



Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΣ ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΑΓΓΟΥΡΙΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΤΟΥ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΥ

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
I. ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	3
1.ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΣΕΛΜΑΝ ΑΕ.	3
2. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΤΗΣ ΣΕΛΜΑΝ.....	6
3. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΞΥΛΕΙΑΣ.....	7
II. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	14
1. ΑΝΑΛΥΣΗ SWOT.....	14
2.ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΣΕΛΜΑΝ.....	19
III. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	22
1. ΕΛΕΓΧΟΣ.....	22
2.ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.....	23
IV. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	29
1.ΑΝΑΛΥΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ.....	29
Α)ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ.....	29
Β)ΠΑΘΗΤΙΚΟ.....	36
2.ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ	40
3.ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	50
4.ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	53
Α) ΑΝΑΛΥΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	53
Β)ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ.....	58
Γ)ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ.....	63
Δ) ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	70
Ε) ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	74
5.ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΙΘΑΝΗΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ.....	79
6. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ECONOMIC VALUE ADDED ΚΑΙ WACC.....	81
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	90

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....87

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....98

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοοικονομική Ανάλυση αφορά την διερεύνηση, την ερμηνεία και την αξιολόγηση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων μίας επιχείρησης με σκοπό τον προσδιορισμό των δυνατών και αδύναμων στοιχείων της. Οι χρηματοοικονομικές ή λογιστικές καταστάσεις θεωρούνται ως σημαντική πηγή πληροφοριών αφού μπορούν να βοηθήσουν κάθε ενδιαφερόμενο (εσωτερικοί και εξωτερικοί χρήστες) να λάβει τις σωστές αποφάσεις οι οποίες αφορούν την αποτελεσματική κατανομή των οικονομικών πόρων, όπως την χρηματοδότηση, την χορήγηση πιστώσεων, την επιλογή των επενδύσεων, τις αμοιβές στελεχών και εργαζομένων και άλλα. Μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις εκτιμάται ο κίνδυνος και η αποδοτικότητα της επιχείρησης. Οι καταστάσεις αυτές αποτελούν σημαντική πηγή πληροφοριών οι οποίες μπορούν με την χρήση των αριθμοδεικτών να διευκολύνουν τους ενδιαφερόμενους στην λήψη και εφαρμογή σημαντικών αποφάσεων, ειδικά όταν πρόκειται για ανάλυση αναγκαία για όλους τους ενδιαφερόμενους που δεν έχουν πρόσβαση στα βιβλία της επιχείρησης. Επιπρόσθετα η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων αποτελεί χρήσιμο εργαλείο στα χέρια των υπεύθυνων της επιχείρησης (στελεχών κ.λπ.). Στόχος είναι ο προγραμματισμός της μελλοντικής δράσης της επιχείρησης ώστε να εκτιμώνται και να αντιμετωπίζονται οι πιθανοί κίνδυνοι που την απειλούν. Ταυτοχρόνως πρέπει να αξιοποιούνται και οι τυχόν ευκαιρίες που πηγάζουν από το οικονομικό περιβάλλον.

Σύμφωνα με τον Νόμο 2190/1920 οι οικονομικές καταστάσεις για τα Ελληνικά

Λογιστικά Πρότυπα είναι:

- ❖ Ο Ισολογισμός
- ❖ Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- ❖ Ο Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων
- ❖ Το Προσάρτημα

Επιπρόσθετα το Ε.Γ.Λ.Σ προβλέπει και τον Λογαριασμό Γενικής Εκμετάλλευσης ως οικονομική κατάσταση.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα οι οικονομικές καταστάσεις είναι:

- ❖ Ο Ισολογισμός
- ❖ Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- ❖ Ο Πίνακας Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων
- ❖ Οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών
- ❖ Οι Σημειώσεις

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων γίνεται με την χρήση διαφόρων εργαλείων αξιολόγησης, μερικά από τα οποία είναι:

- ❖ Οι Καταστάσεις Κοινών Μεγεθών
- ❖ Οι Καταστάσεις Τάσης
- ❖ Οι Αριθμοδείκτες
- ❖ Διάφορες Στατιστικές Εκτιμήσεις

Στη παρούσα εργασία, θα ασχοληθούμε με την Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της επιχείρησης SHELMAN A.E., για πέντε συνεχόμενα έτη. Η χρηματοοικονομική ανάλυση ενδιαφέρει πολλούς κλάδους της οικονομίας και είναι σημαντικό εργαλείο στα χέρια διαφόρων φορέων, όπως τραπεζών, εταιρειών επενδύσεων, μεμονωμένων επενδυτών, διοικήσεων των επιχειρήσεων κ.λπ.

Οι παραπάνω φορείς εκμεταλλεύονται τα στοιχεία που αντλούν από αυτές τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και έτσι μπορούν να διαπιστώσουν κατά πόσο η πολιτική που ακολουθούν οι επιχειρήσεις είναι επιτυχείς και αποδοτικές, αλλά και το πως διαγράφονται οι προοπτικές της επιχείρησης για το μέλλον.

Πιο αναλυτικά τα σημαντικότερα σημεία που θα ακολουθήσουμε για την ανάλυση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της είναι τα ακόλουθα:

I. ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

1. ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε

Η εταιρεία ΣΕΛΜΑΝ παράγει μία ευρύτατη γκάμα προϊόντων ξύλου. Ιδρύθηκε το 1962 από τον κ.Π. Ηλιάδη ενώ εισήγαγε τις μετοχές της στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 1988. Κατά την ίδρυσή της η εταιρεία παράγει κατά κύριο λόγο Κόντρα Πλακέ και πλακάς στο Βασιλικό Χαλκίδας.

Άλλοι σημαντικοί σταθμοί στην πορεία της ΣΕΛΜΑΝ η οποία μετράει πάνω από 40 χρόνια λειτουργίας και δυναμικής παρουσίας στην αγορά ξύλου, είναι οι εξής:

- ✚ **1969** Τίθεται σε λειτουργία η πρώτη μονάδα Μοριοσανίδας
- ✚ **1978** Δημιουργούνται οι πρώτες Λιμενικές Εγκαταστάσεις στο Βασιλικό Χαλκίδας
- ✚ **1989- 1993** Η εταιρεία πραγματοποιεί επενδυτικό πρόγραμμα ύψους 10 δις. Οι κυριότερες επενδύσεις γίνονται το 1992 και είναι:
 - Νέα γραμμή παραγωγής μοριοσανίδας
 - Νέα τρίτη γραμμή παραγωγής μελαμίνης
 - Επένδυση 2δις στο εργοστάσιο του Κ/Π
 - Δημιουργία του εργοστασίου Postforming
- ✚ **1994** Επεκτείνονται οι Λιμενικές εγκαταστάσεις στο Βασιλικό Χαλκίδας
 - Ανεγείρεται πολυτελές συγκρότημα γραφείων στην Αθήνα
- ✚ **1996** Ολοκληρώνεται και τίθεται σε λειτουργία το Κέντρο Διανομής Βορείου Ελλάδος σε νέους Αποθηκευτικούς Χώρους 5000 τμ στη Θεσσαλονίκη
- ✚ **1999** Ξεκινά η κατασκευή του νέου εργοστασίου Μοριοσανίδας στη ΒΙ.ΠΕ Κομοτηνής
 - Αγοράζεται το 85% της Χατζηλουκάς ΑΒΕΤΕ
- ✚ **2001** Εγκαινιάζεται η λειτουργία του νέου εργοστασίου Μοριοσανίδας στη ΒΙ.ΠΕ Κομοτηνής

- Δημιουργείται τερματικός σταθμός για λογαριασμό της ΧΑΤΖΗΛΟΥΚΑΣ ΑΒΕΤΕ στο λιμάνι της Αλεξανδρούπολης.

- ✚ **2003** Τίθεται σε λειτουργία η νέα γραμμή Επενδεδυμένων στο Βασιλικό Χαλκίδας.
- ✚ **2004** Έναρξη λειτουργίας της νέας μονάδας Εμβαπτισμού films μελαμίνης στην Κομοτηνή.
- ✚ **2006** Εξαγορά του 40% του SOFROM Ρουμανίας, εταιρείας παραγωγής ξύλινων δαπέδων και άλλων προϊόντων ξύλου.
- ✚ **2007** Ίδρυση της SHELMAN SOFIANOS ΠΑΡΚΕΤΑ Α.Ε. με συμμετοχή 50%.
- ✚ **2010** Η ελληνική εταιρεία ALFA WOO ΑΕΒΕ απέκτησε το 91,08% της SHELMAN.

Τον Ιανουάριο του 2011 οι μετοχές της Εταιρείας ΣΕΛΜΑΝ μετατάσσονται στην κατηγορία χαμηλής διασποράς και ειδικών χαρακτηριστικών.

ΟΜΙΛΟΣ

Στον όμιλο ΣΕΛΜΑΝ ανήκουν η ΧΑΤΖΗΛΟΥΚΑΣ ΑΒΕΤΕ, με 85% συμμετοχή της ΣΕΛΜΑΝ, η ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΚΗ ΠΑΤΡΩΝ Α.Ε. με 100% συμμετοχή της ΣΕΛΜΑΝ, η ΙΤΖΗΛΟΣ Α.Ε. με 100% συμμετοχή της ΣΕΛΜΑΝ, η SHELMAN SOFIANOS ΠΑΡΚΕΤΑ Α.Ε. με 50% συμμετοχή της ΣΕΛΜΑΝ και η SOFROM PARQUET S.A. με 40 % συμμετοχή της ΣΕΛΜΑΝ.

ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Η Εταιρία διαθέτει δύο εργοστασιακά συγκροτήματα.

Το πρώτο είναι στο Βασιλικό Χαλκίδας, σε ιδιόκτητο βιομηχανικό γήπεδο, συνολικού εμβαδού 395.000 τ.μ. Εντός αυτού υπάρχουν κτιριακές εγκαταστάσεις συνολικού εμβαδού 125.000 τ.μ. οι οποίες περιλαμβάνουν γραφεία, βιομηχανοστάσια και αποθηκευτικούς χώρους. Το δεύτερο βρίσκεται στην ΒΙ.ΠΕ. Κομοτηνής και είναι σε ιδιόκτητο βιομηχανικό γήπεδο έκτασης 283.980 τ.μ. με συνολική στεγασμένη επιφάνεια βιομηχανοστασίων – αποθηκών έκτασης 45.000 τ.μ.

ΕΡΓΟΣΤΑΣΙΟ ΧΑΛΚΙΔΑΣ

Το Εργοστάσιο της εταιρίας στη Χαλκίδα απαρτίζεται από τις παρακάτω μονάδες:

- Μονάδα Κοντραπλακέ
- Μονάδα Μοριοσανίδων
- Μονάδα Επενδεδυμένων Επιφανειών με Μελαμίνη
- Μονάδα Επενδεδυμένων Επιφανειών με Καπλαμά
- Μονάδα Post Forming.

ΕΡΓΟΣΤΑΣΙΟ ΚΟΜΟΤΗΝΗΣ

Το εργοστάσιο της Κομοτηνής παράγει προϊόντα μοριοσανίδας απαρτίζεται από τις παρακάτω μονάδες:

- Μονάδα παραγωγής μοριοσανίδας.
- Μονάδα εμβαπτισμού για την παραγωγή films μελαμίνης.
- Μονάδα επένδυσης μοριοσανίδας με films μελαμίνης.

2. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΤΗΣ ΣΕΛΜΑΝ

Οι κύριες δραστηριότητες της εταιρίας είναι:

ΠΑΡΑΓΩΓΗ

- Μελαμίνη
- Μοριοσανίδα
- Προϊόντα Postforming
- Επενδεδυμένα Προϊόντα (Κόντρα Πλακέ, Μοριοσανίδα, MDF) με Καπλαμά
- Κόντρα Πλακέ
- SHELMAN® HPL

ΕΜΠΟΡΙΑ

- Πριστή Ξυλεία
- Hardwoods (Σκληρή Ξυλεία Ευρώπης και Αμερικής) -Softwoods (Μαλακή Ξυλεία Αμερικής)
- Οικοδομική Ξυλεία
- Σύνθετη Ξυλεία
- MDF (Ινοσανίδα)
- Hardboard (Χαρτοσμαλτίνη)
- OSB (Λεπιδόπλακα)
- MDF LAC

3. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΞΥΛΕΙΑΣ

Ο κλάδος των προϊόντων τεχνητής ξυλείας περιλαμβάνει αρκετές κατηγορίες προϊόντων και επηρεάζεται άμεσα από τους κλάδους των κατασκευών (οικοδομική δραστηριότητα) και των επίπλων (έπιπλα κουζίνας, οικιακής χρήσης, γραφείου).

Οι ιδιότητες των προϊόντων τεχνητής ξυλείας, καθώς και η δυνατότητα παραγωγής τους σε μεγάλες επιφάνειες, τα καθιστούν σε πολλές περιπτώσεις ανταγωνιστικά της φυσικής ξυλείας, όπως διαπιστώνεται σε έρευνα της ICAP.

Αναλυτικότερα, ο κλάδος των προϊόντων τεχνητής ξυλείας στην Ελλάδα παρουσιάζει υψηλή συγκέντρωση όσον αφορά την παραγωγική δραστηριότητα, καθώς υπάρχει σχετικά μικρός αριθμός επιχειρήσεων, που ασχολούνται με την παραγωγή συγκεκριμένων προϊόντων. Από λίγες μεγάλες αλλά και από εκατοντάδες μικρές εταιρείες συνεχίζει να απαρτίζεται ο κλάδος του ξύλου στην Ελλάδα. Στον εισαγωγικό τομέα λειτουργούν αφενός λίγες εταιρίες μεγάλου μεγέθους, αφετέρου πολλές μικρού μεγέθους εμπορικές επιχειρήσεις, στις οποίες όμως τα προϊόντα τεχνητής ξυλείας καταλαμβάνουν μικρό ποσοστό στο συνολικό κύκλο εργασιών τους.

ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΞΥΛΕΙΑΣ

- Ο καπλαμάς, ως προϊόν χρησιμοποιείται στην επικάλυψη παραγόμενων επιφανειών βιομηχανικής ξυλείας (μοριοσανίδες, κόντρα πλακέ, ινοσανίδες). Η εγχώρια αγορά καπλαμά παρουσίασε διακυμάνσεις κατά την τριετία 2005-2007, ενώ το μεγαλύτερο μέρος της ζήτησης καλύπτεται από εισαγόμενα προϊόντα.
- Οι μοριοσανίδες είναι το πιο διαδεδομένο από τα προϊόντα τεχνητής ξυλείας και καλύπτουν (σε ποσότητα) το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής κατανάλωσης αυτών. Τα είδη μοριοσανίδας που παράγονται είναι: μοριοσανίδα γυμνή, μοριοσανίδα επενδεδυμένη με καπλαμά ή μελαμίνη. Η αγορά των επενδεδυμένων μοριοσανίδων ήταν ανοδική με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 9,4% για την τριετία 2005-2007. Το μεγαλύτερο μέρος των επενδεδυμένων μοριοσανίδων καλύπτεται από αυτές που είναι επενδεδυμένες με μελαμίνη (85%-90% περίπου της συνολικής αγοράς των επενδεδυμένων μοριοσανίδων).
- Οι ινοσανίδες διακρίνονται σε τρεις βασικές κατηγορίες: υψηλής πυκνότητας (hardboard), μέσης πυκνότητας (MDF) και χαμηλής πυκνότητας (insulating

board). Το είδος με τη μεγαλύτερη κατανάλωση είναι το MDF. Το MDF λόγω των ιδιοτήτων του βρίσκει πολλές εφαρμογές στις οικοδομές και στην επιπλοποιία, με συνέπεια η αγορά των εν λόγω προϊόντων να παρουσιάσει μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 5,2% περίπου.

- Το κόντρα πλακέ ήταν το πρώτο προϊόν τεχνητής ξυλείας που εμφανίστηκε στην αγορά. Τα τελευταία χρόνια όμως αντιμετωπίζει έντονο ανταγωνισμό, κυρίως από το MDF. Επιπλέον, οι πηχοσανίδες (πλακάτζ) είναι ένα προϊόν βιομηχανικής ξυλείας με σχετικά μικρή αγορά και το οποίο τείνει να εξαφανιστεί. Παλαιότερα είχε εκτεταμένη χρήση στην κατασκευή επίπλων, αλλά λόγω του υψηλού κόστους αντικαταστάθηκε από άλλα ανταγωνιστικά προϊόντα, όπως οι μοριοσανίδες και το MDF.

Τα προϊόντα τεχνητής ξυλείας εκτός από τον εσωτερικό ανταγωνισμό που αντιμετωπίζουν, καθώς το ένα προϊόν ανταγωνίζεται το άλλο, απειλούνται ως ένα βαθμό και από την ανάπτυξη καινοτομικών προϊόντων απομίμησης ξύλου. Συγκεκριμένα, τα τελευταία χρόνια έχουν κάνει την εμφάνισή τους προϊόντα από αλουμίνιο, με εμφάνιση απομίμησης ξύλου, τα οποία χρησιμοποιούνται σε διάφορες χρήσεις (π.χ. κουφώματα).

Τα προϊόντα τεχνητής ξυλείας είναι άμεσα συνυφασμένα με τα προϊόντα φυσικής ξυλείας. Ως εκ τούτου, κατά την παραγωγή προϊόντων τεχνητής ξυλείας γίνεται αποτελεσματικότερη χρήση της βασικής πρώτης ύλης, καθώς χρησιμοποιείται λιγότερη φυσική ξυλεία για την παραγωγή περισσότερων προϊόντων. Τα εξεταζόμενα προϊόντα έχουν αρκετά πλεονεκτήματα σε σχέση με τη φυσική ξυλεία κυρίως σε ότι αφορά τη διαθεσιμότητά τους σε διάφορα σχήματα (διαστάσεις) και ιδιότητες που δεν συναντώνται στη φυσική ξυλεία. Επιπλέον, λόγω της σταδιακής μείωσης των πρώτων υλών ξυλείας, η εύρεση προμηθευτών σταδιακά γίνεται δυσχερής. Αυτό σε συνδυασμό με την άνοδο των διεθνών τιμών πετρελαίου επιφέρει αύξηση των τιμών των πρώτων υλών και (κατά συνέπεια) των προϊόντων τεχνητής ξυλείας.

Κατά την περίοδο 2000-2006 ο συνολικός κύκλος εργασιών και των παραγωγικών και των εισαγωγικών επιχειρήσεων παρουσιάζει ανοδική πορεία. Παρ' όλα αυτά, όπως προέκυψε από τη χρηματοοικονομική ανάλυση των παραγωγικών επιχειρήσεων, το περιθώριο EBITDA διαμορφώθηκε σε 6,7% και η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων σε 0,08% το 2006, δηλαδή σε οριακά επίπεδα

Όσον αφορά την μελλοντική πορεία του συγκεκριμένου κλάδου, καταλήγει η έρευνα της ICAP, εξαρτάται από την πορεία της οικοδομικής δραστηριότητας, τόσο σε νέα κτίρια όσο και σε βελτιώσεις, επισκευές και ανακατασκευές, τη ζήτηση από τις εταιρίες επίπλων, την προσφορά των πρώτων υλών (δασικών εκτάσεων προς υλοτόμηση), καθώς και τον ανταγωνισμό που δημιουργείται από άλλα προϊόντα ξυλείας ή και υποκατάστατά τους.

Η ΑΓΟΡΑ ΞΥΛΕΙΑΣ ΣΕ ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ

Σημαντικές εξελίξεις χαρακτηρίζουν τον υποκλάδο της τεχνητής ξυλείας (ινοσανίδες, μοριοσανίδες, κόντρα-πλακέ, κ.λ.π), ο οποίος αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους κλάδους της ξυλείας. Ειδικότερα, η φαινομενική κατανάλωση ινοσανίδων παρουσιάζει την περίοδο 1993-2000 αύξηση με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της τάξης του 18,1%. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο της κατανάλωσης ινοσανίδων μεσαίας πυκνότητας (MDF). Σημαντική αύξηση παρουσιάζει και η κατανάλωση μοριοσανίδων, η οποία ισοδυναμεί με 5,3%. Η κατανάλωση μοριοσανίδων διέπεται από σχετική κάλυψη της εγχώριας παραγωγής, ενώ οι εισαγωγές έχουν περιοριστεί σε μεγάλο βαθμό. Αντίθετα, η κατανάλωση κόντρα-πλακέ παρουσιάζει την περίοδο 1993-2000 μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής της τάξης του 9,8%. Ο αριθμός των επιχειρήσεων στη βιομηχανία ξύλου, εμφανίζει το διάστημα 1993-1998 σημαντική μέση ετήσια μείωση, της τάξης του 3,4%. Η συρρίκνωση των επιχειρήσεων του κλάδου, επηρέασε αρνητικά και την απασχόληση του κλάδου, η οποία παρουσίασε το ίδιο διάστημα μέση ετήσια μείωση της τάξης του 4,4%. Οι παραπάνω εξελίξεις, επηρέασαν το ύψος της παραγωγικής δραστηριότητας του κλάδου, το οποίο χαρακτηρίζεται από οριακή άνοδο 0,1% ετησίως για το διάστημα 1993-2000. Οι εξαγωγές ακολουθούν το διάστημα 1993-2000 μία σταθερή αρνητική τάση, με ένταση την περίοδο 1996-1999, όπου η αξία των εξαγομένων προϊόντων σημείωσε πτώση κατά 37,7%. Κυριότερες αγορές αναδεικνύονται η Κύπρος, η Αλβανία και η ΠΓΔΜ. Αντιθέτως, οι εισαγωγές του κλάδου, εμφανίζουν σημαντική αύξηση τόσο σε όρους αξίας όσο και σε όρους ποσότητας. Το μεγαλύτερο μέρος των εισαγωγών προέρχεται από χώρες εντός ΕΕ (Ιταλία, Γερμανία, Σουηδία και Φινλανδία) και τρίτες χώρες εκτός ΕΕ όπως η Βουλγαρία, η Ρωσία, η Σλοβακία και οι ΗΠΑ. Την περίοδο 1993-2000, οι εισαγωγές παρουσίασαν ρυθμό αύξησης κατά 58% σε όρους αξίας και κατά 57% σε όρους ποσότητας.

Η εικόνα που εμφανίζει ο κλάδος στη διεθνή αγορά χαρακτηρίζεται από μείωση της απασχόλησης στην Ιαπωνία και ελαφρά αυξητική πορεία στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τις ΗΠΑ. Λιγότερο δυναμικός εμφανίζεται ο υποκλάδος της πιστής ξυλείας τόσο στις χώρες της ΕΕ, όσο και στις ΗΠΑ λόγω του έντονου ανταγωνισμού που αντιμετωπίζει από τρίτες χώρες εκτός ΕΕ (Μαλαισία, Ταϊβάν, Κίνα, κ.λ.π) σε αντίθεση με τον υποκλάδο που περιλαμβάνει την κατασκευή ημι-κατεργασμένων και τελικών προϊόντων ξύλου (αντικολλητά, μοριοσανίδες, ινοσανίδες, οικοδομική ξυλεία). Οι κυριότερες χώρες που διαμορφώνουν τις στρατηγικές του κλάδου στη διεθνή αγορά είναι οι ΗΠΑ, ο Καναδάς, η Ιαπωνία και οι Σκανδιναβικές χώρες (Σουηδία, Φινλανδία).

ΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ

Για να μπορέσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου να αξιοποιήσουν τα δυνητικά οφέλη που θα επιφέρουν οι εξελίξεις στο διεθνές και εγχώριο περιβάλλον, σύμφωνα με τη μελέτη του IOBE απαιτείται πρωτίστως η επίλυση συγκεκριμένων προβλημάτων που αντιμετωπίζει ο κλάδος στο σύνολο του. Όπως προκύπτει από τη μελέτη, τα κυριότερα προβλήματα τα οποία αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις του κλάδου, είναι : 1. Η ανεπάρκεια και η χαμηλή ποιότητα της εγχώριας πρώτης ύλης, που οδηγεί σε εξαρτήσεις από εισαγόμενες πηγές πρώτων υλών. 2. Η έλλειψη πιστοποιητικών καταγωγής ξυλείας. 3. Οι εισαγωγές προϊόντων ξύλου χαμηλής ποιότητας, σε μη ανταγωνιστικές τιμές. 4. Η έλλειψη τυποποίησης των προϊόντων του κλάδου και 5. Η ανεπάρκεια της τεχνοοικονομικής υποδομής (οδικά δίκτυα, λιμάνια κ.λ.π.), γεγονός που δυσχεραίνει τη διακίνηση των προϊόντων και ανεβάζει το μεταφορικό κόστος. Στα προβλήματα αυτά, προστίθεται και η μειωμένη κερδοφορία.

Αναλυτικότερα η κακή πορεία και η πτωτική εικόνα της οικοδομικής δραστηριότητας στη χώρα, η αρνητική οικονομική συγκυρία, η έλλειψη εγχώριας πρώτης ύλης και ο ανταγωνισμός από προϊόντα ίδιας χρηστικότητας και φθηνότερου, αλλά όχι μόνον, κόστους έχουν επηρεάσει τα τελευταία χρόνια σημαντικά και ουσιαστικά τον κλάδο της ξυλείας και των προϊόντων ξυλείας στην Ελλάδα. Η αγορά συνεχίζει να κατακλύζεται από -κακής ποιότητας τις περισσότερες φορές- εισαγόμενα προϊόντα

μέσω εταιρειών που απλά ιδρύονται ακόμη και για μια εισαγωγή , με την εγχώρια παραγωγή να αγωνίζεται να ξεπεράσει σε ποσοστό το ένα τρίτο της αγοράς, αφού σήμερα όλες μαζί οι παραγωγικές μονάδες δεν αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 25% της συνολικής αγοράς. Λόγω της συνεχούς αύξησης των εισαγωγών παρατηρείται τα τελευταία χρόνια στον κλάδο ότι παραγωγικές εταιρείες «αναγκάζονται» και διαθέτουν το προϊόν τους κάτω του κόστους με τεράστιες ζημιές τόσο για την οικονομική ευρωστία των ίδιων όσο και για τον κλάδο. Ο κλάδος δεν αντιμετωπίζει μόνον εσωτερικά προβλήματα ανταγωνισμού αλλά και μια επίθεση που εξαπλώνεται τα τελευταία χρόνια από τα προϊόντα απομίμησης ξύλου ενώ μεγαλύτερος ανταγωνιστής και κυρίαρχος μιας αγοράς, στην οποία «τα πάντα ήταν ξύλινα», παραμένει το αλουμίνιο με ποσοστό μεγαλύτερο του 70%. Ίσως το μόνο κομμάτι του κλάδου ξυλείας που αναπτύσσεται και μάλιστα παρά τον υπάρχοντα ανταγωνισμό από άλλα προϊόντα είναι αυτό των παρκέτων, ενώ τα είδη τεχνητής ξυλείας, με κύριο «εκπρόσωπο» τη μοριοσανίδα, αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα, παρά την πολύ υψηλή ποιότητα και τις πολύ ανταγωνιστικές τιμές.

ΟΙ ΤΡΕΙΣ ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Στα προϊόντα ξύλου δραστηριοποιούνται τρεις μεγάλες εταιρείες και συγκεκριμένα η Σέλμαν, η Ακρίτας και η Alfa Wood με συνολικές πωλήσεις το 2007 που έφτασαν στα 260 εκατ. ευρώ, επί περίπου 1 δισ. ευρώ συνολικών πωλήσεων του κλάδου, ενώ για το 2009 πωλήσεις εμφανίστηκαν μειωμένες κατά περίπου 30% σε σχέση με το 2008. Το καθαρά παραγωγικό κομμάτι που εκπροσωπούν οι εταιρείες Σέλμαν, Alfa Wood και Ακρίτας δεν ξεπερνά για το 2009 τα 250 εκατ. ευρώ όταν το σύνολο της αγοράς - παραγωγή και εισαγωγές- υπερβαίνει το 1 δισ. ευρώ.

Οι εισαγωγές αλλά και η πτώση της οικοδομής έχουν φτάσει στο σημείο τις μεγάλες εταιρείες, που απασχολούν μια - δυο χιλιάδες εργαζομένους, να καταγράφουν μεγάλες ζημιές και να κινδυνεύουν αν δεν μαζευτούν να κλείσουν με όλες τις γνωστές αρνητικές συνέπειες: ανεργία, κοινωνική αναληγσία, εγκατάλειψη υπαίθρου. (η Σέλμαν λειτουργεί σε Χαλκίδα και Κομοτηνή, η Alfa Wood σε Θεσσαλία, Γρεβενά και στο Νευροκόπι και η Ακρίτας στη Βόρεια Ελλάδα). Βλέποντας την ανάκαμψη να μην έρχεται νωρίτερα από το 2012, μειώνουν κόστη, αναδιοργανώνονται και δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στο κομμάτι των εξαγωγών η Shelman, η Ακρίτας και η Alfa

Wood. Αφού δεν βλέπουν στον ορίζοντα ανάκαμψη της ζήτησης στην αγορά, οι εισηγμένες εταιρίες του κλάδου της ξυλείας προσπαθούν να προσαρμοστούν με ίδιες δυνάμεις στα νέα δεδομένα και να αντεπεξέλθουν στη δυσμενή συγκυρία. Οι περικοπές δαπανών, οι αναδιαρθρώσεις εργασιών και η στροφή πωλήσεων προς το εξωτερικό αποτελούν τις βασικότερες επιλογές. Το 2010 χαρακτηρίστηκε από μεγάλη μείωση της ρευστότητας στην αγορά και παντελή έλλειψη επενδυτικής διάθεσης τόσο σε ατομικό όσο και σε εταιρικό επίπεδο, ενώ λόγω της οικονομικής κρίσης και των μέτρων λιτότητας που ισχύουν στην Ελλάδα, δεν αναμένεται σημαντική βελτίωση εντός των ετών 2010 και 2011, ενώ από το 2012, σύμφωνα με τους οικονομικούς αναλυτές, ενδέχεται να σημειωθεί μικρή ανάκαμψη στην οικοδομή και στους συναφείς κλάδους. Στο πλαίσιο των δυσμενών μακροοικονομικών δεδομένων και οι τρεις μεγάλες εταιρίες έχουν εξαγγείλει ότι θα συνεχίσουν να ακολουθούν **συντηρητική στάση** και πολιτικές βελτίωσης της ρευστότητας.

Συγκεκριμένα, η **Ακρίτας** έχει ως στόχο τη διατήρηση της παραγωγής της μονάδας της Θράκης σε υψηλά επίπεδα και καθώς η εγχώρια ζήτηση μειώνεται διέξοδος είναι η ενίσχυση του εξαγωγικού χαρακτήρα της. Βασικός προσανατολισμός είναι η επίτευξη θετικών ταμειακών ροών (σημειώθηκαν γύρω στις +800 χιλ. το πρώτο εξάμηνο του 2010) και στην τροφοδότηση με ακατέργαστη ξυλεία από τη θυγατρική της Βουλγαρίας.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2010 οι πωλήσεις του ομίλου υποχώρησαν από τα 23 στα 20,4 εκατ. και οι ζημίες διευρύνθηκαν από τις 833 χιλ. στο 1,41 εκατ. ευρώ.

Η **Alfawood** προσπαθεί να αντιμετωπίσει την κατάσταση μέσα από μειώσεις λειτουργικού κόστους, από εστίαση σε προϊόντα υψηλότερου περιθωρίου και από την εξάπλωση σε άλλες γεωγραφικές περιοχές. Σημαντικό πλεονέκτημα για την Interwood είναι η συγχώνευσή της με την Ξυλεμπορία η οποία έδωσε τη δυνατότητα στο κοινό σχήμα να εκμεταλλευτεί συνέργιες και οικονομίες κλίμακας. Χάρης αυτού στο πρώτο εξάμηνο της χρήσης 2010 αύξησε οριακά τις πωλήσεις της, παρουσίασε θετικό EBIT (781 χιλ.) και θετικά τελικά αποτελέσματα (106 χιλ. έναντι ζημίας 1 εκατ. κατά το αντίστοιχο περυσινό διάστημα). Μάλιστα, δημιουργήθηκαν και θετικές ταμειακές ροές 1,6 εκατ. Ευρώ.

Στη **Shelman** η δυσμενής συγκυρία έχει σοβαρότερο αντίκτυπο, καθώς η εταιρεία καλείται να επιβιώσει, παρά τα σοβαρότατα προβλήματα που αντιμετωπίζει εδώ και πολλά χρόνια. Το νέο management στο πρώτο τρίμηνο του 2010 αύξησε κατά 58% την παραγωγική δραστηριότητα και έριξε τις τιμές πώλησης προκειμένου η εταιρεία να ανακτήσει μερίδια αγοράς στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Η Shelman λόγω των δυσμενών συνθηκών που επικρατούν επί του παρόντος στην εγχώρια αγορά ξύλου έχει αποφασίσει την περαιτέρω ανάπτυξη της εξαγωγικής της δραστηριότητας σε αγορές στις οποίες μέχρι σήμερα είχε περιορισμένη ή και μηδενική παρουσία. Η νέα πολιτική της Shelman πιθανότατα ενίσχυσε την αύξηση των πωλήσεων από τα 40,9 στα 43,5 εκατ. Για το πρώτο εξάμηνο του 2010 και την επίτευξη θετικών ταμειακών ροών άνω των 5 εκατ. ευρώ. Βελτίωση σημειώθηκε και στο λειτουργικό αποτέλεσμα, όμως η αυξημένη τελική ζημία (-17,4 εκατ.) οφείλεται σε έκτακτη διαγραφή 10 εκατ. ευρώ (υπόθεση ΔΑΡΜΑΚ). Πάντως, η διοίκηση της Shelman έχει μπροστά της ,εκτός των άλλων, να υλοποιήσει μια αύξηση κεφαλαίου ύψους 14 εκατ. ευρώ καθώς και να αντιμετωπίσει το ενδεχόμενο συνέχισης των αντιδράσεων από εργαζομένους της στο πρόγραμμα που προτίθεται να εφαρμόσει.

II. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στρατηγική είναι η κατεύθυνση και το εύρος και είδος δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης μακροπρόθεσμα, η οποία εξασφαλίζει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση, μέσω της διάταξης των πόρων της μέσα σε ένα μεταβαλλόμενο περιβάλλον, με στόχο να ανταποκριθεί στις ανάγκες των αγορών και να ικανοποιήσει τις προσδοκίες των βασικών ομάδων ενδιαφερομένων. (Johnson, Scholes, Whittington, 2008).

1. ΑΝΑΛΥΣΗ SWOT

Η ανάλυση SWOT είναι ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού το οποίο χρησιμοποιείται για την ανάλυση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος μίας επιχείρησης, όταν αυτή πρέπει να λάβει μία απόφαση σε σχέση με τους στόχους που έχει θέσει ή με σκοπό την επίτευξή τους. Η SWOT Analysis, παρόλο που περάσανε περισσότερα από 40 χρόνια από τότε που αναπτύχθηκε, θεωρείται ακόμα και σήμερα σημαντικό “εργαλείο” στην λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων και όχι μόνο. Πατέρας της SWOT Analysis φέρεται να είναι ο Albert Humphrey, καθηγητής την δεκαετία του 60 και 70 στο Stanford University..

Η Ανάλυση SWOT εξετάζει τα **Ισχυρά** (Strengths) και **Αδύναμα** σημεία (Weaknesses) μιας επιχείρησης, τις **Ευκαιρίες** (Opportunities) και **Απειλές** (Threats) από το περιβάλλον που δραστηριοποιείται. Χρησιμοποιείται από πολλές επιχειρήσεις προκειμένου να αξιολογήσουν την κατάσταση που βρίσκονται σήμερα με σκοπό να πάρουν αποφάσεις και να διαμορφώσουν έτσι την μελλοντική στρατηγική τους.

Η Ανάλυση SWOT χωρίζεται σε δύο βασικά μέρη. Στην ανάλυση του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης που είναι τα **Δυνατά** (Strengths) και **Αδύναμα** (Weaknesses) σημεία, και στην ανάλυση του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης που είναι οι **Ευκαιρίες** (Opportunities) και οι **απειλές** (Threats).

Οι **Δυνατότητες** και οι **Αδυναμίες** της επιχείρησης είναι εσωτερικοί παράγοντες που εντοπίζονται από την ανάλυση και των λειτουργιών και συστημάτων της επιχείρησης.

Τα δυνατά και αδύνατα σημεία αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης καθώς προκύπτουν από τους εσωτερικούς πόρους που αυτή κατέχει (π.χ. ικανότητες προσωπικού και στελεχών, ιδιότητες και χαρακτηριστικά της επιχείρησης, τεχνογνωσία, χρηματοοικονομική υγεία και ικανότητα να ανταποκριθεί σε νέες επενδύσεις, κλπ.).

Η παρακάτω θεώρηση των Δυνάμεων – Αδυναμιών πραγματοποιείται τόσο από την εσωτερική οπτική, όσο και από την οπτική των «πελατών». Κρίσιμος παράγοντας, ο οποίος επιβάλλει την προσπάθεια ποσοτικοποίησης των δεδομένων αποτελεί η δυνατότητα ρεαλιστικής (αντικειμενικής) αποτίμησης της υφιστάμενης κατάστασης. Η όλη ανάλυση οφείλει να γίνει συσχετιζόμενη με τον ανταγωνισμό: για παράδειγμα, η παραγωγή ενός προϊόντος υψηλής ποιότητας, εφόσον παράγεται σε αφθονία και από τον ανταγωνισμό, δεν αποτελεί δύναμη για την περιοχή, αλλά αναγκαιότητα.

Τα ΔΥΝΑΤΑ σημεία σε μια επιχείρηση μπορούν να περιλαμβάνουν:

- Κάποια “ειδικά” προϊόντα και υπηρεσίες που δεν υπάρχουν στην αγορά.
- Υγιής οικονομική κατάσταση (ταμειακές ροές, αυξανόμενος κύκλος εργασιών και κερδοφορία, κλπ.).
- Σωστή οικονομική διαχείριση.
- Ισχυρή πιστοληπτική ικανότητα και καλή σχέση με την τράπεζα.
- Καλή φήμη και brand name.
- Ηγέτης σε ένα επιλεγμένο τμήμα της αγοράς (niche market).
- Ύπαρξη πατέντας ή πνευματικών δικαιωμάτων.
- Εκπαιδευμένους και έμπιστους υπαλλήλους.
- Η γνώση και εμπειρία του αντικειμένου.
- Η καλή τοποθεσία της επιχείρησης.
- Η απάντηση στην ερώτηση, “τι είναι αυτό που κάνουμε καλά;”
- Το “ανταγωνιστικό πλεονέκτημα” της επιχείρησης
- Κάτι το οποίο προσφέρει η επιχείρηση το οποίο δεν προσφέρει κανείς άλλος

Τα ΑΔΥΝΑΤΑ σημεία ή τα σημεία που μειονεκτεί η επιχείρησή μπορούν να είναι:

- Η κακή οικονομική διαχείριση.
- Οι μικρές ικανότητες διοίκησης και οργάνωσης της επιχείρησης.

- Το ανεπαρκές κεφάλαιο κίνησης.
- Αδυναμία είσπραξης οφειλών από πελάτες.
- Μη υιοθέτηση πρακτικών μάρκετινγκ.
- Το μη εξειδικευμένο και ανεκπαιδευτο προσωπικό της επιχείρησης.
- Προβλήματα στις λειτουργίες της (π.χ. στην παραγωγή, διανομή, προώθηση, τιμολόγηση, κτλ.)
- Οι απαντήσεις στις ερωτήσεις: “τι είναι αυτό που ΔΕΝ κάνουμε καλά;”, “σε ποια σημεία υστερούμε έναντι του ανταγωνισμού;”, “τι θα πρέπει να αποφύγουμε;”

Οι **Ευκαιρίες** και **Απειλές** της επιχείρησης εντοπίζονται από την μελέτη του εξωτερικού περιβάλλοντος στο οποίο και δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Αντανακλούν μεταβλητές του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης τις οποίες η επιχείρηση θα πρέπει να εντοπίσει, να προσαρμοστεί σε αυτές ή ακόμα και να τις προσαρμόσει όπου κάτι τέτοιο είναι εφικτό (π.χ. είσοδος νέων ανταγωνιστών, ρυθμίσεις στο νομικό περιβάλλον, δημιουργία ή/και εμφάνιση νέων αγορών, κλπ.).

Εξωγενείς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την λειτουργία της επιχείρησης είναι οι πολιτικοί παράγοντες (ένα καινούριο νομοσχέδιο, ή ακόμα και μια αλλαγή στην κυβέρνηση), οικονομικοί (αύξηση φορολογίας, μείωση επιτοκίων), κοινωνικοί (αύξηση πληθυσμού, ανεργία) και τεχνολογικοί (νέες μεθόδους παραγωγής, νέες τεχνολογίες,). οι ευκαιρίες και οι απειλές

Οι **ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ** σε μια επιχείρηση μπορούν να περιλαμβάνουν:

- Νέες υποδομές που δημιουργούνται (πχ. Εγνατία Οδός, Βιοτεχνικές Περιοχές, κλπ.).
- Οι επιδοτήσεις από αναπτυξιακά Εθνικά και Ευρωπαϊκά προγράμματα (πχ. ΕΣΠΑ).
- Τα “κενά” στην αγορά τα οποία να μπορεί να τα καλύψει η επιχείρησή σας.
- Η “ανάγκη” για νέα προϊόντα και υπηρεσίες από τους καταναλωτές.
- Οι αλλαγές στις προτιμήσεις των καταναλωτών.
- Η ανάπτυξη νέων καναλιών διανομής (π.χ. μέσω του Διαδικτύου).
- Η τεχνολογική πρόοδος (νέα υλικά, νέες μέθοδοι παραγωγής, έξυπνα συστήματα, κλπ.).

- Οι νέοι τρόπου εύρεσης και αγοράς προϊόντων από τους καταναλωτές (πχ. amazon, e-shop, eBay, κλπ.).
- Οι νέοι τρόπου δικτύωσης των νέων (πχ. blogs, facebook, κλπ.).

Οι **ΚΙΝΔΥΝΟΙ** (ή απειλές) που μπορούν να εμφανιστούν περιλαμβάνουν:

- Μια Παγκόσμια Οικονομική Κρίση.
- Μια ενδεχόμενη μείωση της κατανάλωσης.
- Η αύξηση του ανταγωνισμού.
- Η είσοδος πολλών νέων επιχειρήσεων στην αγορά.
- Μια ενδεχόμενη μείωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών.
- Η υπερβολική εξάρτηση από έναν Προμηθευτή.
- Η αύξηση των τιμών από τους Προμηθευτές
- Αλλαγές στη νομοθεσία (πχ. αύξηση φορολογίας, επιπλέον άδειες ή εγκρίσεις για άδεια λειτουργίας, κλπ.)
- Οι Διεθνές πολιτικό-οικονομικές συγκυρίες (π.χ τρομοκρατία, αύξηση πετρελαίου, κλπ.).
- Μια ενδεχόμενη αύξηση του πληθωρισμού και των επιτοκίων.
- Η μη κάλυψη οικονομικών υποχρεώσεων από πελάτες (πχ. αύξηση ακάλυπτων επιταγών, κλπ.).

Ανάλυση SWOT για την εταιρεία ΣΕΛΜΑΝ

Δυνάμεις (Strengths)

- Ισχυρή επωνυμία
- Καλή εικόνα και ποιότητα
- Ισχυρή πιστοληπτική ικανότητα
- Ηγετική παρουσία στον χώρο της ξυλείας
- Περιβαλλοντική και Κοινωνική ευθύνη
- Εξειδικευμένο προσωπικό
- Μεγάλη ποικιλία προϊόντων
- Το όνομά της αποτελεί εγγύηση για τους καταναλωτές
- Επεκτατική πολιτική

- Δραστηριοποίηση στην ξένη αγορά
- Ανεπτυγμένη τεχνολογία

Αδυναμίες (Weaknesses)

- Αδυναμία είσπραξης οφειλών από πελάτες
- Αρνητικές ταμειακές ροές
- Ανεπαρκές κεφάλαιο κίνησης
- Η εταιρεία δεν χρησιμοποιεί τη διοίκηση ανθρώπινου δυναμικού αλλά τη διοίκηση προσωπικού

Ευκαιρίες (Opportunities)

- Παγκοσμιοποίηση αγοράς
- Επενδύσεις της εταιρείας σε νέους τομείς αγοράς και νέες αγορές
- Παραγωγή νέων προϊόντων
- Νέα κανάλια διανομής

Απειλές (Threats)

- Παγκόσμια οικονομική κρίση
- Μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας
- Πολιτική αστάθεια και αβεβαιότητα που ενδέχεται να
- ζημιώσει τα έσοδα της εταιρείας
- Αύξηση κόστους παραγωγής και των πρώτων υλών
- Αύξηση των εισαγωγών ειδών ξυλείας
- Αύξηση της προτίμησης υποκατάστατων προϊόντων

2. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ SHELMAN

Ο βασικός αντικειμενικός σκοπός της στρατηγικής της SHELMAN είναι η επίτευξη κερδοφόρου και βιώσιμης επιχειρηματικής ανάπτυξης μέσα στα πλαίσια του διεθνούς ανταγωνιστικού πεδίου. Για την πραγματοποίηση του σκοπού αυτού, η εταιρική στρατηγική ακολουθεί τους εξής άξονες:

Προσήλωση στην ποιότητα προϊόντων.

