδοτήσει αυτή την extra συμμετοχή από τα ίδια κεφάλαια.

Για το έτος 2007 -2008 παρατηρούνται αλλαγές στα ποσοστά συμμετοχών στην Creta Farm όπως και ανάλογα στις θυγατρικές αυτής .Το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής το έχει πλέον η Εταιρεία αλλαντικών Βορείου Ελλάδος με 24,82% ,η ίδια εταιρεία συμμετέχει πάλι μέσω του Προέδρου της ,συμβάλλοντας το 15,8 % του Μετοχικού κεφαλαίου, ενώ τώρα χαμηλότερο ποσοστό συμμετοχής έχει η FOODGEST με 6.96% αντίστοιχα. Συνολικά οι συμμετοχές για την διετία αυτή από ξένες εταιρείες ήταν στο 38,04 % χαμηλότερο κατά 0,36% σε σχέση με το 2000 ενώ η συμμετοχή της ίδιας εταιρείας στο Μετοχικό κεφάλαιο της ήταν 15,82% ,χαμηλότερο

δηλαδή κατά 9,38% το υπόλοιπο του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο ανέρχεται στα 46,14 % καλύφθηκε από την συμμετοχή του κοινού και ξεπέρασε την προηγούμενη συμμετοχή αυτού κατά το έτος 2006 με διάφορα 9,74 %

Παρατηρούμε ότι η εταιρεία Creta Farm , στρέφει έντονο ενδιαφέρον στην μελλοντική συμμετοχή του επενδυτικού κοινού στο μετοχικό της κεφάλαιο, η οποία αλλάζει και αυξάνεται με την πάροδο των ετών. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι είτε αποσκοπεί στο να μειώσει την συμμετοχή των άλλων εταιρειών σε αυτήν, με την διασπορά του μετοχικού της κεφαλαίου σε άγνωστους μέτοχους ,και αναδιανέμει μέρισμα σε αυτούς και να κεφαλαιοποιεί μέρος αυτών για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή απλά να θέλει να περιορίσει την επιρροή των συμμετεχόντων εταιρειών στις επενδυτικές πολιτικές της εταιρείας.

Μια άλλη κίνηση η οποία παρατηρείται είναι και η ενσωμάτωση των προβληματικών θυγατρικών στην Creta Farm μητρική εταιρεία είτε για να εκμεταλλευτεί την εμπορικότητα τους είτε γιατί είναι προβληματικές και πρέπει να ενσωματωθούν κάτω από την μητρική.

2.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ CRETA FARM

Αναφορικά με την εξεταζόμενη τριετία 2006-2008 παρατηρούμε ότι η πρώτη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έγινε το 2006 με μεικτό τρόπο που περιλάμβανε την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών με αξία 733.716,80 euros και με έκδοση νέων μετοχών με ονομαστική αξία 1,1739 euros οι οποίες διανεμήθηκαν σε αναλογία 1 προς 10 και με έκδοση επίσης 2124600 μετοχών με ονομαστική αξία 1,739 και τιμή διάθεσης 7,3368. Το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου ανήλθε στα 2.494.067,9 euros $(2.124.600 \times 1,739)$ και η διαφορά υπέρ του αρτίου στα 13.093.646,37 $(2.124.600 \times 7,3368) + (2.124.600 \times 1,739)$. Το συνολικό ποσό του κεφαλαίου ήταν μετά την αύξηση 15.297.203,96 .

Το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου πριν από την αύξηση ήταν 7.337.185,620 και μετά την αύξησή του ανήλθε στα 10.564.930,01 με διάφορα 33.277.745.

Το έτος 2008 είχαμε και άλλη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά 2.035.069,70 και το συνολικό μετοχικό κεφαλαίο έφτασε τα 12.600.000. Η αύξηση αυτή πραγματοποιήθηκε πάλι με τον ίδιο τρόπο δηλαδή την κεφαλαιοποίηση μετοχών σε ποσό 1.161.597,80 και με υπεραξία παγίων κατά 873.471,90 . Επίσης, παρατηρείται και αύξηση της ονομαστικής αξίας κατά 0,226 euros φτάνοντας σε τιμή ονομαστική 1,40 από τα 1,17 που ήταν στην πρώτη αύξηση το 2006.

Είναι ενδεικτικό ότι η εταιρεία προέβη σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με δύο τρόπους οι οποίοι εντάσσονται στην ίδια κατηγορία της λογιστικής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Η κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών γίνεται με την μεταφορά των ίδιων κεφαλαίων στο μετοχικό κεφαλαίο και μπορεί επίσης να γίνει και με την μεταφορά των αδιανεμήτων κερδών σε αυτό. Εδώ δεν έχουμε αύξηση της

χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης, ωστόσο όμως σε γενικές γραμμές μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου επιφέρει την αύξηση των Ίδιων κεφαλαίων και ένα μέρος αυτής της αύξησης προστίθεται στο διαρκές κυκλοφορικό κεφάλαιο, ενώ το υπόλοιπο χρηματοδοτεί τις πάγιες επενδύσεις. Επίσης η δανειοληπτική ικανότητα της επιχείρησης έγινε καλύτερη.

Ένα σημαντικό κομμάτι στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είναι και η τιμή έκδοσης της μετοχής και όταν η τιμή αυτή είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική τότε η διάφορα αυτή ονομάζεται υπέρ του άρτιου. Στην περίπτωση της αύξησης του μετοχικού το 2006 η διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης και ονομαστικής ήταν 6.15 ευρώ με αποτέλεσμα το πριμ εκδόσεων να ήταν υψηλό και έτσι η εταιρεία να συγκεντρώσει αξιόλογα ποσά. Δεδομένου αυτού, το δικαίωμα προτίμησης ήταν υψηλό, με αποτέλεσμα οι παλαιοί μέτοχοι να αποκτήσουν σημαντικά μεγάλο αριθμό μετοχών δωρεάν για να αποφευχθεί η μεγάλη αραίωση της συμμετοχής τους. Επίσης αξιόλογο αναφοράς είναι και το γεγονός ότι η τιμή έκδοσης συνδέεται και με την αβεβαιότητα της αγοράς. Σε περίπτωση που η αβεβαιότητα της αγοράς είναι μεγάλη τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι η μείωση της τιμής έκδοσης σε σχέση με την χρηματιστηριακή τιμή.

2.2. ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΡΟΠΟΥ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ CRETA FARM

Ουσιαστικά υπάρχουν δυο τρόποι αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και ο ένας είναι αυτός που ακολουθεί ήδη η Creta Farm και αφορά την πλασματική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου χωρίς δηλαδή την εισροή περιουσιακών στοιχείων στην επιχείρηση. Αυτό όπως αναφέραμε γίνεται με την μεταφορά λογαριασμών είτε

υπεραξίας πάγιων είτε αποθεματικών στο μετοχικό κεφαλαίο. Η ολοκλήρωση της διαδικασίας γίνεται με την ανάληψη νέων μετοχών και την καταβολή της αξίας του εκ μέρους αυτών που τις ανέλαβαν. Η δυνατότητα ανάληψης νέων μετοχών παρέχεται μετά από αποφασισθείς αύξηση και έτσι συμπεραίνουμε ότι η ανάληψη δεν αποτελεί προϋπόθεση για έγκυρη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η ονομαστική αύξηση που είναι και η περίπτωση της Creta Farm αφορά ουσιαστικά την προσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων σε μεγαλύτερη αξία ή οποία ανήλθε στην επιχείρηση από την ύπαρξη εμφανών ή αφανών αποθεματικών και έτσι με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η φερεγγυότητα της ΑΕ και η έκταση του διανεμητέου μερίσματος.

