

Τ.Ε.Ι ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων:  
Θεωρητική προσέγγιση και εκπόνηση  
μελέτης περίπτωσης σε κλάδο  
μεταποίησης της επιλογής σας στην  
Ελλάδα.**

**ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΣΠΟΥΔΑΣΤΗ : ΚΑΡΡΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΑΛΕΞ**

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΠΑΡΙΣ ΖΑΧΟΥΡΗΣ**

**ΠΑΤΡΑ 2018**



## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η ερμηνεία και αξιολόγηση των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων μίας επιχείρησης, συμβάλει σε μεγάλο βαθμό στη λήψη των αποφάσεων που καλούνται να πάρουν οι διοικούντες, οι επενδυτές και οι λοιποί ενδιαφερόμενοι. Σκοπός της εργασίας είναι η ανάλυση και σύγκριση των οικονομικών καταστάσεων δύο ελληνικών εταιρειών του κλάδου μεταποίησης. Στο πρώτο μέρος της εργασίας, θα γίνει αναφορά στις βασικές λογιστικές έννοιες που συναντώνται στην ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και θα παρουσιασθεί το θεωρητικό υπόβαθρο της μεθοδολογίας που θα ακολουθηθεί. Στο δεύτερο μέρος, θα πραγματοποιηθεί η εκπόνηση της μελέτης, αναλύοντας και συγκρίνοντας τα οικονομικά στοιχεία των δύο εταιρειών με τη χρήση αριθμοδεικτών.

## Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	6
1.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση και λήψη αποφάσεων .....	6
1.2 Θεματολογία και διάρθρωση της εργασίας.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	8
2.1 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Εταιρειών .....	8
2.1.1 Ισολογισμός.....	8
2.1.2 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης .....	10
2.1.3 Κατάσταση Ταμειακών Ροών .....	11
2.1.4 Άλλες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις.....	12
2.2 Σκοπός και Έννοια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης .....	12
2.3 Είδη χρηματοοικονομικής ανάλυσης .....	13
2.3.1 Ανάλογα με τα στάδια της ανάλυσης.....	13
2.3.2 Ανάλογα με τη θέση του αναλυτή .....	13
2.4 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων .....	14
2.4.1 Διαστρωματική ή Κάθετη Ανάλυση.....	14
2.4.2 Συγκριτική ή Διαχρονική ή Οριζόντια Ανάλυση.....	15
2.4.3 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών.....	16
2.4.4 Εξειδικευμένες μέθοδοι.....	17
2.5 Αριθμοδείκτες .....	17
2.5.1 Γενικά .....	17
2.5.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidityratios).....	18
2.5.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (Activityratios).....	19
2.5.4 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (Profitabilityratios).....	20
2.5.5 Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας (Financialstructureandviabilityratios).....	21
2.5.6 Αριθμοδείκτες επενδύσεων (Investment ratios).....	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ .....	24
3.1 Δυσκολίες στη διαστρωματική ανάλυση.....	24
3.2 Δυσκολίες στην εφαρμογή χρονολογικών σειρών .....	26
3.3 Δυσκολίες στην χρήση αριθμοδεικτών .....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.....	30
4.1 Γενικά στοιχεία για την επιχείρηση.....	30
4.2 Οικονομικά στοιχεία.....	31

4.3 Ανάλυση της οικονομικής καταστάσεως με χρήση αριθμοδεικτών.....	34
4.4 Ανάλυση των αποτελεσμάτων.....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.....	39
5.1 Γενικά στοιχεία για την επιχείρηση.....	39
5.2 Οικονομικά στοιχεία.....	40
5.3 Ανάλυση της οικονομικής καταστάσεως με χρήση αριθμοδεικτών.....	43
5.4 Ανάλυση των αποτελεσμάτων.....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	53
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	54

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση και λήψη αποφάσεων

Ο ρόλος της Λογιστικής, από τεχνικής απόψεως, τελειώνει με την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών ή λογιστικών καταστάσεων. Από το σημείο όμως αυτό και μετά αρχίζει ένας άλλος πιο σπουδαίος ρόλος, ο οποίος αναφέρεται στη διερεύνηση, ερμηνεία και αξιολόγηση των στοιχείων των λογιστικών αυτών καταστάσεων.

Η πλέον σημαντική πηγή πληροφοριών για τη δραστηριότητα μίας επιχείρησης είναι οι βασικές λογιστικές καταστάσεις, οι οποίες ως γνωστόν είναι ο ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Εκεί, εμφανίζονται τα περιουσιακά στοιχεία, οι πηγές προελεύσεως των κεφαλαίων της, καθώς και τα οικονομικά αποτελέσματα από τις δραστηριότητες της. Ωστόσο, οι εν λόγω λογιστικές καταστάσεις παρουσιάζουν ορισμένα μειονεκτήματα, τα οποία δυσχεραίνουν αρκετά το έργο του αναλυτή. Τα πιο σημαντικά από αυτά είναι:

- Τα στοιχεία που περιλαμβάνονται είναι πολύ συνοπτικά και ανομοιόμορφα καταταγμένα, δεδομένου ότι για την κατάρτισή τους δεν υπάρχει ένας ενιαίος τύπος υποχρεωτικός για όλες τις επιχειρήσεις.
- 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.

Για την αντιμετώπιση των παραπάνω μειονεκτημάτων χρησιμοποιείται η χρηματοοικονομική ανάλυση, η οποία ασχολείται με τον υπολογισμό των κατάλληλων μεγεθών και σχέσεων που είναι σημαντικές και χρήσιμες για τη λήψη οικονομικής φύσεως αποφάσεων. Έτσι, μπορεί να λεχθεί ότι με την ανάλυση λογιστικών καταστάσεων επιτελείται μια σημαντική λειτουργία μετατροπής πολυποίκιλων στοιχείων, από απλούς αριθμούς σε χρήσιμες πληροφορίες, που σπάνια προσφέρονται αυτούσιες.

Η ερμηνεία και αξιολόγηση των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων απαιτεί κάποια εξοικείωση με τις βασικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσεως. Φυσικά το είδος της χρηματοοικονομικής ανάλυσεως των λογιστικών καταστάσεων εξαρτάται από το ιδιαίτερο ενδιαφέρον και επιδιώξεις αυτών που πραγματοποιούν την ανάλυση. Για παράδειγμα, η διοίκηση ενδιαφέρεται ιδιαίτερα για τη σύνθεση και διάρθρωση των κεφαλαίων της, όπως και για τις προοπτικές και την κερδοφόρα δυναμική της. Οι εργαζόμενοι ενδιαφέρονται για την μακροχρόνια σταθερότητα και προοπτική αυτής, διότι συνδέονται με την ικανότητά της να τους καταβάλλει τις αμοιβές τους και να τους προσφέρει απασχόληση.

Όπως γίνεται αντιληπτό, η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και η τεχνική που χρησιμοποιείται κάθε φορά μπορεί να γίνει από διαφορετική σκοπιά, ανάλογα με τον επιδιωκόμενο σκοπό του κάθε ενδιαφερόμενου. Για το λόγο αυτό, πριν από κάθε ανάλυση πρέπει να γίνεται ανακατάταξη και ομαδοποίηση ορισμένων λογαριασμών των λογιστικών καταστάσεων με σκοπό:

- Τη μείωση των στοιχείων που θα τύχουν επεξεργασίας και μελέτης.
- Την κατάταξη αυτών σύμφωνα με τις επιδιώξεις του αναλυτή.
- Τη δυνατότητα επιλογής των μερικών αθροισμάτων, καθώς και των επί μέρους ποσών, ούτως ώστε να μπορούν να υπολογιστούν διάφοροι αριθμοδείκτες.

## 1.2 Θεματολογία και διάρθρωση της εργασίας

Περιοχή ενδιαφέροντος στην παρούσα εργασία είναι η παρουσίαση μεθοδολογιών που έχουν αναπτυχθεί στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Πιο συγκεκριμένα, αρχικά γίνεται μια αναφορά στις κυριότερες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, ενώ ακολουθεί μία αναφορά στο σκοπό και τα είδη της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Στο δεύτερο μέρος της εργασίας γίνεται εφαρμογή των μεθόδων χρηματοοικονομικής ανάλυσης σε δύο εταιρείες της επιλογής μας.

Η εργασία αποτελείται από 7 κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα:

- Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγή για το τι θα παρουσιαστεί στην εργασία καθώς και μια περιγραφή του προβλήματος που καλούμαστε να μελετήσουμε. Παρουσιάζονται οι στόχοι της εργασίας, η θεματολογία και η μεθοδολογία των κεφαλαίων που θα ακολουθήσουν.
- Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι κυριότερες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, οι βασικές έννοιες και σκοπός της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, καθώς και οι βασικές κατηγορίες και είδη αριθμοδεικτών.
- Το τρίτο κεφάλαιο αναφέρεται στις δυσκολίες και περιορισμούς της ανάλυσης τόσο με τη χρήση αριθμοδεικτών, όσο και με τις υπόλοιπες μεθόδους.
- Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στις εταιρείες όπου θα γίνει η χρηματοοικονομική ανάλυση. Παρουσιάζονται κάποια ιστορικά στοιχεία, οι τομείς των εργασιών τους και θα αναφέρονται κάποια βασικά στοιχεία του ισολογισμού και της κερδοφορίας τους .
- Στο πέμπτο κεφάλαιο πραγματοποιείται η χρηματοοικονομική ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών.
- Στο έκτο κεφάλαιο, προχωράμε σε συμπεράσματα και απολογισμό της εργασίας
- Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζεται η βιβλιογραφία που χρησιμοποιήθηκε και οι πηγές άντλησης πληροφοριών.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

## 2.1 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Εταιρειών

Η πιο σημαντική πηγή πληροφοριών για τη δραστηριότητα μιας επιχείρησης και τη λήψη σωστών αποφάσεων είναι οι οικονομικές καταστάσεις της. Εκεί εμφανίζονται τα περιουσιακά στοιχεία, οι πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης και τα οικονομικά αποτελέσματα των δραστηριοτήτων της. Παρακάτω παρουσιάζονται τα είδη και τα βασικά χαρακτηριστικά τους.

### 2.1.1 Ισολογισμός

Ο ισολογισμός είναι η λογιστική κατάσταση με την οποία εμφανίζονται συνοπτικά κατά είδος και αξία, τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, σε ορισμένη χρονική στιγμή, αποτιμημένα με το ίδιο νόμισμα.

#### A. Βασικά Χαρακτηριστικά

Ο ισολογισμός προκύπτει από την απογραφή, της οποίας αποτελεί περίληψη και εμφανίζει την χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης συνοπτικά. Σύμφωνα με τη νομοθεσία που ισχύει και τη λογιστική επιστήμη, στον ισολογισμό πρέπει να εμφανίζεται, με σαφήνεια, ειλικρίνεια και ακρίβεια, η χρηματοοικονομική συγκρότηση της επιχείρησης, ταξινομημένη αρμονικά τόσο από τη λογιστική, όσο και από την οικονομική και νομική άποψη του κάθε περιουσιακού στοιχείου. Έτσι ο μελετητής του ισολογισμού μπορεί να τον συγκρίνει με ισολογισμούς προηγούμενων χρήσεων και ισολογισμούς άλλων ομοειδών επιχειρήσεων.

Ο ισολογισμός αποτελεί την επίσημη εικόνα της περιουσιακής συγκροτήσεως της επιχείρησης για τους τρίτους, που ενδιαφέρονται για τη θέση και την εξέλιξη της επιχείρησης, καθώς δημοσιεύεται.

Πρέπει να έχει τα εξής βασικά γνωρίσματα:

- να προκύπτει από ειλικρινή απογραφή και αποτίμηση
- η ονοματολογία των περιουσιακών στοιχείων να είναι σαφής
- η κατάταξη των περιουσιακών στοιχείων να γίνεται κατά ομοειδείς κατηγορίες
- να μη συμψηφίζονται ανόμοια περιουσιακά στοιχεία
- να δημοσιεύεται μαζί με την ανάλυση του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης και τον πίνακα διαθέσεως των κερδών, καθώς και με απαραίτητες επεξηγηματικές σημειώσεις.

Ο ισολογισμός, σύμφωνα με τη νομοθεσία συντάσσεται μέσα σε τρεις μήνες ή αν πρόκειται για Α.Ε ή συνεταιρισμό σε τέσσερις και για αλλοδαπές επιχειρήσεις ή επιχειρήσεις που εκμεταλλεύονται ποντοπόρα πλοία, μέσα σε έξι μήνες από τη λήξη της διαχειριστικής χρήσεως και λέγεται τελικός ισολογισμός χρήσεως που κλείνει και αρχικός της χρήσεως που ανοίγει.

Οι ισολογισμοί που συντάσσονται στις επιχειρήσεις είναι:



- Ισολογισμός ιδρύσεως, που συντάσσεται με την έναρξη της λειτουργίας της επιχείρησης
- Ισολογισμός διαχειριστικής χρήσεως, που συντάσσεται κάθε 12 μήνες εκτός από τον ισολογισμό της πρώτης διαχειριστικής χρήσεως, που μπορεί να συνταχθεί σύμφωνα με το νόμο, μέσα σε 24 μήνες
- Ισολογισμός συγχωνεύσεως ή μετατροπής
- Ισολογισμός διαλύσεως και εκκαθαρίσεως
- Ισολογισμός που συντάσσεται για πληροφοριακούς λόγους, κατά της διάρκεια της χρήσεως.

Ο μαθηματικός τύπος του ισολογισμού είναι  $E = \Pi$  ή  $E = \Pi + ΚΘ$ , όπου E είναι το ενεργητικό,  $\Pi$  το παθητικό και ΚΘ η καθαρή θέση.

Ο ισολογισμός μπορεί να είναι :

- Θετικός, όταν  $E > \Pi$  με θετική ΚΘ
- Αρνητικός, όταν  $E < \Pi$  με αρνητική ΚΘ
- Ουδέτερος, όταν το  $E = \Pi$  και δεν υπάρχει ΚΘ.

## **B. Ταξινόμηση των στοιχείων του Ισολογισμού**

Ο ισολογισμός αποτελείται από το ενεργητικό και το παθητικό. Το ενεργητικό, το οποίο εμφανίζεται στο αριστερό μέρος του ισολογισμού, περιλαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχει η επιχείρηση και τα χρησιμοποιεί για την επίτευξη των επιχειρηματικών της σκοπών. Από την άλλη πλευρά, το παθητικό του ισολογισμού, το οποίο εμφανίζεται στο δεξιό μέρος του ισολογισμού, περιλαμβάνει όλες τις πηγές από τις οποίες αντλήθηκαν κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν για την απόκτηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού.

Το ενεργητικό αποτελείται από το:

- Πάγιο Ενεργητικό, που περιέχει στοιχεία τα οποία η επιχείρηση προτίθεται να ρευστοποιήσει μετά από ένα χρόνο. Παραδείγματα πάγιων στοιχείων είναι τα ακίνητα, τα μηχανήματα, ο εξοπλισμός των γραφείων, οι μακροπρόθεσμες απαιτήσεις, τα εμπορικά σήματα, τα κεφαλαιοποιηθέντα έξοδα ή έξοδα πολυετούς απόσβεσης.
- Κυκλοφορούν Ενεργητικό, που περιέχει στοιχεία τα οποία η επιχείρηση προτίθεται να ρευστοποιήσει μέσα στον επόμενο ένα χρόνο. Παραδείγματα στοιχείων κυκλοφοριακού ενεργητικού είναι τα εμπορεύματα, οι απαιτήσεις έναντι πελατών, τα γραμμάτια εισπρακτέα, τα χρεόγραφα, οι επιταγές εισπρακτέες.
- Διαθέσιμο ενεργητικό, που περιέχει στοιχεία τα οποία είναι ή μετρητά ή άμεσα μετατρέψιμα σε μετρητά. Παραδείγματα στοιχείων διαθέσιμου ενεργητικού είναι οι καταθέσεις όψεως, τοκομερίδια εισπρακτέα, μερίσματα εισπρακτέα.

Το παθητικό αποτελείται από:

- Ίδια Κεφάλαια, τα κεφάλαια δηλαδή που έχουν εισφέρει οι ιδιοκτήτες, τόσο κατά το χρόνο ίδρυσης όσο και στη συνέχεια.

- Υποχρεώσεις, που είναι τα ποσά που οφείλει η επιχείρηση είτε από χορήγηση κάποιου δανείου, είτε από την αγορά εμπορευμάτων με πίστωση ή από την παροχή υπηρεσιών. Οι υποχρεώσεις αυτές ανάλογα με το χρονικό διάστημα που απαιτείται για τη ικανοποίησή τους διακρίνονται σε μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες.
- Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις λήγουν μετά την πάροδο της τρέχουσας λογιστικής χρήσης. Παραδείγματα στοιχείων μακροπρόθεσμου παθητικού είναι τα ενυπόθηκα δάνεια, τα ομολογιακά δάνεια, οι υποχρεώσεις προς τις τράπεζες από μακροπρόθεσμα βιομηχανικά ή βιοτεχνικά δάνεια.
- Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις λήγουν μέσα σε μία λογιστική χρήση. Παραδείγματα στοιχείων βραχυπρόθεσμου παθητικού είναι οι υποχρεώσεις προς προμηθευτές, τα γραμμάτια πληρωτέα, οι υποχρεώσεις προς τις τράπεζες από βραχυπρόθεσμα δάνεια, οι οφειλόμενοι φόροι, οι υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς.

### 2.1.2 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης είναι μια έκθεση που περιέχει συνοπτικές πληροφορίες για έσοδα, κέρδη, έξοδα και ζημιές που έγιναν σε μία συγκεκριμένη λογιστική χρήση. Το περιεχόμενο της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης διαιρείται σε δύο μέρη. Στο πρώτο παρατίθενται τα στοιχεία των λογαριασμών των λειτουργικών εσόδων και των λειτουργικών εξόδων, δηλαδή των στοιχείων που προσδιορίζουν το αποτέλεσμα εκμετάλλευσης. Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζονται οι λογαριασμοί των μη λειτουργικών (έκτακτων) εσόδων και κερδών και κατόπιν αυτού των μη λειτουργικών εξόδων και ζημιών.