Τα προϊόντα ξύλου SHELMAN φημίζονται για την υψηλή ποιότητά τους. Στόχος της είναι η συνεχής, περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας και η εμπέδωση της ποιοτικής υπεροχής των προϊόντων στην συνείδηση των χρηστών τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς.

Συνεπώς η εταιρεία ακολουθεί στρατηγική διαφοροποίησης μέσω της παροχής υψηλής ποιότητας προϊόντων και υπηρεσιών για την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος

Κερδοφόρα ανάπτυξη όγκου και αξίας πωλήσεων.

Η εταιρία στοχεύει στην δυναμική ανάπτυξη των εργασιών της μέσα από την περαιτέρω διεύρυνση της γκάμας προϊόντων, τη συνεχή βελτίωση της εξυπηρέτησης πελατών, την ενίσχυση του εξαγωγικού προσανατολισμού της και την άριστη διοίκηση της οργάνωσης πωλήσεων.

Συνεχής βελτίωση της σχετικής θέσης κόστους.

Η βελτίωση αυτή αφορά στο σύνολο της αλυσίδας αξίας της επιχείρησης και ιδιαίτερα στις δραστηριότητες προμήθειας πρώτων υλών υψηλής ποιότητας στις πλέον συμφέρουσες τιμές και στην συνεχή αναζήτηση τρόπων μείωσης του κόστους παραγωγής, μέσω πλήρους αξιοποίησης της σύγχρονης τεχνολογίας.

Οργανωτική αναβάθμιση.

Η SHELMAN προχωρά με ταχείς ρυθμούς σε ένα ευρύ πρόγραμμα αύξησης της αποτελεσματικότητας, μέσα από εκσυγχρονισμό των διαδικασιών λειτουργίας, την εφαρμογή σύγχρονων μεθόδων διοίκησης, τη συνεχή εκπαίδευση των ανθρώπων και την αναβάθμιση των πληροφοριακών συστημάτων. Μέσα από την υλοποίηση της στρατηγικής αυτής, η SHELMAN προσβλέπει στην περαιτέρω ενίσχυση της ηγετικής

της θέσης στην Ελληνική αγορά, στην καθιέρωσή της και στην ανάδειξή της σε υπολογίσιμη δύναμη στα πλαίσια του διεθνούς ανταγωνισμού.

Στην αγορά πλοίου για τη μεταφορά φορτίων προκειμένου να μειώσει το κόστος των ναύλων για την εταιρεία προσανατολίζεται η διοίκηση της Σέλμαν στο πλαίσιο της στρατηγικής για την επιστροφή της μεσοπρόθεσμα στη λειτουργική κερδοφορία.

Σημειώνεται ότι η εταιρεία διαθέτει λιμάνι γεγονός που μειώνει το κόστος μεταφοράς των φορτίων της, ενώ υπολογίζεται ότι η απόκτηση και ενός πλοίου για τις μεταφορές της θα μειώσει το κόστος των ναύλων. Η μείωση κόστους, η ανάπτυξη του όγκου των πωλήσεων με επέκταση σε νέες αγορές, η απόκτηση αυτοματοποιημένου εξοπλισμού και η συνεχής παρακολούθηση των αναγκών της αγοράς και η δημιουργία εξειδικευμένων προϊόντων αποτελεί τη στρατηγική της εταιρείας με στόχο την επίτευξη λειτουργικής κερδοφορίας. Επίσης η διοίκηση σχεδιάζει τη σταδιακή μείωση και αξιοποίηση αποθεμάτων με στόχο την εξυγίανση του ισολογισμού της.

Η στρατηγική της εταιρείας προσανατολίζεται στην εξωστρέφεια και στην διείσδυση σε ξένες αγορές εφόσον οι εξαγωγές κινούνται με αύξηση 45% σε αξία και 65% σε όγκο και αποτελούν το 15% των συνολικών της πωλήσεων ενώ ο στόχος για το 2011 είναι να αποτελούν το 30% των πωλήσεων. Τα προϊόντα της εταιρείας λόγω της ποιότητάς τους είναι ευπρόσδεκτα στις ξένες αγορές και υπάρχουν προτάσεις για την αντιπροσώπευσή τους στην αγορά της Ιταλίας ενώ συνεχίζονται συστηματικές κινήσεις για το άνοιγμα και νέων αγορών. Λόγω του ότι η εγχώρια αγορά είναι συγκεκριμένη και ο ανταγωνισμός από τις ξένες εταιρίες μεγαλώνει, η μόνη διέξοδος ανεύρεσης τζίρου είναι οι εξαγωγές οι οποίες εντάσσονται στο σχέδιο δράσης της εμπορικής πολιτικής της εταιρείας. Οι εξαγωγές αποκτούν δυναμικό ρόλο και ενεργή παρουσία σε σειρά εκθέσεων του κλάδου στο εξωτερικό προκειμένου να διευρύνουν το πεδίο τους με τις τρέχουσες εξελίξεις αλλά και να αναπτύσσουν νέες επιχειρηματικές σχέσεις.

Αν δεν υπάρξουν απρόβλεπτες εξελίξεις στις αγορές και ειδικότερα στην αγορά ξύλου, η Διοίκηση της ΣΕΛΜΑΝ εκτιμά ότι σύντομα θα υπάρξει αναστροφή της αρνητικής εικόνας των οικονομικών της αποτελεσμάτων.

Όσον αφορά τη στρατηγική της ΣΕΛΜΑΝ με στόχο την ορθολογικοποίηση της παραγωγικής της δραστηριότητας και την οριοθέτηση της δυναμικότητάς της με βάση τη ζήτηση της αγοράς, η εταιρεία προχώρησε σε αναδιοργάνωση ειδικοτήτων και

μείωση του προσωπικού της, προσβλέποντας στην αναχαίτιση περαιτέρω ζημιών, στην εξυγίανση και μακροπρόθεσμα στην κερδοφορία της. Η εταιρεία εφαρμόζει πρόγραμμα εθελούσιας εξόδου των εργαζομένων από το 2006. Η δραστική αυτή πολιτική της μείωσης του προσωπικού της εταιρείας προκάλεσε την αντίδραση των εργαζομένων. Το εργοστάσιο στο Βασιλικό Χαλκίδας είχε τεθεί εκτός λειτουργίας από 01.06.2010 έως 12.07.2010 σε ένδειξη διαμαρτυρίας των εργαζομένων για τις απολύσεις στις οποίες προχώρησε η εταιρεία στο προηγούμενο διάστημα και προς αποτροπή νέων απολύσεων.

III. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η λογιστική ανάλυση αξιολογεί τον βαθμό στον οποίο οι λογιστικές καταστάσεις δείχνουν την επιχειρησιακή πραγματικότητα. Σκοπός της λογιστικής είναι η πληροφόρηση της διοίκησης των επιχειρήσεων για τη σωστή και αποτελεσματική διαχείρισή τους, μέσω της συγκέντρωσης, καταγραφής, ταξινόμησης και μελέτης των οικονομικών γεγονότων που συνθέτουν τη δραστηριότητά τους.

1. ΕΛΕΓΧΟΣ

Τις χρήσεις 2006-2009 η ελεγκτική εταιρεία που ήταν επιφορτισμένη με τη διενέργεια ελέγχου επί των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, ήταν η KPMG η οποία αντικαταστάθηκε από την BDO τη χρήση 2010. Η KPMG υπήρξε ελεγκτής της εταιρείας για αρκετές χρήσεις (από τα αναρτημένα στην ιστοσελίδα της ΣΕΛΜΑΝ στοιχεία μπορούμε να δούμε ότι ήταν η ίδια ελεγκτική εταιρεία για περισσότερες από τέσσερις χρήσεις) άρα μπορούμε να υποθέσουμε ότι ήταν εύλογη η αλλαγή της ελεγκτικής, εφόσον οι εταιρείες υποχρεούνται να αλλάζουν ορκωτό ελεγκτή μετά την πάροδο κάποιων ετών.

Το πιστοποιητικό ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή αναφέρει και για τις πέντε εξεταζόμενες χρήσεις:

ΓΝΩΜΗ

«Κατά τη γνώμη μας, οι Οικονομικές Καταστάσεις απεικονίζουν ακριβοδίκαια την ατομική και ενοποιημένη οικονομική κατάσταση της Εταιρείας κατά την 31 Δεκεμβρίου 2007 και την ατομική και ενοποιημένη χρηματοοικονομική της επίδοση και τις ατομικές και ενοποιημένες ταμιακές ροές της για τη χρήση που έληξε την ημερομηνία αυτή, σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση.»

Κατά τις χρήσεις 2006 και 2007 στη σύμφωνη γνώμη του ελεγκτή είχε αποδοθεί και θέμα έμφαση επί του φορολογικού ελέγχου.

ΘΕΜΑ ΕΜΦΑΣΗΣ

«Χωρίς να διατυπώνουμε επιφύλαξη ως προς τα συμπεράσματα του ελέγχου μας, επιστούμε την προσοχή σας στη Σημείωση 5.9 επί των Οικονομικών Καταστάσεων, όπου αναφέρεται ότι οι φορολογικές υποχρεώσεις της Εταιρείας και των θυγατρικών της εταιρειών δεν έχουν εξεταστεί από τις φορολογικές αρχές για ορισμένες χρήσεις, με συνέπεια να μην έχουν καταστεί οριστικές για τις χρήσεις αυτές. Η έκβαση του φορολογικού ελέγχου για αυτές τις ανέλεγκτες χρήσεις δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί στο παρόν στάδιο.»

Για τη χρήση 2010 το θέμα έμφασης αφορά τη ρευστότητα της εταιρείας.

« Χωρίς να διατυπώνουμε επιφύλαξη στη γνώμη μας επιστούμε την προσοχή σας στη σημείωση 4 των Εταιρικών και Ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων στην οποία γίνεται αναφορά στο γεγονός ότι η Εταιρεία αντιμετωπίζει αυξημένο κίνδυνο ρευστότητας. Η συνέχιση της αποτελεσματικής διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας και της απρόσκοπτης λειτουργίας της εταιρείας τελεί υπό τις προϋποθέσεις της δυνατότητας μελλοντικής επίτευξης των δεσμευτικών οικονομικών επιδόσεων και της διασφάλισης αναχρηματοδοτικών πόρων».

2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π.) όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι οικονομικές καταστάσεις της ΣΕΛΜΑΝ έχουν συνταχθεί με βάση την αρχή του ιστορικού κόστους, με εξαίρεση ορισμένων στοιχείων ενεργητικού και παθητικού τα οποία εμφανίζονται στην εύλογη αξία. Οι λογαριασμοί που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις απεικονίζονται σε ευρώ, το οποίο αποτελεί το λειτουργικό νόμισμα της Εταιρείας, εκτός αν σε κάποιο σημείο υπάρχουν κονδύλια σε χιλιάδες ευρώ, γεγονός το οποίο αναφέρεται.

Η σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων απαιτεί από την Διοίκηση να παίρνει αποφάσεις, να κάνει εκτιμήσεις και υποθέσεις που επηρεάζουν την εφαρμογή λογιστικών πολιτικών, καθώς και των καταχωρημένων ποσών στοιχείων του

ενεργητικού, του παθητικού, των εσόδων και εξόδων. Τα πραγματικά αποτελέσματα μπορεί τελικά να διαφέρουν από αυτές τις εκτιμήσεις. Οι εκτιμήσεις και οι σχετικές με αυτές υποθέσεις αναθεωρούνται σε συνεχή βάση. Οι αναθεωρήσεις αυτές αναγνωρίζονται στην περίοδο που πραγματοποιήθηκαν και στις τυχόν επόμενες περιόδους.

Οι βασικές λογιστικές αρχές που ακολουθεί η εταιρεία αναλυτικά ανά τομέα είναι οι εξής:

❖ **Τα Πάγια περιουσιακά στοιχεία** αποτιμώνται ως εξής:

Τα οικοπέδα, κτίρια και μηχανολογικός εξοπλισμός αποτιμώνται στη εύλογη αξία τους, μείον τις σωρευμένες αποσβέσεις και τις τυχόν προβλέψεις απομείωσής τους.

Η εύλογη αξία των οικοπέδων και κτιρίων, κατά την εκτίμηση της Διοίκησης, θεωρείται ότι είναι η αντικειμενική αξία τους. Η εύλογη αξία του μηχανολογικού εξοπλισμού προσδιορίζεται από ανεξάρτητους εκτιμητές. Ο λοιπός εξοπλισμός και τα μεταφορικά μέσα αποτιμώνται στην αξία κτήσεως, μείον τις σωρευμένες αποσβέσεις και τις τυχόν προβλέψεις απομείωσής τους. Μεταγενέστερες δαπάνες καταχωρούνται σε επαύξηση της λογιστικής αξίας των εν λόγω παγίων μόνον αν πιθανολογείται ότι μελλοντικά οικονομικά οφέλη θα εισρεύσουν στον όμιλο και το κόστος τους μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα. Οι γενόμενες επισκευές και οι συντηρήσεις καταχωρούνται στα αποτελέσματα.

Τα οικοπέδα δεν αποσβένονται. Οι αποσβέσεις των άλλων στοιχείων των ενσωμάτων παγίων υπολογίζονται, με την σταθερή μέθοδο, με βάση την ωφέλιμη ζωή τους, η οποία κατά κατηγορία παγίου, έχει ως εξής:

Κτίρια	10 - 40 έτη
Μηχανολογικός Εξοπλισμός	10 - 20 έτη
Αυτοκίνητα – Οχήματα	6 - 13 έτη
Μηχανογραφικός Εξοπλισμός	10 έτη
Λοιπός Παραγωγικός Εξοπλισμός	4 - 7 έτη

Οι εύλογες αξίες, οι υπολειμματικές αξίες και οι ωφέλιμες ζωές των ενσωμάτων παγίων υπόκεινται σε επανεξέταση σε κάθε ημερομηνία καταρτίσεως οικονομικών καταστάσεων. Όταν οι λογιστικές αξίες των ενσωμάτων παγίων υπερβαίνουν την

ανακτήσιμη αξία τους, οι διαφορές (απομείωση) καταχωρούνται ως έξοδα στα αποτελέσματα. Όταν κάποιο ενσώματο πάγιο δεν αναμένεται να παράσχει οικονομικό όφελος διαγράφεται. Κατά την πώληση των ενσωμάτων παγίων, οι διαφορές μεταξύ του τιμήματος που λαμβάνεται και της λογιστικής τους αξίας καταχωρούνται ως κέρδη ή ζημιές στα αποτελέσματα.

❖ **Αυλα Περιουσιακά Στοιχεία**

(α) Υπεραξία

Δεν υφίσταται υπεραξία για τις ενοποιημένες θυγατρικές εταιρίες, όπως αυτή προσδιορίζεται σύμφωνα με το Δ.Π.Χ.Π. «Ενοποίηση επιχειρήσεων».

(β) Λογισμικό

Το λογισμικό των εταιριών του Ομίλου έχει αποτιμηθεί στην αξία κτήσεως μείον τις σωρευμένες αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις διενεργούνται με την σταθερή μέθοδο κατά την διάρκεια της ωφέλιμης ζωής των στοιχείων του λογισμικού η οποία είναι 10 έτη.

❖ **Έλεγχος Απομείωσης Αξίας Περιουσιακών Στοιχείων**

Τα περιουσιακά στοιχεία υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους σε κάθε ημερομηνία κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων,, όταν υπάρχουν ενδείξεις ότι οι λογιστική αξία τους δεν θα ανακτηθεί. Η ανακτήσιμη αξία είναι η μεγαλύτερη αξία μεταξύ εύλογης αξίας μειωμένης με το απαιτούμενο για την πώληση κόστος και λογιστικής αξίας. Για την εκτίμηση των ζημιών απομείωσης τα περιουσιακά στοιχεία εντάσσονται στις μικρότερες δυνατές μονάδες δημιουργίας ταμιακών ροών. Οι ζημιές απομείωσης καταχωρούνται ως έξοδα στα αποτελέσματα όταν προκύπτουν.

❖ **Χρεόγραφα**

Τα χρεόγραφα του Ομίλου αποτιμούνται στην εύλογη αξία τους και οι μεταβολές που προκύπτουν από την αποτίμηση καταχωρούνται στα αποτελέσματα. Στην κατηγορία των χρεογράφων η εταιρία καταχωρεί επενδύσεις που γίνονται με σκοπό την κερδοσκοπία.

❖ **Αποθέματα**

Τα αποθέματα αποτιμώνται στην κατ' είδος χαμηλότερη αξία μεταξύ αξίας κτήσεως και καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας. Η αξία κτήσεως προσδιορίζεται με την μέθοδο

του ετήσιου μέσου σταθμικού όρου. Κόστος δανεισμού δεν περιλαμβάνεται στην αξία κτήσεως των αποθεμάτων. Η καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία εκτιμάται με βάση τις τρέχουσες τιμές πώλησης των αποθεμάτων στα πλαίσια της συνήθους δραστηριότητας, αφαιρουμένων και των τυχόν εξόδων πώλησης όπου συντρέχει περίπτωση.

❖ **Απαιτήσεις από Πελάτες**

Οι απαιτήσεις από πελάτες καταχωρούνται αρχικά στην εύλογη αξία τους η οποία συμπίπτει με την ονομαστική αξία, αφαιρουμένων των τυχόν ζημιών απομείωσης. Οι ζημιές απομείωσης (απώλειες από επισφαλείς απαιτήσεις) καταχωρούνται όταν υπάρχει αντικειμενική απόδειξη ότι ο Όμιλος δεν είναι σε θέση να εισπράξει όλα τα ποσά που οφείλονται με βάση τους συμβατικούς όρους. Το ποσό της πρόβλεψης καταχωρείται στα αποτελέσματα. Τυχόν διαγραφές απαιτήσεων από εισπρακτέους λογαριασμούς πραγματοποιούνται μέσω της σχηματισθείσας πρόβλεψης για επισφαλείς πελάτες. Απαιτήσεις που κρίνονται ως ανεπίδεκτες είσπραξης διαγράφονται.

❖ **Διαθέσιμα και Ταμειακά Ισοδύναμα**

Τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυτών περιλαμβάνουν τα μετρητά και τις καταθέσεις όψεως.

❖ **Μετοχικό κεφάλαιο και Αποθεματικά**

Οι κοινές μετοχές κατατάσσονται στα ίδια κεφάλαια.

Η αξία κτήσεως των ιδίων μετοχών, μειωμένη με το φόρο εισοδήματος (εάν συντρέχει περίπτωση), εμφανίζεται αφαιρετικά των ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου, μέχρις ότου οι ίδιες μετοχές πωληθούν ή ακυρωθούν. Κάθε κέρδος ή ζημιά από πώληση ιδίων μετοχών, καθαρό από άμεσα για την συναλλαγή λοιπά κόστη και φόρο εισοδήματος, αν συντρέχει περίπτωση, εμφανίζεται ως αποθεματικό στα ίδια κεφάλαια.

❖ **Φορολογία Εισοδήματος και Αναβαλλόμενοι Φόροι**

Ο φόρος εισοδήματος της χρήσης αποτελείται από τον τρέχοντα και τον αναβαλλόμενο φόρο. Ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος καταχωρείται στα αποτελέσματα εκτός από την περίπτωση που αφορά κονδύλια τα οποία καταχωρούνται απευθείας στα ίδια

κεφάλαια , οπότε καταχωρείται στα ίδια κεφάλαια. Ο τρέχων φόρος εισοδήματος είναι ο αναμενόμενος πληρωτέος φόρος επί του φορολογικού εισοδήματος χρήσης, βάσει των θεσπισμένων συντελεστών φόρου κατά την ημερομηνία του ισολογισμού καθώς και οποιαδήποτε αναπροσαρμογή στον φόρο προηγούμενων χρήσεων. Ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος προσδιορίζεται με την μέθοδο υπολογισμού βάσει ισολογισμού που προκύπτει από τις προσωρινές διαφορές μεταξύ της λογιστικής αξίας και της φορολογικής βάσης των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων.

❖ **Παροχές στο Προσωπικό**

Παροχές κατά την έξοδο από την Υπηρεσία

Οι παροχές κατά την έξοδο από την Υπηρεσία περιλαμβάνουν τόσο προγράμματα καθορισμένων εισφορών όσο και προγράμματα καθορισμένων παροχών. Το δεδουλευμένο κόστος των προγραμμάτων καθορισμένων εισφορών καταχωρείται στα αποτελέσματα στην περίοδο που αφορά. Η υποχρέωση που καταχωρείται στον ισολογισμό για τα προγράμματα καθορισμένων παροχών είναι η παρούσα αξία της δέσμευσης για την καθορισμένη παροχή. Η δέσμευση της καθορισμένης παροχής υπολογίζεται ετησίως από ανεξάρτητο αναλογιστή με την χρήση της μεθόδου της προβεβλημένης πιστωτικής μονάδος (projected unit credit method). Για την προεξόφληση χρησιμοποιείται το επιτόκιο των μακροπροθέσμων (5ετών) ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

❖ **Κρατικές Επιχορηγήσεις**

Οι κρατικές επιχορηγήσεις καταχωρούνται στην εύλογη αξία τους όταν υπάρχει βεβαιότητα ότι η επιχορήγηση θα εισπραχθεί και ο Όμιλος θα συμμορφωθεί με όλους τους προβλεπόμενους όρους. Κρατικές επιχορηγήσεις, που καλύπτουν έξοδα, καταχωρούνται στην κατάσταση του λογαριασμού αποτελεσμάτων μέσα σε μία περίοδο τέτοια ώστε να υπάρχει αντιστοίχιση με τα έξοδα που προορίζονται να καλύψουν. Οι κρατικές επιχορηγήσεις, που σχετίζονται με την αγορά ενσωμάτων παγίων, περιλαμβάνονται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και μεταφέρονται ως έσοδα στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, με τη σταθερή μέθοδο, με βάση την αναμενόμενη ωφέλιμη ζωή των αντίστοιχων περιουσιακών στοιχείων.

❖ Δανεισμός

Τα δάνεια καταχωρούνται αρχικά στην εύλογη αξία τους μειωμένα με τα τυχόν άμεσα κόστη για την πραγματοποίηση της συναλλαγής. Οι εύλογες αξίες των δανείων είναι ίσες με τις λογιστικές τους αξίες καθώς όλα τα δάνεια φέρουν κυμαινόμενα επιτόκια. Οι λογιστικές αξίες των δανείων του ομίλου αφορούν δάνεια σε ευρώ.