Η εταιρεία έχει επιλέξει μέχρι στιγμής την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών και αυτή θεωρείται μια από τις πιο γνωστές πηγές αυτοχρηματοδότησης και αποφεύγεται η ανειλημμένη πίστωση από τρίτους. Έτσι, η Creta Farm διανέμει νέες μετοχές στους παλαιούς μετόχους της με αναλογία παλαιών η με την αύξηση της ονομαστικής αξίας των παλαιών ή και με τους 2 τρόπους.

Στην εταιρεία είδαμε και τον τρόπο που αφορά την αναπροσαρμογή της αξίας των πάγιων σε επίπεδα ανάλογα με αυτά της τρέχουσας αγοράς και έτσι το ενεργητικό αυξάνεται με την υπεραξία των πάγιων και το παθητικό αντίστοιχα στον λογαριασμό διάφορα αναπροσαρμογής πάγιων περιουσιακών στοιχείων από τον λογαριασμό ίδια κεφάλαια. Η υπεραξία αυτή διανέμεται είτε με δωρεάν έκδοση μετοχών η και με την αύξηση της ονομαστικής αξίας.

Μελλοντικά το κεφάλαιο της Creta Farm θα μπορούσε να αυξηθεί και με άλλους τρόπους λαμβάνοντας βέβαια υπόψη το γεγονός ότι μέχρι στιγμής επιλέγονται τρόποι που αφορούν την λογιστική αύξηση και όχι την καταβολή μετρητών.

Μια μέθοδος που θα μπορούσε μελλοντικά να χρησιμοποιηθεί μπορεί να είναι και η συγχώνευση επιχειρήσεων η οποία μοιάζει με την περίπτωση της αύξησης του Μετοχικού κεφαλαίου με εισφορά περιουσιακών στοιχείων. Σε αυτήν την περίπτωση απορροφούνται στοιχεία του ενεργητικού αλλά και υποχρεώσεις και συνήθως οι ισχυρές απορροφούν τις προβληματικές για να επωφεληθούν τα εμπορικά πλεονεκτήματα. Η Creta Farm απορρόφησε κάποιες προβληματικές θυγατρικές και ίσως θα έπρεπε να σκεφτεί και την περίπτωση της απορρόφησης ακμαίων επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να υπάρχει πιο αποτελεσματική αντιμετώπιση του ανταγωνισμού. Σε αυτή την περίπτωση διατηρείται η χωριστή εμπορική και παραγωγική δραστηριότητα και δομή των επιχειρήσεων και υπάρχει σύγκληση στην πολιτική και την στρατηγική της επιχείρησης έχοντας στην διάθεσή της αυξημένους οικονομικούς πόρους.

Ωστόσο η συγχώνευση μεγάλων επιχειρήσεων επισύρει το ενδιαφέρον των κρατικών αρχών για την αποτροπή δημιουργίας μονοπωλιακών καταστάσεων.

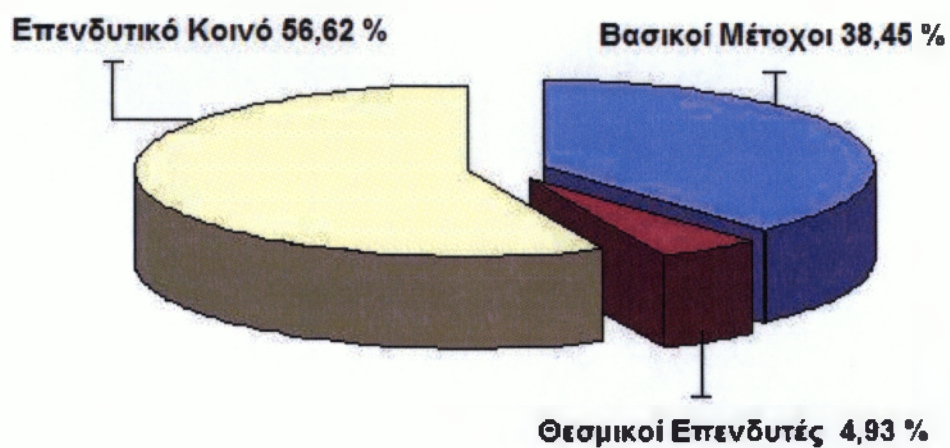
Μια άλλη πολιτική που έχει χαρακτηρίσει την εταιρεία Creta Farm είναι και η δημιουργία των holdings όπου κομμάτια από την μητρική αποσπώνται και εξελίσσονται σε αυτόνομες επιχειρήσεις με χρηματοδότηση κεφαλαίου από την μητρική. Θα μπορούσαν αυτές να συγχωνευτούν με την μητρική και να εισφέρουν περιουσιακά στοιχεία. Αυτά συνήθως είναι ακίνητα και έτσι γίνονται παράλληλες έγγραφες στα ίδια κεφαλαία και στις ακινητοποιήσεις του ισολογισμού και συνήθως μια τέτοιου είδους αύξηση προηγείται της αύξησης σε μετρητοίς σε διαρκή κεφάλαια για την χρηματοδότηση των νέων επενδύσεων η για την αύξηση του διαρκούς κυκλοφοριακού ενεργητικού.

2.2.1. ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ

Η μετοχική σύνθεση του ομίλου CRETA FARM παρουσιάζεται στο κάτωθι σχήμα:

Σχήμα i: ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ CRETA FARM

ΒΑΣΙΚΟΙ ΜΕΤΟΧΟΙ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
ΤΙΝΟΛΑ HOLDING S.A.	6.089.706	24,87%
ΕΝΒΕΝΟ CORP.	3.324.859	13,58%



Πηγή: Ιστότοπος Creta Farm

2.3. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΛΑΝΟ ΤΗΣ CRETA FARM

Ο σκοπός της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου είναι η απόδοση σε μια διάρκεια ετών και για αυτό επιβάλλεται η έγκαιρη υλοποίηση των επενδυτικών προγραμμάτων με σκοπό να φέρουν καρπούς.

Το επενδυτικό πρόγραμμα της Creta Farm και στις 2 περιπτώσεις της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου παραμένει το ίδιο. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην μείωση του τραπεζικού δανεισμού με πόσο επένδυσης 36.7% .Οι συμμετοχές σε ομοειδείς επιχειρήσεις αποτελεί το 7.7 % της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ενώ το 3,4 % αποσκοπεί στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των θυγατρικών .Η άλλη κατηγορία επενδύσεων είναι στα πάγια με σκοπό την χρήση του 5,72% στην αγορά φορτηγών, το 17,3 % στην ίδρυση καταστημάτων λιανικής και το 5,72 % σε ανέγερση γραφείων. Το άλλο κονδύλι είναι τα έξοδα προβολής και διαφήμισης με πόσο 3,2% της συνολικής αύξησης.