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως παρουσιάζει από που προέρχονται τα αποτελέσματα της επιχείρησης μέσα σε μία χρήση, δηλαδή εάν από την δραστηριότητά της προκύπτει κέρδος ή ζημιά.

Τα στοιχεία παρουσιάζονται ως έξης:

- Καταρχήν παρουσιάζεται το σύνολο του κύκλου των εργασιών, δηλαδή τα βασικά έσοδα.
- Στη συνέχεια αφαιρούνται από αυτά τα κόστη πωληθέντων, αν μιλάμε για εμπορική ή παραγωγική επιχείρηση, οπότε προκύπτουν τα μεικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης.
- Από αυτά αφαιρούνται τα έξοδα, σύμφωνα με το φύλλο μερισμού, οπότε προκύπτουν τα μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης.
- Στη συνέχεια προστίθενται πιθανά έσοδα συμμετοχών & χρεογράφων ή πιστωτικών τόκων, ενώ αφαιρούνται προβλέψεις π.χ. υποτίμησης συμμετοχών ή χρεογράφων, έξοδα και ζημιές που προέρχονται από συμμετοχές και χρεόγραφα καθώς και χρεωστικοί τόκοι και έτσι προκύπτουν τα ολικά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) εκμετάλλευσης.
- Στη συνέχεια προστίθενται έκτακτα και ανόργανα έσοδα και κέρδη ή έσοδα προηγούμενων χρήσεων ενώ αφαιρούνται έκτακτα και ανόργανα έξοδα και ζημιές ή έξοδα προηγούμενων χρήσεων, καθώς και προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους. Οπότε προκύπτουν οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα.

- Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι αποσβέσεις και αφαιρούνται οι μη ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος, οπότε στη συνέχεια προκύπτουν τα τελικά καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημιές) προ φόρων.

### 2.1.3 Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Η κατάσταση των ταμειακών ροών παρουσιάζει και αναλύει την δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει ταμειακά διαθέσιμα από την δραστηριότητά της, τις πηγές χρηματοδότησης που χρησιμοποίησε, καθώς και την χρήση των χρηματικών πόρων που έκανε, σε μία ορισμένη χρονική περίοδο.

- Οι ταμειακές ροές αναλύονται σε 3 κατηγορίες: Εισροές / Εκροές από λειτουργική δραστηριότητα
- Εισροές / Εκροές από επενδυτική δραστηριότητα
- Εισροές / Εκροές από χρηματοδοτική δραστηριότητα

Η κατάρτιση της Κατάστασης Ταμειακών Ροών προβλέπεται από το ΔΛΠ 7 και είναι υποχρεωτική για:

- τις εταιρείες που τηρούν τα Δ.Λ.Π., καθώς είναι μία από τις πέντε καταστάσεις που συνθέτουν το σύνολο των οικονομικών καταστάσεων
- τις Ανώνυμες Εταιρείες οι οποίες συντάσσουν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Βάσει της τροποποίησης που έγινε στον ν.2190/1920 με τον ν.3487/2006, όσες ανώνυμες εταιρείες συντάσσουν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των οποίων μετοχές ή άλλες κινητές αξίες δεν είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και οι ενοποιούμενες σε αυτές επιχειρήσεις καταρτίζουν, επιπροσθέτως, Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων, καθώς και Κατάσταση Ταμειακών Ροών.

Η κατάσταση των ταμειακών ροών παρέχει πληροφορίες για την εταιρία, όπως:

- την δυνατότητα να “παράγει” ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα από την δραστηριότητά της
- την δυνατότητα να παράγει μελλοντικές ταμειακές ροές ή την πιθανότητα να αντιμετωπίσει ταμειακή ανεπάρκεια στο μέλλον
- την χρήση των ταμειακών διαθεσίμων που έκανε κατά τη διάρκεια της περιόδου που αφορούν
- τις μεταβολές στην καθαρή περιουσία και την χρηματοοικονομική δομή της εταιρίας
- την πραγματική οικονομική απόδοση, απαλλαγμένη από λογιστικές πρακτικές όπως οι αποσβέσεις και οι προβλέψεις
- την πιστωτική πολιτική που ακολουθεί και πώς αυτή επηρεάζει τα ταμειακά διαθέσιμα
- τις χρηματοδοτικές πηγές που χρησιμοποιεί για τη λειτουργία και τις επενδύσεις της.

## 2.1.4 Άλλες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις

### Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων

Ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων εμφανίζει τον τρόπο με τον οποίο προσδιορίζονται τα προς διάθεση κέρδη και τον τρόπο διάθεσης των εν λόγω κερδών για διανομή μερισμάτων, σχηματισμό αποθεματικών κ.λ.π.

### Προσάρτημα

Το προσάρτημα του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης περιλαμβάνει συμπληρωματικά στοιχεία, επεξηγηματικές σημειώσεις και πληροφορίες, οι οποίες κρίνονται αναγκαίες για την συμπλήρωση των λογιστικών πληροφοριών που παρέχει η λογιστική.

## 2.2 Σκοπός και Έννοια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης

Οι λογιστικές ή χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρέχουν πληροφορίες που μπορούν να βοηθήσουν τους ενδιαφερόμενους για τις επιχειρηματικές μονάδες να λάβουν σωστές αποφάσεις. Αποτελούν ως εκ τούτου, σημαντική πηγή πληροφοριών. Ωστόσο, η πραγματική εικόνα μίας επιχείρησης δίνεται σε συνδυασμό και με άλλες συμπληρωματικές πληροφορίες που περιλαμβάνονται στους ετήσιους απολογισμούς που καταρτίζουν οι επιχειρήσεις, καθώς και σε άλλα εξωλογιστικά δεδομένα. Για το λόγο αυτό οι σημειώσεις που συνοδεύουν τις λογιστικές καταστάσεις αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών και πρέπει να μελετώνται προσεκτικά κατά την ανάλυση και αξιολόγηση των δεδομένων μία επιχειρηματικής μονάδας. Η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι η ερμηνεία και η αξιολόγηση των στοιχείων αυτών.

Πιο συγκεκριμένα, η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων έχει ως αντικείμενο τη μελέτη των σχέσεων των οικονομικών στοιχείων που αναφέρονται σε αυτές σε δεδομένη χρονική στιγμή, καθώς και των τάσεων αυτών διαχρονικά.

Η ανάλυση αυτή περιλαμβάνει τρεις διαδικασίες. Η πρώτη αναφέρεται στην επιλογή και στον υπολογισμό ορισμένων σχέσεων μεταξύ των αναφερομένων στις λογιστικές καταστάσεις στοιχείων, ανάλογα με την επιδιωκόμενη απόφαση. Η δεύτερη συνίσταται στην κατάταξη των δεδομένων, κατά τέτοιο τρόπο ώστε να είναι δυνατός ο υπολογισμός των μεταξύ των σημαντικών σχέσεων και η τρίτη περιλαμβάνει την αξιολόγηση, μελέτη και ερμηνεία των παραπάνω σχέσεων.

Οι παραπάνω διαδικασίες αναλύσεως κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες:

- Στις συγκρίσεις και μετρήσεις με βάση τα οικονομικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων δύο ή περισσότερων χρήσεων.
- Στις συγκρίσεις και μετρήσεις με βάση τα οικονομικά στοιχεία λογιστικών καταστάσεων μίας χρήσεως.

Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει συγκριτικές καταστάσεις, αριθμοδείκτες, την τάση των οικονομικών στοιχείων και των αριθμοδεικτών διαχρονικά, ως και αναλύσεις των διαφόρων μεταβολών της οικονομικής καταστάσεως μίας επιχείρησης.

Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τον προσδιορισμό των σχέσεων των στοιχείων ενός ισολογισμού και της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως.

Για την χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων συνήθως απαιτείται η διενέργεια και των δύο κατηγοριών αναλύσεως που προαναφέρθηκαν. Γενικά, όλες οι αναλύσεις περιλαμβάνουν συγκρίσεις μεταξύ του τι πράγματι συμβαίνει και του τι θα έπρεπε να συμβαίνει, λαμβάνοντας ως μέτρο σύγκρισης κάποιο αντιπροσωπευτικό ή πρότυπο μέγεθος. Πέραν αυτού, προκειμένου να αξιολογηθούν τα αποτελέσματα της αναλύσεως πρέπει να γίνονται συγκρίσεις και με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου ή με τους μέσους όρους του κλάδου όπου ανήκει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

### **2.3 Είδη χρηματοοικονομικής ανάλυσης**

Το είδος της χρηματοοικονομικής αναλύσεως των λογιστικών καταστάσεων εξαρτάται από το ενδιαφέρον και τις επιδιώξεις αυτών που πραγματοποιούν την ανάλυση. Έτσι μπορεί να ακολουθούνται διάφοροι μέθοδοι αναλύσεως και να δίνεται κάθε φορά έμφαση σε ορισμένα στοιχεία ανάλογα με τον επιδιωκόμενο σκοπό.

#### **2.3.1 Ανάλογα με τα στάδια της ανάλυσης**

Ανάλογα με τα κύρια στάδια διενέργειας της αναλύσεως, τη διακρίνουμε σε τυπική και ουσιαστική.

Η τυπική ανάλυση προηγείται της ουσιαστικής και αποτελεί κατά κάποιο τρόπο, το προπαρασκευαστικό στάδιο αυτής. Η τυπική ανάλυση ελέγχει την εξωτερική διάρθρωση του ισολογισμού και του λογαριασμού των αποτελεσμάτων χρήσεως, προβαίνει στις ενδεικνυόμενες διορθώσεις, στρογγυλοποιήσεις, ομαδοποιήσεις, ανακατατάξεις και ανασχηματισμούς και συμπληρώνει τα σε απόλυτους αριθμούς κονδύλια με σχετικούς αριθμούς (σε ποσοστά επί τοις εκατό).

Η ουσιαστική ανάλυση βασίζεται μεν στα δεδομένα της τυπικής αναλύσεως, αλλά επεκτείνεται στην εξεύρεση και επεξεργασία διαφόρων αριθμοδεικτών. οι οποίοι δίνουν την πραγματική εικόνα της επιχειρήσεως.

#### **2.3.2 Ανάλογα με τη θέση του αναλυτή**

Ανάλογα με τη θέση εκείνου που διενεργεί την ανάλυση υπάρχουν δύο κατηγορίες, η εσωτερική και η εξωτερική ανάλυση.

α. Η εσωτερική ανάλυση γίνεται από πρόσωπα, που βρίσκονται σε άμεση σχέση με την επιχείρηση και που μπορούν να προσφύγουν στα λογιστικά της βιβλία για να ελέγξουν τους επιμέρους λογαριασμούς και τα λογιστικά έγγραφα. Το κυριότερο πλεονέκτημα αυτού του είδους της αναλύσεως είναι ότι επιτρέπει σε αυτόν που τη διενεργεί να ελέγξει τις διάφορες μεθόδους και διαδικασίες που εφαρμόστηκαν. Με αυτό τον τρόπο η ανάλυση αποκτά μεγαλύτερη διαύγεια και επιτρέπει στον αναλυτή να εμβαθύνει σε αυτήν. Η ανάλυση αυτή γίνεται από πρόσωπα της επιχειρήσεως τα οποία ενδιαφέρονται κυρίως να προσδιορίσουν το βαθμό αποδοτικότητάς της και να ερμηνεύσουν τις μεταβολές της οικονομικής της θέσεως. Επιπλέον, η εσωτερική ανάλυση προσπαθεί να ερμηνεύσει ορισμένα οικονομικά στοιχεία της επιχειρήσεως για λογαριασμό της διοικήσεως, έτσι ώστε να της επιτρέψει να μετρήσει την πρόοδο που πράγματι επιτελέστηκε σε σύγκριση με τα υπάρχοντα προγράμματα. Κατά αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται ο έλεγχος της λειτουργίας της επιχείρησης.

β. Η εξωτερική ανάλυση πραγματοποιείται από πρόσωπα, που βρίσκονται έξω από την επιχείρηση και βασίζεται αποκλειστικά και μόνο στα στοιχεία που δημοσιεύονται στις λογιστικές καταστάσεις και στις εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των ελεγκτών. Έτσι, ο αναλυτής δεν μπορεί να διεισδύσει βαθύτερα μέσα στην επιχείρηση, το δε έργο του είναι τόσο δυσκολότερο όσο πιο συνοπτικά είναι τα στοιχεία που δημοσιεύονται.

Η εξωτερική ανάλυση γίνεται κυρίως από πρόσωπα τα οποία ενδιαφέρονται να προσδιορίσουν την οικονομική θέση και την αποδοτικότητα της επιχειρήσεως.

## **2.4 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων**

Κατά τη διερεύνηση της οικονομικής κατάστασης μια επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν διάφορες μεθοδολογίες που βελτιώνουν τις τελικές εκτιμήσεις. Οι μεθοδολογίες αυτές επιτρέπουν τη διεύρυνση της ανάλυσης προς την κατεύθυνση της αναζήτησης συναρτησιακών σχέσεων μεταξύ των δεδομένων μιας ομάδας επιχειρήσεων (διαστρωματική ανάλυση) ή τον εντοπισμό του τρόπου μεταβολής των τιμών μιας μεταβλητής μέσα στον χρόνο (ανάλυση χρονολογικών σειρών). Ακόμη, δίνουν την δυνατότητα έκφρασης των οικονομικών μεγεθών σε σχετικούς όρους, ώστε να διευκολύνεται η άμεση αξιολόγηση τους αλλά και η σύγκριση δεδομένων διαφορετικής κλίμακας (καταστάσεις κοινού μεγέθους).

Θα πρέπει να τονισθεί, πάντως ότι οι ευχέρειες του αναλυτή δεν εξαντλούνται στις πιο πάνω μεθοδολογίες. Αντίθετα, μπορεί (και πρέπει) να εξετάσει την αποτελεσματικότητα αρκετών ακόμη από τα υποδείγματα ποσοτικής και ποιοτικής ανάλυσης που αναπτύσσονται στα πλαίσια της οικονομετρίας, τις στατιστικής κ.λ.π..

Οι κυριότερες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής μεγάλες κατηγορίες:

- Διαστρωματική ή κάθετη ανάλυση
- Συγκριτική ή διαχρονική ή οριζόντια ανάλυση
- Μέθοδοι ανάλυσης των χρονολογικών σειρών με δείκτες τάσης
- Εξειδικευμένες μέθοδοι, οι οποίες περιλαμβάνουν την ανάλυση των μεταβολών της οικονομικής θέσης μίας επιχείρησης, την ανάλυση νεκρού σημείου, καθώς και άλλες.

### **2.4.1 Διαστρωματική ή Κάθετη Ανάλυση**

Στα πλαίσια της ανάλυσης της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, η διαστρωματική ανάλυση περιλαμβάνει την ποσοτική ανάλυση στοιχείων ενός αριθμού οικονομικών μονάδων, που συνήθως είναι ταξινομημένες στον ίδιο κλάδο ή υποκλάδο.

Οι στατιστικές/ οικονομετρικές μεθοδολογίες που εφαρμόζονται, διαφέρουν ανάλογα με τη μορφή και την έκταση των διαθέσιμων στοιχείων και το είδος των ζητούμενων πληροφοριών. Συχνότερα, πάντως, χρησιμοποιείται η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (ordinary least squares) και υπολογίζονται τα βασικά στατιστικά μέτρα

περιγραφής των υπό εξέταση κατανομών (μέσος όρος, τυπική απόκλιση, διάμεσος, δεκατημόρια, συντελεστές ασυμμετρίας και κύρτωσης).

Για να αντιμετωπιστούν οι διαφορές κλίμακας που υπάρχουν μεταξύ των επιχειρήσεων του κάθε φορά εξεταζόμενου δείγματος, τα δεδομένα εκφράζονται σε σχετικούς όρους, όπως δείκτες, εκατοστιαίες αναλογίες κλπ. Πάντως, δεν αποκλείεται και η χρήση απόλυτων αριθμών, όταν η φύση των υπό ανάλυση μεγεθών και η χρησιμοποιούμενη μεθοδολογία το επιτρέπουν.

Οι βασικές εφαρμογές της διαστρωματικής ανάλυσης περιλαμβάνουν την αποτίμηση μιας εταιρίας, την αξιολόγηση των επιδόσεων του management και την εκτίμηση της πιθανότητας χρεοκοπίας της.

Η διαστρωματική ανάλυση περιλαμβάνει την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων κοινού μεγέθους και τον υπολογισμό των διαφόρων αριθμοδεικτών.

- **Καταστάσεις κοινού μεγέθους**

Σύμφωνα με αυτή τη μορφή ανάλυσης, τα δεδομένα των λογιστικών καταστάσεων εκφράζονται ως ποσοστιαίες σχέσεις με το ενεργητικό (μεγέθη του ισολογισμού) και τις πωλήσεις (μεγέθη του λογαριασμού αποτελεσμάτων).

Έτσι, μπορούν να συγκριθούν π.χ. επιχειρήσεις διαφορετικού μεγέθους ή διαφορετικές χρήσεις της ίδιας επιχείρησης, χωρίς να επηρεάζονται τα συμπεράσματα από τις μικρές ή μεγάλες διαφορές των απόλυτων τιμών των λογιστικών μεγεθών.

- **Αριθμοδείκτες**

Η χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί μία από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Έτσι, οι μέχρι τώρα αναπτυχθείσες μέθοδοι ανάλυσης συμπληρώνονται με τη χρήση των αριθμοδεικτών, οι οποίοι βοηθούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων. Στο επόμενο κεφάλαιο θα γίνει εκτενής αναφορά για αυτό το είδος της ανάλυσης.

#### **2.4.2 Συγκριτική ή Διαχρονική ή Οριζόντια Ανάλυση**

Η συγκριτική ή διαχρονική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων συντελείται με την κατάταξη των στοιχείων κατά κατηγορίες για μία σειρά ετών.

Τα λογιστικά στοιχεία αποκτούν μεγαλύτερη σημασία όταν συγκρίνονται με άλλα ίδια ή παρόμοια προηγούμενων ετών ή χρήσεων. Οι καταστάσεις με λογιστικά στοιχεία δύο ή περισσότερων χρήσεων καλούνται συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις (comparativestatements). Έτσι, ετήσια, εξαμηνιαία, τριμηνιαία ή και μηνιαία στοιχεία μπορούν εύκολα να συγκριθούν με τα αντίστοιχα προηγούμενων χρήσεων και να οδηγήσουν σε συμπεράσματα σχετικά με την τάση και το ρυθμό τους διαχρονικά.