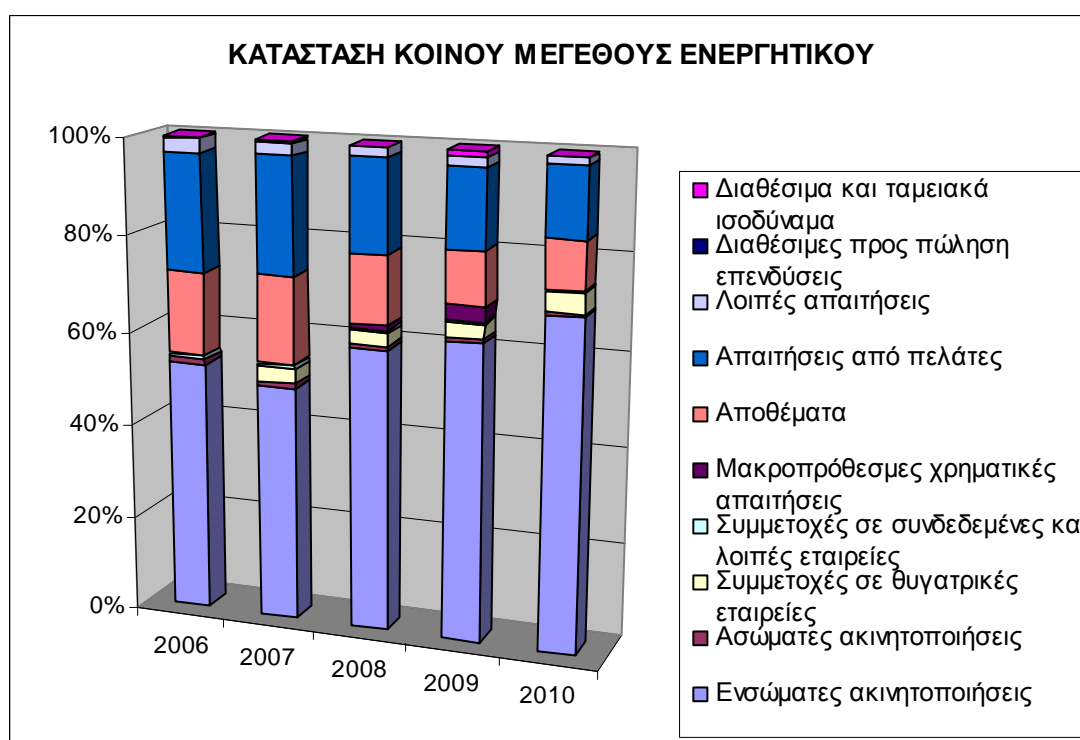
❖ Προβλέψεις για Κινδύνους και Έξοδα, Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις και Ενδεχόμενες Απαιτήσεις.

Προβλέψεις αναγνωρίζονται όταν ο Όμιλος έχει νομικές ή τεκμαιρόμενες υποχρεώσεις ως αποτέλεσμα προγενέστερων γεγονότων. Οι προβλέψεις επανεξετάζονται σε κάθε ημερομηνία ισολογισμού και προσαρμόζονται έτσι ώστε να απεικονίζουν την παρούσα αξία της δαπάνης που αναμένεται να χρειαστεί για την τακτοποίηση της υποχρέωσης. Ενδεχόμενες υποχρεώσεις δεν αναγνωρίζονται στις οικονομικές καταστάσεις αλλά γνωστοποιούνται. Ενδεχόμενες απαιτήσεις δεν αναγνωρίζονται στις οικονομικές καταστάσεις αλλά γνωστοποιούνται, όταν η πιθανή εισροή οικονομικών ωφελειών είναι σημαντική.

IV. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ

A) ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ



➤ Ενσώματες ακινητοποιήσεις

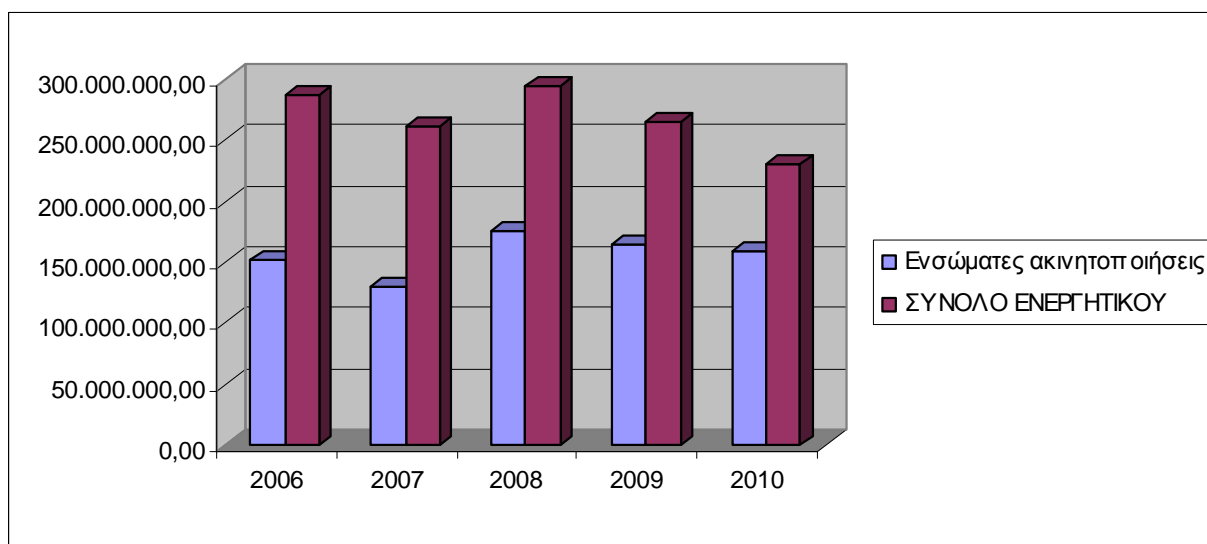
Οι ενσώματες ακινητοποιήσεις παρουσίασαν μείωση το 2007 λόγω των συσσωρευμένων αποσβέσεων καθώς και απομείωσης του μηχανολογικού εξοπλισμού, αύξηση κατά το 2008 και μικρή μείωση τα επόμενα δύο έτη. Αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου του Ενεργητικού με ποσοστά 53%, 49%, 59%, 62% και 69%, για κάθε χρήση αντίστοιχα. Το ποσοστό συμμετοχής τους αυξάνεται τα τελευταία 3 χρόνια. Οι ενσώματες ακινητοποιήσεις έχουν αποτιμηθεί κατά την ημερομηνία μετάβασης στα ΔΠΧΠ (01.01.2004) ως εξής:

Τα οικόπεδα, κτίρια και μηχανολογικός εξοπλισμός στη εύλογη αξία τους, η οποία, για μεν τα κτίρια και τα οικόπεδα, κατά την εκτίμηση της διοίκησης, θεωρήθηκε ότι είναι η αντικειμενική αξία τους, για δε τον μηχανολογικό εξοπλισμό προσδιορίστηκε από ανεξάρτητους εκτιμητές.

Ο λοιπός εξοπλισμός και τα μεταφορικά μέσα έχουν αποτιμηθεί στην αξία κτήσεως.

Κατά τη χρήση 2008 διενεργήθηκε επανεκτίμηση των ακινήτων και εξοπλισμού του Ομίλου στην εύλογη αξία με βάση το ΔΛΠ 16. Οι εκτιμήσεις της εύλογης αξίας διενεργήθηκαν από την εταιρεία «ΑΞΙΕΣ Α.Ε.» σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές αγοράς. Σύμφωνα με την εκτίμηση, η αναπροσαρμογή επηρέασε θετικά τα αποθεματικά της Εταιρείας και του Ομίλου κατά Ευρώ 52.170.84 και Ευρώ 54.877.260 αντίστοιχα. Επίσης επηρεάστηκαν αρνητικά τα αποτελέσματα χρήσης κατά Ευρώ 295.190 και Ευρώ 332.500 για την Εταιρεία και τον Όμιλο αντίστοιχα.

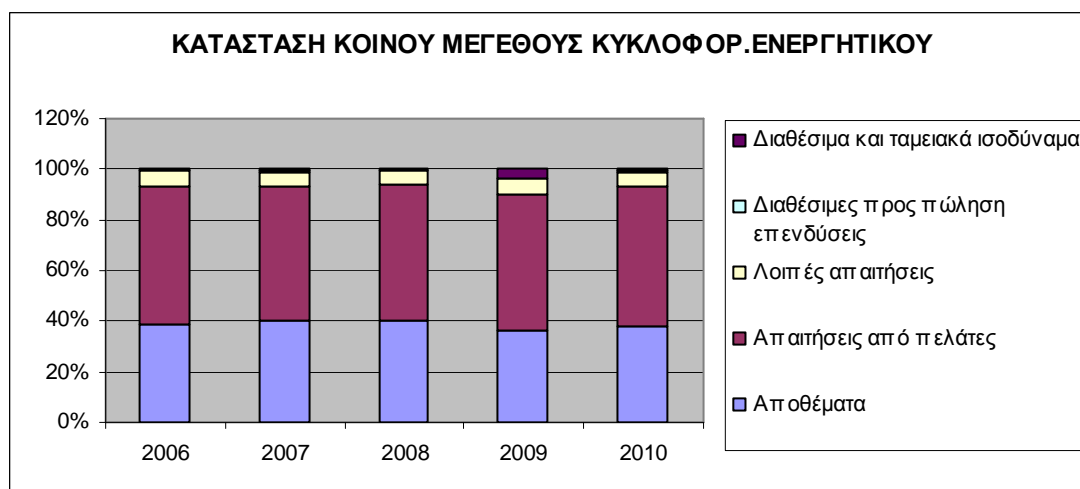
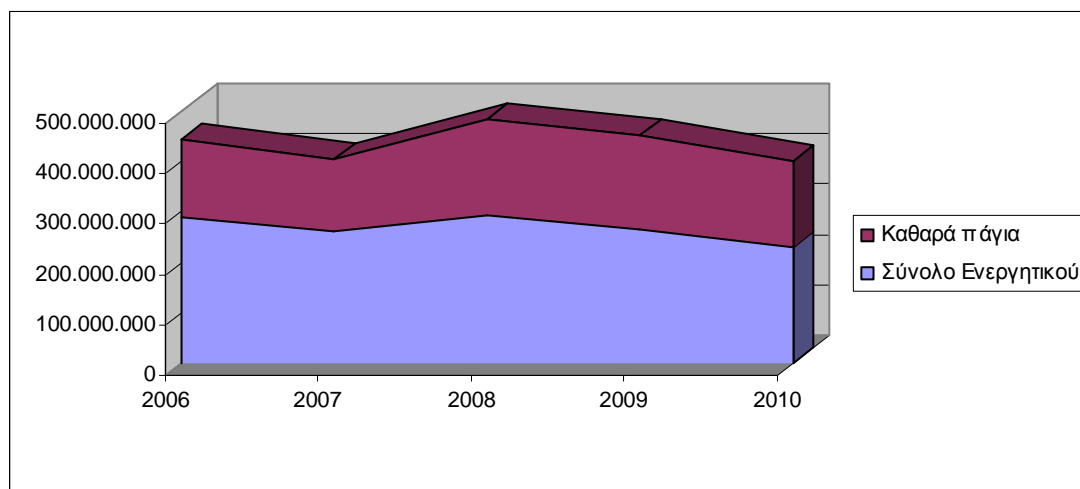
Κατά την τελευταία πενταετία η εταιρεία δεν έχει κάνει σημαντικές επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία. Το 2009 η εταιρεία προέβη σε πωλήσεις ακινήτων, μειώνοντας το σύνολο των ενσώματων ακινητοποιήσεων στις 165.505,79 χιλ. ευρώ έναντι 174.800,91 χιλ. ευρώ το 2008. Στην τελευταία εξεταζόμενη χρήση το σύνολο των ενσώματων παγίων αντιστοιχεί σε 159.143,16 χιλ. ευρώ.



➤ **Σύνολο καθαρών παγίων**

Τα καθαρά πάγια της εταιρείας κυμαίνονται στο 55% του συνόλου του Ενεργητικού παρουσιάζοντας αύξηση την τελευταία τριετία καταλαμβάνοντας ποσοστό 74% το 2010 επί του συνόλου του Ενεργητικού. Την τελευταία χρήση ουσιαστικά όμως υπήρξε

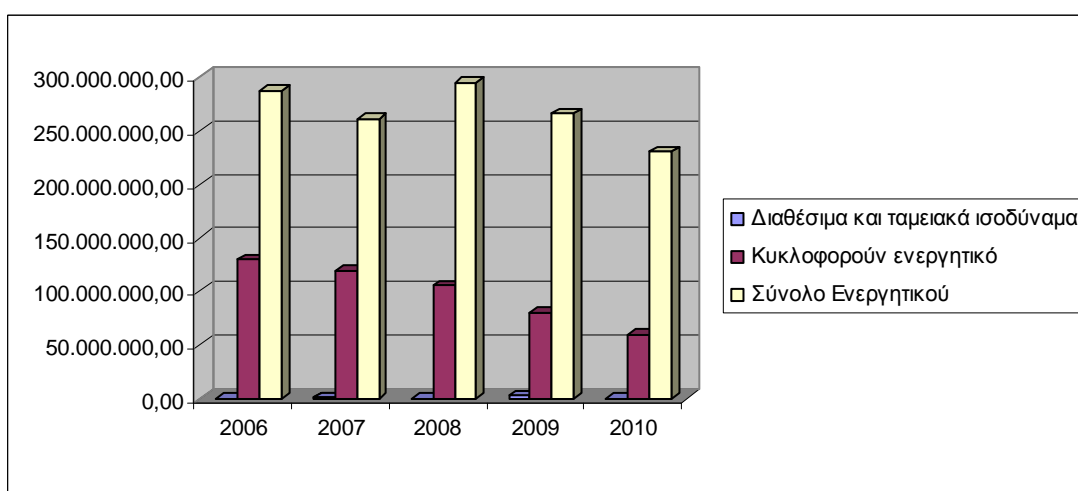
μείωση τόσο του συνολικού όσο και του μακροπρόθεσμου Ενεργητικού. Λόγω της υψηλής αυτής παγιοποίησης η εταιρεία μπορεί να χαρακτηριστεί ως εντάσεως παγίου κεφαλαίου.



➤ **Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα**

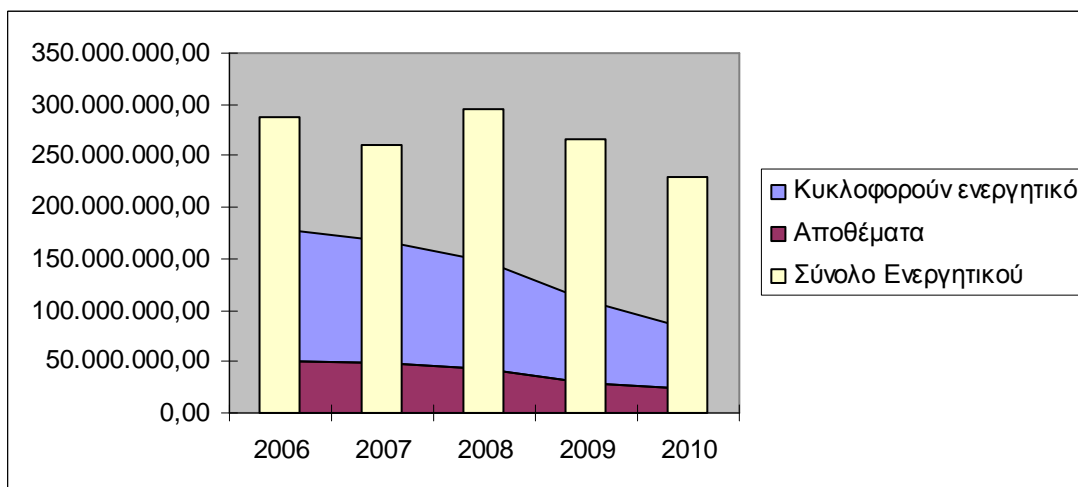
Τα ταμειακά διαθέσιμα αποτελούν το στοιχείο με τη μικρότερη συμμετοχή στο Συνολικό και το Κυκλοφορούν Ενεργητικό, με ποσοστά που κυμαίνονται από 0,3% έως 3,5% . Βρίσκονται στο υψηλότερο επίπεδο το 2009 (2.819.740 ευρώ). Αναλυτικότερα, η εταιρεία κατά το 2006 δεν αντιμετωπίζει κίνδυνο ρευστότητας δεδομένου ότι έκανε χρήση των πιστωτικών ορίων της για βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Γενικά ο Όμιλος εξασφαλίζει επαρκή ταμειακά διαθέσιμα και κατά τη χρήση 2007 για να καλύψει τις λειτουργικές ανάγκες του, περιλαμβανομένης της κάλυψης των

χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων του. Κατά το 2008 ο Όμιλος δεν αντιμετώπισε κίνδυνο ρευστότητας δεδομένου ότι έκανε χρήση των πιστωτικών ορίων του για βραχυπρόθεσμο δανεισμό καθώς και ενός δανείου ύψους Ευρώ 4 εκατομμυρίων από τον βασικό μέτοχο. Στα διαθέσιμα στις τράπεζες υπάρχουν λογαριασμοί δεσμευμένων καταθέσεων έναντι εγγύησης δανείων για τις λήξεις των χρήσεων 2008 και 2009, κάτι που δεν ισχύει στις 31/12/2010. Τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυτών μειώνονται σε 529.212 ευρώ στην χρήση 2010, κάτι που είναι αποθαρρυντικό για τη μελλοντική ρευστότητα της εταιρείας δεδομένου του αυξημένου δανεισμού της που θα πρέπει να αποπληρώσει αλλά και των άσχημων οικονομικών συνθηκών που επικρατούν στην αγορά.



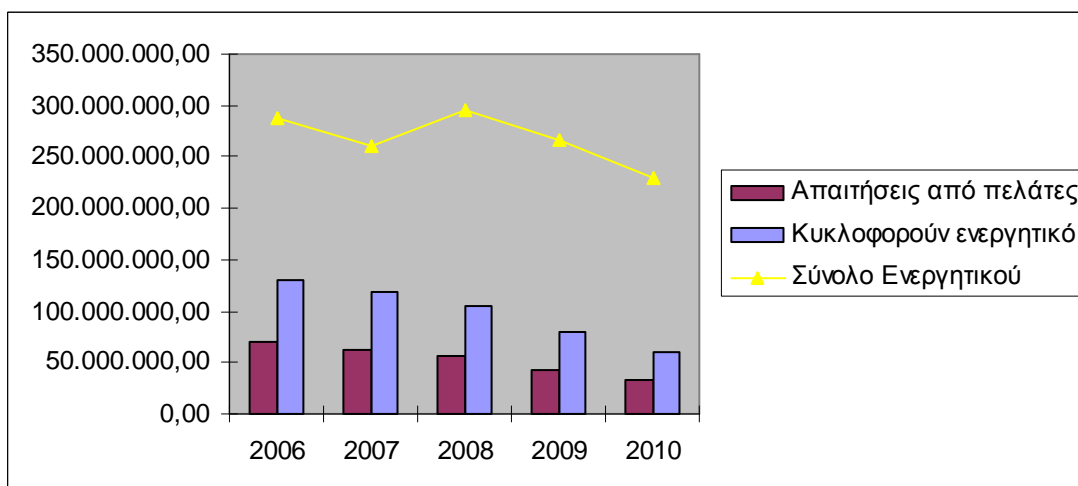
➤ Αποθέματα

Τα αποθέματα αποτιμώνται στην κατ' είδος χαμηλότερη αξία μεταξύ αξίας κτήσεως και καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας. Για την εξεταζόμενη πενταετία τα αποθέματα μειώνονται σταδιακά ενώ αντίστοιχη είναι και η μείωση των πωλήσεων. Τα ποσοστά που αυτά αποτελούν σε σχέση με το κυκλοφορούν και το συνολικό Ενεργητικό βαίνουν επίσης μειούμενα, ενώ μικρή είναι η αύξηση του λόγου Αποθέματα προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό για το 2010 (από 36% για το 2009 αυξήθηκε στο 38% για το 2010). Το 2006 υπήρχε πρόβλεψη για απαξίωση των αποθεμάτων και τα εν λόγω παθητικά αποθέματα πουλήθηκαν κατά τη χρήση 2007. Το 2008 υπήρξε πρόβλεψη για υποτίμηση αποθεμάτων, ενώ τις χρήσεις 2009 και 2010 μέρος της μείωσης των αποθεμάτων οφείλεται στην αποτίμησή τους στη χαμηλότερη μεταξύ αξίας κτήσεως και καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας. Γενικά λόγω του αυξημένου δανεισμού των τελευταίων ετών η εταιρεία υποχρεώθηκε να υιοθετήσει μία πολιτική μείωσης των αποθεμάτων με στόχο τη βελτίωση της ρευστότητας της.



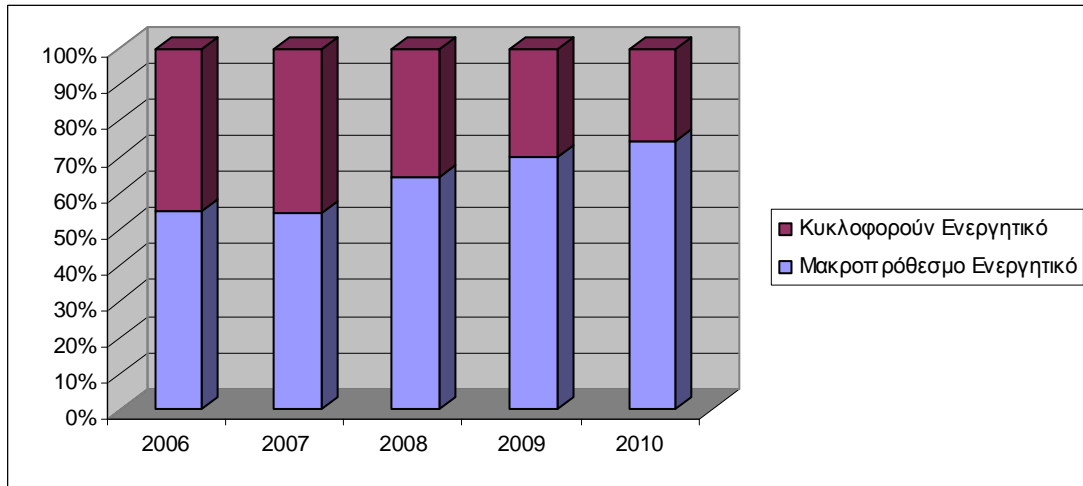
➤ Απαιτήσεις

Οι απαιτήσεις της εταιρείας παρουσιάζουν σταδιακή μείωση την τελευταία πενταετία, ωστόσο αποτελούν μεγάλο ποσοστό του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (54% κατά μέσο όρο) καθώς και του συνολικού Ενεργητικού (18% κατά μέσο όρο). Ο Όμιλος ΣΕΛΜΑΝ και επακόλουθα και η εταιρεία, παρουσιάζει υψηλό πιστωτικό κίνδυνο, λόγω της αυξημένης συμμετοχής πελατών με σημαντική συγκέντρωση κινδύνου, στον ετήσιο κύκλο εργασιών της (Όμιλος Δαρμάκ). Η μείωση των συνολικών απαιτήσεων από πελάτες οφείλεται στην διενέργεια πρόβλεψης επισφαλών πελατών, ειδικότερα το 2009 και το 2010, έτη κατά το οποία η εταιρεία λαμβάνοντας υπόψη της τις δυσχερείς συνθήκες που επικρατούν στην αγορά στο χώρο του ξύλου έκρινε ότι ήταν εξαιρετικά δύσκολο να εισπραχθούν τα υπόλοιπα ορισμένων πελατών από προηγούμενα έτη.