Παρατηρούμε ότι όλα σχεδόν τα κεφαλαία τοποθετήθηκαν στις αντίστοιχες χρήσεις, βάση του επενδυτικού σχεδίου της εταιρείας εκτός από τα καταστήματα λιανικής όπου η τοποθέτηση ολοκληρώθηκε με το τέλος του 2006.Ιδιαίτερη βαρύτητα δόθηκε στα έξοδα προβολής όπου εκεί πέρα από την προγραμματισμένη επένδυση που έγινε, χρησιμοποιήθηκαν επιπλέον ποσά από τα ίδια κεφαλαία .Η άντληση όμως των ίδιων κεφαλαίων δεν έγινε μόνο για τα έξοδα προβολής αλλά και για τα καταστήματα λιανικής με αποτέλεσμα η άντληση των ίδιων κεφαλαίων στο σύνολο των αντληθέντων να φτάνει στα 165.769.68 euros.

Έτσι τα 14.431.905 διατέθηκαν ως το 2007 από τα 15.331.905 με την μεταφορά των 900.000 σε προσωρινό κεφάλαιο κίνησης. Έτσι το συνολικό πόσο της χρηματοδότησης των επενδύσεων από τα ίδια κεφαλαία ανήλθε στα 1,04%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΥΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Προκειμένου να αναλύσουμε την εταιρία θα χρησιμοποιήσουμε ορισμένους αριθμοδείκτες. Η πλέον διαδεδομένη ομαδοποίηση των γενικών δεικτών αξιολόγησης μιας εταιρίας περιλαμβάνει τις ακόλουθες 5 κατηγορίες δεικτών:

1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
2. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
3. Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης
4. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
5. Αριθμοδείκτες Επενδύσεων

3.1.ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας της εταιρείας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής της θέσης, δηλαδή της δυνατότητας που έχει να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της. Για να θεωρηθεί η ρευστότητα μιας εταιρείας ικανοποιητική, θα πρέπει, εξασφαλίζει την απρόσκοπτη εκτέλεση των εργασιών της, την ικανοποίηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, και τη δυνατότητα εκμετάλλευσης τυχόν επενδυτικών ευκαιριών.

Προκειμένου να υπολογίσουμε τη ρευστότητα μιας εταιρίας, συγκρίνουμε τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά της στοιχεία, τα οποία είναι τα στοιχεία του **κυκλοφορούντος ενεργητικού**- διαθέσιμα, χρεόγραφα, αποθέματα και απαιτήσεις

κατά πελατών- με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Εξ' αυτή της συγκρίσεως λοιπόν προκύπτει ο δείκτης γενικής ρευστότητας, ΔΓΡ, (Νιάρχος, 1997, σελ. 54):

$$\Delta ΓΡ = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad (3.1)$$

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, και επομένως η γνώση του είναι εξαιρετικά χρήσιμη για τους προμηθευτές κεφαλαίου κίνησης της εταιρίας.

Στον Πίνακα παρουσιάζουμε τους δείκτες γενικής ρευστότητας για την Creta Farm .

Πίνακας ι ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ					
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ/ Δείκτης Γενικής Ρευστότητας					
	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	23.754.293	20.929.916	29.239.921	28.806.831	32.999.927
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	9.370.580	12.203.116	22.042.040	23.991.229	38.152.109
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	2,53	1,72	1,33	1,20	0,86
Μέση Τιμή	1,53				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Εκ του ανωτέρω πίνακα παρατηρούμε ότι ο μέσος δείκτης γενικής ρευστότητας, κατά την περίοδο 2006-2008, ήταν – **1,53** για την Creta Farm και διαμορφώθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα άνω της μονάδας, γεγονός που φανερώνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας καλύπτονται από το κυκλοφορούν ενεργητικό τους.

Ο γενικός δείκτης ρευστότητας δεν μας διαφωτίζει πλήρως αναφορικά με τη δυνατότητα της εταιρίας να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της

καθώς χρειάζεται να ληφθεί υπ' όψιν και η διάρθρωση του. Για παράδειγμα, εάν δυο εταιρίες έχουν τον ίδιο δείκτη γενικής ρευστότητας, αλλά η μια να διαθέτει περισσότερα διαθέσιμα έναντι της άλλης, η οποία διατηρεί περισσότερα αποθέματα, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η πρώτη δύναται να εξυπηρετήσει γρηγορότερα και ευκολότερα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, καθότι τα διαθέσιμα χρησιμοποιούνται άμεσα ενώ τα αποθέματα πρέπει να μετατραπούν πρώτα σε ρευστά διαθέσιμα και κατόπιν να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να καλύψουν τις όποιες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Επειδή λοιπόν ενδέχεται η ανάγκη εξεύρεσης ρευστότητας να απαιτεί την εκποίηση των αποθεμάτων σε τιμές κάτω του κόστους κτήσεως, χρησιμοποιούμε στην αξιολόγηση της εταιρικής ρευστότητας και τον δείκτη **ειδικής ρευστότητας**, ΔΕΡ, ο οποίος ορίζεται ως εξής (Γεωργόπουλος, 2005, σελ.210):

$$\Delta \text{ΕΡ} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad (3.2)$$

Με βάση λοιπόν το νέο κριτήριο ρευστότητας, Η CRETA FARM έχει μέσο δείκτη ειδικής ρευστότητας **1,48**.

ΠΙΝΑΚΑΣ ii ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ/ ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΙΔΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ					
	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	23.754.293	20.929.916	29.239.921	28.806.831	32.999.927

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	9.370.580	12.203.116	22.042.040	23.991.229	38.152.109
Αποθέματα	704.403	933.354	835.146	875.426	1.438.755
Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας	2,46	1,64	1,29	1,16	0,83
Μέση Τιμή	1,48				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Η μείωση από 1,53 στο 1,48 στη ρευστότητα της Creta Farm καταδεικνύει ότι στα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού δεν έχουν βαρύνουσα σημασία τα αποθέματα.

3.2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Με τον όρο **αποδοτικότητα** εννοούμε τη δυνατότητα που διαθέτει μιας εταιρία να παράγει κέρδη. Ο υπολογισμός της **αποδοτικότητας** προκύπτει από τη σύγκριση των εταιρικών κερδών, σε σχέση με τα κεφάλαια, συνολικά ή ίδια, τα οποία έχουν επενδυθεί σε αυτή. Πιο συγκεκριμένα, για τη μέτρηση της αποδοτικότητας, χρησιμοποιούνται τρεις βασικοί αριθμοδείκτες: (1) το περιθώριο κέρδους, (2) το ποσοστό απόδοσης του ενεργητικού, και (3) η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Περιθώριο Κέρδους

Σύμφωνα με τους Ross et al. (1999, σελ. 34), το **καθαρό περιθώριο κέρδους**, ΚΠΚ, ορίζεται ως ο λόγος των *καθαρών αποτελεσμάτων χρήσης* (net income) προς τις πωλήσεις

$$\text{ΚΠΚ} = \frac{\text{Κερδη Χρήσης προς Διαθεση}}{\text{Πωλησεις}} \quad (3.4)$$

Το Ποσοστό Απόδοσης του Ενεργητικού

Το **ποσοστό απόδοσης του ενεργητικού** (return on assets, ROA), ή όπως αλλιώς λέγεται η **αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων**, μας βοηθά να διαπιστώσουμε κατά πόσον η εταιρία κάνει αποτελεσματική χρήση των περιουσιακών της στοιχείων. Ο τύπος δια του οποίου υπολογίζεται ο εν λόγω δείκτης είναι ο εξής (Ross et al, 1999, σελ.35):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Κερδη Χρήσης προς Διαθεση}}{\text{Μεσο Επιπεδο Ενεργητικου}} \quad (3.4)$$