Η παρουσία των συγκριτικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων επαυξάνει τη χρησιμότητα αυτών και εμφανίζει πιο καθαρά τη φύση και τις τάσεις των τρεχουσών μεταβολών που επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης. Όσο

περισσότερες είναι οι χρήσεις στις οποίες αναφέρονται οι συγκριτικές καταστάσεις, τόσο πιο αξιόπιστα είναι τα συμπεράσματα που θα εξαχθούν.

Για να είναι όμως δυνατή η σύγκριση των λογιστικών καταστάσεων διαχρονικά, πρέπει οι συγκριτικές καταστάσεις να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις:

- Η ταξινόμηση των στοιχείων να είναι ομοιόμορφη σε όλες τις περιόδους στις οποίες αναφέρονται.
- Στις ίδιες επιμέρους ομάδες στοιχείων να είναι ενταγμένα τα αυτά στοιχεία.
- Να τηρούνται οι αυτές λογιστικές αρχές καθ' όλη τη υπό κρίση περίοδο. Σε περίπτωση που υπάρχει κάποια αλλαγή αυτών θα πρέπει να σημειώνεται, ώστε να λαμβάνεται υπόψη από τον αναλυτή.
- Να σημειώνονται τυχόν μεταβολές στις συνθήκες ή στη φύση των στοιχείων.

Στη έκταση που οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν τηρούνται, οι συγκρίσεις μπορεί να δώσουν παραπλανητική εικόνα και να οδηγήσουν σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Θα πρέπει να τονισθεί ότι οι συγκριτικές καταστάσεις καθίστανται περισσότερο χρήσιμες αν παράλληλα με τα απόλυτα μεγέθη περιέχουν και ποσοστά. Για να είναι δυνατή η πρόβλεψη της πορείας μία επιχειρήσεως στο μέλλον, είναι απαραίτητο να συγκεντρώνονται στοιχεία για δύο τουλάχιστον ή περισσότερες περιόδους, διότι έτσι οι πληροφορίες που προκύπτουν από αυτές είναι πιο αποκαλυπτικές για τον αναλυτή.

Η συγκριτική ανάλυση περιλαμβάνει τις εξής μεθόδους:

- Τις συγκριτικές καταστάσεις συνήθους μορφής διαχρονικά.
- Τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών τάσεως.
- Τη διαχρονική ανάλυση των «κοινών μεγεθών» των λογιστικών καταστάσεων.
- Τη διαχρονική ανάλυση των αριθμοδεικτών.

### **2.4.3 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών**

Η ανάλυση χρονολογικών σειρών περιλαμβάνει μια σειρά μεθοδολογιών, οι οποίες διευκολύνουν την πρόβλεψη μελλοντικών τιμών διαφόρων παραμέτρων (π.χ. έσοδα), με βάση αντίστοιχα ιστορικά δεδομένα. Η ανάλυση έχει έννοια αν ισχύει η υπόθεση ότι υπάρχει συστηματική σχέση μεταξύ διαδοχικών τιμών των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών, οπότε επιζητείται ο προσδιορισμός της σχέσης αυτής, είτε μέσω στατιστικής - οικονομετρικής ανάλυσης, είτε μετά από οπτική εξέταση των δεδομένων (συνήθως σε μορφή διαγραμμάτων) κλπ.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι, στα πλαίσια της οικονομικής ανάλυσης, είναι αναγκαίο να προσδιορίζονται εκ των προτέρων οι θεωρητικά αποδεκτές σχέσεις, ώστε να αποφεύγεται η ανάπτυξη και εφαρμογή υποδειγμάτων τα οποία αποτελούν προϊόν συγκυριακών σχέσεων μεταξύ των μεταβλητών και επομένως οδηγούν σε παραπλανητικές ή χωρίς νόημα εκτιμήσεις. Για παράδειγμα, οι απώλειες από



επισφαλείς απαιτήσεις θα πρέπει να συνδέονται αρνητικά με τα κέρδη με τα οποία συνδέεται θετικά το μικτό περιθώριο κέρδους κλπ.

Μεταξύ των χρησιμοποιούμενων μεθοδολογιών ξεχωριστή θέση έχουν τα αυτοπαλινδρομικά υποδείγματα (= υποδείγματα αυτοπαλινδρόμησης με κινητούς μέσους), για τα οποία η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι ενισχύουν την ικανότητα του αναλυτή να πραγματοποιήσει φερέγγυες προβλέψεις.

#### **2.4.4 Εξειδικευμένες μέθοδοι**

Οι εξειδικευμένες μέθοδοι περιλαμβάνουν την ανάλυση μεταβολών της οικονομικής θέσεως μίας επιχειρήσεως, την ανάλυση νεκρού σημείου, καθώς και άλλες μεθόδους.

- Ανάλυση Νεκρού Σημείου ( BreakEvenPoint)

«Νεκρό σημείο» είναι το ποσό εκείνο των πωλήσεων (κύκλου εργασιών), με το οποίο μία επιχείρηση καλύπτει ακριβώς τα σταθερά όσο και τα μεταβλητά της έξοδα, χωρίς να πραγματοποιεί ούτε κέρδος ούτε ζημιά.

Η βασική αρχή πάνω στην οποία στηρίζεται είναι η συμπεριφορά του κόστους. Αυτό συμβαίνει γιατί ένα μέρος του κόστους είναι μεταβλητό και ανάλογο των πωλήσεων, ενώ ένα άλλο σταθερό, τουλάχιστον για ένα μεγάλο εύρος πωλήσεων. Το σταθερό μέρος του κόστους αποτελείται από τις δαπάνες εκείνες, που παραμένουν αμετάβλητες και ανεξάρτητες από το ύψος ως και από το γεγονός της πραγματοποίησης ή όχι πωλήσεων. Τέτοιες δαπάνες αποτελούν τα έξοδα διοικήσεως, οι αποσβέσεις, τα ενοίκια, τα χρηματοοικονομικά έξοδα κ.λ.π.. Αντίθετα, οι μεταβλητές δαπάνες είναι ανάλογες προς το ύψος των πωλήσεων ή τον κύκλο εργασιών της επιχείρησης.

Η ανάλυση «νεκρού σημείου» αποτελεί κυρίως μέθοδο μελέτης και προγραμματισμού των πωλήσεων, με βάση την υπάρχουσα σχέση σταθερών και μεταβλητών δαπανών και θα πρέπει να θεωρηθεί ως οδηγός για τη λήψη ορθολογικών επιχειρηματικών αποφάσεων και όχι ως μέσω κριτικής των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Είναι αυτονόητο ότι κάθε επιχείρηση έχει το δικό της «νεκρό σημείο» και είναι εκείνο στο οποίο οι πωλήσεις της ισούνται με το συνολικό κόστος παραγωγής των προϊόντων της, οπότε το οικονομικό της αποτέλεσμα είναι μηδέν. Αν οι πωλήσεις της επιχείρησης είναι μεγαλύτερες από αυτές του «νεκρού σημείου», τότε η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδος, ενώ αν είναι χαμηλότερες, τότε πραγματοποιεί ζημιά.

### **2.5 Αριθμοδείκτες**

#### **2.5.1 Γενικά**

Όπως αναφέραμε και στο κεφάλαιο 2.4.1, η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μία από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Έτσι, οι μέχρι τώρα αναπτυχθείσες μέθοδοι ανάλυσης συμπληρώνονται με τη χρήση των αριθμοδεικτών, οι οποίοι βοηθούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων.

Αριθμοδείκτης είναι η απλή σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως προς ένα άλλο και εκφράζεται με απλή μαθηματική μορφή. Ο λόγος που οδήγησε στην καθιέρωση της χρησιμοποιήσεως των αριθμοδεικτών προέρχεται από την ανάγκη να γίνεται αμέσως αντιληπτή η

πραγματική αξία και η σπουδαιότητα των απολύτων μεγεθών. Για να έχει κάποια αξία θα πρέπει να εκφράζει σχέσεις που παρουσιάζουν οικονομικό ενδιαφέρον και μας οδηγούν σε συγκεκριμένα συμπεράσματα. Επίσης, πρέπει να αναφερθεί ότι ο υπολογισμός και η παρουσίαση των διαφόρων αριθμοδεικτών αποτελεί μια μέθοδο αναλύσεως, η οποία πολλές φορές παρέχει μόνο ενδείξεις. Γι' αυτό ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν μπορεί να μας δώσει πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσεως μίας επιχείρησης αν δεν συγκριθεί με άλλους αντιπροσωπευτικούς ή πρότυπους αριθμοδείκτες ή δεν συσχετισθεί με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες μιας σειράς προηγούμενων χρήσεων.

Οι κυριότεροι και περισσότερο χρησιμοποιούμενοι στη χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων αριθμοδείκτες, μπορούν να καταταγούν στις εξής κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity ratios)
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (Activity ratios)
- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (Profitability ratios)
- Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας (Financial structure and viability ratios)
- Αριθμοδείκτες επενδύσεων (Investment ratios)

### 2.5.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity ratios)

Χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσεως μιας επιχείρησης όσο και της ικανότητας της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

**1. Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας ή κεφαλαίου κινήσεως (Current ratio)** είναι ο πλέον χρησιμοποιούμενος δείκτης και βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχείρησης με το σύνολο των βραχυχρόνιων υποχρεώσεών της,

$$\text{Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{απαιτήσεις} + \text{αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

**2. Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας (Acid test ratio)** επινοήθηκε για να περιλάβει όλα εκείνα τα στοιχεία τα οποία μετατρέπονται εύκολα και γρήγορα σε ρευστά και αγνοεί όλα εκείνα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού τα οποία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεως του συνόλου των ταχέως ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης (μετρητά στο ταμείο, τραπεζικές καταθέσεις, χρεόγραφα, απαιτήσεις) με το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της,

$$\text{Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

**3. Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας (Cash ratio)** μας δίνει την εικόνα της επάρκειας ή όχι μετρητών στην επιχείρηση σε σχέση με τις τρέχουσες λειτουργικές της ανάγκες. Η ταμειακή ρευστότητα εκφράζει την ικανότητα μιας επιχείρησης για την εξόφληση των τρεχουσών και ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της με τα μετρητά που διαθέτει. Ο αριθμοδείκτης ρευστότητας είναι το πηλίκο της διαιρέσεως του συνόλου του διαθέσιμου ενεργητικού μιας επιχείρησης με το σύνολο των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεών της και εκφράζεται από τη σχέση,

$$\text{Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμο ενεργητικό}}{\text{Ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

### 2.5.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (Activity ratios)

Υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι που μπορούν να μετρήσουν την παραγωγικότητα και το βαθμό χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Η χρησιμοποίηση ορισμένων αριθμοδεικτών δραστηριότητας βοηθά να προσδιορίσουμε το βαθμό μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων σε ρευστά.

**1. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (Inventories turnover ratio).** Η ικανότητα μιας επιχείρησης να πωλεί τα αποθέματα της γρήγορα αποτελεί ένα ακόμη μέτρο βαθμού χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων βρίσκεται αν διαιρέσουμε το κόστος των πωληθέντων προϊόντων ή εμπορευμάτων μιας επιχείρησης με το μέσο απόθεμα των προϊόντων της,

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}}$$

**2. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (Asset turnover ratio)** μιας επιχείρησης εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης αυτού σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών πωλήσεων μιας χρήσεως με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, που χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια αυτής της χρήσεως για την επίτευξη των πωλήσεων της,

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

**3. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων (Fixed asset turnover ratio)** δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επίσης, παρέχει ένδειξη του αν υπάρχει υπερεπένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως με το σύνολο των καθαρών παγίων (δεν περιλαμβάνονται οι προσωρινές επενδύσεις και τα άυλα πάγια περιουσιακά στοιχεία),

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Καθαρό πάγιο ενεργητικό}}$$

**4. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων ( Owner's equity turnover ratio)** δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Με άλλα λόγια δείχνει τις πωλήσεις που πραγματοποίησε η επιχείρηση με κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως με τα ίδια κεφάλαια,

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

#### 2.5.4 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (Profitability ratios)

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας δείχνουν πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια μιας ή και περισσότερων χρήσεων και απαντούν σε ερωτήματα σχετικά με το αν τα κέρδη της επιχείρησης ήταν ικανοποιητικά, ποια ήταν η απόδοση των κεφαλαίων της, ποια ήταν η απόδοση από τις κύριες δραστηριότητες της κ.λ.π. Γενικά, οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας υπολογίζονται είτε με βάση τις πωλήσεις της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας χρήσης είτε με βάση τις επενδύσεις της.

**1. Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους (Gross profit margin)** βρίσκεται αν διαιρέσουμε τα μικτά κέρδη της χρήσεως με τις καθαρές πωλήσεις αυτής και δείχνει το μικτό κέρδος που απολαμβάνει μια επιχείρηση από την πώληση προϊόντων αξίας 100 ευρώ,

$$\text{Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους} = 100 \times \frac{\text{Μικτά κέρδη Εκμ/λευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσ}}$$

**2. Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους (Net profit margin)** δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της δηλ. δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Με άλλα λόγια ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό κέρδους, που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους βρίσκεται αν διαιρέσουμε τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μιας περιόδου με το σύνολο των καθαρών πωλήσεων της ίδιας περιόδου,

$$\begin{aligned} \text{Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους} \\ = 100 \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμ/λευσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} \end{aligned}$$

**3. Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (Return on total assets)** μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, καθώς και των επί μέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολογήσεως και ελέγχου της διοικήσεώς της. Βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών κερδών της χρήσεως με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που μετέχουν στην πραγματοποίηση των εν λόγω κερδών,

Καθαρά κέρδη  
εκμεταλλεύσεως

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού} = 100 \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμεταλλεύσεως}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

**4. Συνδυασμένος αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (The Du Pont equation).** Για την εύρεση της αποδοτικότητας του ενεργητικού ως συνδυασμού αφ' ενός της αποδοτικότητας των πωλήσεων (καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους) και αφ' αφετέρου του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού χρησιμοποιείται η παρακάτω σχέση, την οποία ονομάζουμε εξίσωση DuPont,

$$\text{Συνδ. αριθμοδ. αποδ. ενεργητικού} = \text{Κα. Περιθώριο} \times \text{Αριθμ. Ταχύτ. Ενεργητικού}$$

$$\begin{aligned} &\text{Συνδυασμένος αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού} \\ &= 100 \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμεταλλεύσεως}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} \times \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Μέσο ύψος ενεργητικού}} \end{aligned}$$

**5. Ο Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return on net worth)** απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχειρήσεως και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησεως ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Ο αριθμοδείκτης αυτός εκφράζεται από το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών λειτουργικών κερδών της χρήσεως με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχειρήσεως ( μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά),

$$\begin{aligned} &\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} \\ &= 100 \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη Εκμεταλλεύσεως}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} \end{aligned}$$

### 2.5.5 Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας (Financial structure and viability ratios)

**1. Ο Αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια (Ratio of owner's equity to total assets),** δείχνει το ποσοστό του συνόλου των ενεργητικών στοιχείων μιας επιχειρήσεως, που έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της. Ο προσδιορισμός του δείκτη αυτού δίδεται από τη σχέση,

$$\text{Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικά κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Συνολικά κεφάλαια}}$$

**2. Ο Αριθμοδείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια (Ratio of owner's equity to total liabilities),** χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά) προς το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες + βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Ο αριθμοδείκτης αυτός δίδεται από τη σχέση,

$$\text{Αριθμοδείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Ξένα κεφάλαια}}$$

**3. Ο Αριθμοδείκτης καλύψεως τόκων (Number of times interest earned)** δείχνει πόσες φορές οι τόκοι ( οι τόκοι που καταβάλει η επιχείρηση μέσα σε μια χρήση για τη χρησιμοποίηση των ξένων, κυρίως, μακροπρόθεσμων κεφαλαίων της) καλύπτονται από τα καθαρά της κέρδη. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεώς των, πριν από την καταβολή των τόκων των ξένων κεφαλαίων, κερδών με τους τόκους των ξένων κεφαλαίων,

$$\text{Αριθμοδείκτης καλύψεως τόκων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμεταλλεύσεως προφόρων και τόκων}}{\text{Σύνολο τόκων}}$$

### 2.5.6 Αριθμοδείκτες επενδύσεων (Investment ratios)

**1. Κέρδη κατά μετοχή (Earnings per share - E.P.S.).** Ο υπολογισμός των κατά μετοχή κερδών μιας επιχειρήσεως, η οποία έχει μόνο κοινές και προνομιούχες μετοχές βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των καθαρών κερδών της χρήσεως με το μέσο αριθμό των μετοχών της που ήταν σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια αυτής,

$$\text{Κέρδη κατά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

**2. Μέρισμα κατά μετοχή (Dividends per share).** Ο δείκτης των κατά μετοχή κερδών μιας επιχειρήσεως παρέχει ένδειξη του ποσοστού των κερδών που μοιράζονται στους μετόχους και αυτού που παρακρατείται από την επιχείρηση με τη μορφή διαφόρων αποθεματικών. Το μέρισμα κατά μετοχή βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των διανεμομένων κερδών της χρήσεως με το σύνολο των μετοχών που δικαιούνται μερίσματος,

$$\text{Μέρισμα κατά μετοχή (D.P.S.)} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

**3. Η τρέχουσα μερισματική απόδοση (Current dividend yield)** δείχνει το πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας δεδομένης επιχειρήσεως, 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. Σύγκρισή της μερισματικής αποδόσεως μιας επιχειρήσεως με τη μερισματική απόδοση άλλων επιχειρήσεων δείχνει τη σχετική σπουδαιότητα αυτής. Βρίσκεται αν διαιρέσουμε το μέρισμα κατά μετοχή με την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο,

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα κατά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο χρηματιστήριο}}$$

**4. Το ποσοστό διανεμομένων κερδών (Percentage of distributed profits).** Το ποσοστό των κερδών, που διανέμει μια επιχείρηση ως μέρισμα στους μετόχους της, βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των καταβαλλομένων μερισμάτων με το σύνολο των καθαρών της κερδών,

$$\text{Ποσοστό διανεμομένων κερδών} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων χρήσεως}}{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}$$

**5. Εσωτερική αξία μετοχής (Book value per share),** βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχειρήσεως με τον αριθμό των μετοχών της που βρίσκονται σε κυκλοφορία,

$$\begin{aligned} & \text{Εσωτερική αξία μετοχή (μεβάση τη λογιστική καθαρά θέση)} \\ & = \frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}} \end{aligned}$$

**6. Ο Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings ratio),** εκφράζεται διεθνώς με τον συμβολισμό (P/E), βρίσκεται αν διαιρέσουμε την τρέχουσα αξία μιας μετοχής με τα κατά μετοχή κέρδη της προηγούμενης ή της τρέχουσας χρήσεως (εφόσον είναι γνωστά),

$$\text{Λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή} \frac{P}{E} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχή}}$$

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ

### 3.1 Δυσκολίες στη διαστρωματική ανάλυση

Το σημαντικότερο πρόβλημα που αντιμετωπίζει ο αναλυτής είναι η συγκρότηση δείγματος με ομοιογενείς επιχειρήσεις. Στις περισσότερες χώρες υπάρχουν επίσημες κλαδικές κατατάξεις, για τις οποίες μάλιστα τηρούνται βάσεις δεδομένων (π.χ., στην Ελλάδα, ο Σύνδεσμος ΑΕ και ΕΠΕ τηρεί στοιχεία για αρκετές χιλιάδες μέλη του, τα οποία ομαδοποιεί κατά κλάδο, σύμφωνα με την κωδικοποίηση της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδας -ΕΣΥΕ). Όμως, η ανάγκη περιορισμού των διαμορφούμενων κλάδων και υποκλάδων σε έναν πρακτικά διαχειρίσιμο αριθμό, επιβάλλει τη συγκρότηση ομάδων οι οποίες περιλαμβάνουν επιχειρήσεις με αξιόλογες διαφορές.