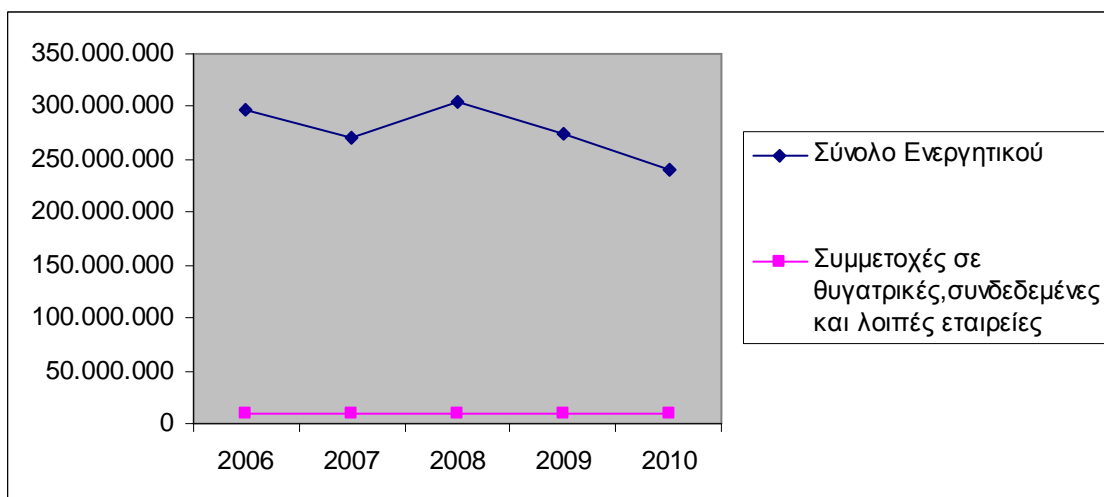
➤ **Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού**

Το κυκλοφορούν ενεργητικό βαίνει μειούμενο τα τελευταία 5 έτη, από 45% το 2006 σε μόλις 26% το 2010 επί του συνόλου του Ενεργητικού. Η μείωση του κυκλοφορούντος Ενεργητικού προκύπτει κυρίως από τη μείωση των αποθεμάτων και των απαιτήσεων. Συνεπώς εντείνεται το συμπέρασμα ότι η επιχείρηση ανήκει στην κατηγορία εντάσεως παγίων, καθώς τα πάγια είναι μεγαλύτερα από το κυκλοφορούν Ενεργητικό.



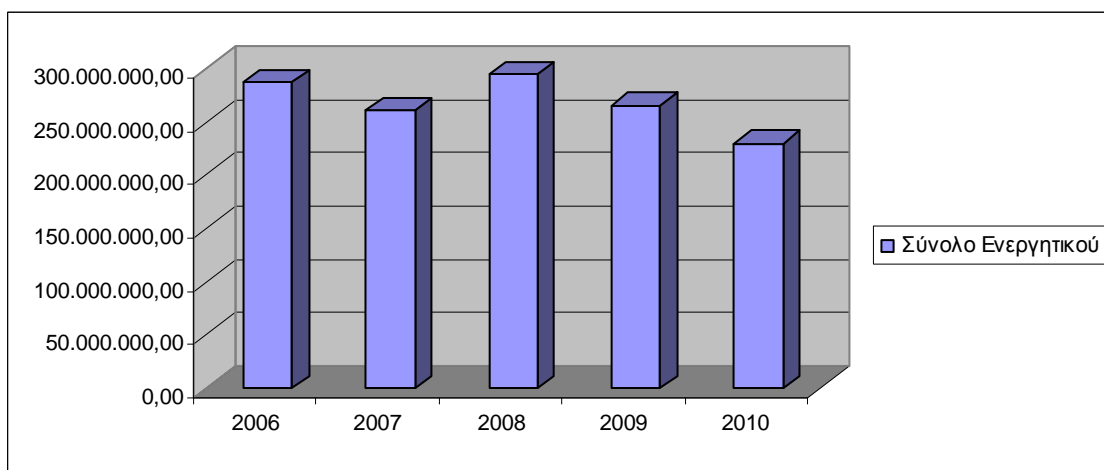
➤ **Συμμετοχές σε θυγατρικές, συνδεδεμένες και λοιπές εταιρείες**

Γενικότερα οι συμμετοχές της εταιρείας δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερες διακυμάνσεις κατά την εξεταζόμενη περίοδο, με τιμές γύρω στα 9,5 εκατομμύρια ευρώ σε κάθε χρήση και με μικρές αποκλίσεις. Κατά τη χρήση 2008 διενεργήθηκε πρόβλεψη για υποτίμηση στη συμμετοχή της SOFROM EXIM SRL ποσό Ευρώ 460.000. Από 2-12-2008 έπαυε να υπάρχει οποιαδήποτε συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ΔΑΡΜΑΚ Α.Ε. συγγενικού προσώπου του βασικού μετόχου και προέδρου του Δ.Σ. .Η εν λόγω εταιρεία είναι πλέον απολύτως ανεξάρτητη και έχει πλέον μόνο εμπορική συνεργασία με την Εταιρεία Σέλμαν. Το 2009 η εταιρεία κατέστη μοναδικός μέτοχος της επιχείρησης ΤΖΗΛΟΣ ΑΕ εξαγοράζοντας τα δικαιώματα μειοψηφίας που αντιστοιχούσαν στο 10% του μετοχικού κεφαλαίου αυτής. Το 2010 η ΣΕΛΜΑΝ προέβη σε υποτίμηση της συμμετοχής της στη συγγενή εταιρεία SOFROM EXIM SRL λόγω εκκαθαρίσεως αυτής στο τέλος της χρήσης.

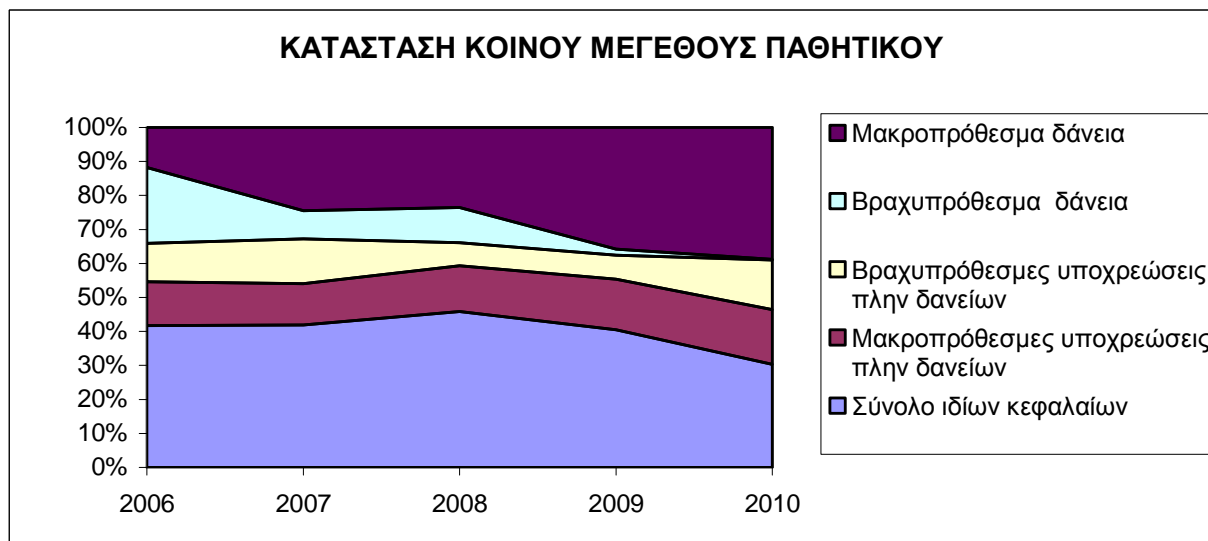


➤ Γενικό Σύνολο Ενεργητικού

Το Σύνολο του Ενεργητικού παρουσιάζει μία σταθερή γενικά πορεία αλλά μειώνεται κατά την τελευταία χρήση λόγω των δυσμενών συνθηκών που επικρατούν στην αγορά και επηρεάζουν κυρίως το Κυκλοφορούν Ενεργητικό. Οι τιμές που αυτό λαμβάνει σε κάθε χρήση είναι : Ευρώ 272.110.858 , 261.339.250 , 294.922.830 , 265.476.860 και 230.064.016.

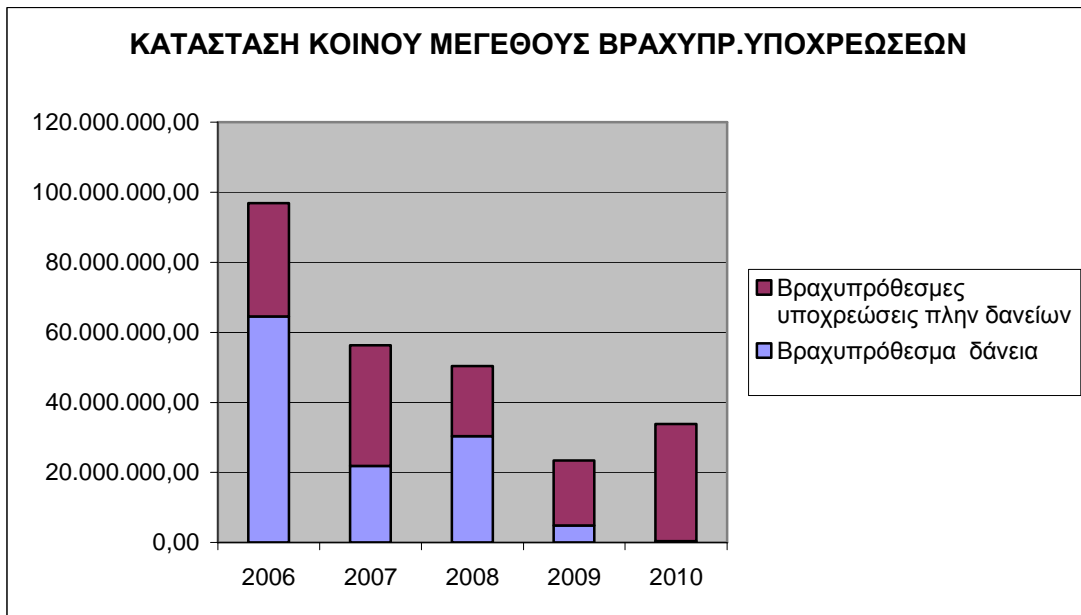
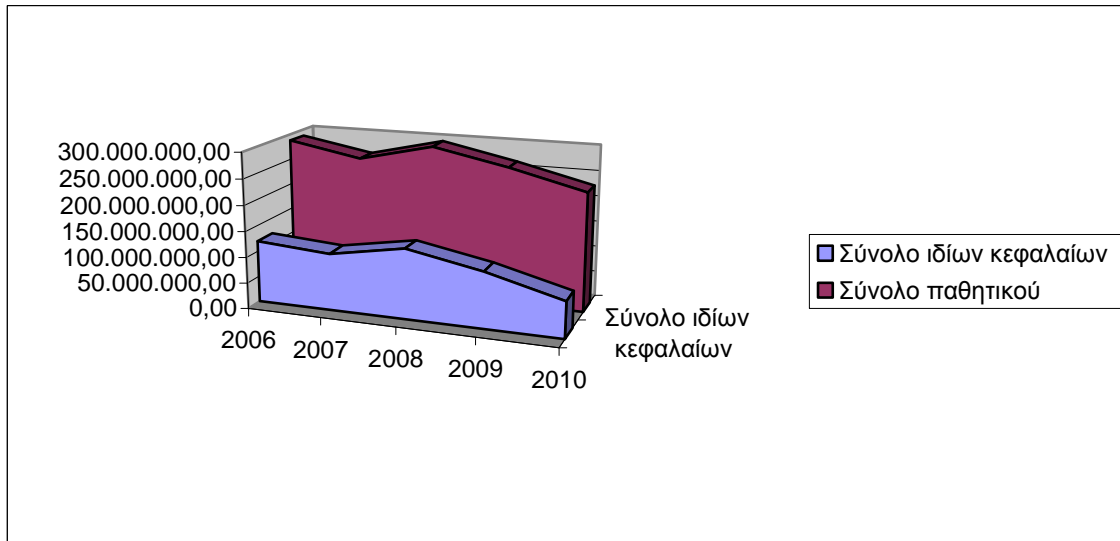


Β) ΠΑΘΗΤΙΚΟ



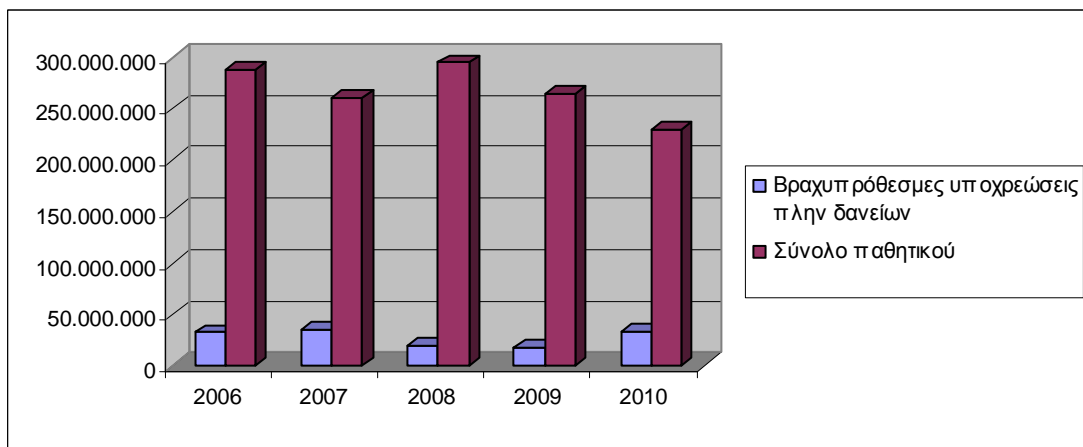
➤ Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Το σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων ως ποσοστό του Συνολικού Παθητικού μειώνεται τα δύο τελευταία έτη φτάνοντας το 30% αυτού το 2010, σε αντίθεση με ποσοστό 42% κατά το 2006. Η μείωση των Ιδίων κεφαλαίων συνδέεται με τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου και τις αυξημένες ζημιές που πλήττουν την εταιρεία την τελευταία χρήση. Το 2010 με την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων αποφασίστηκε μείωση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 40.817.488 με ισόποση διαγραφή ζημιών προηγούμενης χρήσης, με μείωση της ονομαστικής τιμής κάθε μετοχής. Κατά την ίδια χρήση έγινε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων κοινών ονομαστικών μετοχών κατά 10.013.524, συνεπώς το Μετοχικό Κεφάλαιο στο τέλος της χρήσης ανέρχεται σε 24.088.520. Τα έσοδα από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έχουν ήδη χρησιμοποιηθεί για τη μείωση υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων και για ανάγκες κεφαλαίου κίνησης. Τις χρήσεις 2006, 2007, 2008 και 2009 τα Ίδια Κεφάλαια ανέρχονταν σε 119.924.417, 109.585.410, 134.942.890 και 107.466.240 ευρώ αντίστοιχα ενώ το 2010 υπήρξε κατακόρυφη πτώση στα 69,6 εκατομμύρια ευρώ! Δηλαδή μέσα σε μία πενταετία τα Ίδια Κεφάλαια σχεδόν υποδιπλασιάστηκαν!



➤ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις πλην δανείων

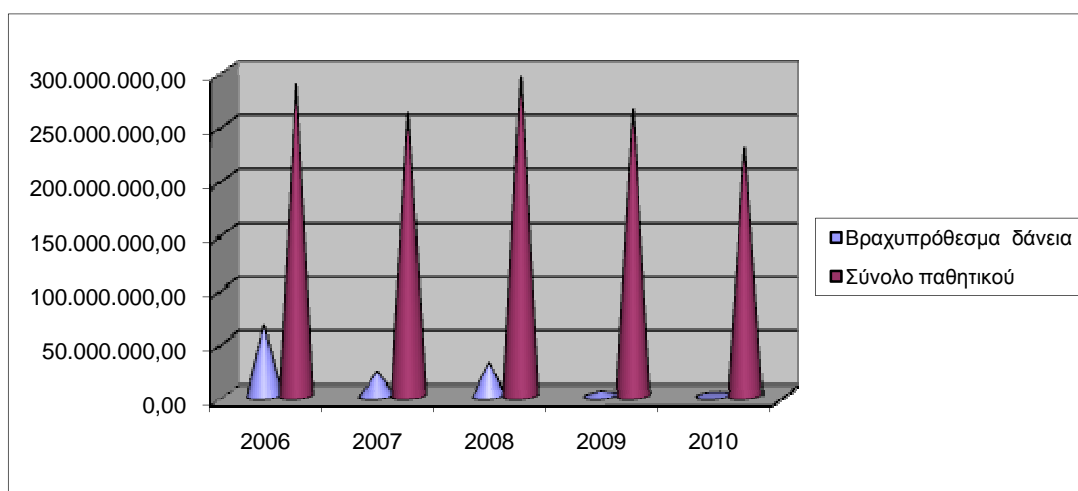
Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις πλην δανείων συνίστανται σε Προμηθευτές-Λοιπές υποχρεώσεις και Οφειλές από φόρους και εισφορές. Ως ποσοστό του συνολικού παθητικού εμφανίζονται στο χαμηλότερο επίπεδο κατά τα έτη 2008 και 2009(ποσοστό 7%) ενώ το 2010 αυξάνονται αγγίζοντας ποσοστό 17% του συνολικού παθητικού. Ως ποσοστό των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υπερಿಸχύουν το 2007 και τις χρήσεις 2009 και 2010 έναντι των βραχυπρόθεσμων δανείων. Ωστόσο στη χρήση 2010 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αντιστοιχούν σε απόλυτη τιμή σε 39.824 χιλ. ευρώ, υπερδιπλασιάστηκαν δηλαδή από το 2009 όπου η ανάλογη τιμή ήταν 18,5 εκατομμύρια ευρώ. Η επιχείρηση κατά τα προηγούμενα έτη εξασφάλιζε αρκετή ρευστότητα ώστε να μην υπάρχει κίνδυνος να μη μπορεί να εξοφλήσει τους προμηθευτές της. Όμως το 2010 η εταιρεία δεν δύναται να βεβαιώσει ότι στο μέλλον θα παράγει επαρκή διαθέσιμα ή ότι θα διαθέτει τα απαραίτητα δανειακά κεφάλαια για να πραγματοποιήσει τις απαραίτητες πληρωμές.



➤ Βραχυπρόθεσμα δάνεια

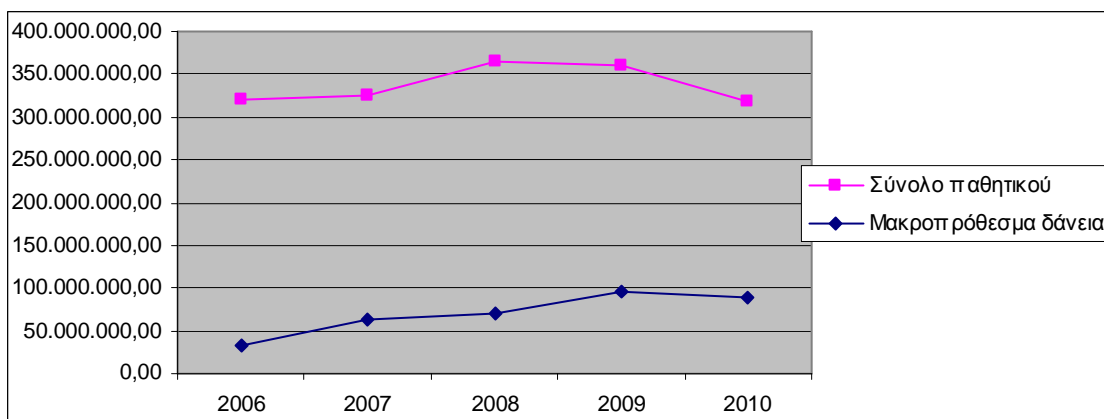
Τα βραχυπρόθεσμα δάνεια μειώνονται σταδιακά φτάνοντας να αποτελούν μόνο το 0,2% του συνολικού παθητικού κατά την τελευταία εξεταζόμενη χρήση. Το 2006 υπερίσχυαν των μακροπρόθεσμων δανείων με ποσοστό 22,4% έναντι 12%. Την ίδια χρονιά άλλωστε η εταιρεία έκανε χρήση των πιστωτικών ορίων της για βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε ποσοστό 91% κατά μέσο όρο. Το 2008 η εταιρεία κάνει εκ νέου χρήση των πιστωτικών της ορίων για βραχυπρόθεσμο δανεισμό για αυτό το λόγο υπάρχει αύξηση των βραχυπρόθεσμων δανείων τόσο σε απόλυτο αριθμό όσο και ως ποσοστό του Παθητικού. Κατά τις δύο τελευταίες χρήσεις όμως είναι σαφής η στροφή της επιχείρησης στον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Συγκεκριμένα το 2009 το βραχυπρόθεσμο

χρέος της εταιρείας αντικαταστάθηκε με Κοινό Ομολογιακό Δάνειο τετραετούς διάρκειας. Στα βραχυπρόθεσμα δάνεια η εταιρεία εμφανίζει δάνειο άτοκο και αορίστου διάρκειας ύψους 4 εκ. ευρώ από τον βασικό της μέτοχο. Σε απόλυτες τιμές τα βραχυπρόθεσμα δάνεια από 64,5 εκατομμύρια ευρώ που ανέρχονταν στη χρήση 2006, μειώθηκαν στα 4 εκατομμύρια στη χρήση 2009 για να φτάσουν να αντιστοιχούν μόλις σε 406 χιλιάδες ευρώ το 2010!