Μια παραλλαγή του τύπου δια του οποίου καταγράφεται η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της εταιρίας περιλαμβάνει στον αριθμητή της (3.4) τα κέρδη προ φόρων και τόκων αντί των κερδών χρήσης προς διάθεση. Το ποσοστό απόδοσης του ενεργητικού αποτελεί ίσως το βασικότερο κριτήριο για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας μιας εταιρίας καθώς κρίνεται η ελκυστικότητα της εταιρίας στο σύνολο της. Επίσης το εν λόγω ποσοστό συνδέεται με το καθαρό περιθώριο κέρδους που υπολογίσαμε προηγουμένως δια της ακόλουθης σχέσης:

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \frac{\text{Κερδη Χρησης προς Διαθεση}}{\text{Πωλησεις}} \frac{\text{Πωλησεις}}{\text{Μεσο Επιπεδο Ενεργητικου}} = \text{(3.5)} \\ &= \text{Καθαρο Περιθωριο Κερδους} \times \text{Asset Turnover} \end{aligned}$$

Ο παραπάνω τύπος μας πληροφορεί ότι μια εταιρία δύναται να αυξήσει το ποσοστό απόδοσης του ενεργητικού της είτε πετυχαίνοντας μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους είτε αυξάνοντας τον τζίρο του ενεργητικού της.

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης της **αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων** (return on equity, ROE) μετράει την απόδοση που επιτυγχάνουν οι κάτοχοι των κοινών μετοχών ανά μέση μονάδα χρηματικής επένδυσης, και υπολογίζεται από το λόγο των *καθαρών κερδών χρήσης* (net income) προς μέσο ύψος των ιδίων κεφαλαίων (Ross et all, 1999, σελ. 35):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Κερδη Χρησης προς Διαθεση}}{\text{Μεσο Επιπεδο Ιδιων Κεφαλαιων}} \text{(3.6)}$$

όπου

$$\text{Μεσο Επιπεδο Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Ιδια Κεφάλαια}_t - \text{Ιδια Κεφάλαια}_{t-1}}{2}$$

Τα **ίδια κεφάλαια** αντιπροσωπεύουν τα ποσά που έχουν εισφέρει οι μέτοχοι στην εταιρία και έχουν τη μορφή είτε της αγοράς μετοχών (μετοχικό κεφάλαιο) είτε μη διανεμηθέντων συσσωρευμένων κερδών (αποθεματικά, κέρδη εις νέο). Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι τα ίδια κεφάλαια δεν έχουν καθορισμένο χρόνο επιστροφής ούτε εξασφαλισμένη απόδοση (σε αντίθεση με τα ξένα κεφάλαια, το οποία πρέπει να επιστραφούν σε ορισμένο χρόνο, με τόκο, στους δανειστές της εταιρίας).

Στον Πίνακα που ακολουθεί παραθέτουμε του υπολογισμούς μας αναφορικά με τους δείκτες αποδοτικότητας.

Πίνακας iii ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ					
	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Καθαρά Κέρδη Χρήσης	1.906.791	1.252.502	2.061.622	4.797.711	3.607.880
Πωλήσεις	28.800.808	34.045.412	40.987.674	44.785.468	48.608.352
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0,0662	0,0368	0,0503	0,1071	0,0742

Μέση Τιμή	0,0669				
Ενεργητικό	44.986.440	43.495.715	57.344.845	63.915.448	69.217.038
Μέσο Επίπεδο Ενεργητικού		44.241.078	50.420.280	60.630.147	66.566.243
Αποδοτικότητα Ενεργητικού		0,0283	0,0409	0,0791	0,0542
Μέση Τιμή	0,0506				
Ίδια Κεφάλαια	35.470.003	31.056.669	34.997.268	39.353.147	30.565.797
Μέσο Ιδίων Κεφαλαίων		33.263.336	33.026.968	37.175.207	34.959.472
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων		0,0377	0,0624	0,1291	0,1032
Μέση Τιμή	0,0831				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα, έχουμε να κάνουμε τις εξής επισημάνσεις:

- Ως προς καθαρό περιθώριο κέρδους, η Creta Farm έχει δείκτη αποδοτικότητας 6.69%.
- Η αποδοτικότητα του ενεργητικού, για την Creta Farm είναι 5,06%

- Η μέση αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων για την Creta Farm , είναι 8,31%.

3.3.ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Ως γνωστόν, μια εταιρία χρηματοδοτείται από τα κεφάλαια που τοποθετούνται σε αυτήν, τα οποία διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: (1) στα ίδια κεφάλαια και (2) στα ξένα κεφάλαια. Οι δείκτες χρηματοοικονομικής εξάρτησης μας δείχνουν τον βαθμό στον οποίον μία εταιρία βασίζεται στα ξένα κεφάλαια ως πηγή χρηματοδότησης για την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων. Είναι χρήσιμο να γνωρίζουμε το μέγεθος της χρηματοοικονομικής εξάρτησης, δηλαδή τη συμβολή των δανειακών κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας, καθότι αυτά:

- αυξάνουν την πιθανότητα αθέτησης των οικονομικών υποχρεώσεων που απορρέουν από προηγούμενες δανειοληπτική δραστηριότητα, συνεπώς τίθεται σε κίνδυνο η βιωσιμότητα της εταιρίας.
- μειώνουν τη φορολογική επιβάρυνση διότι τα χρηματοοικονομικά έξοδα- οι πληρωμές για τόκους δηλαδή- αφαιρούνται από το φορολογητέο εισόδημα της εταιρίας.
- αποτελούν εύκολη πηγή χρηματοδότησης για τη διενέργεια επενδύσεων, σε αντίθεση με τη χρηματοδότηση εξ' ιδίων κεφαλαίων στην οποία οι μέτοχοι θα πρέπει να συνεισφέρουν σε μετρητά

Έχοντας τα παραπάνω κατά νου, θα υπολογίσουμε δυο βασικούς δείκτες χρηματοοικονομικής εξάρτησης, οι οποίοι είναι οι εξής: (1) οι δείκτες χρέους, και (2) ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών

Δείκτες Χρέους

Οι **δείκτες χρέους** μας αποκαλύπτουν το ύψος του χρέους στο οποίο έχει εκτεθεί μία εταιρία. Υπάρχουν δυο βασικοί τρόποι δια των οποίων είναι δυνατόν να εκφράσουμε την εταιρική εξάρτηση από τα ξένα κεφάλαια, οι οποίοι σχετίζονται με τον υπολογισμό των παρακάτω δεικτών:

- Ο δείκτης *χρέους* (=σύνολο ξένων κεφαλαίων) προς το *συνολικό ενεργητικό* της εταιρίας (Ross et all, 1999, σελ. 33)
- Ο δείκτης *χρέους* ως προς τα *ίδια κεφάλαια* (Debt-to-Equity Ratio)

Ο **μεν δείκτης χρέους προς ενεργητικό** καταγράφει τη συμβολή των ξένων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας. Το αντίστροφο δε του παραπάνω δείκτη, δηλαδή ο λόγος *παγίου ενεργητικού* προς δανειακά κεφάλαια αντανακλά τον βαθμό κάλυψης των δανείων από πάγια περιουσιακά στοιχεία και όσο πιο υψηλός είναι, τόσο μειώνεται ο κίνδυνος της εταιρίας. Ο δε δείκτης **δανειακά κεφάλαια προς ίδια κεφάλαια** αποτελεί τον δείκτη μακροχρόνιας ρευστότητας της εταιρίας και καταδεικνύει το μέγεθος του κινδύνου στον οποίον αυτή εκτίθεται.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται ο δείκτης χρέους και ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια της εταιρίας.