Σε οικονομίες σχετικά μικρής εμβέλειας, όπως π.χ. η ελληνική, πολλές φορές, η επιλογή είναι μεταξύ της δημιουργίας ενός μεγάλου πλήθους κατατάξεων, αρκετές από τις οποίες θα περιλαμβάνουν ελάχιστο αριθμό επιχειρήσεων ή ενός λογικού αριθμού κατατάξεων με ανομοιογενείς επιχειρήσεις.

Είναι αναγκαίο να σημειωθεί, ακόμη ότι η έννοια της ομοιότητας είναι σχετική και εξαρτάται από τα κριτήρια που θέτει ο αναλυτής, τα οποία με τη σειρά τους προσδιορίζονται από τους στόχους της ανάλυσης. Για παράδειγμα, μπορούν να ομαδοποιηθούν οι επιχειρήσεις του δείγματος με βάση τις ομοιότητές τους από άποψη συνθηκών προσφοράς ή ζήτησης ή νομικής κατάστασης ή μεγέθους κλπ. Ακόμη, οι ομοιότητες μπορούν να αναζητηθούν στην παραγωγική διαδικασία, το δίκτυο διανομής, την τεχνολογική δομή, την υποκαταστασιμότητα των προϊόντων, το επίπεδο κινδύνου, την ιδιοκτησιακή δομή (π.χ. ιδιωτικές / δημόσιες, οικογενειακές / ευρείας διασποράς / λαϊκής βάσης), το μέγεθος, το μερίδιο αγοράς κλπ.

Η εξέταση των δεδομένων του κλάδου έχει έννοια για την ανάλυση, μόνο αν υπάρχουν ομοιότητες μεταξύ των επιχειρήσεων που τον συγκροτούν, δηλαδή αν παρατηρούνται διαφορές μεταξύ των επιμέρους κλάδων. Στην αντίθετη περίπτωση, η κλαδική ανάλυση τείνει να ταυτιστεί με την ανάλυση ενός τυχαίου δείγματος επιχειρήσεων, ανεξάρτητα από τον τομέα δραστηριότητάς τους.

Η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι πράγματι υπάρχουν κλαδικές διαφορές, οι οποίες άλλοτε φαίνεται να είναι εκτεταμένες και ισχυρές και άλλοτε περιορισμένες. Για παράδειγμα, ο G. Foster (1974), συγκρίνοντας τις τιμές βασικών δεικτών 15 κλάδων (ΗΠΑ), κατέληξε ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους. Επίσης, ο M. Γκλεζάκος (1992), αναλύοντας τα δεδομένα 20 κλάδων του δευτερογενούς τομέα, στην Ελλάδα, εντόπισε στατιστικά σημαντικές κλαδικές διαφορές στην κεφαλαιακή δομή, την αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων και τη ρευστότητα, όχι όμως και στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.



Το δεύτερο μεγάλο πρόβλημα της διαστρωματικής ανάλυσης συνδέεται με την διαθεσιμότητα των αναγκαίων δεδομένων. Οι συνηθέστερες δυσκολίες που παρατηρούνται στον τομέα αυτό έχουν ως εξής :

- Μη διαθέσιμα δεδομένα
- Ανομοιομορφία στις λογιστικές στρατηγικές
- Δεδομένα που αναφέρονται σε διαφορετικές χρονικές περιόδους

Στην πρώτη περίπτωση, τα δεδομένα κάποιας ή κάποιων επιχειρήσεων του δείγματος δεν είναι δυνατό να εντοπιστούν ή καλύπτουν ένα μέρος, μόνο της εξεταζόμενης περιόδου. Ανάμεσα στις αιτίες μιας τέτοιας κατάστασης περιλαμβάνονται και οι εξής :

- Η μητρική εταιρία λειτουργεί σε χώρα η οποία δεν επιβάλλει τη δημοσίευση επαρκών στοιχείων. Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ οι εκτός χρηματιστηρίου εταιρίες δεν είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν λογιστικές καταστάσεις. (Αντίθετα, στην Ελλάδα, η υποχρέωση αυτή εκτείνεται σε όλες τις ΑΕ ΚΑΙ ΕΠΕ).
- Τα δεδομένα της επιχείρησης περικλείονται στα δημοσιευμένα (ενοποιημένα) στοιχεία ενός ομίλου με διαφόρων ειδών δραστηριότητες.
- Η επιχείρηση συγχωνεύτηκε με άλλη και έτσι τα δημοσιευμένα στοιχεία αναφέρονται στην προκύπτουσα εταιρία και όχι σε καθεμία από τις συγχωνευθείσες :

Τα προβλήματα αυτής της μορφής δεν είναι δυνατόν να λύνονται πάντα, μπορούν όμως να αντιμετωπιστούν σε αρκετές περιπτώσεις. Ενδεικτικά προτείνονται οι πιο κάτω λύσεις :

- Αφαίρεση της επιχείρησης από το δείγμα ( αν το εύρος του δείγματος το επιτρέπει ).
- Προσαρμογή των μεγεθών με βάση διαθέσιμες πληροφορίες ( σημαντική πηγή χρήσιμων στοιχείων αποτελεί η ετήσια έκθεση προς τους μετόχους )
- Εκτίμηση ορισμένων μεγεθών από εξωλογιστικά δεδομένα, διασταυρώσεις στοιχείων κλπ.

Όταν παρατηρείται ανομοιομορφία στις λογιστικές πολιτικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις του δείγματος, συνίσταται ο αποκλεισμός εκείνων που υιοθετούν ασυνήθιστες μεθόδους, αν βέβαια υπάρχει τέτοια ευχέρεια. Στην αντίθετη περίπτωση, μπορεί να περιοριστεί η ανάλυση στα μεγέθη που δεν επηρεάζονται από τις ιδιόμορφες αυτές μεθόδους. Για παράδειγμα, αν το ενδιαφέρον περιορίζεται στην εξήγηση διαφορών σε πολιτικές διάθεσης κερδών, τότε οι μέθοδοι απόσβεσης δεν ασκούν αξιόλογη επιρροή στα αποτελέσματα των πραγματοποιούμενων συγκρίσεων.

Τέλος, η λήξη των οικονομικών χρήσεων σε διαφορετικά χρονικά σημεία, δεν επιτρέπει στα αντίστοιχα στοιχεία να είναι άμεσα συγκρίσιμα. Στην Ελλάδα για τις περισσότερες επιχειρήσεις, η οικονομική χρήση λήγει την 31/12, έτσι, το πιο πάνω πρόβλημα είναι σημαντικά περιορισμένο. Όμως, σε άλλες χώρες, παρατηρείται αξιόλογη διασπορά των λήξεων μέσα στο έτος. Π.χ. στην Αγγλία, μόνο το 40% των χρήσεων λήγουν τον Δεκέμβριο ( το αντίστοιχο ποσοστό για τις ΗΠΑ είναι 60% περίπου). Σε τέτοιες περιπτώσεις, βοηθούν σημαντικά οι μηνιαίες, τριμηνιαίες και εξαμηνιαίες καταστάσεις που δημοσιεύονται από τις επιχειρήσεις, διότι επιτρέπουν την αναγωγή (έστω και με κάποιες παραδοχές) των ετήσιων στοιχείων σε κοινή βάση.

### **3.2 Δυσκολίες στην εφαρμογή χρονολογικών σειρών**

Οι δυσκολίες που παρουσιάζονται κατά την εφαρμογή των διαφόρων μεθόδων ανάλυσης χρονολογικών σειρών στη χρηματοοικονομική ανάλυση, μπορούν να ομαδοποιηθούν σε δυο κύριες κατηγορίες :

- Εκείνες που συνδέονται με τη διαθεσιμότητα - φερεγγυότητα των αναγκαίων στοιχείων
- Εκείνες που συνδέονται με τις ιδιότητες των κατανομών των χρησιμοποιούμενων δεδομένων.

Ειδικότερα, οι δυσκολίες εξασφάλισης αξιόπιστων στοιχείων στην απαιτούμενη έκταση, οφείλονται σε ένα ή περισσότερους από τους επόμενους λόγους:

**Δομικές αλλαγές**, στα δεδομένα των επιχειρήσεων του δείγματος ή του οικονομικού περιβάλλοντος γενικότερα, οι οποίες είναι δυνατό να οφείλονται σε :

- Αλλαγή του θεσμικού πλαισίου (πχ. αναπροσαρμογή παγίων / αλλαγή μεθόδου αποσβέσεων).
- Αλλαγές στον ανταγωνισμό από υποκατάστατα ή νέες επιχειρήσεις.
- Ανάπτυξη τεχνολογιών που επηρεάζουν την πλευρά του κόστους (π.χ. οι νέες κλωστοϋφαντουργικές επιχειρήσεις είναι σχεδόν εντάσεως κεφαλαίου ενώ, ιστορικά, αυτός ο τομέας ήταν εντάσεως εργασίας).
- Εξαγορές (τρέχοντα ή πρόσφατα δεδομένα μιας εταιρίας περιλαμβάνουν τα μεγέθη απορροφηθισών επιχειρήσεων).

Οι δομικές αλλαγές μπορούν να εντοπιστούν σε αρκετές περιπτώσεις, με διάφορους τρόπους, όπως π.χ. οπτική ανάλυση (εξέταση διαγραμμάτων δεδομένων) και στατιστική ανάλυση (έλεγχος της ισότητας της διακύμανσης υποπεριόδων κλπ.). Για να εξουδετερωθεί η επίδραση τους στα αποτελέσματα της ανάλυσης, μπορούν να ληφθούν, μεταξύ άλλων, τα πιο κάτω μέτρα :

- Ανάλυση μεγαλύτερων περιόδων (π.χ. ετήσια αντί τριμηνιαίων δεδομένων). Σημειώνεται, πάντως ότι όσο πιο μεγάλος είναι το μήκος της περιόδου, τόσο περισσότερες δομικές αλλαγές μπορούν να περιλαμβάνονται σε αυτή.

- Προσδιορισμός αιτιών των δομικών αλλαγών και αντίστοιχη προσαρμογή ενοποίηση των προ της συγχώνευσης δεδομένων).
- Χρησιμοποίηση αναμορφωμένων στοιχείων (μερικές φορές τέτοια στοιχεία περιλαμβάνονται στις ετήσιες εκθέσεις).

**Ποικιλία υιοθετούμενων λογιστικών πολιτικών** (ως προς τις αποσβέσεις, την αποτίμηση κλπ), με αποτέλεσμα την μείωση της συγκρισιμότητας των στοιχείων των επιμέρους επιχειρήσεων.

Σε τέτοιες περιπτώσεις, θα πρέπει να προσαρμοστούν τα αντίστοιχα στοιχεία είτε με βάση πρόσθετες πληροφορίες που δίνονται από την ίδια την επιχείρηση (π.χ. στην ετήσια έκθεση) είτε με τη χρήση προσεγγιστικών τεχνικών. Μια άλλη λύση θα ήταν να χρησιμοποιηθούν μόνο τα δεδομένα που πηγάζουν από την ίδια ομάδα λογιστικών μεθόδων, αν βέβαια υπάρχει ευχέρεια απόρριψης των στοιχείων των λοιπών επιχειρήσεων χωρίς να συρρικνώνεται το δείγμα σε απαγορευτικά επίπεδα.

**Δυσκολίες υπολογισμού**, λόγω της φύσης των δεδομένων, που επιτρέπει τον υπολογισμό ακραίων τιμών (π.χ. μεγέθη που τείνουν στο μηδέν, αν χρησιμοποιηθούν ως παρονομαστές για τον υπολογισμό δεικτών, οδηγούν σε τιμές που τείνουν στο άπειρο). Σε τέτοιες περιπτώσεις, ο αναλυτής μπορεί να προχωρήσει σε απαλοιφή των ακραίων τιμών ή προσαρμογή τους ή να τις διατηρήσει αν εκτιμά ότι η προκαλούμενη παραμόρφωση στα αποτελέσματα είναι ανεκτή.

Επίσης, η εποχικότητα, δημιουργεί δυσκολίες, κύρια όταν γίνονται προβλέψεις για σύντομες χρονικές περιόδους. Η εποχικότητα οφείλεται στην επιρροή που ασκούν στα εξεταζόμενα μεγέθη οι κλιματολογικές συνθήκες, οι καταναλωτικές συνήθειες που συνδέονται με δεδομένες περιόδους του έτους κλπ. Για παράδειγμα, οι πωλήσεις αναψυκτικών και παγωτών αυξάνονται σημαντικά τους θερινούς μήνες στις μεσογειακές χώρες, ενώ οι πωλήσεις πετρελαίου θέρμανσης τους χειμερινούς. Ακόμη τα είδη δώρων ζητούνται εντονότερα κατά τις εορτές των Χριστουγέννων και του Πάσχα, τα λουλούδια κατά την εορτή της Μητέρας ή του Αγίου Βαλεντίνου κλπ.

Μεταξύ των προτεινόμενων λύσεων περιλαμβάνονται η επιλογή υποδειγμάτων που λαμβάνουν υπόψη την εποχικότητα (κύρια με τη χρήση ψευδομεταβλητών - dummyvariables), τη χρήση κλασμάτων του έτους (π.χ. τριμήνων) ως αυτοτελών περιόδων κ.α.

**Μαγείρεμα κερδών.** Το management της επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει το χρόνο δημοσίευσης και το περιεχόμενο των λογιστικών καταστάσεων, ασκώντας με τον τρόπο αυτό επιρροή στα αποτελέσματα της ανάλυσης χρονολογικών σειρών. Ειδικότερα μπορούν να παρουσιαστούν "μαγειρεμένα", τα πιο κάτω μεγέθη:

- Τα έσοδα, μέσω αναβολής ή επίσπευσης του χρόνου τιμολόγησης.
- Τα έξοδα, μέσω προπληρωμένων ή αναβολής του χρόνου τιμολόγησης τους.
- Τα μεγέθη της περιουσίας μέσω επιλογής κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, υπο- ή υπερεκτίμησης των επισφαλών απαιτήσεων κλπ.

Έχει παρατηρηθεί ότι σε πολλές περιπτώσεις, το management προτιμά να παρουσιάσει μια μεγάλη ζημία σε ένα έτος αντί για μικρότερες ζημίες σε περισσότερες περιόδους. Σε τέτοια περίπτωση, "φορτώνει" μια χρήση με ζημίες παρελθουσών χρήσεων που ήταν αφανείς μέχρι τότε (π.χ. υποτίμηση επισφαλειών) καθώς και με έξοδα / ζημίες μελλοντικών χρήσεων όπως :

- Υπεραποσβέσεις
- Υπερεκτίμηση επισφαλειών
- Αλλαγή μεθόδου αποτίμησης των αποθεμάτων
- Τιμολόγηση τρεχόντων εσόδων στην επόμενη περίοδο
- Παρουσίαση εξόδων της προηγούμενης περιόδου σε αυτή την περίοδο
- Διαγραφή περιουσιακών στοιχείων τα οποία ενδέχεται να αποφέρουν κάποια έσοδα (οπότε θα καταχωρηθούν στις αντίστοιχες μελλοντικές περιόδους).

**Έλλειψη διαχρονικής σταθερότητας (non - stationarity )**, λόγω δομικών αλλαγών, συγχωνεύσεων, μετατροπών κλπ. Μια χρονολογική σειρά θεωρείται σταθερή όταν τα βασικά της στατιστικά χαρακτηριστικά (κυρίως ο μέσος και η διακύμανση) δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές διαχρονικές μεταβολές. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι μη σταθερές σειρές μπορούν να μετατραπούν σε σταθερές με την εφαρμογή διαφόρων μεθόδων, όπως μετατροπή των δεδομένων (transformation, differencing κλπ).

**Αυτοσυσχέτιση (autocorrelation)**, διότι τα δεδομένα αφορούν διαδοχικές χρήσεις και για αυτό συσχετίζονται συνήθως, μεταξύ τους. Η αυτοσυσχέτιση μετριέται για τιμές που απέχουν  $k$  περιόδους μεταξύ τους ( $k=1,2,\dots,n$ ) και εκφράζεται με αντίστοιχους συντελεστές. Π.χ. η αυτοσυσχέτιση βαθμού εξετάζει τις σχέσεις όλων των τιμών που απέχουν  $v$  περιόδους μεταξύ τους.