➤ **Μακροπρόθεσμα δάνεια**

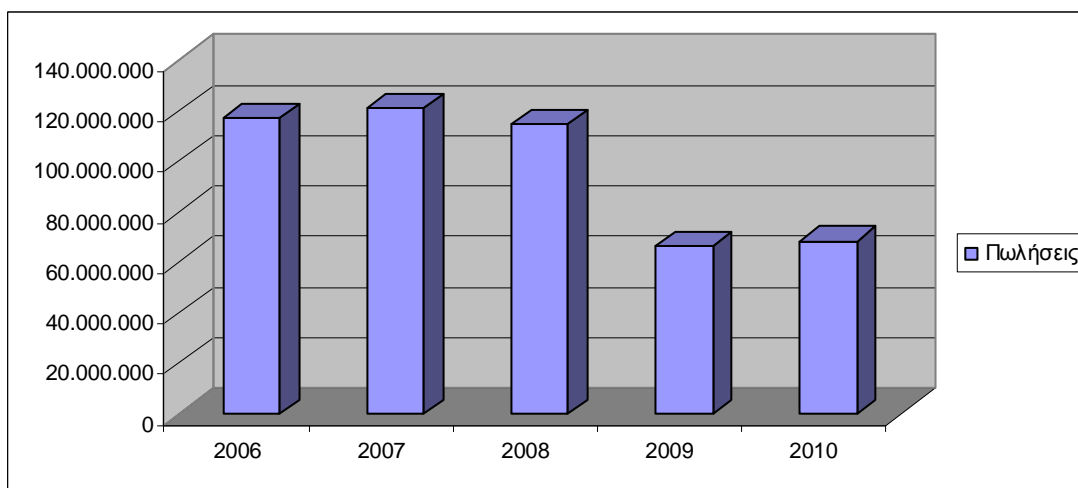
Τα μακροπρόθεσμα δάνεια αυξάνονται με αλματώδεις ρυθμούς την τελευταία πενταετία φτάνοντας το 39% του συνολικού παθητικού το 2010, ενώ τη μεγαλύτερη απόλυτη τιμή την εμφανίζουν το 2009 (95.083.740 ευρώ), τριπλάσια σχεδόν τιμή από την αντίστοιχη του 2006(33.787.903 ευρώ, ποσοστό 12% του Παθητικού). Αναλυτικότερα το 2007 εκδόθηκε ομολογιακό δάνειο με ευνοϊκούς όρους , ενώ το 2008 η εταιρεία βρισκόταν στο τελικό στάδιο διαπραγμάτευσης με τις τράπεζες για αναδιάρθρωση του δανεισμού και αύξηση της πιστωτικής της πολιτικής προκειμένου να αντιπαρέλθει τις δυσχερείς οικονομικές συνθήκες και τις δυσκολίες της κρίσης που διανύει ο κλάδος του ξύλου γενικά. Επιπροσθέτως έναντι μακροπρόθεσμων δανείων συστάθηκε υποθήκη στα ακίνητα της επιχείρησης και ενέχυρο στα χρηματικά της διαθέσιμα. Το 2009 η εταιρεία επισυνάπτει νέο κοινοπρακτικό δάνειο ύψους 31.500 χιλ. ευρώ προς εξασφάλιση του οποίου ενεχυρίασε επιταγές πελατών της. Το 2010 υπάρχει μείωση του συνολικού δανεισμού της εταιρείας.



2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

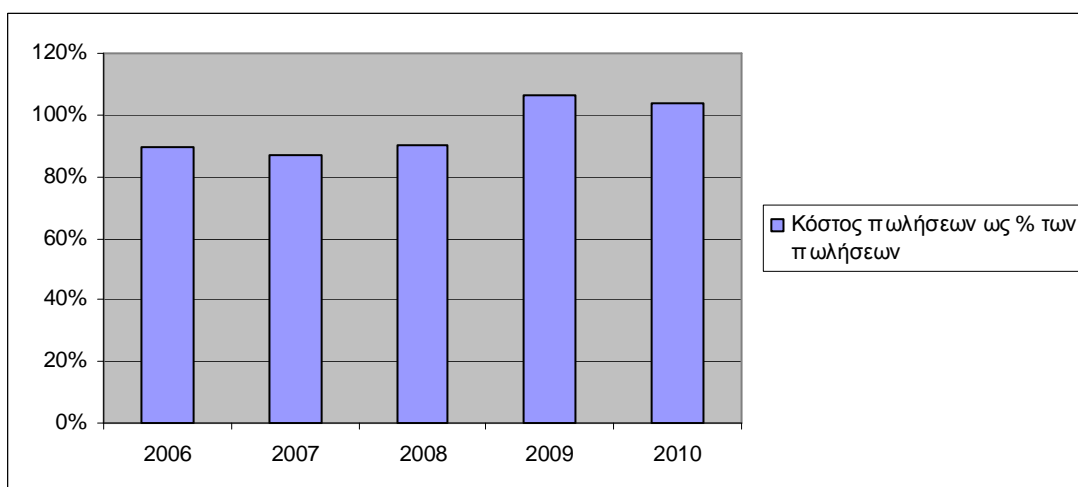
➤ Πωλήσεις

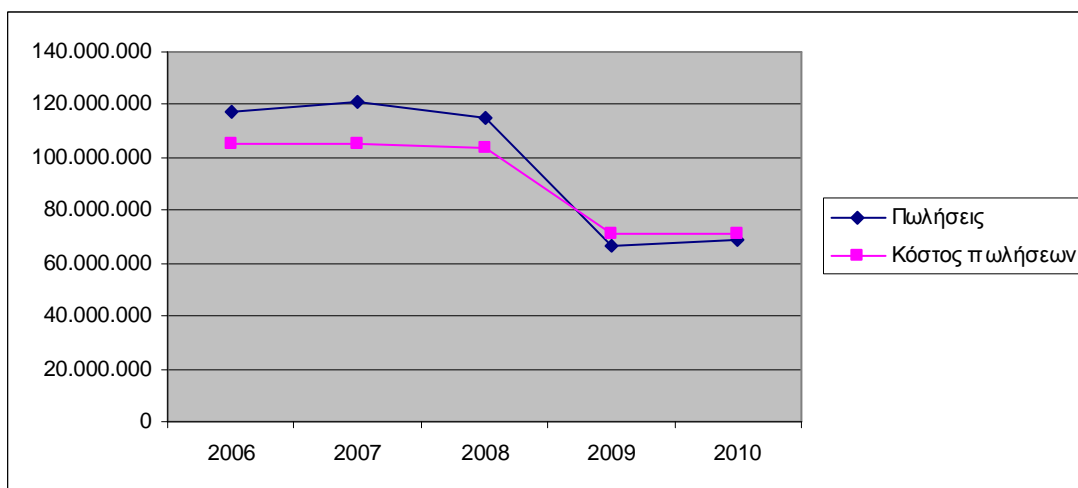
Ο αυξημένος δανεισμός των τελευταίων ετών που έχουμε ήδη αναφέρει επέβαλε στην εταιρεία κατά τη χρήση 2006 εκτός από τη μείωση των αποθεμάτων για αύξηση της ρευστότητας, την υιοθέτηση μίας αυστηρής εμπορικής πολιτικής η οποία οδήγησε σε πτώση των πωλήσεων. Προς αντιμετώπιση της μείωσης του κύκλου εργασιών της η εταιρεία ενίσχυσε τον τομέα της Εμπορίας και δημιούργησε στρατηγική συμμαχία με την εταιρία SOFROM SRL με σκοπό την παραγωγή παρκέτου στη Ρουμανία και τη διενέργεια πωλήσεων στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Για το σκοπό αυτό ιδρύθηκε η εταιρία ΣΕΛΜΑΝ-ΣΟΦΙΑΝΟΣ ΠΑΡΚΕΤΑ Α.Ε., με αποτέλεσμα να επιτευχθεί αύξηση των πωλήσεων το 2007 (στα 121 εκ.ευρώ σε αντίθεση με 117 εκ. ευρώ για το 2006). Η κάμψη της οικοδομικής δραστηριότητας και κατά συνέπεια η μειωμένη ζήτηση για τα είδη ξυλείας σε σχέση με το 2007, τόσο στο διάστημα 2008-2009 όσο και στο 2010 επηρέασε αρνητικά τις πωλήσεις της ΣΕΛΜΑΝ και γενικά έχει πλήξει τον κλάδο του ξύλου. Η εταιρεία λόγω των δυσχερών οικονομικών συνθηκών που επικρατούν τα τελευταία χρόνια στην εγχώρια αγορά ξύλου έχει αποφασίσει την περαιτέρω ανάπτυξη της εξαγωγικής της δραστηριότητας. Το 2009 οι πωλήσεις ανέρχονται σε 66,5 εκατομμύρια ευρώ, ενώ το 2010 υπάρχει μία μικρή αύξηση στα 68,5 εκατομμύρια ευρώ.



➤ Κόστος πωληθέντων

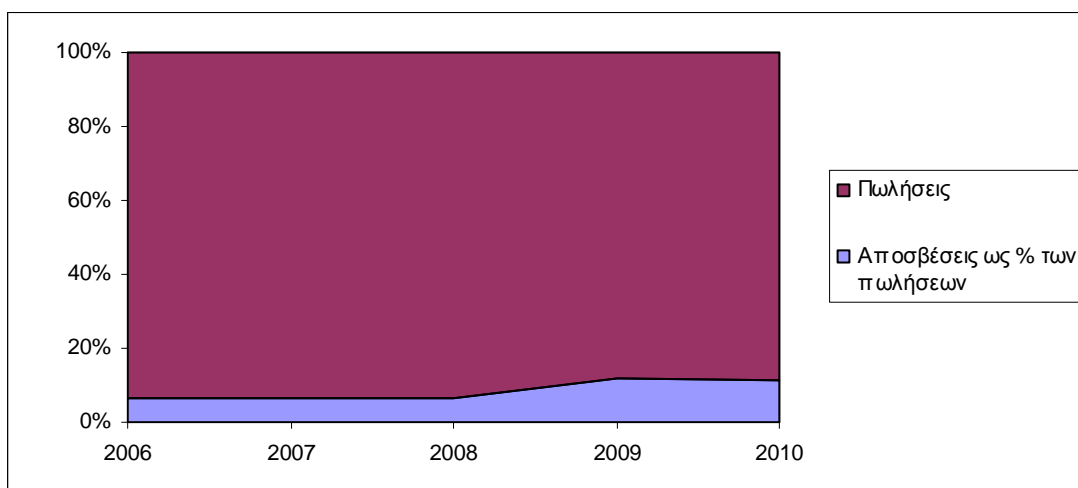
Το κόστος πωληθέντων αυξάνεται διαχρονικά ως ποσοστό των πωλήσεων ξεπερνώντας τα δύο τελευταία χρόνια και το 100% αυτών! Ωστόσο ως απόλυτο ποσό μειώνεται καθώς η εταιρεία έχει περιορίσει σημαντικά την παραγωγική της δραστηριότητα. Το 2008 η αύξηση των τιμών των πρώτων υλών και της ενέργειας επέδρασε αρνητικά στο κόστος πωληθέντων. Το 2009 η μείωση της παραγωγικής δραστηριότητας συντέλεσε στον περιορισμό της παραγωγής κάτι που επιβάρυνε περαιτέρω το κόστος, δεδομένου ότι μέρος των εξόδων παραγωγής είναι ανελαστικά. Η απομείωση των αποθεμάτων βαρύνει επίσης το κόστος πωληθέντων των χρήσεων 2008 και 2009. Συνολικά το κόστος πωληθέντων από 104 εκατομμύρια που αντιστοιχούσε το 2006, έχει μειωθεί στα 71 εκατομμύρια το 2010, ξεπερνώντας ωστόσο τις πωλήσεις που επιτεύχθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης.

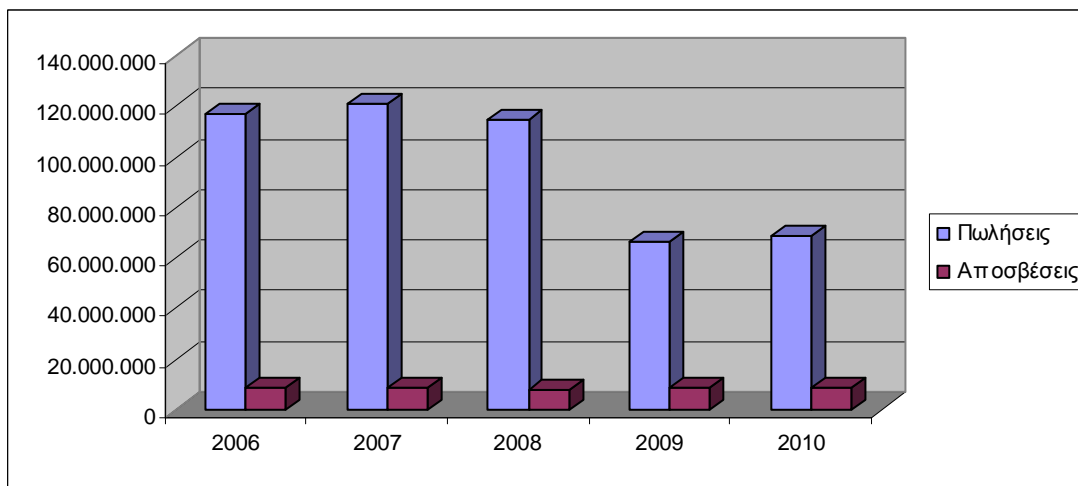




➤ Αποσβέσεις

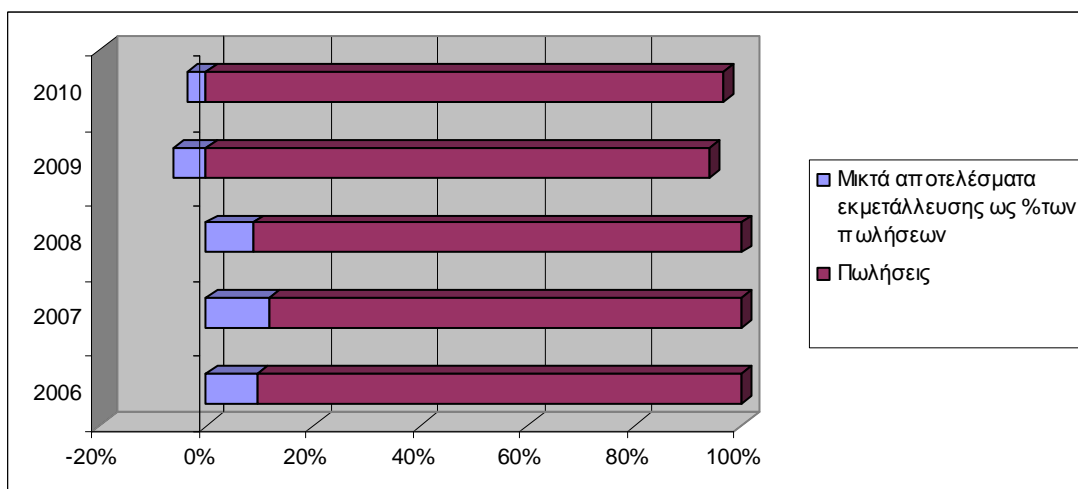
Τα οικόπεδα δεν αποσβένονται. Οι αποσβέσεις των άλλων στοιχείων των ενσωμάτων παγίων υπολογίζονται, με την σταθερή μέθοδο, με βάση την ωφέλιμη ζωή τους. Οι αποσβέσεις κατά την εξεταζόμενη πενταετία δεν παρουσίασαν ιδιαίτερες αυξήσεις επειδή η εταιρεία δεν έκανε σημαντικές επενδύσεις κατά το διάστημα αυτό. Η απόλυτη τιμή τους κυμάνθηκε στα 8 εκ. ενώ ως ποσοστό επί των πωλήσεων διπλασιάστηκαν σχεδόν στις δύο τελευταίες χρήσεις (από ποσοστό 7% των τριών πρώτων ετών στο 13% στα επόμενα)

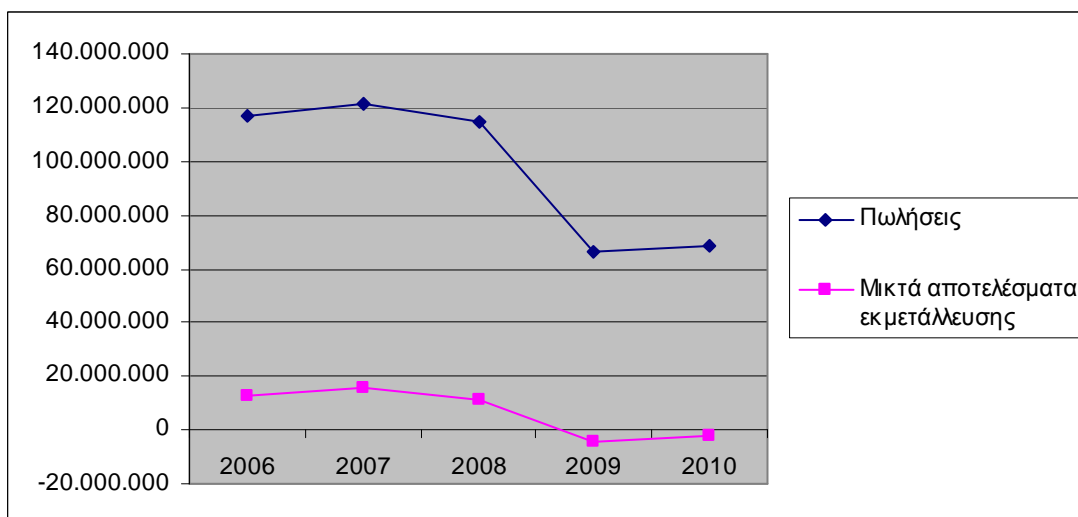




➤ Μικτά κέρδη

Τα μικτά κέρδη αποτελούν μικρό ποσοστό των πωλήσεων τις χρονιές 2006,2007 και 2008 (ποσοστό 11%,13% και 10% αντίστοιχα) ενώ εμφανίζονται αρνητικά κατά τα δύο τελευταία χρόνια (ζημιές 4.257.650 το 2009 και 2.504.236 το 2010). Η ραγδαία πτώση των πωλήσεων και το ανελαστικό κόστος παραγωγής οδήγησαν στα αρνητικά αυτά αποτελέσματα.

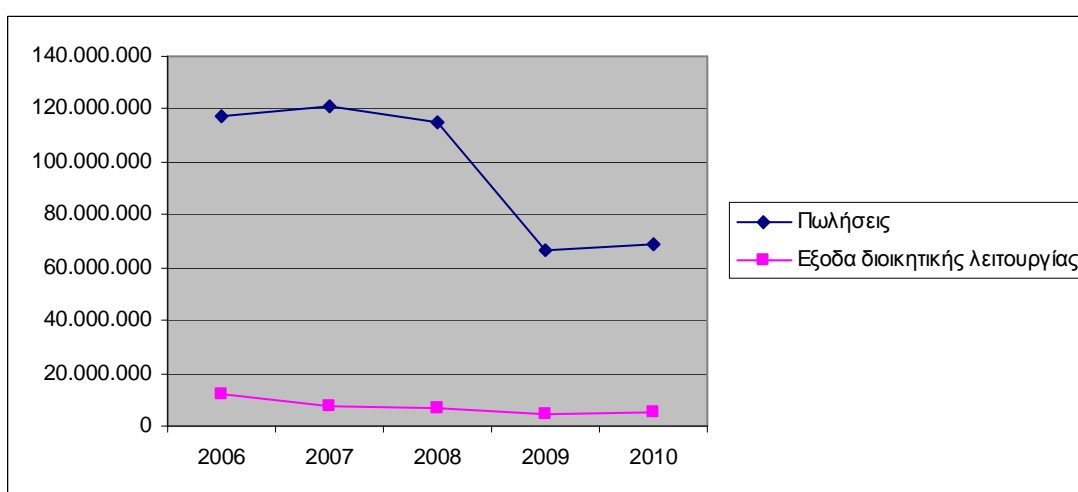
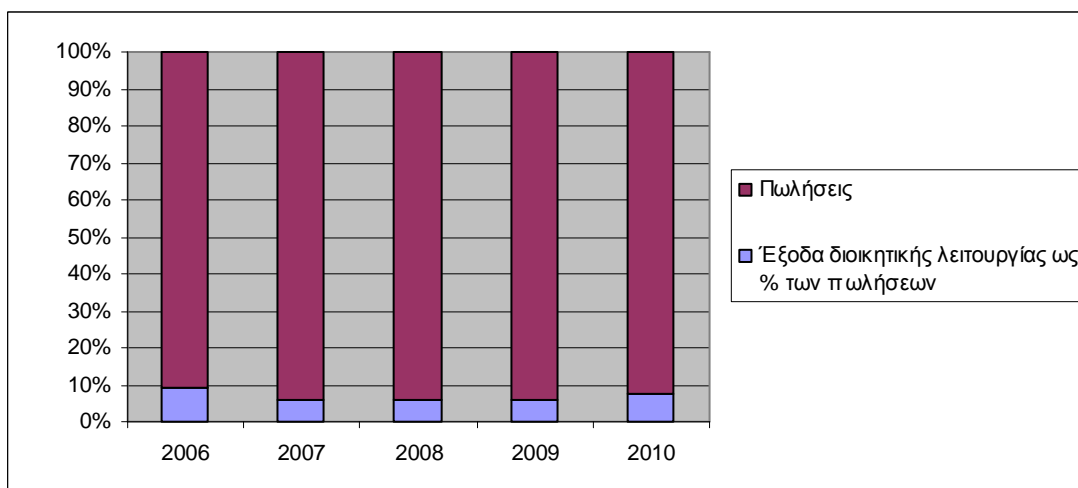




Τα λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης αφορούν κυρίως επιχορηγήσεις, εισπράξεις ενοικίων και κέρδη από πώληση συμμετοχών.