Πίνακας iv ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ/ Δείκτες Χρέους					
	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Ξένα Κεφάλαια	9.516.437	12.439.046	22.347.578	24.562.301	38.651.241

Ενεργητικό	44.986.440	43.495.715	57.344.845	63.915.448	69.217.038
Δείκτης Χρέους	0,2115	0,2860	0,3897	0,3843	0,5584
Μέση Τιμή	0,3660				
Ίδια Κεφάλαια	35.470.003	31.056.669	34.997.268	39.353.147	30.565.797
Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	0,2683	0,4005	0,6386	0,6242	1,2645
Μέση Τιμή	0,6392				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Βλέπουμε λοιπόν ότι ο δείκτης χρέους για την Creta Farm είναι 36,60%. Βεβαίως, δεν θα πρέπει να διαφεύγει την προσοχή μας ότι το χαμηλό (υψηλό) επίπεδο του χρέους (ιδίων κεφαλαίων) δεν αποτελεί πάντοτε την ενδεδειγμένη λύση για την εταιρική κεφαλαιακή διάρθρωση, διότι όπως γνωρίζουμε το κόστος δανεισμού είναι φθηνότερο του κόστους ιδίων κεφαλαίων κατά συνέπεια το μεγαλύτερο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων οδηγεί σε υψηλότερο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, και κατ' επέκταση σε χαμηλότερη παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών ενός συγκεκριμένου επενδυτικού προγράμματος.

Δείκτης Κάλυψης των Τόκων

Επειδή σημασία για τους υποψήφιους πιστωτές δεν έχει τόσο το ύψος του δανεισμού της εταιρίας, όσο η δυνατότητα εξυπηρέτησης των συμβατικών υποχρεώσεων της που απορρέουν από το επίπεδο της εταιρικής δανειοδότησης,

κρίνεται σκόπιμο να εξεταστεί η δυνατότητα που έχει μια εταιρία να ανταποκρίνεται εμπρόθεσμα στις καταβολές τόκων. Προς αυτό το σκοπό εισάγουμε προς μελέτη και ανάλυση τον δείκτη κάλυψης των τόκων.

Συγκεκριμένα, ο **δείκτης κάλυψης των τόκων** (interest coverage ratio) μας δείχνει πόσες φορές καλύπτονται οι, συνεπεία σύναψης εταιρικού δανεισμού, χρεωστικοί τόκοι μίας επιχείρησης από τα (προ φόρων και τόκων) κέρδη της. Για τον υπολογισμό του εν λόγω δείκτη διαιρούμε τα προ φόρων και τόκων κέρδη (δηλαδή το **μερικό αποτέλεσμα**) με τους χρεωστικούς τόκους.

Γενικά, ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μας παρέχει σημαντική πληροφόρηση αναφορικά με την υφιστάμενη σχέση μεταξύ της δανειακής κατάστασης της εταιρείας, από τη μία, και της δυναμικότητας της κερδοφορίας, από την άλλη. Δηλαδή, ο εν λόγω δείκτης μας πληροφορεί για τη δυνατότητα της εταιρείας να εξοφλεί τους τόκους των δανειακών κεφαλαίων με τα κέρδη της, γεγονός που αποτελεί σημαντικότερο παράγοντα για την αποφυγή του ενδεχομένου πτώχευσης.

Όπως φαίνεται από τον παρακάτω Πίνακα ο μέσος δείκτης κάλυψης τόκων, κατά την περίοδο 2006-2008, ήταν – 8,17 για την Creta Farm .

Πίνακας ν ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ/ Δείκτης Κάλυψης Τόκων

	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	2.086.170	1.698.410	3.261.347	5.161.933	4.569.052
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	272.700	103.567	568.715	1.653.302	575.631
Δείκτης	7,65	16,40	5,73	3,12	7,94
Μέση Τιμή	8,17				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

3.4.ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

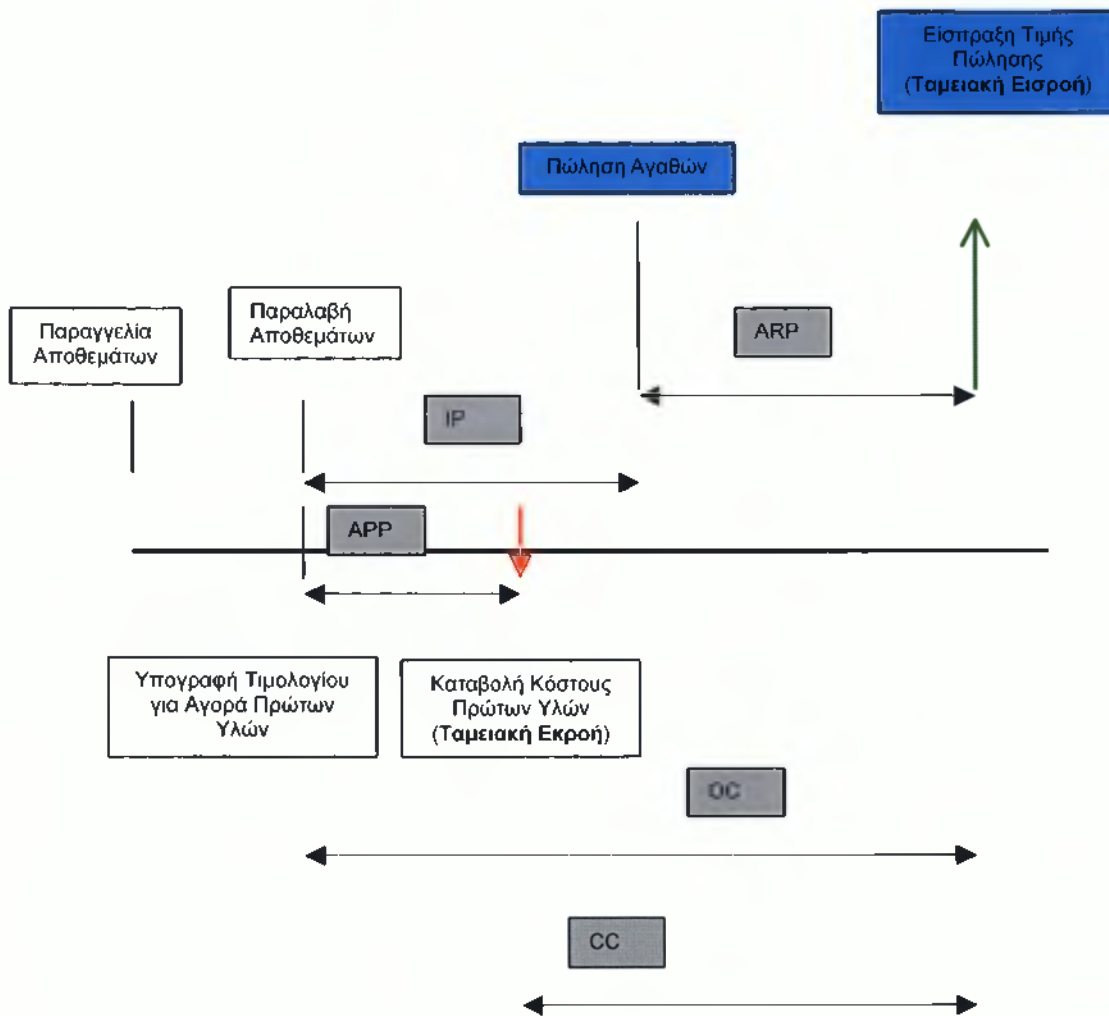
Οι δείκτες δραστηριότητας αποτυπώνουν την αποτελεσματικότητα με την οποία η εταιρία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία, και σχετίζονται άμεσα τον βραχυπρόθεσμο χρηματοοικονομικό σχεδιασμό της εταιρίας.