Πολλές στατιστικές μέθοδοι, όπως αυτή των ελαχίστων τετραγώνων προϋποθέτουν στατιστικά μηδενικό συντελεστή αυτοσυσχέτισης, ενώ άλλες βασίζονται σε αυτή.

**Πολυσυσγγραμικότητα (multicollinearity)**, κύρια στην περίπτωση που οι ανεξάρτητες μεταβλητές προκύπτουν από την ίδια μεταβλητή, διαφέροντας μόνο στα σημεία έναρξης και λήξης της συνολικής περιόδου στην οποία αναφέρονται (lag values). Αυτό συμβαίνει κατά βάση όταν χρησιμοποιούνται υποδείγματα ARIMA. Η πολυσυσγγραμικότητα μπορεί να εξουδετερωθεί σε αρκετές περιπτώσεις, με τη χρήση ειδικών μεθοδολογιών μετατροπής των δεδομένων

**Έλλειψη κανονικότητας**, ήτοι η κατανομή των δεδομένων δεν μπορεί να θεωρηθεί κανονική διότι χαρακτηρίζεται από ασυμμετρία ή κύρτωση κλπ. Στην περίπτωση αυτή, πάντως, υπάρχει η δυνατότητα βελτίωσης της κανονικότητας μέσω τιμών με την τετραγωνική ρίζα τους κλπ). Για μη κανονικές κατανομές δεν είναι δυνατός ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των εκτιμώμενων συντελεστών  $\alpha$ ,  $\beta$ , κλπ..

### 3.3 Δυσκολίες στην χρήση αριθμοδεικτών

Η χρήση των αριθμοδεικτών είναι αρκετά διαδεδομένη αλλά παρουσιάζουν περιορισμούς και δυσκολίες για αυτό και ο κάθε αναλυτής θα πρέπει να είναι ενημερωμένος. Παρακάτω θα παρουσιάσω μερικούς περιορισμούς.

Ο μέσος όρος του κλάδου των εταιριών που γίνεται ανάλυση μπορεί να έχει μεγάλες αποκλίσεις με τους δείκτες των εταιριών του, και αυτό σημαίνει ότι μπορεί να μην αντιπροσωπεύει τις εταιρίες που έχουν επιλεγεί για ανάλυση. Πολλές φορές ο μέσος όρος αυτός παρουσιάζει γενικά νούμερα του κλάδου το οποίο σημαίνει ότι δεν είναι πάντα χρήσιμος στην ανάλυση όσο μπορεί να νομίζει ο αναλυτής.

Μία άλλη δυσκολία είναι η ταξινόμηση μιας εταιρείας σε κάποιο κλάδο και αυτό διότι αρκετές επιχειρήσεις ασχολούνται με πολλά προϊόντα και δεν είναι εύκολη η ταξινόμηση τους σε συγκεκριμένο κλάδο.

Η εποχικότητα της επιχείρησης παίζει ακόμα σπουδαίο ρόλο. Υπάρχουν επιχειρήσεις που τα προϊόντα τους είναι εποχικά (πχ. παγωτά) το οποίο σημαίνει ότι εάν η ανάλυση γίνεται ανά έτος είναι δύσκολο να δούμε τη σωστή εικόνα της επιχείρησης αφού η λειτουργία της δεν είναι ομαλή ολόκληρο το έτος λόγω εποχικότητας.

Κάποιοι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούμε στην ανάλυση δεν μπορούν να ερμηνευτούν εύκολα. Δηλαδή μπορεί να έχουν ψηλές ή χαμηλές τιμές αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι μπορεί να διακρίνει ο αναλυτής την πραγματική τους επίδραση στην επιχείρηση εάν δεν εμβαθύνει περισσότερο πέρα από τις τιμές τους.

Σημαντικό είναι επίσης ότι δεν φαίνεται η ποιότητα των στοιχείων που παρουσιάζονται στους αριθμοδείκτες.

Επειδή οι συγκρίσεις γίνονται ανά περιόδους θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι σε κάθε περίοδο επικρατούν διαφορετικά δεδομένα στο περιβάλλον των επιχειρήσεων και στην αγορά. Οι μεταβολές είναι πολλές και μπορούν να επηρεάσουν την ανάλυση και τη σύγκριση. Κάτι άλλο που πρέπει να προσέχει ο αναλυτής είναι ο πληθωρισμός δηλαδή η μεταβολή της δύναμης (αγοραστικής) του νομίσματος κατά τις περιόδους ανάλυσης.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αντλούν τα δεδομένα τους από τον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Οι καταστάσεις αυτές (ισολογισμός, αποτελέσματα χρήσεως) παρουσιάζουν αδυναμίες και μειονεκτήματα.

Οι τιμές στα στοιχεία που παρουσιάζονται στον ισολογισμό είναι σε παλαιότερες τιμές και όχι σε τρέχουσες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τα στοιχεία αυτά να έχουν διαμορφωθεί με βάση παλαιότερα γεγονότα και σε συνδυασμό με τον πληθωρισμό που αναφέρθηκε παραπάνω και τις αλλαγές ανά έτος, να μην είναι τόσο αντιπροσωπευτικά.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ

### A.E.

#### 4.1 Γενικά στοιχεία για την επιχείρηση

Η Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης ιδρύθηκε το 1998. Γεννήθηκε όμως πολλά χρόνια πριν, από την αγάπη του εμπνευστή της για την Ελλάδα. Η ζύμωση για να δημιουργηθεί η μπύρα Βεργίνα και η ζυθοποιία ξεκίνησε στην ψυχή του Δημήτρη Πολιτόπουλου, που αποφάσισε να επενδύσει όλη του τη γνώση, την εμπειρία, τη δημιουργικότητα αλλά και την περιουσία στη χώρα του, στον τόπο του. Γιατί ως πολίτης του κόσμου ο ίδιος, δε δεχόταν μια χώρα σαν την Ελλάδα να μην έχει τη δική της ταυτότητα στην μπύρα.

Στα μέσα της δεκαετίας του '90, η Ελλάδα δε διέθετε ούτε μία, 100%, γνήσια ελληνική μπύρα αλλά περιοριζόταν στην παραγωγή ξενόγλωσσων σημάτων από τους πολυεθνικούς-κολοσσούς του κλάδου. Η νέα τότε μπύρα «Βεργίνα», ήταν ένα προϊόν από μια ελληνική εταιρεία, από ελληνικές πρώτες ύλες, από ελληνικά χέρια! Και το καλύτερο από όλα; Είναι μια εξαιρετική μπύρα, αναγνωρισμένη μεταξύ των καλύτερων lager στον κόσμο! Η αποδοχή ήταν απρόσμενα εγκάρδια όπου κι αν προσφερόταν, από τα beach bars της Αυστραλίας έως τα καλύτερα gourmet εστιατόρια της Νέας Υόρκης! Στην ίδια την Ελλάδα όμως, αυτή η ιδέα ήρθε να ταράξει τα νερά μιας παγιωμένης κατάστασης, απόλυτα ελεγχόμενης από τις ξένες πολυεθνικές. Έτσι ξεκίνησε ένας πολύχρονος και άνισος αγώνας που τελικά δικαίωσε την προσπάθεια και έγινε έμπνευση για πολλές μικρές, ανεξάρτητες ελληνικές ζυθοποιίες να κάνουν τα πρώτα τους βήματα. Σήμερα η Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης απασχολεί περισσότερους από 100 ανθρώπους στις εγκαταστάσεις της που βρίσκονται στην Κομοτηνή, τη Θεσσαλονίκη και την Αθήνα. Επενδύσεις δεκάδων εκατομμυρίων ευρώ, έχουν μετεξελιχθεί σε μια υπερσύγχρονη μονάδα παραγωγής και εμφιάλωσης διαφόρων τύπων μπύρας, σύμφωνα με όλες τις διεθνείς προδιαγραφές και πιστοποιήσεις (ISO 22000 από την TUV Hellas, Agro 2.1 & 2.2 από την QMS cert.).

Παρακολουθώντας και προλαβαίνοντας τις εξελίξεις της παγκόσμιας αγοράς μπύρας, η «Βεργίνα» έχει συμπεριλάβει μια εκτενή γκάμα εταιρικών σημάτων και specialty beers, όπως η «Βεργίνα Κόκκινη», η «Βεργίνα Πορφύρα» και η «Βεργίνα Weiss», ενώ μια νέα γενιά από εποχικές και specialty μπύρες αναμένεται να κυκλοφορήσει στην ελληνική και ξένη αγορά.

## 4.2 Οικονομικά στοιχεία

Η Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης την τετραετία 2013-2016 παρουσιάζει σημαντική άνοδο στις πωλήσεις (16,7% σε σχέση με το 2013) και κέρδη που η αύξησή τους το 2016 σε σχέση με το 2013, ξεπερνά το 70%.

Οι πίνακες 4.1 - 4.7 εμφανίζουν τους συγκριτικούς ισολογισμούς και τα αποτελέσματα της επιχείρησης κατά την εν λόγω τετραετία (σε απόλυτους αριθμούς και κοινά μεγέθη), καθώς και τους αριθμοδείκτες των στοιχείων αυτών. Από τη μελέτη τους προκύπτει ότι ορισμένα στοιχεία σημειώνουν αξιόλογες μεταβολές.

Τα αποθέματα της επιχείρησης παρουσίασαν σημαντική ανοδική πορεία κατά την τετραετία 2013-2016 (149.31%) και μόνο το 2015 σημείωσαν κάμψη σε σχέση με το 2014 (36.42%).

Τα ταμειακά διαθέσιμα την τετραετία 2013-2016 παρουσίασαν αύξηση κατά 25% με την μεγαλύτερη άνοδο το 2015 που αυξήθηκαν κατά 235%

Συνολικά το κυκλοφορούν ενεργητικό την τετραετία 2013-2016 σημείωσε αύξηση 33% και το σύνολο του ενεργητικού 24%.

Όσον αφορά το παθητικό τα ίδια κεφάλαια την τετραετία 2013-2016 σημείωσαν αύξηση 20% και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από το 2014 που παρουσίασαν αύξηση 168% παραμένουν στα ίδια επίπεδα μέχρι το 2016.

Το σύνολο των υποχρεώσεων την τετραετία αυξήθηκε κατά 29% ενώ το σύνολο του παθητικού κατά 24%.

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Μη Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Ενσώματα Πάγια	11,961.91	12,972.75	12,948.80	14,245.18
Άυλα Πάγια	19.82	16.56	11.62	6.81
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	14.03	13.66	13.66	13.66
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>11,995.77</b>	<b>13,002.98</b>	<b>12,974.08</b>	<b>14,265.65</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Αποθέματα	1,700.80	2,548.92	1,929.58	4,240.28
Απαιτήσεις	4,898.60	4,658.05	5,361.42	4,610.89
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	415.87	416.86	1,395.31	522.76
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>7,015.27</b>	<b>7,623.83</b>	<b>8,686.31</b>	<b>9,373.94</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>19,011.04</b>	<b>20,626.81</b>	<b>21,660.39</b>	<b>23,639.59</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	4,515.91	4,432.94	4,432.94	4,432.94
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	6,539.52	6,672.86	7,011.61	8,913.18
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>11,055.43</b>	<b>11,105.80</b>	<b>11,444.56</b>	<b>13,346.12</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1,142.05	3,063.91	3,096.97	3,003.90
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	6,813.55	6,457.10	7,118.86	7,289.56
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>7,955.61</b>	<b>9,521.01</b>	<b>10,215.83</b>	<b>10,293.47</b>
<b>Σύνολο Παθητικού &amp; ΚΘ</b>	<b>19,011.04</b>	<b>20,626.81</b>	<b>21,660.39</b>	<b>23,639.59</b>

Πίνακας 4.1 Ισολογισμός Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016



<b>ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΖΥΘΟΥ</b>				
<b>Δείκτες τάσεως στοιχείων Ισολογισμού (2013=100)</b>				
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Μη Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Ενσώματα Πάγια	100.00	108.45	108.25	119.09
Άυλα Πάγια	100.00	83.56	58.62	34.34
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	100.00	97.37	97.37	97.37
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>100.00</b>	<b>108.40</b>	<b>108.16</b>	<b>118.92</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Αποθέματα	100.00	149.87	113.45	249.31
Απαιτήσεις	100.00	95.09	109.45	94.13
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	100.00	100.24	335.52	125.70
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>100.00</b>	<b>108.67</b>	<b>123.82</b>	<b>133.62</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>100.00</b>	<b>108.50</b>	<b>113.94</b>	<b>124.35</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	100.00	98.16	98.16	98.16
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	100.00	102.04	107.22	136.30
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>100.00</b>	<b>100.46</b>	<b>103.52</b>	<b>120.72</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	100.00	268.28	271.18	263.03
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	100.00	94.77	104.48	106.99
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>100.00</b>	<b>119.68</b>	<b>128.41</b>	<b>129.39</b>
<b>Σύνολο Παθητικού &amp; ΚΘ</b>	<b>100.00</b>	<b>108.50</b>	<b>113.94</b>	<b>124.35</b>

Πίνακας 4.2 Δείκτες τάσεως στοιχείων Ισολογισμού Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016

<b>ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΖΥΘΟΥ</b>				
<b>Ισολογισμοί κοινού μεγέθους για τα έτη 2013-2016</b>				
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Μη Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Ενσώματα Πάγια	63%	63%	60%	60%
Άυλα Πάγια	0%	0%	0%	0%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	0%	0%	0%	0%
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>63%</b>	<b>63%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Αποθέματα	9%	12%	9%	18%
Απαιτήσεις	26%	23%	25%	20%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	2%	2%	6%	2%
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	24%	21%	20%	19%
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	34%	32%	32%	38%
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>58%</b>	<b>54%</b>	<b>53%</b>	<b>56%</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	6%	15%	14%	13%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	36%	31%	33%	31%
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>42%</b>	<b>46%</b>	<b>47%</b>	<b>44%</b>
<b>Σύνολο Παθητικού &amp; ΚΘ</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Πίνακας 4.3 Ισολογισμοί κοινού μεγέθους Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016

#### 4.3 Ανάλυση της οικονομικής κατάστασης με χρήση αριθμοδεικτών

Στον πίνακα 4.4 παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. κατά τα έτη 2013-2016.

##### Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Στην ανάλυση της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. παρατηρούμε ότι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας παρουσιάζει μία σταδιακή αύξηση για τα έτη 2013-2016 από 1.02 στο 1.28

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας την τετραετία 2013-2016 κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα κοντά στο 0.7 με μια μικρή αύξηση της τάξεως 0.2 το 2015

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας τα έτη 2013 και 2014 παραμένει σταθερός, ενώ το έτος 2015 παρουσιάζει αύξηση κατά 0.5 και το έτος 2016 μειώνεται ξανά κατά 0.3.

### **Αριθμοδείκτες δραστηριότητας**

Στην διαχρονική ανάλυση της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τα πρώτα έτη 2013-2015 κυμαίνεται σε σταθερά επίπεδα (5.357 μέχρι 5.543) και παρουσιάζει πτώση στο έτος 2016 με την τιμή του να είναι στο 3.872.

Ο δείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού, παγίων και ιδίων κεφαλαίων παραμένουν σταθεροί σε όλη την τετραετία. Ο δείκτης ενεργητικού με τιμές 0.8, ο δείκτης κυκλοφορίας παγίων στο 1.3 και των ιδίων κεφαλαίων στο 1.5

### **Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας**

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους με τιμή 0.5 το 2013 σημειώνει πτώση το 2014 σε 0.3, το 2015 παραμένει σταθερός και αυξάνεται κατά 0.8 το έτος 2016.

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους σημειώνει σταδιακή πτώση από 0.82 το 2013 σε 0.6 τα έτη 2014 και 2015 και 0.12 το έτος 2016.

Όσο αναφορά τον δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού από 0.07 το έτος 2014 παρουσιάζει πτώση σε 0.05 το 2014 και 2015 και αυξάνεται σε 0.98 το 2016

Παρόμοια κινείται και ο δείκτης αποδοτικότητας κεφαλαίων, όπου από 0.12 το έτος 2014 παρουσιάζει πτώση σε 0.92 τα έτη 2014 και 2015 και αυξάνεται σε 0.17 το 2016

### **Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας**

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια παραμένει σταθερός στην τετραετία ανάλυσης, ενώ ο δείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια από 1.39 το 2014 παρουσιάζει πτώση σε 1.16 το 2014, μια μικρή πτώση σε 1.12 το 2015 και αυξάνεται σε 1.29 το 2016.

Τέλος ο αριθμοδείκτης καλύψεως τόκων από 11 το 2014 παρουσιάζει σημαντική πτώση σε 6.6 και 7.2 τα έτη 2014 και 2015 αντίστοιχα και αυξάνεται σημαντικά το 2016 σε 13.5 .

<b>ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΖΥΘΟΥ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Αριθμ.Ρευστότητας</b>				
Γενικής Ρευστότητας	1.030	1.181	1.220	1.286
Ειδικής ρευστότητας	0.780	0.786	0.949	0.704
Ταμειακής ρευστότητας	0.061	0.065	0.196	0.072
<b>Αριθμοδείκτες δραστηριότητας</b>				
Ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων	5.357	5.496	5.543	3.872
Ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού	0.873	0.824	0.828	0.820
Ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων	1.386	1.309	1.383	1.359
Ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων	1.501	1.530	1.567	1.452
<b>Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας</b>				
Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους	0.503	0.313	0.308	0.383
Καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους	0.082	0.060	0.059	0.120
Αποδοτικότητας ενεργητικού	0.071	0.050	0.049	0.098
Αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	0.123	0.092	0.092	0.174
<b>Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας</b>				
Αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια	0.582	0.538	0.528	0.565
Αριθμοδείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια	1.390	1.166	1.120	1.297
Αριθμοδείκτης καλύψεως τόκων	11.056	6.633	7.265	13.569

Πίνακας 4.4 Αριθμοδείκτες Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016

#### 4.4 Ανάλυση των αποτελεσμάτων

Τα μικτά κέρδη της επιχειρήσεως παρουσιάζουν καθοδική πορεία μέχρι το 2015 και το 2016 αυξάνονται αλλά εξακολουθούν να είναι μειωμένα σε σχέση με το αρχικό έτος ανάλυσης (2013). Το κόστος πωληθέντων αυξήθηκε τα έτη 2014, 2015 και 2016 κατά 41%, 50% και 44% αντίστοιχα. Στα λειτουργικά έξοδα παρατηρούμε ότι τα έξοδα διαθέσεως παρουσιάζουν σημαντική μείωση τα έτη 2014-2016. Το έτος 2014 έχουμε μείωση 53%, το 2015 56% και το έτος 2016 62%. Αυτή η σημαντική μείωση των εξόδων διαθέσεως φαίνεται να επηρεάζει αρκετά τα αποτελέσματα της επιχειρήσεως, ειδικά το έτος 2016 όπου τα μικτά αποτελέσματα είναι μικρότερα σε σχέση με το αρχικό έτος ανάλυσης (2013) αλλά τα αποτελέσματα προ τόκων και φόρων αλλά και μετά από φόρους είναι μεγαλύτερα. Επίσης παρατηρούμε ότι οι φόροι εισοδήματος είναι σταθεροί εκτός από το τελευταίο έτος ανάλυσης (2016) που μειώνονται κατά 85%.