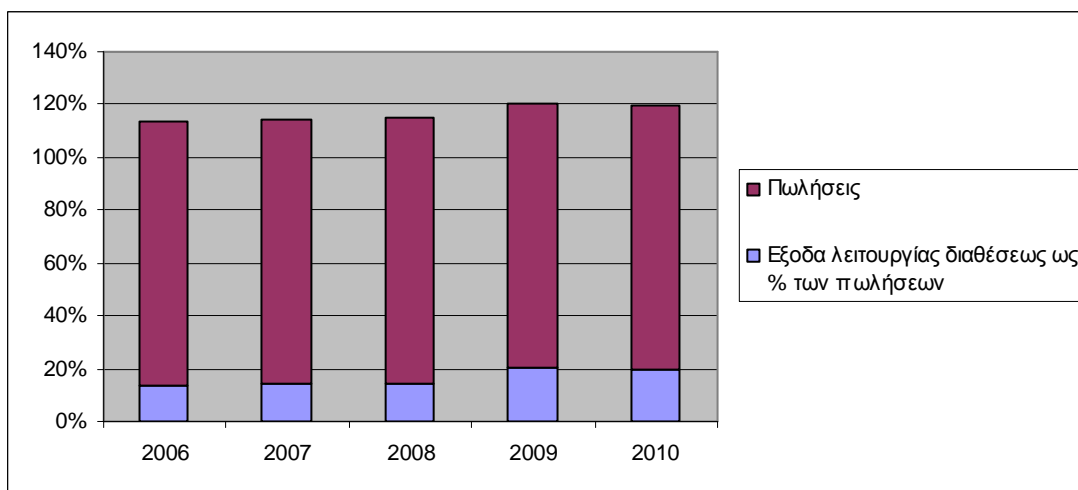
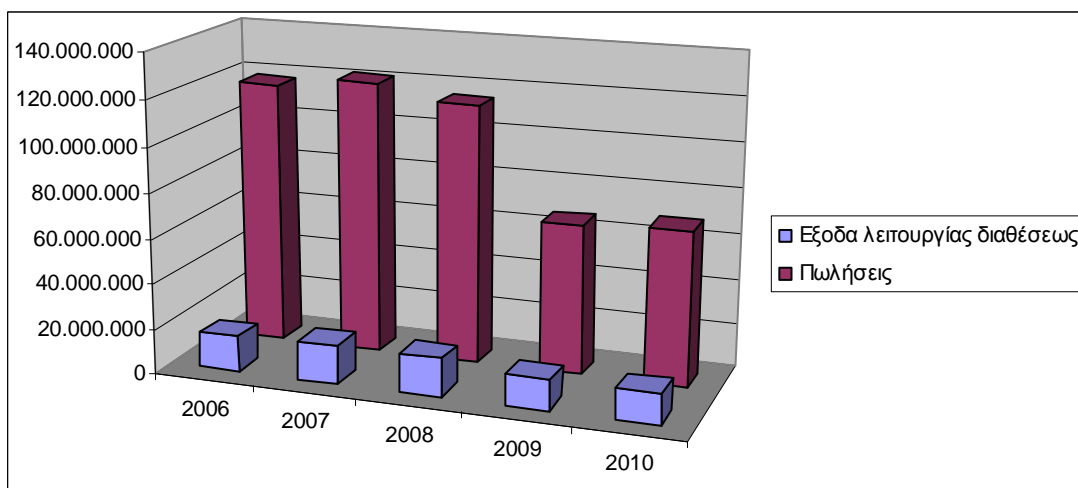
➤ Έξοδα διοικητικής λειτουργίας

Τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας αποτέλεσαν το 10% των πωλήσεων κατά το 2006 ενώ το ποσοστό αυτό μειώθηκε σημαντικά φτάνοντας το 6% των πωλήσεων για το 2007. Η σημαντική μεταβολή μεταξύ των δύο περιόδων ερμηνεύεται από το κόστος εθελούσιας εξόδου το οποίο περιλαμβάνεται στα έξοδα διοίκησης και ανέρχεται στα 2.140,06 χιλ. ευρώ για το 2007 έναντι 7.257,65 χιλ. Ευρώ για το 2006. Τις χρήσεις 2008 και 2009 το ποσοστό σταθεροποιείται στο 6% επί των πωλήσεων ενώ το 2010 αυξάνεται στο 8% . Σε απόλυτες τιμές τα διοικητικά έξοδα για το 2010 έχουν συρρικνωθεί στα 5.612.939 ευρώ, μείωση δηλαδή μεγαλύτερη του 50%, έναντι ποσού 12.102.239 ευρώ για το 2006. Οι δυσκολίες του κλάδου και η μείωση των πωλήσεων επέβαλλαν ακολούθως μειώσεις στους μισθούς των διοικητικών μελών της εταιρείας.



➤ Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως

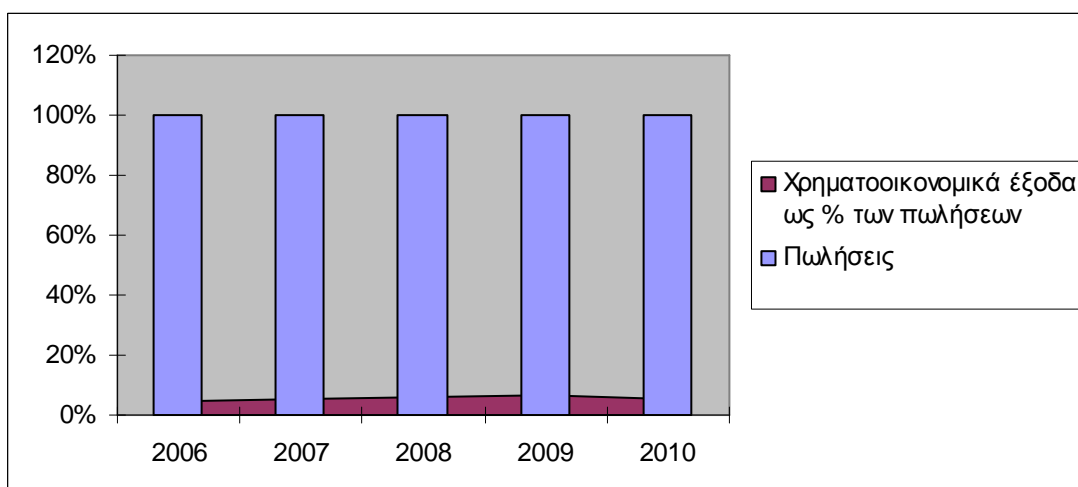
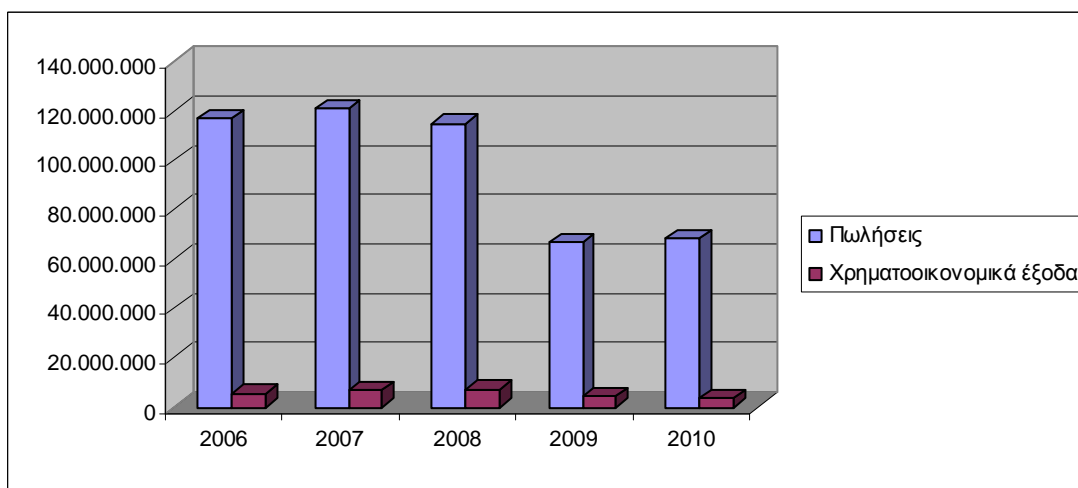
Οι δαπάνες διάθεσης μειώνονται με βραδύτερους ρυθμούς την τελευταία πενταετία σε σχέση με τις πωλήσεις και με τα υπόλοιπα έξοδα της εταιρείας, με αποτέλεσμα να παρουσιάζουν αύξηση ως ποσοστό επί των πωλήσεων. Αναλυτικότερα από ποσοστό 13% των πωλήσεων για το 2006 αυξάνονται διαχρονικά φτάνοντας το 20% τα δύο τελευταία χρόνια. Σε απόλυτες τιμές τα έξοδα διάθεσης μειώνονται από 15.791,41 χιλ. ευρώ για το 2006 στα 13.385,81 για το 2010, παρουσιάζοντας μικρές διακυμάνσεις κατά τις ενδιάμεσες χρήσεις. Συμπερασματικά μπορούμε αν πούμε ότι η εταιρεία δεν έχει περιορίσει δραστικά τις δαπάνες που αφορούν την προώθηση και τη διανομή των προϊόντων τις, τόσο στην εγχώρια όσο και στις ξένες αγορές.



➤ Χρηματοοικονομικά έξοδα

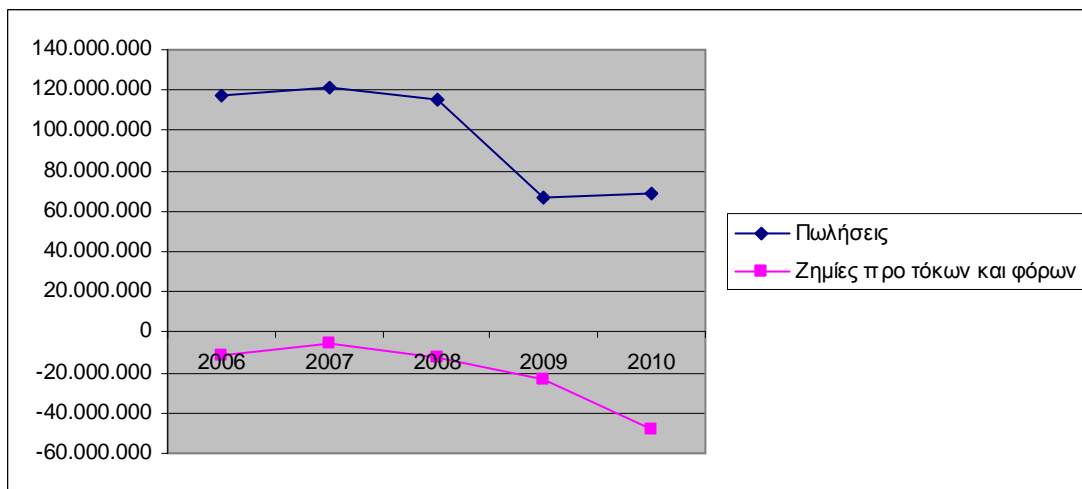
Τα έξοδα από τόκους αναγνωρίζονται σε δεδουλευμένη βάση. Οι τόκοι της εταιρείας προέρχονται ως επί το πλείστον από δάνεια σε τράπεζες, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, κυμαινόμενου επιτοκίου. Κατά τις χρήσεις 2007 και 2008 τα χρηματοοικονομικά έξοδα αυξάνονται λόγω της σύναψης νέων βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανείων ενώ τις χρήσεις 2009 και 2010 οι τόκοι μειώνονται λόγω της αναδιάρθρωσης του χρέους και της επίτευξης σύναψης δανείων με ευνοϊκότερους όρους. Η επιχείρηση στρέφεται κυρίως στον μακροπρόθεσμο δανεισμό, το βραχυπρόθεσμο δάνειο το οποίο λαμβάνει από τον βασικό της μέτοχο είναι άτοκο, ενώ το 2010 μειώνει τον συνολικό της δανεισμό. Σαν ποσοστό επί του συνόλου των πωλήσεων τα χρηματοοικονομικά έξοδα αποτελούν το 5% τη χρήση 2006, αυξάνονται στο 6% στις δύο επόμενες χρήσεις και στο 7% το 2009 και μειώνονται πάλι στο 5% την τελευταία εξεταζόμενη χρήση. Η σύναψη μακροπρόθεσμων δανείων αποσκοπεί κυρίως

στη μείωση των υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων. Η ΣΕΛΜΑΝ κάνει χρήση των πιστωτικών ορίων της για δανεισμό και ήδη διαπραγματεύεται με τις τράπεζες για τη σύναψη νέων δανειακών συμβάσεων. Ο αυξημένος δανεισμός της εταιρείας εγκυμονεί ωστόσο κινδύνους καθώς η ΣΕΛΜΑΝ δεν είναι σε θέση να εξασφαλίσει ότι θα έχει επαρκή ταμειακά διαθέσιμα στο μέλλον για να μπορέσει να συνεχίσει κανονικά την παραγωγική της δραστηριότητα και να εξοφλήσει τους δανειστές της. Τα χρηματοοικονομικά της έξοδα ανέρχονται σε 5,5 εκ. ευρώ το 2006, αυξάνονται φτάνοντας τα 7 εκ. το 2008 και κατόπιν μειώνονται στα 3,6 εκ. το 2010, συνεπώς είναι εμφανείς οι καλύτεροι όροι δανεισμού τους οποίους έχει επιτύχει η ΣΕΛΜΑΝ και τους οποίους ελπίζει να εξασφαλίσει και στο μέλλον.



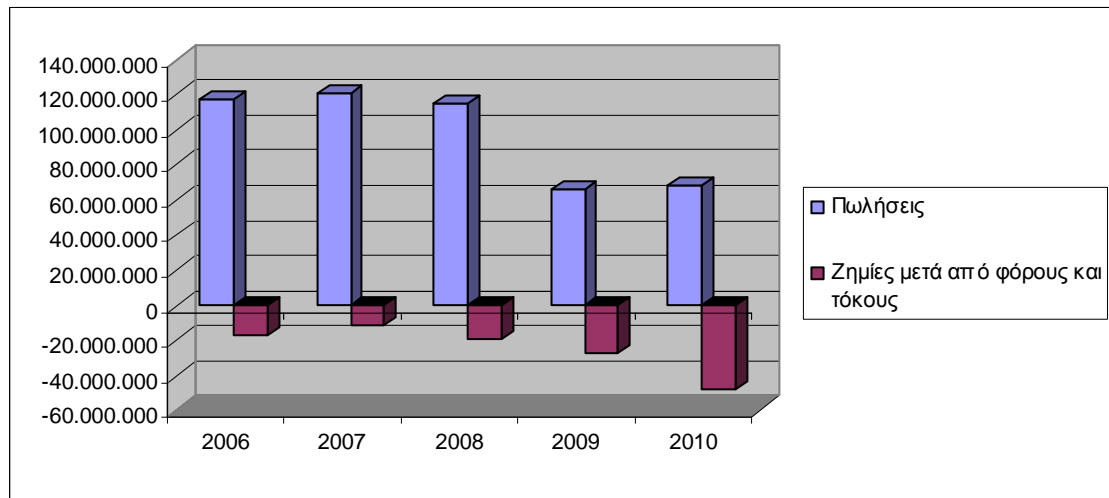
➤ Κέρδη/ ζημίες

Η εταιρεία εμφανίζει σε όλη τη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας αρνητικά αποτελέσματα (ζημίες). Η μόνη χρονιά κατά την οποία βελτιώθηκαν τα αποτελέσματα της ΣΕΛΜΑΝ χωρίς ωστόσο να υπάρξει κερδοφορία, είναι το 2007 όπου οι ζημίες προ φόρων και τόκων μειώθηκαν δραστικά από 11,5 εκ. ευρώ που αντιστοιχούσαν το 2006 στα 5 εκ. ευρώ. Ωστόσο τα επόμενα έτη η κατακόρυφη πτώση των πωλήσεων που δεν συνοδευόταν από ανάλογη μείωση του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων εκμετάλλευσης συνετέλεσε στην πραγματοποίηση ολοένα και μεγαλύτερων ζημιών.

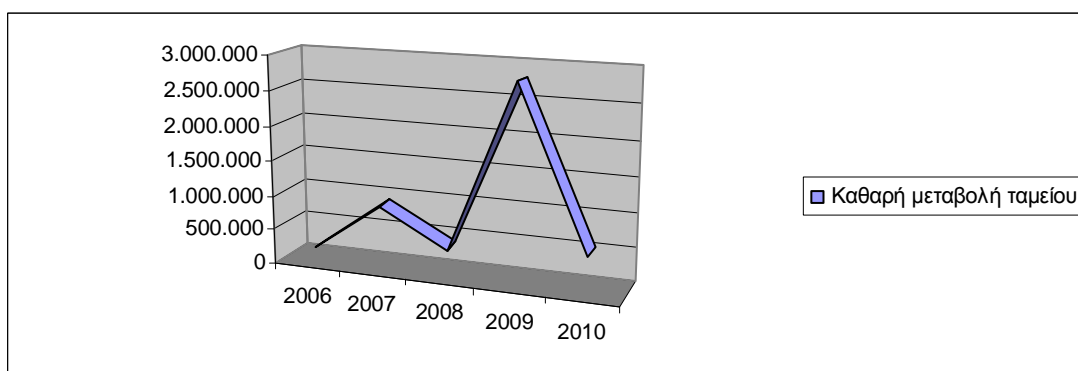
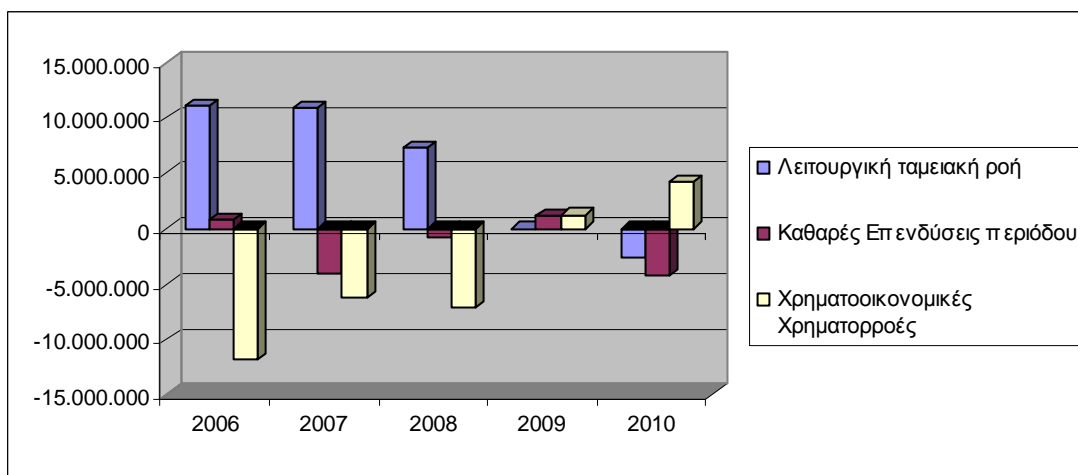


Κατά τον ίδιο τρόπο οι καθαρές ζημίες της επιχείρησης, δηλαδή τα αποτελέσματα μετά φόρων και τόκων, επιδεινώθηκαν περαιτέρω τα τελευταία χρόνια αγγίζοντας τα 47,6 εκατομμύρια! Όπως προαναφέρθηκε, η μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα και ο περιορισμός της παραγωγής των εργοστασίων οδήγησαν σε αυξημένη ζημία καθώς οι πωλήσεις μειώθηκαν ενώ το κόστος διατηρήθηκε σε υψηλό σχετικά επίπεδο εφόσον κάποια έξοδα παραγωγής είναι ανελαστικά. Επίσης ο αυξανόμενος δανεισμός της εταιρείας οδηγεί σε επιπλέον τόκους, ήτοι χρηματοοικονομικά έξοδα, ενώ στη χρήση 2009 ολοκληρώθηκε ο τακτικός φορολογικός έλεγχος των χρήσεων 2003 έως 2008 και προέκυψαν πρόσθετοι φόροι οι οποίοι επιβάρυναν τα αποτελέσματα χρήσεως. Ένα έκτακτο γεγονός στη χρήση 2010 επιβάρυνε περαιτέρω τα αποτελέσματα της εταιρείας. Η ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε. συμμετέχει με ποσοστό 50% στην εταιρεία ΣΕΛΜΑΝ ΣΟΦΙΑΝΟΣ ΠΑΚΕΤΑ ΑΕ και μέχρι πρότινος συμμετείχε και στη διοίκησή της. Αποκαλύφθηκε ότι ο Διευθύνων Σύμβουλος δεν υπέβαλε δηλώσεις ΦΠΑ για την περίοδο από τον Σεπτέμβριο του 2009 μέχρι τον Οκτώβριο του 2010 και απέκρυψε τη διενέργεια φορολογικού ελέγχου με αποτέλεσμα να καταλογισθεί ο οφειλόμενος ΦΠΑ και τα αναλογούντα πρόστιμα. Η ΣΕΛΜΑΝ ΑΕ υποχρεώθηκε να

καταβάλλει μέρος των οφειλομένων για να μην επιβληθούν δυσμενή μέτρα κατά των μελών του ΔΣ, οπότε επιβαρύνθηκαν επιπλέον τα αποτελέσματα της χρήσεως.



3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ



➤ Λειτουργική ταμειακή ροή

Διαχρονικά υπάρχει μία μείωση στις λειτουργικές ταμειακές ροές οι οποίες γίνονται αρνητικές το 2010. Η αύξηση των ζημιών είναι η κύρια αιτία για την πτώση των λειτουργικών ροών και επίσης η μείωση των απαιτήσεων από πελάτες λόγω επισφάλειας και διαγραφής του ανοικτού υπολοίπου αυτών, ενώ η αύξηση των αποσβέσεων και του λογαριασμού των λοιπών μακροπρόθεσμων απαιτήσεων το 2010 δεν κατάφεραν να αντισταθμίσουν το αρνητικό συνολικά υπόλοιπο των λειτουργικών ροών. Συγκεκριμένα οι ροές από λειτουργικές δραστηριότητες κατά απόλυτη τιμή αντιστοιχούν σε 11.000 χιλ ευρώ το 2006, μειώνονται σε 10.898 χιλ. ευρώ το 2007 (μείωση μόλις 0,9%), φτάνουν σε 7.344 χιλ. ευρώ το 2008 (μείωση κατά 32%) και πέφτουν κατακόρυφα κατά ποσοστό 99% το 2009 (9.380 ευρώ κατά απόλυτη τιμή) για να σημειώσουν αρνητική τιμή το 2010 (-2.591.554 ευρώ).

➤ **Καθαρές επενδύσεις**

Στις χρήσεις 2006 και 2009 η εταιρεία έχει εισροές από επενδυτικές δραστηριότητες ενώ στις υπόλοιπες χρήσεις έχει εκροές. Το 2006 το θετικό πρόσημο των επενδυτικών ροών (740.678 ευρώ) οφείλεται στην πώληση συμμετοχών που είχε η ΣΕΛΜΑΝ στις εταιρείες SCIENS "ΔΙΕΘΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. και E M INTERFIN AEEEX ενώ οι εισροές τις περιόδου μειώθηκαν με την αγορά ενσώματων και άυλων παγίων. Τα επόμενα δύο έτη οι επενδύσεις τις εταιρείας αποτελούνται από αγορές ενσώματων ακινητοποιήσεων (4 εκ. ευρώ για το 2007 και 728 χιλ. για το 2008). Το 2008 η εταιρεία πραγματοποίησε επενδύσεις ύψους 2,6 εκατομμυρίων ευρώ για τη μείωση του κόστους και την αποτελεσματικότερη οργάνωση της παραγωγής. Το 2009 οι εισροές της ΣΕΛΜΑΝ προέρχονται από την πώληση συμμετοχών και παγίων περιουσιακών στοιχείων και οι εκροές από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής. Στο σύνολο οδηγούν σε θετικό υπόλοιπο στα 1.151 χιλ. ευρώ. Το 2010 η εταιρεία πραγματοποιεί αγορές ενσώματων παγίων και αυξάνει τη συμμετοχή της στη θυγατρική ενώ εισπράττει τόκους και συναφή έσοδα. Αποτέλεσμα είναι να προκύψει επενδυτική εκροή στα 4.260 χιλ. ευρώ. Παρατηρούμε ότι παρά την ολοένα δυσμενέστερη οικονομική θέση της εταιρείας, αυτή εξακολουθεί να πραγματοποιεί κάποιες μικρές έστω επενδύσεις κυρίως μέσω αύξησης της συμμετοχής της σε θυγατρικές εταιρείες, προσβλέποντας σε μελλοντικά κέρδη από τις επενδύσεις αυτές.