Πιο συγκεκριμένα, ο **βραχυπρόθεσμος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός** (short-term financial planning) ασχολείται με τις λαμβανόμενες αποφάσεις αναφορικά με τη διαχείριση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Brealy & Myers, 2000, σελ. 873), δηλαδή με περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις βραχείας διάρκειας. Εκ των στοιχείων του

κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προκύπτουν οι ταμειακές εκροές και εισροές και, αναλόγως του μεγέθους αυτών, αναφύεται το ταμειακό έλλειμμα ή πλεόνασμα. Με άλλα λόγια, ο βραχυπρόθεσμος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός συνίσταται είτε στην εκπόνηση σχεδίων δανεισμού βραχείας διάρκειας (π.χ. σύναψη ενός τραπεζικού δανείου διάρκειας 60 ημερών) είτε στη μελέτη βραχυπρόθεσμων επενδυτικών τοποθετήσεων (π.χ. αγορά, με έκπτωση από την ονομαστική τους αξία, βραχυπρόθεσμων δανειακών τίτλων του δημοσίου).

Δια της εξέτασης των **δεικτών δραστηριότητας** είμαστε σε θέση να προσδιορίσουμε τη διάρκεια του απαιτούμενου βραχυπρόθεσμου δανεισμού, για την κατανόηση της οποίας αρχικά παρουσιάζουμε το παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα ι Ο ΧΡΟΝΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ



Πηγή: Ross et al, 1999, σελ. 696

Εκ της μελέτη του παραπάνω διαγράμματος έχουμε να κάνουμε δυο επισημάνσεις. Πρώτον, ο **κύκλος παραγωγής** (operating cycle, OC) της εταιρίας αναφέρεται στην χρονική περίοδο που μεσολαβεί από την παραλαβή των αποθεμάτων (πρώτων υλών) μέχρι την είσπραξη του τιμήματος της πώλησης των τελικών αγαθών. Δεύτερον, ο **ταμειακός κύκλος** (cash cycle, CC) ξεκινάει με την ταμειακή εκροή λόγω της προγενεστεράς αγοράς των πρώτων υλών και περατώνεται με την ταμειακή εισροή άμα τη είσπραξη των εισπρακτέων λογαριασμών που δημιουργεί η πώληση του αγαθού. Με άλλα, λόγια ο ταμειακός κύκλος της εταιρίας μας ενημερώνει για τη διάρκεια του απαιτούμενου βραχυπρόθεσμου δανεισμού της εταιρίας.

Κύκλος Παραγωγής

Εκ του ανωτέρω διαγράμματος μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι ο κύκλος παραγωγής ισούται με το άθροισμα της *περιόδου των αποθεμάτων* (IP) και της *περιόδου των εισπρακτέων λογαριασμών* (ARP)

$$OC=IP + ARP \text{ (3.7)}$$

Πρέπει λοιπόν να δούμε πως υπολογίζονται η περίοδος των αποθεμάτων και η περίοδος των εισπρακτέων λογαριασμών. Η **περίοδος των αποθεμάτων** (inventory period), IP, αναφέρεται στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της παραλαβής των πρώτων υλών (αποθεμάτων) και της πώλησης των αγαθών. Για να βρούμε την περίοδο των αποθεμάτων, αρχικά υπολογίζουμε την **κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων** (inventory turnover), η οποία υπολογίζεται ως ο λόγος του κόστους των πωληθέντων (costs of goods sold) προς το μέσο επίπεδο των

αποθεμάτων (Ross et al., 1999, σελ.697)

$$\text{Inventory Turnover} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μεσο Επιπεδο Αποθεματων}} \quad (3.8)$$

Εν συνεχεία για να βρούμε την περίοδο των αποθεμάτων διαιρούμε τις 365 ημέρες του χρόνου με την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων (Ross, et al., 1999, σελ. 697).

$$\text{Inventory Period} = \frac{365}{\text{Inventory Turnover}} \quad (3.9)$$

Η περίοδος των αποθεμάτων της εταιρίας υπολογίζεται στον παρακάτω Πίνακα.

Πίνακας vi ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ/ Περίοδος των Αποθεμάτων					
	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Κόστος Πωληθέντων	17.867.041	20.027.573	23.719.423	24.641.754	25.920.695
Μέση Τιμή (Κόστους Πωληθέντων)	22.435.297				

Αποθέματα	704.403	933.354	835.146	875.426	1.438.755
Μέσο Επίπεδο Αποθεμάτων		818.878	884.250	855.286	1.157.091
Μέση Τιμή	928.876				
Inventory Turnover Ratio	24,15				
Inventory Period	15,11				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Κοιτάζοντας τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η Creta Farm κρατά 15,11 ημέρες τα αποθέματα της. Τα αποθέματα αποτελούν μικρότερο μέρος των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Επομένως, ο τζίρος των αποθεμάτων της Creta Farm είναι υψηλός και συνακόλουθα η περίοδος των αποθεμάτων χαμηλή.

Το δεύτερο κομμάτι του κύκλου παραγωγής αποτελεί η **περίοδος των εισπρακτέων λογαριασμών** (accounts receivable period), ARP, η οποία αναφέρεται στον χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της αρχικής διενέργειας της πώλησης και της τελικής είσπραξης των οφειλομένων ποσών από τους **χρεώστες**. Με άλλα λόγια η εν λόγω περίοδος μας πληροφορεί για την πίστωση που δίνει η επιχείρηση στους πελάτες της. Για την εύρεση της περιόδου των εισπρακτέων λογαριασμών, αρχικά υπολογίζουμε τον **τζίρο των εισπρακτέων λογαριασμών** (accounts receivable turnover), ο οποίος προκύπτει από τον λόγο των καθαρών

πωλήσεων (net sales) προς το μέσο επίπεδο των εισπρακτέων λογαριασμών – απαιτήσεων- (Ross, et al., 1999, σελ. 32)

$$\text{Accounts Receivable Turnover} = \frac{\text{Πωλησεις}}{\text{Μεσο Έπιπεδο Απαιτησεων}} \quad (3.10)$$

Εν συνεχεία για να βρούμε την περίοδο των εισπρακτέων λογαριασμών διαιρούμε τις 365 ημέρες του χρόνου με τον τζίρο των εισπρακτέων λογαριασμών (Ross, et al., 1999, σελ. 32)

$$\text{Accounts Receivable Period} = \frac{365}{\text{Accounts Receivable Turnover}} \quad (3.11)$$

Αν μια εταιρία ακολουθεί ελαστική πιστωτική πολιτική τότε οι εισπρακτέοι λογαριασμοί θα είναι υψηλοί με αποτέλεσμα με αποτέλεσμα ο τζίρος των εισπρακτέων λογαριασμών να είναι μικρός και ως εκ τούτου η περίοδος των εισπρακτέων λογαριασμών μεγάλη.