<b>ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΖΥΘΟΥ</b>				
<b>Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσεως για τα έτη 2013-2016 (σε χιλ. ευρώ)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	16,595.75	16,994.75	17,930.01	19,373.76
Κόστος πωληθέντων	8,253.98	11,677.42	12,412.32	11,944.88
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>8,341.77</b>	<b>5,317.33</b>	<b>5,517.68</b>	<b>7,428.88</b>
Έξοδα διοικήσεως	856.54	720.43	877.48	1,270.01
Έξοδα διαθέσεως	5,692.10	3,068.09	3,202.10	3,565.58
Λοιπά έξοδα	21.34	133.95	50.90	170.10
Λοιπά έσοδα	323.53	328.12	424.51	171.66
<b>Αποτέλεσμα πρό τόκων και φόρων</b>	<b>2,095.32</b>	<b>1,722.98</b>	<b>1,811.71</b>	<b>2,594.85</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	7.65	0.17	0.11	0.12
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	197.17	259.93	249.49	191.35
<b>Αποτέλεσμα πρό φόρων</b>	<b>1,905.80</b>	<b>1,463.22</b>	<b>1,562.32</b>	<b>2,403.62</b>
Φόροι εισοδήματος	548.05	438.06	510.31	79.38
<b>Αποτέλεσμα μετά από φόρους</b>	<b>1,357.74</b>	<b>1,025.16</b>	<b>1,052.01</b>	<b>2,324.23</b>

Πίνακας 4.5 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016

<b>ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΖΥΘΟΥ</b>				
<b>Δείκτες τάσεως στοιχείων Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεως (2013=100)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	100.00	102.40	108.04	116.74
Κόστος πωληθέντων	100.00	141.48	150.38	144.72
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>100.00</b>	<b>63.74</b>	<b>66.15</b>	<b>89.06</b>
Έξοδα διοικήσεως	100.00	84.11	102.45	148.27
Έξοδα διαθέσεως	100.00	53.90	56.26	62.64
Λοιπά έξοδα	100.00	627.63	238.51	797.00
Λοιπά έσοδα	100.00	101.42	131.21	53.06
<b>Αποτέλεσμα πρό τόκων και φόρων</b>	<b>100.00</b>	<b>82.23</b>	<b>86.46</b>	<b>123.84</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	100.00	2.28	1.40	1.57
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	100.00	131.83	126.54	97.05
<b>Αποτέλεσμα πρό φόρων</b>	<b>100.00</b>	<b>76.78</b>	<b>81.98</b>	<b>126.12</b>
Φόροι εισοδήματος	100.00	79.93	93.11	14.48
<b>Αποτέλεσμα μετά από φόρους</b>	<b>100.00</b>	<b>75.50</b>	<b>77.48</b>	<b>171.18</b>

Πίνακας 4.6 Δείκτες τάσεως στοιχείων Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεως Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016

<b>ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΖΥΘΟΥ</b>				
<b>Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσεως για τα έτη 2013-2016 (σε χιλ. ευρώ)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	100%	100%	100%	100%
Κόστος πωληθέντων	50%	69%	69%	62%
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>50%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>38%</b>
Έξοδα διοικήσεως	5%	4%	5%	7%
Έξοδα διαθέσεως	34%	18%	18%	18%
Λοιπά έξοδα	0%	1%	0%	1%
Λοιπά έσοδα	2%	2%	2%	1%
<b>Αποτέλεσμα πρό τόκων και φόρων</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	0%	0%	0%	0%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	1%	2%	1%	1%
<b>Αποτέλεσμα πρό φόρων</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>
Φόροι εισοδήματος	3%	3%	3%	0%
<b>Αποτέλεσμα μετά από φόρους</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>12%</b>

Πίνακας 4.7Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων ΧρήσεωςΖυθοποιίας Μακεδονίας Θράκηςγια τα έτη 2013-2016

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ

### A.E.

#### 5.1 Γενικά στοιχεία για την επιχείρηση

Η ΕΖΑ πρότυπος ελληνική ζυθοποιία δημιουργήθηκε το 1989 ως ομώνυμη θυγατρική γερμανικού ομίλου του οποίου η μπύρα κυκλοφόρησε στην Ελλάδα το 1980, υπό καθεστώς παραχώρησης σήματος. Το 1988 η γερμανική μητρική εταιρεία ανέλαβε η ίδια την ανάπτυξη του σήματός της, στην Ελλάδα και ένα χρόνο αργότερα απέκτησε το εργοστάσιο στην Αταλάντη. Ακολούθησε η ανασυγκρότηση της εταιρείας και η μετονομασία της σε Ελληνική Ζυθοποιία Αταλάντης Α.Ε. (ΕΖΑ). Το 1998 πραγματοποιήθηκε η υπό μορφή “managementbuy-out” εξαγορά των μετοχών που ανήκαν στην γερμανική εταιρεία (διαδικασία η οποία ολοκληρώθηκε το 2003) με αποτέλεσμα την πλήρη ελληνοποίηση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της. Η συμφωνία πώλησης περιέλαβε και τη σύναψη σύμβασης παραχώρησης σήματος για παραγωγή και διάθεση της μπύρας αυτής μέχρι το 2009. Στο ίδιο διάστημα, η τεχνολογία παραγωγής γερμανικής μπύρας εμπλουτίστηκε και με την τεχνολογία παραγωγής βελγικής μπύρας και για πάνω από μία δεκαετία η ΕΖΑ παράγαγε διεθνώς αναγνωρισμένο βέλγικο σήμα μπύρας εξαιρετικής ποιότητας. Ταυτόχρονα, η ΕΖΑ εισήγαγε και λανσάρισε στην ελληνική αγορά ξένα σήματα δημιουργώντας νέα τμήματα της αγοράς μπύρας – όπως για παράδειγμα τις μπύρες Weiss. Το 2011, η αναδιάρθρωση της ΕΖΑ περιέλαβε και την αλλαγή της εταιρικής της ονομασίας σε ΕΖΑ πρότυπος ελληνική ζυθοποιία όπως και του σήματός της.

Το νέο εταιρικό λογότυπο φέρει τα αρχικά της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης και δηλώνει με το μπλε χρώμα την ελληνικότητα της εταιρείας ενώ με το πράσινο τονίζει τον χωρίς συμβιβασμούς ποιοτικό και οικολογικό προσανατολισμό της. Η απεικόνιση δείχνει μια σταγόνα κρυστάλλινου νερού από τον Παρνασσό που μεταμορφώνεται σε μπύρα και έχει στο εσωτερικό της τα αγνά συστατικά από τα οποία παράγονται οι μπύρες της εταιρείας: νερό, βύνη κριθαριού, λυκίσκο και μαγιά.

Η ΕΖΑ πρότυπος ελληνική ζυθοποιία διαθέτει σύγχρονο εργοστάσιο ζύθου με υψηλό παραγωγικό δυναμικό και απασχολεί περισσότερους από 100 ειδικευμένους εργαζόμενους στην ομώνυμη πόλη της Φθιώτιδας. Η μονάδα στην Αταλάντη, βρίσκεται στο κέντρο της Ελλάδος, όπου λειτουργεί σε αρμονία με το φυσικό περιβάλλον χρησιμοποιώντας για την παραγωγή μπύρας το εξαιρετικής ποιότητας και σύστασης αρτεσιανό νερό του Παρνασσού. Παράγει προϊόντα ζύθου ανώτατης ποιότητας χρησιμοποιώντας, ως πρώτες ύλες, επιλεγμένες ποικιλίες καλοκαιρινών εξάκλωνων κριθαριών τύπου Scarlet και Prestige και αρωματικό λυκίσκο Hallertau Bauvarίας και Saaz Βοημίας. Η ΕΖΑ εφαρμόζει επιτυχώς ένα -προηγμένης τεχνολογίας- ολοκληρωμένο σύστημα διαδικασιών παραγωγής και περιβαλλοντικής φροντίδας, συμμορφούμενη με τα πρότυπα ELOT EN ISO 22000:2005 για την παρασκευή μπύρας.

Πρωτοπόρος στην βαρελίσια μπύρα, η ΕΖΑ έγινε ιδιαίτερα ανταγωνιστική στην συγκεκριμένη συσκευασία, επενδύοντας στον ειδικό εξοπλισμό, που παραχωρεί στα καταστήματα λιανικής με χρησιδάνειο. Συνεργάζεται επιτυχώς με περισσότερα από 2.500 τελικά σημεία (ξενοδοχεία – εστιατόρια – café), διαθέτοντας μπύρα στην απαιτητική συσκευασία του βαρελιού. Έτσι στον τελικό καταναλωτή η ΕΖΑ προσφέρει άριστη ποιότητα φρέσκιας βαρελίσιας μπύρας, σωστό service και ένα προϊόν που απολαμβάνει της εκτίμησής του.

Με υπερηφάνεια, η ΕΖΑ πρότυπος ελληνική ζυθοποιία παράγει δύο εξαιρετικά προϊόντα (σε συσκευασίες μπουκαλιού, κουτιού και βαρελιού) μέσω της διαδικασίας “Μακράς Ωρίμανσης” που διαρκεί τουλάχιστον 21 ημέρες! Το πρώτο από αυτά είναι η ελληνική μπύρα Pils Hellas την οποία η ΕΖΑ λανσάρισε το 1996, δημιουργώντας την υποκατηγορία των “εθνικών μπυρών”. Το δεύτερο είναι η Berlin Premium Lager, μια μπύρα ανωτάτης ποιότητας, που κυκλοφόρησε τον Απρίλιο 2010 αφού προηγούμενα ολοκληρώθηκε μια μακρά περίοδος προετοιμασίας και δοκιμών από την ομάδα του γερμανού ζυθοποιού Dr. Bilge, στην Αταλάντη.

Έχοντας αποκτήσει μία δυναμική παρουσία στην αγορά της ποιοτικής βαρελίσιας μπύρας και ικανοποιητική διανομή, η ΕΖΑ πρότυπος ελληνική ζυθοποιία ακολουθεί στρατηγική ανάπτυξης πολλαπλών σημάτων, συμμετέχοντας σε πολλές υποκατηγορίες της αγοράς μπύρας. Έτσι, εκτός από τα ιδιόκτητα σήματά της, η ΕΖΑ προχώρησε και στην ανάπτυξη διεθνώς αναγνωρισμένων σημάτων, ανάμεσα στα οποία περιλαμβάνονται οι Bavaria, Krombacher, Arcobrau, Augustijn και Gulden Draak.

## **5.2 Οικονομικά στοιχεία**

Η Ελληνική Ζυθοποιία Αταλάντης την τετραετία 2013-2016 παρουσιάζει σημαντική άνοδο στις πωλήσεις (64.91% σε σχέση με το 2013) και το 2016 παρουσιάζει κέρδη καθώς τα έτη 2013-2015 είχε ζημιές.

Τα αποθέματα της παρουσίασαν αρχικά μια μείωση τα έτη 2014 και 2015 13% και 28% αντίστοιχα αλλά το έτος 2016 στο τέλος της τετραετίας δηλαδή παρουσίασαν αύξηση 242% σε σχέση με το 2013.

Τα ταμειακά διαθέσιμα την τετραετία 2013-2016 παρουσίασαν αύξηση κατά 220% με την μεγαλύτερη άνοδο το 2014 που αυξήθηκαν κατά 456%.

Επίσης οι απαιτήσεις παρουσίασαν άνοδο το έτος 2016 κατά 129% σε σχέση με το 2013 ενώ τα υπόλοιπα έτη παρέμειναν σταθερές.

Στο παθητικό τα ίδια κεφάλαια παρουσίασαν μικρή πτώση 3.5%(2014) 10%(2015) και 7%(2016) και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις σημειώνουν αύξηση συνεχώς σε κάθε έτος ξεκινώντας το 2014 με 190% , 250% το 2015 και 258% το 2016.

Το σύνολο των υποχρεώσεων την τετραετία αυξήθηκε κατά 138% ενώ το σύνολο του παθητικού σημείωσε αύξηση 63%



<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.</b>				
<b>Ισολογισμοί 31/12 για τα έτη 2013-2016 (σε χιλ. ευρώ)</b>				
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Μη Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Ενσώματα Πάγια	20,666.00	21,667.00	25,156.00	26,794.00
Άυλα Πάγια	281.00	341.00	352.00	389.00
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	441.00	554.00	851.00	891.00
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>21,388.00</b>	<b>22,562.00</b>	<b>26,359.00</b>	<b>28,074.00</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Αποθέματα	1,598.00	1,396.00	1,164.00	5,467.00
Απαιτήσεις	4,781.00	4,767.00	4,303.00	10,988.00
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	609.00	3,387.00	1,603.00	1,950.00
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>6,988.00</b>	<b>9,550.00</b>	<b>7,070.00</b>	<b>18,405.00</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>28,376.00</b>	<b>32,112.00</b>	<b>33,429.00</b>	<b>46,479.00</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	6,077.00	6,077.00	6,077.00	6,077.00
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	8,526.00	8,010.00	7,057.00	7,608.00
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>14,603.00</b>	<b>14,087.00</b>	<b>13,134.00</b>	<b>13,685.00</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4,149.00	12,063.00	14,498.00	14,854.00
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	9,624.00	5,962.00	5,797.00	17,940.00
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>13,773.00</b>	<b>18,025.00</b>	<b>20,295.00</b>	<b>32,794.00</b>
<b>Σύνολο Παθητικού &amp; ΚΘ</b>	<b>28,376.00</b>	<b>32,112.00</b>	<b>33,429.00</b>	<b>46,479.00</b>

Πίνακας 5.1 Ισολογισμός Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.</b>				
<b>Δείκτες τάσεως στοιχείων Ισολογισμού (2013=100)</b>				
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Μη Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Ενσώματα Πάγια	100.00	104.84	121.73	129.65
Άυλα Πάγια	100.00	121.35	125.27	138.43
Λοιπά μηκυκλοφορούνταστοιχεία	100.00	125.62	192.97	202.04
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>100.00</b>	<b>105.49</b>	<b>123.24</b>	<b>131.26</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Αποθέματα	100.00	87.36	72.84	342.12
Απαιτήσεις	100.00	99.71	90.00	229.83
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	100.00	556.16	263.22	320.20
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>100.00</b>	<b>136.66</b>	<b>101.17</b>	<b>263.38</b>
<b>ΣύνολοΕνεργητικού</b>	<b>100.00</b>	<b>113.17</b>	<b>117.81</b>	<b>163.80</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	100.00	100.00	100.00	100.00
Λοιπά στοιχεία ΙδίωνΚεφαλαίων	100.00	93.95	82.77	89.23
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>100.00</b>	<b>96.47</b>	<b>89.94</b>	<b>93.71</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	100.00	290.74	349.43	358.01
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	100.00	61.95	60.23	186.41
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>100.00</b>	<b>130.87</b>	<b>147.35</b>	<b>238.10</b>
<b>Σύνολο Παθητικού&amp; ΚΘ</b>	<b>100.00</b>	<b>113.17</b>	<b>117.81</b>	<b>163.80</b>

Πίνακας 5.2 Δείκτες τάσεως στοιχείων Ισολογισμού Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.</b>				
<b>Ισολογισμοί κοινού μεγέθους για τα έτη 2013-2016</b>				
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Μη Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Ενσώματα Πάγια	73%	67%	75%	58%
Άυλα Πάγια	1%	1%	1%	1%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	2%	2%	3%	2%
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>	<b>75%</b>	<b>70%</b>	<b>79%</b>	<b>60%</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>				
Αποθέματα	6%	4%	3%	12%
Απαιτήσεις	17%	15%	13%	24%
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	2%	11%	5%	4%
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>	<b>25%</b>	<b>30%</b>	<b>21%</b>	<b>40%</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ &amp; ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ</b>				
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>				
Μετοχικό Κεφάλαιο	21%	19%	18%	13%
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	30%	25%	21%	16%
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>51%</b>	<b>44%</b>	<b>39%</b>	<b>29%</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>				
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	15%	38%	43%	32%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	34%	19%	17%	39%
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>49%</b>	<b>56%</b>	<b>61%</b>	<b>71%</b>
<b>Σύνολο Παθητικού &amp; ΚΘ</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Πίνακας 5.3 Ισολογισμοί κοινού μεγέθους Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

### 5.3 Ανάλυση της οικονομικής καταστάσεως με χρήση αριθμοδεικτών

Στον πίνακα 5.4 παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε. κατά τα έτη 2013-2016.

#### Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Στην ανάλυση της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε. παρατηρούμε ότι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας το 2013 είναι κάτω από τη μονάδα ενώ το 2014 παρουσιάζει αύξηση από 0.72 που ήταν το 2013 σε 1.6, ενώ στα δύο επόμενα έτη μειώνεται ξανά σε 1.22 το 2015 και 1.02 το 2016.

Παρόμοια κινείται και ο δείκτης ειδικής ρευστότητας, όπου το 2013 βρίσκεται κάτω από τη μονάδα (0.56). Το 2014 αυξάνεται σε 1.36, το 2015 παρουσιάζει πτώση και

βρίσκεται σχεδόν στη μονάδα (1.019) και το 2016 μειώνεται κι άλλο με την τιμή του να είναι 0.72.

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας το 2014 αυξάνεται σε 0.56 από 0.06 που ήταν στο αρχικό έτος ανάλυσης (2013). Το 2015 και το 2016 μειώνεται σε 0.27 και 0.1 αντίστοιχα.

### **Αριθμοδείκτες δραστηριότητας**

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων την τριετία 2013-2015 κυμαίνεται σε σχετικά σταθερά επίπεδα αλλά το έτος 2016 παρουσιάζει πτώση περίπου 3 μονάδων.

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού παραμένει σε σταθερά επίπεδα κοντά στο 0.6 με μια μικρή πτώση σε 0.52 το 2014 και 0.48 το 2015.

Όσον αναφορά το δείκτη κυκλοφορίας παγίων παρουσιάζει μικρή πτώση τα έτη 2014 και 2015 από 0.79 σε 0.75 και 0.62 αντίστοιχα και το 2016 αυξάνεται σε 0.99.

Τέλος ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων παραμένει σταθερός κοντά στη μονάδα, και παρουσιάζει αύξηση το 2016 με την τιμή του να βρίσκεται στο 2.

### **Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας**

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους παρουσιάζει μικρή αύξηση από το 2013 στο 2014 και 2015 από 0.27 σε 0.31 και το 2016 αυξάνεται ακόμα στο 0.41.

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους τα έτη 2013-2015 είναι αρνητικός με τιμές -0.3 έως -0.59 λόγω ζημιών ενώ το 2016 που η επιχείρηση έχει κέρδη ο δείκτης φτάνει το 0.016.

Όσο αναφορά την αποδοτικότητα ενεργητικού, ο δείκτης είναι επίσης αρνητικός τα τρία πρώτα έτη 2013-2015 με τιμές -0.018 το 2013, -0.016 το 2014 και -0.029 το 2015. Το 2016 ο δείκτης γίνεται θετικός με τιμή 0.010.

Παρόμοια κινείται και ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων με αρνητικές τιμές από το 2013 μέχρι το 2015 (-0.035,-0.037,-0.073) και το 2016 θετικός 0.033.

### **Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας**

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια την τετραετία ανάλυσης παρουσιάζει σταδιακή μείωση καθώς το 2013 βρίσκεται στο 0.51, το 2014 στο 0.43, το 2015 μειώνεται ακόμα στο 0.39 και τέλος το 2016 στο 0.29.

Παρόμοια κινείται και ο αριθμοδείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια με διαρκή μείωση από 1.06 το 2013 σε 0.78 το 2014, 0.64 το 2015 και 0.41 το 2016.

Ο δείκτης καλύψεως τόκων το πρώτο έτος ανάλυσης (2013) είναι αρνητικός στο -0.03. Το 2014 αυξάνεται και γίνεται θετικός στο 0.8, ενώ το 2015 μειώνεται έχοντας αρνητική τιμή πάλι στο -0.1 και τέλος το 2016 αυξάνεται με την τιμή να βρίσκεται πάνω από τη μονάδα στο 1.77.

<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Αριθμ.Ρευστότητας</b>				
Γενικής Ρευστότητας	0.726	1.602	1.220	1.026
Ειδικής ρευστότητας	0.560	1.368	1.019	0.721
Ταμειακής ρευστότητας	0.063	0.568	0.277	0.109
<b>Αριθμοδείκτες δραστηριότητας</b>				
Ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων	8.065	7.689	8.705	4.896
Ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού	0.589	0.520	0.485	0.593
Ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων	0.792	0.751	0.623	0.996
Ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων	1.145	1.185	1.233	2.015
<b>Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας</b>				
Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους	0.276	0.310	0.312	0.411
Καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους	-0.030	-0.031	-0.059	0.016
Αποδοτικότητας ενεργητικού	-0.018	-0.016	-0.029	0.010
Αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	-0.035	-0.037	-0.073	0.033
<b>Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας</b>				
Αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια	0.515	0.439	0.393	0.294
Αριθμοδείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια	1.060	0.782	0.647	0.417
Αριθμοδείκτης καλύψεως τόκων	-0.031	0.080	-0.108	1.770

Πίνακας 5.4 Αριθμοδείκτες Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

#### 5.4 Ανάλυση των αποτελεσμάτων

Η Ελληνική Ζυθοποιία Αταλάντης, κατά τα έτη 2013 έως και 2015 παρουσιάζει στα μετά από φόρους αποτελέσματα της, ζημιές, που κυμαίνονται από € 506 εκ. το 2013 έως και € 953 εκ. το 2015, κυρίως λόγω των υψηλών εξόδων προώθησης πωλήσεων με σκοπό την διεύρυνση του μεριδίου αγοράς. Το 2016 η εταιρεία παρουσιάζει στα αποτελέσματα μετά από φόρους κέρδη ύψους € 450 εκ., κυρίως λόγω της μεγάλης αύξησης των πωλήσεων και της διεύρυνσης του μεριδίου αγοράς.

<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.</b>				
<b>Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσεως για τα έτη 2013-2016 (σε χιλ. ευρώ)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	16,721.00	16,689.00	16,199.00	27,575.00
Κόστος πωληθέντων	12,114.00	11,510.00	11,143.00	16,233.00
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>4,607.00</b>	<b>5,179.00</b>	<b>5,056.00</b>	<b>11,342.00</b>
Έξοδα διοικήσεως	942.00	1,005.00	1,061.00	1,612.00
Έξοδα διαθέσεως	4,433.00	4,269.00	4,636.00	7,520.00
Λοιπά έξοδα	0.00	18.00	0.00	356.00
Λοιπά έσοδα	748.00	171.00	552.00	150.00
<b>Αποτέλεσμα πρό τόκων και φόρων</b>	<b>-20.00</b>	<b>58.00</b>	<b>-89.00</b>	<b>2,004.00</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	12.00	2.00	2.00	3.00
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	657.00	731.00	824.00	1,135.00
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>	<b>-665.00</b>	<b>-671.00</b>	<b>-911.00</b>	<b>872.00</b>
Φόροι εισοδήματος	-159.00	-155.00	42.00	422.00
<b>Αποτέλεσμα μετά από φόρους</b>	<b>-506.00</b>	<b>-516.00</b>	<b>-953.00</b>	<b>450.00</b>

Πίνακας 5.5 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.</b>				
<b>Δείκτες τάσεως στοιχείων Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεως (2013=100)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	100.00	99.81	96.88	164.91
Κόστος πωληθέντων	100.00	95.01	91.98	134.00
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>100.00</b>	<b>112.42</b>	<b>109.75</b>	<b>246.19</b>
Έξοδα διοικήσεως	100.00	106.69	112.63	171.13
Έξοδα διαθέσεως	100.00	96.30	104.58	169.64
Λοιπά έξοδα	100.00	#	0.00	#
Λοιπά έσοδα	100.00	22.86	73.80	20.05
<b>Αποτέλεσμα πρό τόκων και φόρων</b>	<b>100.00</b>	<b>-290.00</b>	<b>445.00</b>	<b>-10,020.00</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	100.00	16.67	16.67	25.00
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	100.00	111.26	125.42	172.75
<b>Αποτέλεσμα πρό φόρων</b>	<b>100.00</b>	<b>100.90</b>	<b>136.99</b>	<b>-131.13</b>
Φόροι εισοδήματος	100.00	97.48	-26.42	-265.41
<b>Αποτέλεσμα μετά από φόρους</b>	<b>100.00</b>	<b>101.98</b>	<b>188.34</b>	<b>-88.93</b>

Πίνακας 5.6 Δείκτες τάσεως στοιχείων Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσεως Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΑΤΑΛΑΝΤΗΣ Α.Ε.</b>				
<b>Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσεως για τα έτη 2013-2016 (σε χιλ. ευρώ)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	100%	100%	100%	100%
Κόστος πωληθέντων	72%	69%	69%	59%
<b>Μικτό Αποτέλεσμα</b>	<b>28%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>41%</b>
Έξοδα διοικήσεως	6%	6%	7%	6%
Έξοδα διαθέσεως	27%	26%	29%	27%
Λοιπά έξοδα	0%	0%	0%	1%
Λοιπά έσοδα	4%	1%	3%	1%
<b>Αποτέλεσμα πρό τόκων και φόρων</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>7%</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	0%	0%	0%	0%
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	4%	4%	5%	4%
<b>Αποτέλεσμα πρό φόρων</b>	<b>-4%</b>	<b>-4%</b>	<b>-6%</b>	<b>3%</b>
Φόροι εισοδήματος	-1%	-1%	0%	2%
<b>Αποτέλεσμα μετά από φόρους</b>	<b>-3%</b>	<b>-3%</b>	<b>-6%</b>	<b>2%</b>

Πίνακας 5.7 Καταστάσεις Κοινού Μεγέθους Αποτελεσμάτων Χρήσεως Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

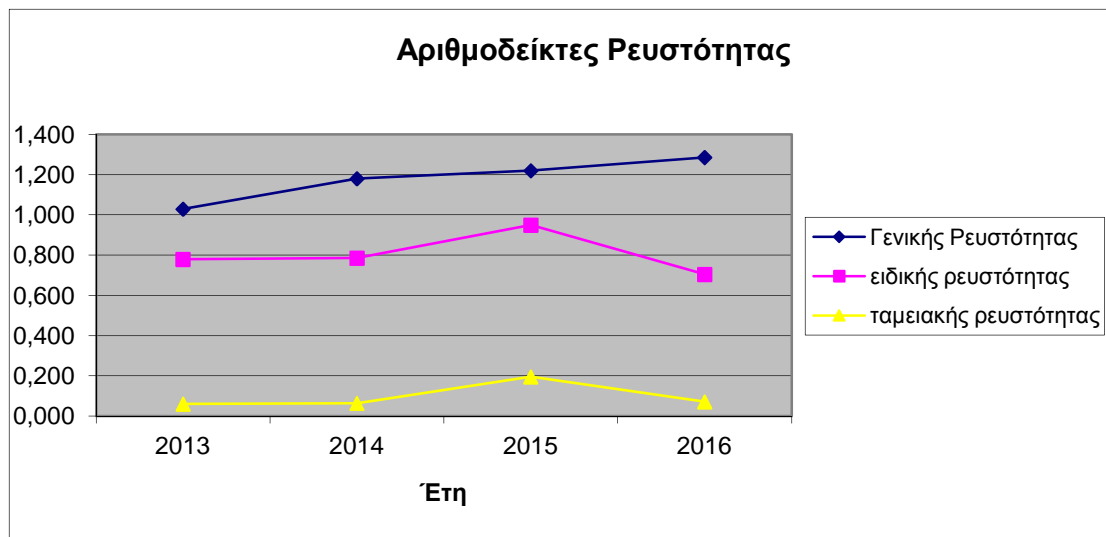
## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σκοπός της εργασίας ήταν η ανάλυση και σύγκριση των οικονομικών καταστάσεων δύο ελληνικών εταιρειών Ζυθοποιίας, της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης Α.Ε και της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε..

Στο πρώτο μέρος της εργασίας, που αποτελείται από τα κεφάλαια 1,2 και 3 γίνεται αρχικά μία εισαγωγή στην έννοια και το ρόλο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, καθώς και στη συμβολή της στη λήψη αποφάσεων της εκάστοτε εταιρείας. Αναλύονται σε θεωρητικό επίπεδο οι βασικές λογιστικές έννοιες που συναντώνται στην ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και το θεωρητικό υπόβαθρο των μεθοδολογιών ανάλυσης. Στο δεύτερο μέρος, πραγματοποιείται η εκπόνηση της μελέτης, αναλύοντας και συγκρίνοντας τα οικονομικά στοιχεία των δύο εταιρειών με τη χρήση αριθμοδεικτών.

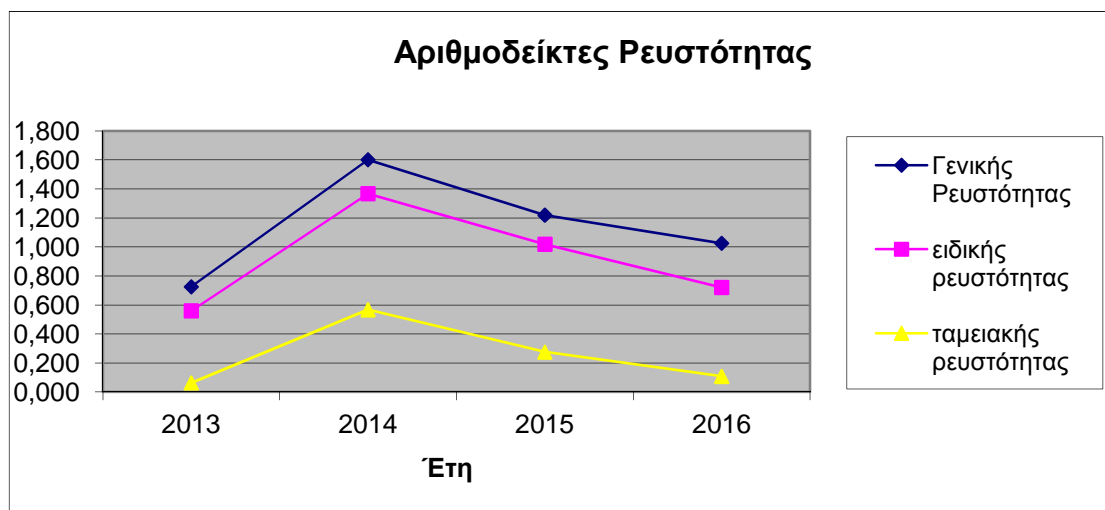
Ειδικότερα, στη μελέτη χρησιμοποιήθηκαν οι οικονομικές καταστάσεις των χρήσεων 2013 έως και 2016 των δύο εταιρειών. Η ανάλυση ξεκινάει με τους αριθμοδείκτες Ρευστότητας και συγκεκριμένα με την γενική, ειδική και ταμειακή ρευστότητα.

Συγκρίνοντας τις δύο εταιρείες (Διαγράμματα 6.1 και 6.2) παρατηρούμε ότι οι δείκτες ρευστότητας της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε. για το έτος 2013 είναι αρκετά χαμηλότεροι σε σύγκριση με την Ζυθοποιία Μακεδονία Θράκης Α.Ε., ενώ το αμέσως επόμενο έτος αυξάνονται κατά πολύ ως συνέπεια μεγάλης αύξησης των Ταμειακών διαθεσίμων της εταιρείας και ξεπερνούν τους αντίστοιχους δείκτες της Ζυθοποιία Μακεδονία Θράκης Α.Ε.. Τα επόμενα δύο έτη κινούνται πτωτικά φτάνοντας και οι δύο εταιρείες σε αντίστοιχα επίπεδα ρευστότητας.



Διάγραμμα 6.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016

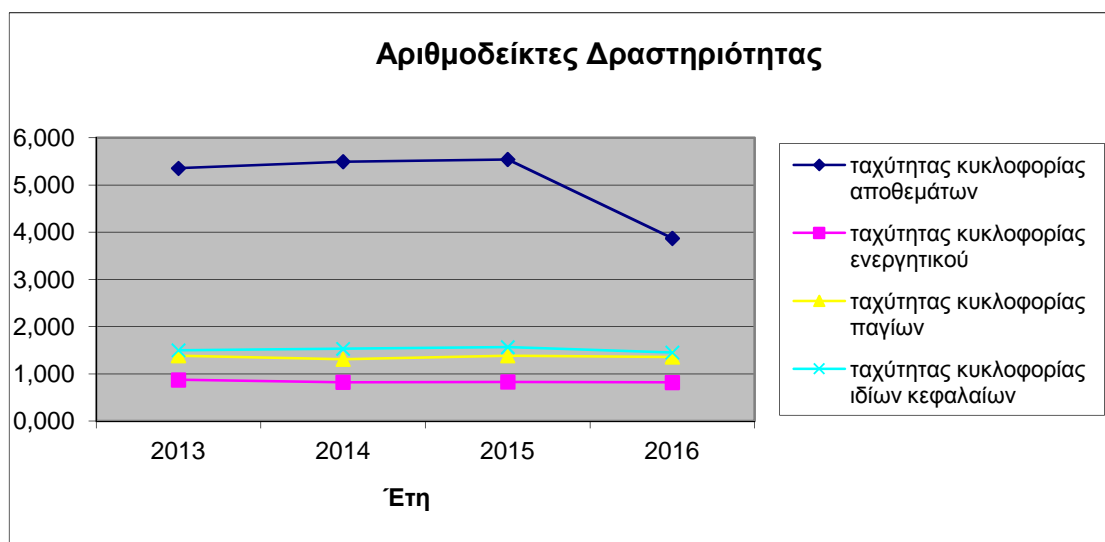




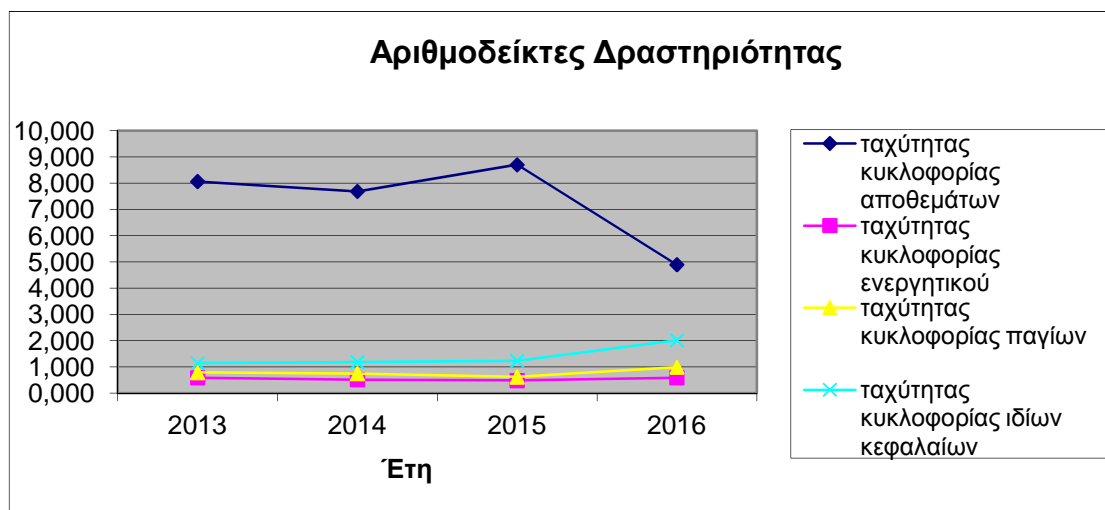
Διάγραμμα 6.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

Η εξέταση των δύο εταιρειών συνεχίζει με τους αριθμοδείκτες Δραστηριότητας και συγκεκριμένα με την ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων, ενεργητικού, παγίων και ιδίων κεφαλαίων.