Δια της βοήθειας του παρακάτω πίνακα υπολογίσαμε την περίοδο των αποθεμάτων της Creta Farm περίπου, στις 202 ημέρες.

Πίνακας vii ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ GRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ/ Περίοδος των Αποθεμάτων

	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Πωλήσεις	28.800.808	34.045.412	40.987.674	44.785.468	48.608.352
Μέσο Ύψος Πωλήσεων	39.445.543				
Εισπρακτέοι Λογαριασμοί	16.190.252	17.820.960	23.723.973	24.255.288	27.547.375
Μέσο Επίπεδο Εισπρακτέων Λογαριασμών		17.005.606	20.772.466	23.989.630	25.901.331
Μέση Τιμή	21.917.258				
Receivable Turnover Ratio	1,80				
Accounts Receivable Period	202,81				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Επομένως, ο **κύκλος παραγωγής** της Creta Farm , κατά την περίοδο 2004-2008, διαμορφώθηκε στις **217,92** (=15,11 + 202,81) ημέρες.

Ο Ταμειακός Κύκλος

Έχοντας υπολογίσει τον κύκλο παραγωγής, κατόπιν μπορούμε να βρούμε τον ταμειακό κύκλο της εταιρίας. Από το διάγραμμα 1 βλέπουμε ότι ο ταμειακός κύκλος ισούται με την διαφορά μεταξύ του κύκλου παραγωγής και της *περιόδου των πληρωτέων λογαριασμών (APP)*

$$CC=OC - APP \text{ (3.12)}$$

Η **περίοδος των πληρωτέων λογαριασμών** (accounts payable period), APP , αναφέρεται στον χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της παραλαβής των πρώτων υλών και καταβολής του κόστους αγοράς τους. Πρόκειται ουσιαστικά για την πίστωση που λαμβάνει η εταιρία από τους προμηθευτές της. Για την εύρεση της εν λόγω περιόδου εργαζόμαστε όπως και στην περίπτωση της περιόδου των εισπρακτέων λογαριασμών. Δηλαδή, αρχικά υπολογίζουμε τον **τζίρο των πληρωτέων λογαριασμών** (accounts payable turnover), ο οποίος προκύπτει από τον λόγο του κόστους των πωλήσεων (cost of goods sold) προς το μέσο επίπεδο των πληρωτέων λογαριασμών⁴ (accounts payable) (Ross, et al., 1999, σελ. 697):

$$\text{Accounts Payable Turnover} = \frac{\text{Κοστος Πωλησεων}}{\text{Μεσο Επιπεδο Πληρωτεων Λογαριασμων}} \text{ (3.13)}$$

⁴ Οι πληρωτέοι λογαριασμοί αντιστοιχούν στο στοιχείο του παθητικού υπό τον τίτλο «προμηθευτές».

Εν συνεχεία για να βρούμε την περίοδο των πληρωτέων λογαριασμών διαιρούμε τις 365 ημέρες του χρόνου με τον τζίρο των πληρωτέων λογαριασμών (Ross, et al., 1999, σελ. 697)

$$\text{Accounts Payable Period} = \frac{365}{\text{Accounts Payable Turnover}} \quad (3.14)$$

Στον παρακάτω Πίνακα διενεργήσαμε τους σχετικούς με την εύρεση της περιόδου των εισπρακτέων λογαριασμών υπολογισμούς, και βρήκαμε ότι η εν λόγω περίοδος για Την CRETA FARM κατά το διάστημα 2004-2008, κυμάνθηκε γύρω στις 38 ημέρες.

**Πίνακας viii ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ
ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ/ Περίοδος των Πληρωτέων Λογαριασμών**

	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Κόστος Πωληθέντων	17.867.041	20.027.573	23.719.423	24.641.754	25.920.695
Μέση Τιμή (Κόστους Πωληθέντων)	22.435.297				
Πληρωτέοι Λογαριασμοί (Προμηθευτές)	2.200.074	2.390.114	2.999.452	1.622.800	2.381.681
Μέσο Επίπεδο Πληρωτέων Λογαριασμών		2.295.094	2.694.783	2.311.126	2.002.240
Μέση Τιμή	2.325.811				
Accounts Payable Turnover	9,65				

Accounts					
Payable	37,84				
Period					

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Άρα, ο ταμειακός κύκλος της Creta Farm , κατά την περίοδο 2006-2008, διαμορφώθηκε στις **180,08** (=217,92 - 37,84) ημέρες. Αυτό σημαίνει ότι από την ημέρα καταβολή του τιμήματος αγοράς των πρώτων υλών μέχρι την ημέρα είσπραξης του τιμήματος της πώλησης μεσολαβούν, περίπου 180 ημέρες για την Creta Farm .

3.5.ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Οι αριθμοδείκτες επενδύσεως ενδιαφέρουν τους επενδυτές που επιθυμούν να αποκτήσουν ή να πουλήσουν μετοχικούς τίτλους και επομένως υπάρχει πρόδηλη η ανάγκη αξιολόγησης των εν λόγω τίτλων. Οι εν λόγω αριθμοδείκτες που θα εξετάσουμε αναφορικά με τις δυο εταιρίες είναι οι εξής:

- Κέρδη ανά μετοχή
- Αριθμοδείκτες σχετιζόμενοι με τη μερισματική πολιτική της εταιρίας

Κέρδη Ανά Μετοχή

Τα κέρδη ανά μετοχή θεωρούνται ως οι απολαβές των μετόχων. Ως γνωστόν, η χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage) επηρεάζει αυτές τις απολαβές (καθώς αυξάνει μεν τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή παράλληλα δε μεγαλώνει και τη διακύμανση τους) και συνακόλουθα διαμορφώνει τον κίνδυνο της μετοχής που διακρατούν οι μέτοχοι.

Στον επόμενο Πίνακα παρουσιάζουμε την πορεία των κερδών ανά μετοχή της εταιρίας, τη μέση τιμή τους, το ετήσιο ποσοστό μεταβολής κατά την περίοδο 2004-2008, και το μέσο ποσοστό μεταβολής.

Πίνακας ix ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ / Δείκτης Κερδών ανά Μετοχή

	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Καθαρά Κέρδη Διάθεσης	1.906.791	1.252.502	2.061.622	4.797.711	3.607.880
Αριθμός Μετοχών	9.000.000	9.000.000	9.000.000	18.000.000	18.000.000
Κέρδη Ανά Μετοχή	0,2119	0,1392	0,2291	0,2665	0,2004
Μέση Τιμή	0,2094				
Μεταβολή Κερδών Ανά Μετοχή		-34,31%	64,60%	16,36%	-24,80%
Μέση Μεταβολή	5,46%				

Πηγή: Ετήσια δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως.

Στον παραπάνω πίνακα δεν θα πρέπει να σταθούμε τόσο στο μέσο επίπεδο

των κερδών ανά μετοχή όσο στο ετήσιο και μέσο ποσοστό μεταβολής τους. Από αυτή την άποψη διαπιστώνουμε ότι, κατά την περίοδο 2004-2008, η Creta Farm κατέγραψε μέση ετήσια αύξηση των κερδών ανά μετοχή της τάξεως του 5,46%.

Δείκτες Μερισματικής Πολιτικής

Επειδή δε διανέμονται όλα τα κέρδη προς τους μετόχους και αυτό που έχει σημασία είναι τι εισρέει στα χαρτοφυλάκια των μετοχών, θα πρέπει να εξεταστεί (πέραν των κερδών ανά μετοχή) και η μερισματική πολιτική της εταιρίας. Η **μερισματική πολιτική** μιας εταιρίας εν πολλοίς είναι δυνατόν να ιδωθεί ως ένα είδος πρόγνωσης για την πορεία της εταιρικής κερδοφορίας. Γενικώς ειπείν, η ανάλυση της *μερισματικής πολιτικής* μιας εταιρίας συνίσταται στην εξέταση τριών παραγόντων: (α) του *μερίσματος ανά μετοχή*, β) του *ποσοστού αποπληρωμής μερίσματος* και γ) της *μερισματικής απόδοσης*

Η εξέταση της διαχρονικής εξέλιξης του **μερίσματος ανά μετοχή**, σε συνδυασμό βέβαια με παράλληλη εξέταση της πορείας της τιμής της μετοχής, είναι ο πρώτος τρόπος προκειμένου να διαπιστώσουμε αν οι μέτοχοι της εταιρίας βγήκαν κερδισμένοι, σε απόλυτους αριθμούς, από τη διακράτηση της μετοχής για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Από τον Πίνακα έχει σημασία να παρατηρήσουμε ότι η εταιρία, κατά το διάστημα 2004-2008, κατόρθωσε να επιτύχει ένα υψηλότατο μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης του μερίσματος ανά μετοχής της τάξεως του 32,40% .

**Πίνακας x ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ / Δείκτης Μερισματος ανά Μετοχή**

	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Μέρισμα Χρήσης	1.320.616	844.425	491.400	3.240.000	2.520.000
Αριθμός Μετοχών	9.000.000	9.000.000	9.000.000	18.000.000	18.000.000
Μέρισμα Ανά Μετοχή	0,1467	0,0938	0,0546	0,1800	0,1400
Μέση Τιμή	0,1230				
Μεταβολή Μερισμάτων Ανά Μετοχή		-36,06%	-41,81%	229,67%	-22,22%
Μέση Μεταβολή	32,40%				

Το ποσοστό αποπληρωμής μερίσματος είναι ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή προς τα κέρδη ανά μετοχή. Η διαχρονική μελέτη της πορείας αυτού του ποσοστού, από τη μία, μας παρέχει σημαντικότερες πληροφορίες, από μία παρόμοια εξέταση του μερίσματος ανά μετοχή, σχετικώς με τη μερισματική πολιτική που ακολούθησε η εταιρία κατά το αντίστοιχο χρονικό διάστημα, και από την άλλη, μας επιτρέπει να διακρίνουμε τις επικείμενες μεταβολές στο επίπεδο των εταιρικών κερδών.

Αναμφισβήτητα, η σπουδή του μερίσματος ανά μετοχή δεν είναι δυνατόν να οδηγήσει σε ασφαλή συμπεράσματα όσον αφορά τη μερισματική πολιτική της Εταιρίας, καθότι αποτελεί σύνηθες φαινόμενο οι εταιρίες να θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους αναφορικά με το επίπεδο του ποσοστού αποπληρωμής μερίσματος και όχι με το απόλυτο ποσό του υπό καταβολή μερίσματος.

Επιπροσθέτως, η αύξηση στη καταβολή του μερίσματος δεν ακολουθεί απαραίτητα τις μεταβολές στα κέρδη, παρατηρείται δηλαδή μία *υστέρηση* στις αλλαγές του επιπέδου του μερίσματος σε σχέση με τις αλλαγές του επιπέδου των κερδών, για δυο βασικούς λόγους. Πρώτον, το προς διάθεση μέρισμα είναι πιθανόν να αυξηθεί μετά από μία μόνιμη, παρά από μια προσωρινή, κυρίως λόγω συγκυριακών παραγόντων, αύξηση της εταιρικής κερδοφορίας. Δεύτερον, μια εταιρία ενδεχομένως να μεταθέσει για το άμεσο μέλλον τη καταβολή αυξημένου μερίσματος με σκοπό να εκμεταλλευτεί κάποιες τρέχουσες επενδυτικές ευκαιρίες.

Τέλος, η **μερισματική απόδοση**, οριζόμενη ως ο λόγος του (συνολικού) ετησίου μερίσματος ανά μετοχή προς τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις αρχές του έτους, μαζί με τα τυχόν κεφαλαιακά κέρδη επηρεάζουν τον πλούτο των μετόχων.

Η μερισματική πολιτική της Creta Farm εξετάζεται στον παρακάτω Πίνακα.

Πίνακας χί ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ CRETA FARM ΒΑΣΕΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ / Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης					
	ΕΤΗ				
	2004	2005	2006	2007	2008
Μέρισμα Ανά Μετοχή	0,1467	0,0938	0,0546	0,1800	0,1400
Μέση Χρηματιστηριακή Τιμή		2,28	2,59	2,95	2,47
Μερισματική Απόδοση		0,0412	0,0211	0,0610	0,0567
Μέση Τιμή	0,0450				

Πηγή: Ετήσια Δελτία και υπολογισμοί της συγγραφέως

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η μέση, ετήσια, μερισματική πολιτική της Creta Farm , κατά το διάστημα 2005-2008, διαμορφώθηκε στο 4,50%. Σημασία έχει ωστόσο να υπολογίσουμε και τη μέση απόδοση από τα κεφαλαιακά κέρδη εκάστης μετοχής. Με τη βοήθεια λοιπόν του παραπάνω πίνακα βρίσκουμε ότι εφόσον η μέση κεφαλαιακή απόδοση από τη διακράτηση της μετοχής της Creta Farm , κατά την περίοδο 2005-2008, ήταν της τάξεως του 3,74%, η μέση συνολική απόδοση κατά το αντίστοιχο διάστημα ήταν 8,24%.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση

1. Brealey R, A. and Myers, S, C. (2000) Principles of Corporate Finance (6th ed.). Irwin Mc Graw-Hill.
2. Damodaran, A., (1996) Investment Valuation (university edition). John Wiley & Sons, Inc
3. Kolb, R. (1996) Investments. Blacwell Publishers.
4. Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (1999) Corporate Finance (5th ed.). Irwin/McGraw-Hill

Ελληνόγλωσση

5. Γεωργόπουλος, Χ. (2005) Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων. Ελληνική Ακαδημία Διοίκησης Επιχειρήσεων
6. Δασκάλου Γ.Χ., 1999, Χρηματοδότηση επιχειρήσεων, εκδ. Κλειδάριθμος
7. Εφημερίδα Καθημερινή, ανακτημένο από: http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_248471_10/03/2002_18410
8. Κάντζος Κ., 2005, Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, εκδ. Interbooks
9. Νιάρχος, Ν. (1997), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων (5^η έκδοση). Εκδόσεις Α. Σταμούλης
10. Όμιλος Εταιριών Creta Farm, ανακτημένο από: www.katselis.gr
11. Παπούλιας Γ., 1993, Χρηματοοικονομική διοίκηση, εκδ. Παπούλια
12. Τσαλαγκάνος Α., 1997, Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων, εκδ. Κυριακίδη.