Συγκρίνοντας τις δύο εταιρείες (Διαγράμματα 6.3 και 6.4) παρατηρείται ότι οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας κινούνται στα ίδια επίπεδα, με τη διαφορά ότι ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε. είναι υψηλότερος με συνέπεια να συμπεραίνουμε ότι η εν λόγω εταιρεία πωλεί τα αποθέματά της γρηγορότερα.



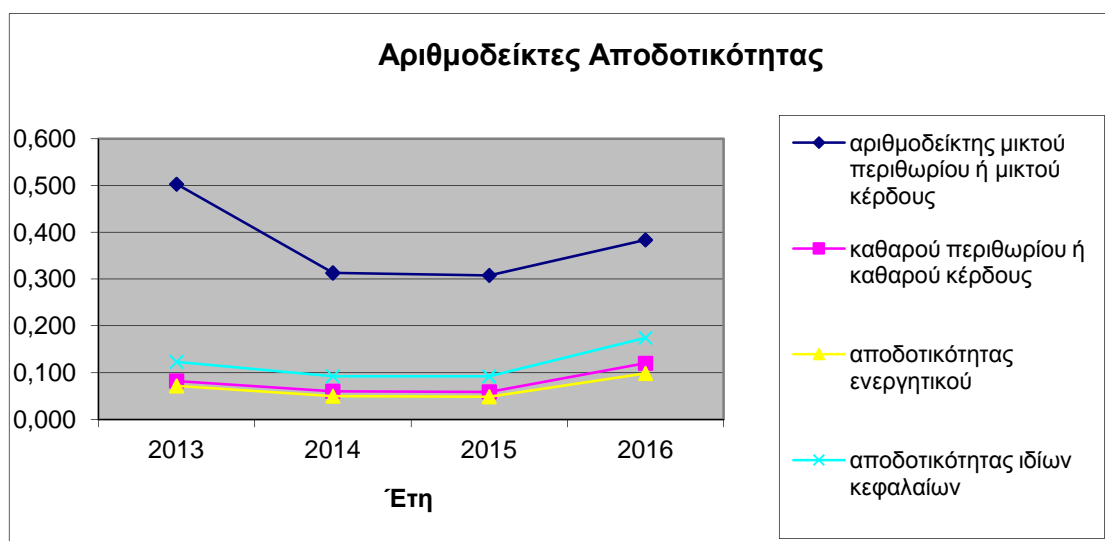
Διάγραμμα 6.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016



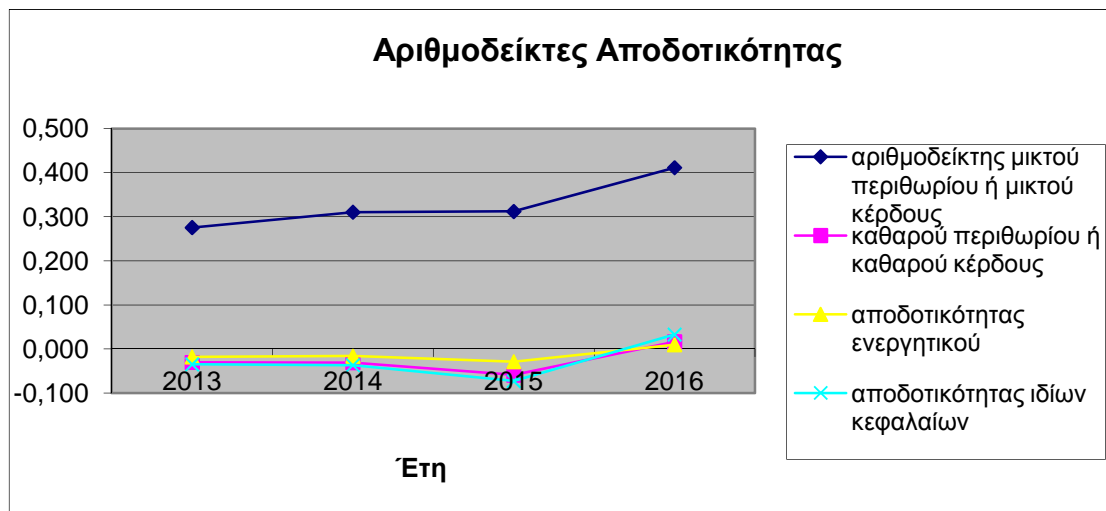
Διάγραμμα 6.4 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

Η εξέταση των δύο εταιρειών συνεχίζεται με τους αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας και συγκεκριμένα με τους δείκτες μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους και την αποδοτικότητα του Ενεργητικού και των Ιδίων Κεφαλαίων.

Παρατηρώντας τα διαγράμματα 6.5 και 6.6 είναι ξεκάθαρο ότι η εταιρεία Ελληνική Ζυθοποιία Αταλάντης Α.Ε., σε αντίθεση με την Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. κατά τα έτη 2013-2015 παρουσιάζει ζημιές ως συνέπεια των αυξημένων εξόδων προώθησης πωλήσεων με σκοπό την διεύρυνση του μεριδίου αγοράς, ενώ το 2016 επιστρέφει στην κερδοφορία. Η Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. παρουσιάζει κέρδη όλα τα εξεταζόμενα έτη, έχοντας ωστόσο μικρή μείωση το 2014 και 2015. Το 2016 τα κέρδη των δύο εταιρειών κινούνται στα ίδια επίπεδα.



Διάγραμμα 6.5 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016

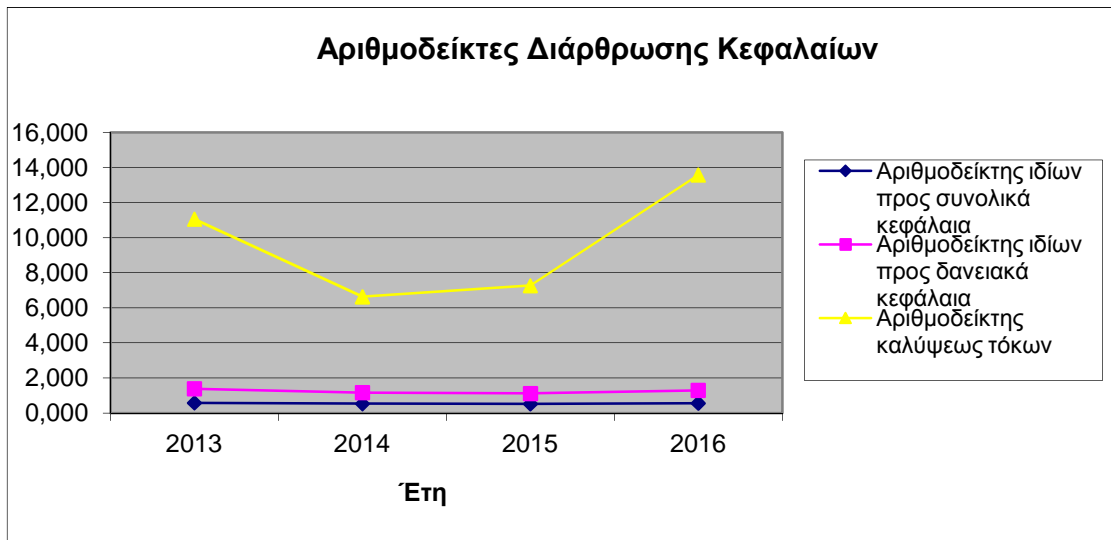


Διάγραμμα 6.6 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

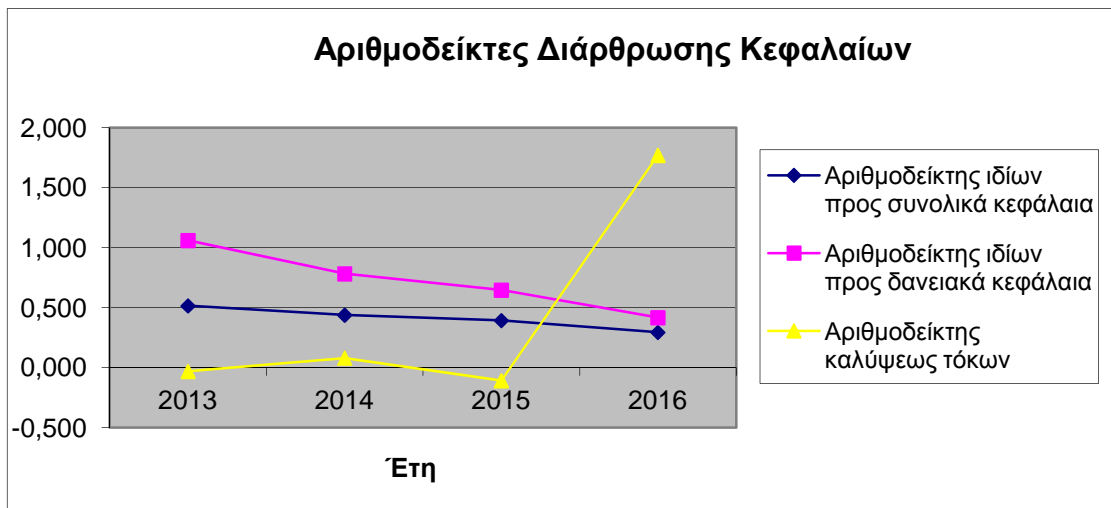
Η εξέταση των δύο εταιρειών τελειώνει με τους αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και συγκεκριμένα με τους δείκτες Ιδίων προς Συνολικών Κεφαλαίων, Ιδίων προς Δανειακών Κεφαλαίων και κάλυψης τόκων (διαγράμματα 6.7 και 6.8).

Οι αριθμοδείκτης Ιδίων προς συνολικά κεφάλαια της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. είναι σταθερός στο 0.5 για όλα τα έτη, ενώ της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε. κινείται πτωτικά από 0.5 το 2013 έως και 0.2 το 2016, πράγμα που σημαίνει ότι η χρηματοδότηση του Ενεργητικού της εταιρείας από Ίδια Κεφάλαια μειώθηκε. Αυτό επιβεβαιώνεται και από το δείκτη Ιδίων προς Δανειακά Κεφάλαια που μειώνεται αντίστοιχα και μας δείχνει ότι η Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε. αύξησε τις υποχρεώσεις προς Τρίτους (βλ. στοιχεία Ισολογισμού 2016).

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων δείχνει το ποσοστό κάλυψης των τόκων από τα καθαρά κέρδη της εταιρείας. Η Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. εξαιτίας των υψηλότερων κερδών της έχει ξεκάθαρα υψηλότερο δείκτη κάλυψης τόκων. Όσον αφορά την Ελληνική Ζυθοποιίας Αταλάντης Α.Ε., η απότομη αύξηση του δείκτη το 2016 είναι συνέπεια της επιστροφής της εταιρείας στη κερδοφορία.



Διάγραμμα 6.7 Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων της Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης για τα έτη 2013-2016



Διάγραμμα 6.8 Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων της Ελληνικής Ζυθοποιίας Αταλάντης για τα έτη 2013-2016

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Νιάρχου, Νικήτα Α., Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2004
- Πομόνη, Νικόλαου Σ., Γενική Λογιστική ΙΙ, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2010
- Γκλεζάκου Μιχαήλ, Σημειώσεις μαθήματος Ανάλυσης της Οικονομικής Κατάστασης των Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης, Οκτώβριος 2004
- Ενοποιημένες και εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ελληνική Ζυθοποιίας Αταλάντης, 2013
- Ενοποιημένες και εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ελληνική Ζυθοποιίας Αταλάντης, 2014
- Ενοποιημένες και εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ελληνική Ζυθοποιίας Αταλάντης, 2015
- Ενοποιημένες και εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ελληνική Ζυθοποιίας Αταλάντης, 2016
- Εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. Βιομηχανία Παραγωγής Ζύθου, 2013
- Εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. Βιομηχανία Παραγωγής Ζύθου, 2014
- Εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. Βιομηχανία Παραγωγής Ζύθου, 2015
- Εταιρικές ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, Ζυθοποιία Μακεδονίας Θράκης Α.Ε. Βιομηχανία Παραγωγής Ζύθου, 2016

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

## Α. Ισολογισμοί - Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης Ζυθοποιίας Μακεδονίας Θράκης Α.Ε.

2015-2016

### ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΖΥΘΟΥ

Ισολογισμός της 31ης Δεκεμβρίου 2016 (1 Ιανουαρίου 2016 - 31 Δεκεμβρίου 2016)

Ποσά σε μονάδες ευρώ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Επικείμεση	2016	2015
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
<i>Ενσώματα πάγια</i>			
Ακίνητα	6.1	3.965.453,63	3.299.972,10
Μηχανολογικός εξοπλισμός	6.1	5.896.623,46	6.059.394,16
Λοιπός εξοπλισμός	6.1	4.383.102,42	3.589.432,25
<b>Εύνολο</b>		<b>14.245.179,51</b>	<b>12.948.798,51</b>
<i>Άυλα πάγια στοιχεία</i>			
Λοιπά άυλα	6.4	6.805,16	11.618,10
<b>Εύνολο</b>		<b>6.805,16</b>	<b>11.618,10</b>
<i>Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία</i>			
Λοιπά		13.663,48	13.663,48
<b>Εύνολο</b>		<b>13.663,48</b>	<b>13.663,48</b>
<b>Εύνολο μη κυκλοφορούντων</b>		<b>14.265.648,15</b>	<b>12.974.080,09</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
<i>Αποθέματα</i>			
Έτοιμα και ημιτελή προϊόντα		3.267.558,49	977.273,48
Εμπορεύματα		26.315,33	6.866,75
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά		497.582,93	557.421,51
Λοιπά αποθέματα		448.825,58	388.017,88
<b>Εύνολο</b>		<b>4.240.282,33</b>	<b>1.929.579,62</b>
<i>Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές</i>			
Εμπορικές απαιτήσεις	7.2.1	2.979.074,21	4.147.449,01
Δουλεωμένα έσοδα περιόδου		1.127.414,04	1.106.210,78
Λοιπές απαιτήσεις	7.2.2	464.091,60	70.012,53
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία		19.999,80	20.499,80
Προπληρωμένα έξοδα		20.314,92	17.250,03
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	7.2.3	522.764,22	1.395.307,90
<b>Εύνολο</b>		<b>5.133.658,79</b>	<b>6.756.730,05</b>
<b>Εύνολο κυκλοφορούντων</b>		<b>9.373.941,12</b>	<b>8.686.309,67</b>
<b>Εύνολο ενεργητικού</b>		<b>23.639.589,27</b>	<b>21.660.389,76</b>

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>Σημείωση</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Καθαρή θέση</b>			
<b>Καταβλημένα κεφάλαια</b>			
Κεφάλαιο		4.662.565,20	4.662.565,20
Ίδιοι τίτλοι		(229.621,72)	(229.621,72)
<b>Σύνολο</b>		<b>4.432.943,48</b>	<b>4.432.943,48</b>
<b>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</b>			
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	<b>8</b>	2.505.346,31	2.364.697,44
Αφορολόγητα αποθεματικά	<b>8</b>	4.594.063,63	3.888.180,36
Αποτελέσματα εις νέο		1.813.769,80	758.736,79
<b>Σύνολο</b>		<b>8.913.179,74</b>	<b>7.011.614,59</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>		<b>13.346.123,22</b>	<b>11.444.558,07</b>
<b>Προβλέψεις</b>			
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	<b>9.1</b>	209.012,05	219.305,62
<b>Σύνολο</b>		<b>209.012,05</b>	<b>219.305,62</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Δάνεια	<b>10.1.1</b>	2.789.263,22	2.874.149,25
Κρατικές επιχορηγήσεις	<b>10.1.3</b>	5.626,29	3.513,85
<b>Σύνολο</b>		<b>2.794.889,51</b>	<b>2.877.663,10</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Τραπεζικά δάνεια		203.613,31	-
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων		1.035.191,51	849.998,86
Εμπορικές υποχρεώσεις	<b>10.2.1</b>	637.832,24	595.586,11
Φόρος εισοδήματος		-	74.105,23
Λοιποί φόροι και τέλη		383.171,35	588.271,24
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης		133.912,59	120.256,75
Λοιπές υποχρεώσεις	<b>10.2.2</b>	4.853.624,16	4.810.408,56
Εξοδα κρήσεως δολιευμένα		36.646,83	63.961,44
Εσοδα επόμενων κρήσεων		5.572,50	16.274,78
<b>Σύνολο</b>		<b>7.289.564,49</b>	<b>7.118.862,97</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>10.084.454,00</b>	<b>9.996.526,07</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων</b>		<b>23.639.589,27</b>	<b>21.660.389,76</b>

**Κατάσταση Αποτελεσμάτων κατά λειτουργία****της 31ης Δεκεμβρίου 2016 (1 Ιανουαρίου 2016 - 31 Δεκεμβρίου 2016)**

	<b>Σημείωση</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Κύκλος εργασιών (καθαρός)		19.373.761,14	17.930.005,31
Κόστος πωλήσεων		(11.944.878,18)	(12.412.322,87)
<b>Μικτό αποτέλεσμα</b>		<b>7.428.882,96</b>	<b>5.517.682,44</b>
Λοιπά συνήθη έσοδα		42.921,92	355.209,76
		<b>7.471.804,88</b>	<b>5.872.892,20</b>
Έξοδα διοίκησης		(1.270.012,75)	(877.482,61)
Έξοδα διάθεσης		(3.565.582,19)	(3.202.098,77)
Λοιπά έξοδα και ζημιές		(170.097,34)	(50.903,66)
Λοιπά έσοδα και κέρδη		128.736,97	69.302,99
<b>Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων</b>		<b>2.594.849,57</b>	<b>1.811.710,15</b>
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα		120,28	107,02
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα		(191.353,03)	(249.493,94)
<b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>		<b>2.403.616,82</b>	<b>1.562.323,23</b>
Φόροι εισοδήματος		(79.382,87)	(510.312,51)
<b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>		<b>2.324.233,95</b>	<b>1.052.010,72</b>