➤ **Χρηματοοικονομικές χρηματοροές**

Οι χρηματοοικονομικές ροές είναι αρνητικές για τα πρώτα τρία εξεταζόμενα έτη, ωστόσο παρουσιάζουν θετικό πρόσημο στις δύο τελευταίες χρήσεις. Το 2006 οι χρηματοροές από τον τραπεζικό δανεισμό διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα στα 1.130 χιλ. ευρώ, στη χρήση 2007 επιτυγχάνεται αναδιάρθρωση του τραπεζικού δανεισμού με έκδοση ομολογιακού δανείου και οι χρηματοροές από τον δανεισμό εκτοξεύονται στις 31.543 χιλ. ευρώ μειώνοντας έτσι τις εκροές στα 6 εκατομμύρια ευρώ έναντι 11,8 εκατομμυρίων ευρώ για το 2006. Επιπροσθέτως στις τρεις πρώτες χρήσεις οι εξοφλήσεις των δανείων ήταν μεγαλύτερες από τις εισπράξεις δανείων ενώ τα έτη 2009 και 2010 η στροφή της εταιρείας στον μακροπρόθεσμο δανεισμό και η σύναψη δανείων με ευνοϊκούς όρους οδήγησαν σε θετικές χρηματοοικονομικές ροές εφόσον οι εισπράξεις των δανείων ξεπέρασαν κατά πολύ τις εξοφλήσεις. Πιο συγκεκριμένα οι

καθαρές εισροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες ανέρχονται στις 1.270 χιλ. ευρώ το 2009 και 4.161 χιλ. ευρώ το 2010.

Όσον αφορά τα ταμειακά διαθέσιμα τη μεγαλύτερη θετική μεταβολή την παρουσιάζουν στις χρήσεις 2007 και 2009. Στη μεν χρήση 2007 η ταμειακή εισροή (911.410 ευρώ) προέρχεται από τις λειτουργικές ροές και την είσπραξη δανείων, ενώ στη χρήση 2009 (2.819.740 ευρώ) προέρχεται από πώληση συμμετοχών και παγίων και από μακροπρόθεσμα δάνεια. Το 2010 τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα μειώνονται σε 529.212 ευρώ και επίσης στις 31 Δεκεμβρίου 2010 στα διαθέσιμα στις τράπεζες δεν υπάρχουν λογαριασμοί δεσμευμένων καταθέσεων έναντι εγγύησης δανείων εν αντιθέσει με τις προηγούμενες χρονιές.

Από την ανάλυση των ταμειακών ροών της ΣΕΛΜΑΝ οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η εταιρεία αντιμετωπίζει ένα διογκωμένο πρόβλημα στην επίτευξη κερδών από τις λειτουργικές της δραστηριότητες, παρουσιάζοντας αρνητικά ποσά την χρήση 2010. Μειούμενες βγαίνουν και οι επενδύσεις της εταιρείας, οι οποίες αφορούν κυρίως αγορά συμμετοχών και αγορά ενσώματων ή άυλων παγίων. Οι θετικές εισροές της προέρχονται από χρηματοοικονομικά έσοδα, κυρίως μέσω του δανεισμού. Γενικά, με εξαίρεση την τελευταία χρήση, κεφαλαίου έχουν ήδη η εταιρεία εξασφάλιζε επαρκή ταμειακά διαθέσιμα για να καλύψει τις λειτουργικές ανάγκες του, περιλαμβανομένης της εμπρόθεσμης κάλυψης των χρηματοοικονομικών του υποχρεώσεων. Τη χρήση 2010 όμως οι αρνητικές λειτουργικές ροές και ο αυξημένος δανεισμός της εταιρείας θέτουν σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα και τη συνέχιση της δραστηριότητας της επιχείρησης. Οι ανάγκες κεφαλαίου κίνησης χρηματοδοτούνται από τις λειτουργικές ταμειακές ροές και από τον δανεισμό, ενώ τα έσοδα από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έχουν ήδη χρησιμοποιηθεί για τη μείωση υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων. Η εταιρεία δε δύναται πλέον να διαβεβαιώσει για το μέλλον ότι θα παράγει επαρκή ταμειακά διαθέσιμα ή ότι θα διαθέτει τα απαραίτητα δανειακά κεφάλαια για να πραγματοποιήσει τις απαραίτητες πληρωμές ή ότι οποιαδήποτε αναχρηματοδότηση θα είναι πλέον διαθέσιμη και στους όρους της αγοράς καθώς επίσης ότι θα μπορέσει να αναχρηματοδοτήσει τυχόν μελλοντικές επενδύσεις.

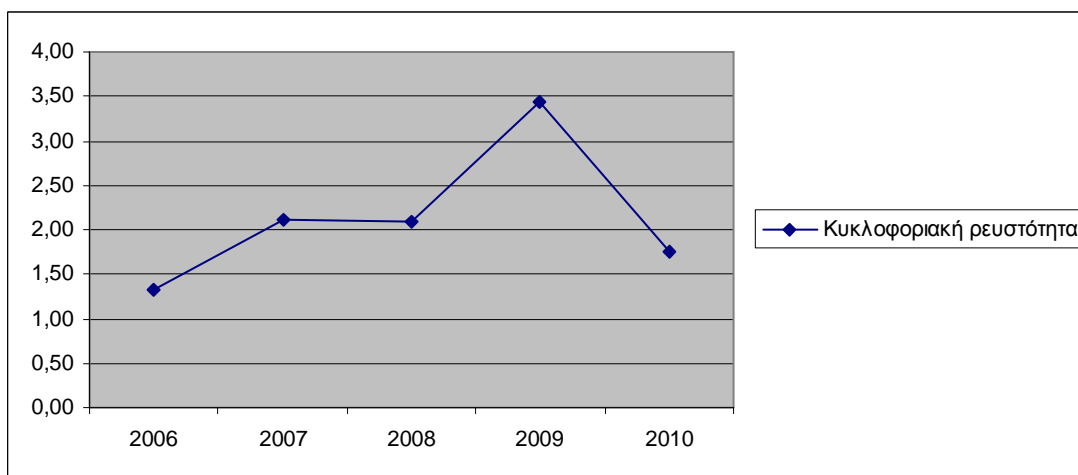
4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Α) ΑΝΑΛΥΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης **Κυκλοφοριακής ή Γενικής Ρευστότητας** εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις τρέχουσες (βραχυπρόθεσμες) υποχρεώσεις της. Δηλαδή αποτελεί δείκτη, ο οποίος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του βαθμού ασφαλείας των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης και αποτελεί το πιο συνηθισμένο μέτρο μέτρησης της φερεγγυότητας και αξιοπιστίας της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας το κυκλοφορούν ενεργητικό με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και μας δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει σε μια διαδεδομένη χρονική στιγμή, τις υποχρεώσεις της με την ρευστοποίηση των κυκλοφορούντων περιουσιακών της στοιχείων. Όμως υπάρχει περίπτωση μια επιχείρηση ενώ παρουσιάζει ισχυρό δείκτη να παρουσιάζει ταμειακά προβλήματα και αυτό οφείλεται στο ότι δεν έχει γίνει διάκριση μεταξύ διαφόρων τύπων κυκλοφορούντος ενεργητικού και έτσι ορισμένοι να έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από άλλους. Επίσης ενδέχεται κατά την διάρκεια ρευστοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης να προκύψουν ζημίες, δηλ. να ρευστοποιηθούν στοιχεία του ενεργητικού σε τιμές μικρότερες των λογιστικών αξιών. Σε αυτήν την περίπτωση η παρουσία υψηλού κυκλοφορούντος ενεργητικού παρέχει εγγύηση στους πιστωτές για την κάλυψη αυτών των ζημιών. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης από άποψη ρευστότητας.

$$\Delta.K.P = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

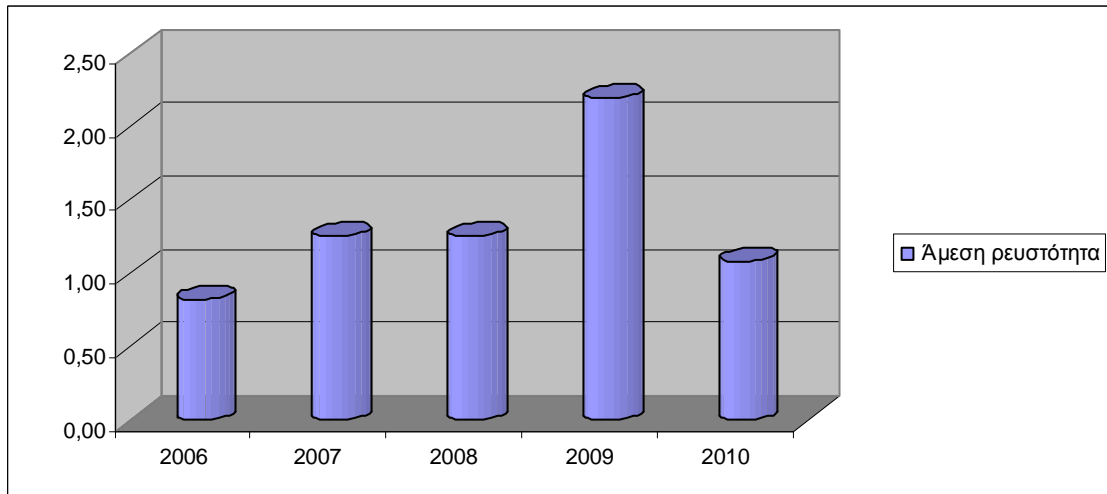
Όσον αφορά την κυκλοφοριακή ρευστότητα της ΣΕΛΜΑΝ βλέπουμε ότι ο δείκτης από 1,34 που ήταν το 2006 αυξάνεται στο 2,11 για το 2007, εν συνεχεία υπάρχει μία μικρή μείωση στο 2,09 για το 2008, φτάνει στη μέγιστη τιμή του το 2009 στο 3,43 και μειώνεται στο 1,75 το 2010. Καθ' όλη τη διάρκεια της πενταετίας ο δείκτης βρίσκεται πάνω από τη μονάδα και αυτό συμβαίνει κυρίως επειδή υπάρχει δραστική μείωση των βραχυπρόθεσμων δανείων λόγω αναδιάρθρωσης του χρέους, η οποία είναι μεγαλύτερη από τη διαχρονική μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού.



Στον δείκτη **Άμεσης Ρευστότητας** δεν περιλαμβάνονται: τα αποθέματα πρώτων και βοηθητικών υλών, ημικατεργασμένων και ετοιμών προϊόντων και οι προκαταβληθείσες δαπάνες. Ο δείκτης αυτός είναι ένα αυστηρότερο κριτήριο ρευστότητας της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης πρέπει να καλύπτονται εξ ολοκλήρου από τα σχετικά εύκολα ρευστοποιημένα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα, τις απαιτήσεις και τους πελάτες. Μας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης είναι σε θέση να καλύψουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας υπολογίζεται αν από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρεθούν τα αποθέματα και το υπόλοιπο διαιρεθεί με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Εάν ο δείκτης κυμαίνεται γύρω στη μονάδα είναι καλή ένδειξη για την επιχείρηση μόνο αν δεν παρουσιάζει στις απαιτήσεις της επισφαλείς ή ανεπίδεκτες εισπράξεις απαιτήσεις και αν η περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων και εξόφλησης των υποχρεώσεων της επιχείρησης είναι περίπου ίσες. Επειδή όμως, αυτό είναι δύσκολο πρακτικά κρίνεται σκόπιμο οι απαιτήσεις να παρουσιάζονται μειωμένες ώστε να υπολογιστεί ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας. Αντίθετα, ένας αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας, ο οποίος παρουσιάζει αποτέλεσμα μικρότερο της μονάδας, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης δεν επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η επιχείρηση να βασίζεται στις μελλοντικές της πωλήσεις, ώστε να μπορέσει να εξασφαλίσει έναν ικανοποιητικό βαθμό ρευστότητας. Εάν όμως, για οποιονδήποτε λόγο προβλέπεται μείωση των μελλοντικών πωλήσεων, τότε η επιχείρηση μπορεί να στραφεί στον δανεισμό είτε στην έκδοση μετοχών.

$$\Delta.A.P = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

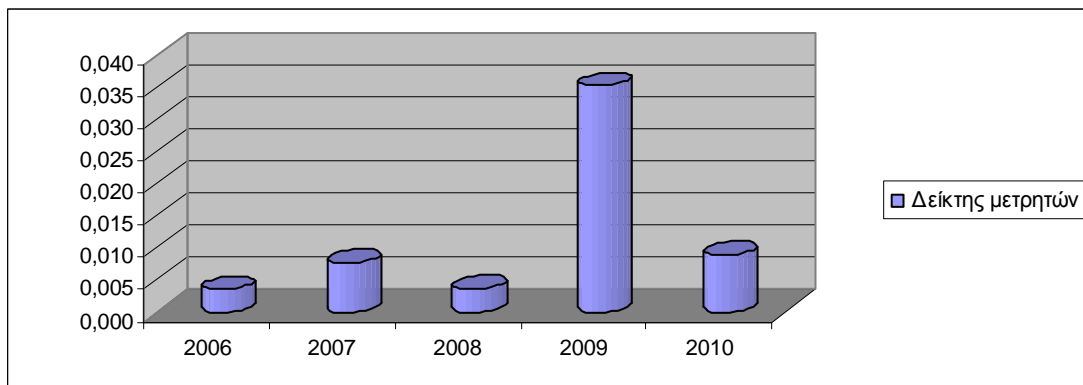
Ο δείκτης αυτός για τη ΣΕΛΜΑΝ βρίσκεται οριακά κάτω από τη μονάδα στο 0,87 το 2006 αλλά αυξάνεται τις επόμενες χρήσεις σε τιμή πάνω από τη μονάδα, με μέγιστο το 2,2 το 2009. Οι λόγοι αύξησης του δείκτη Άμεσης Ρευστότητας είναι κατά κύριο λόγο ίδιοι με αυτούς που προκάλεσαν άνοδο του δείκτη Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.



Ο **Δείκτης Μετρητών** δείχνει τη σχέση των μετρητών στο σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και λαμβάνει τιμές μεταξύ 0 και 1.

$$\Delta.M. = \frac{\text{Μετρητά + Ισοδύναμα Μετρητών}}{\text{Σύνολο Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

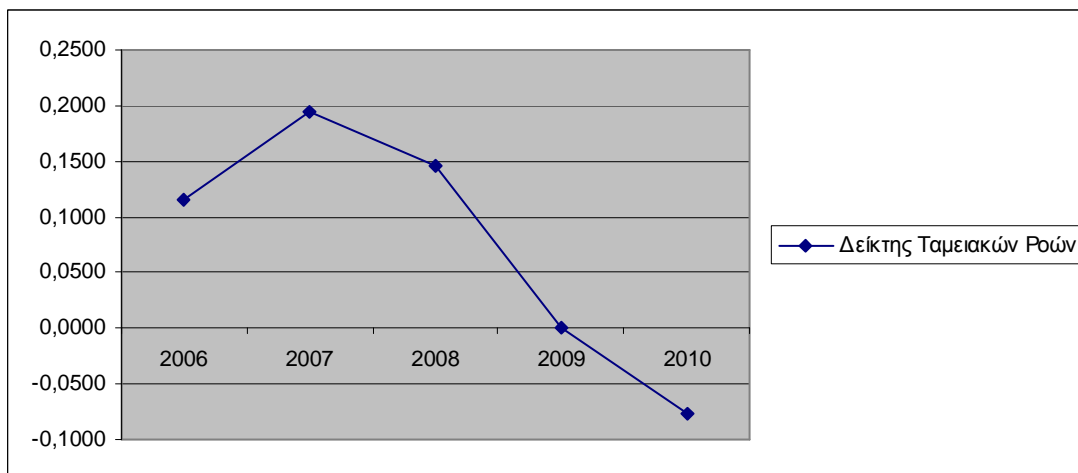
Σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας ο δείκτης μετρητών κινείται σε χαμηλά επίπεδα (0,003-0,035). Η χαμηλή τιμή του δείκτη μπορεί να ερμηνευθεί τόσο με θετικό όσο και με αρνητικό τρόπο. Η δυσοίωση άποψη είναι ότι η επιχείρηση ενδέχεται να αντιμετωπίσει μελλοντικά πρόβλημα ρευστότητας λόγω των ελαχίστων διαθεσίμων που αυτή διακρατεί. Η ευοίωση άποψη είναι ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί με αποτελεσματικότερο τρόπο τις εισροές τις πραγματοποιώντας επενδύσεις αντί να διατηρεί αδρανή ταμειακά διαθέσιμα. Γνωρίζοντας όμως την ζημιολόγο πορεία της επιχείρησης κατά την τελευταία πενταετία και τα δάνεια που αυτή οφείλει, τείνουμε να υιοθετήσουμε το δυσχερέστερο εκ των δύο σενάριο.



Ο **Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας** προσδιορίζει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της με τα διαθέσιμα της. Προσδιορίζει, δηλαδή, την ικανότητα να εξοφλεί με μετρητά τις υποχρεώσεις της αυτές. Δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η χρήση του μας βοηθάει στο να υπολογίσουμε εάν τα μετρητά μιας επιχείρησης είναι επαρκή ή όχι ώστε να μπορέσει να εξοφλήσει τις τρέχουσες και ληξιπρόθεσμες ανάγκες της. Ο δείκτης μπορεί να χαρακτηριστεί επαρκής όταν κυμαίνεται ανάμεσα στο 35% - 45%. Ένας πολύ χαμηλός αριθμοδείκτης δεν σημαίνει πως υπάρχει απαραίτητα πρόβλημα ρευστότητας μπορεί όμως να σχετίζεται με κάποιο επενδυτικό πρόγραμμα εξαιρετικά επωφελές για την επιχείρηση ή μπορεί να αποτελεί ένδειξη μιας προεγκριθείσας δυνατότητας δανεισμού της επιχείρησης ανά πάσα στιγμή. Συγκεκριμένα θα λάβουμε υπόψη μας τη σημασία των λειτουργικών ταμειακών ροών στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, μετατρέποντας τον στατικό δείκτη σε δυναμικό (**Δείκτης Ταμειακών Ροών**)

$$\Delta.T.P. = \frac{\text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης αυτός είναι αρκετά χαμηλός σε όλες τις χρήσεις που εξετάζουμε (κυμαίνεται από 0,0004 μέχρι 0,19) ενώ το 2010 λαμβάνει αρνητική τιμή. Το γεγονός αυτό δείχνει την αδυναμία της ΣΕΛΜΑΝ να πραγματοποιεί επαρκή έσοδα από τη λειτουργία της ούτως ώστε να είναι σε θέση να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τις.



Ο Δείκτης Μέσης Διάρκειας Αποπληρωμής Καθαρών Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων δίνει τον αριθμό των ημερών που χρειάζονται για την αποπληρωμή των καθαρών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, όπου οι καθαρές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και των ρευστών διαθεσίμων.

$$\Delta.A.B.Y. = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις} - \text{Ρευστά Διαθέσιμα}}{\text{Αποσβέσεις} + \text{Καθαρά Κέρδη}} * 360$$

Η διάρκεια αποπληρωμής μειώνεται από 4077 ημέρες το 2006 και 7839 το 2007 σε 310 μέρες το 2010, λόγω της σημαντικής μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και συγκεκριμένα των δανείων.



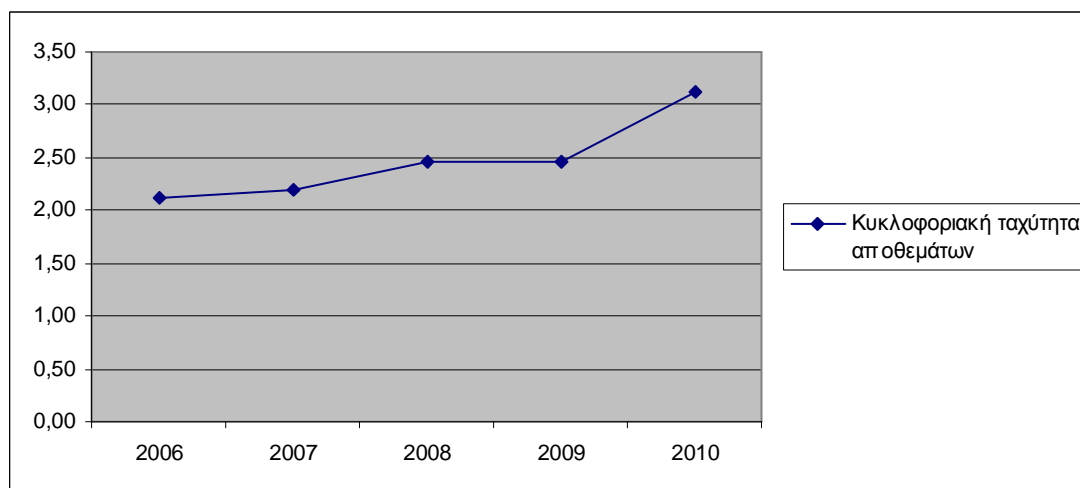
B) ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Οι δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας ή Δραστηριότητας είναι κριτήρια, με τα οποία μετράμε το βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αφού όσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίηση των διαθέσιμων επιχειρηματικών πόρων τόσο πιο αποτελεσματική (κερδοφόρα) είναι η εκμετάλλευση της επιχείρησης. Η σημασία των δεικτών αυτών είναι μεγάλη, αφού βοηθούν στον προσδιορισμό της ταχύτητας, με την οποία κινείται το συνολικό κύκλωμα της επιχείρησης, που αποτελεί και τον κύριο αντικειμενικό σκοπό για την μεγιστοποίηση του κέρδους της.

Ο αριθμοδείκτης **Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων** δείχνει πόσες φορές κατά μέσο όρο έχουν πωληθεί τα αποθέματα μέσα στη χρήση. Γενικά, όσο μεγαλύτερο αποτέλεσμα παρουσιάζει αυτός ο αριθμοδείκτης, τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Ενώ μία μείωση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων μπορεί να σημαίνει ότι σε αυτά περιλαμβάνονται αποθέματα που είναι δύσκολο να πωληθούν ή ότι έχει μειωθεί η ζήτηση καθώς επίσης και σε υπερβολικές αγορές αποθεμάτων εξαιτίας πιθανών ελλείψεων ή αυξήσεων των τιμών στην αγορά.

$$Κ.Τ.αποθεμάτων = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων Προϊόντων}}{\text{Μέσο Ύψος Αποθεμάτων}}$$

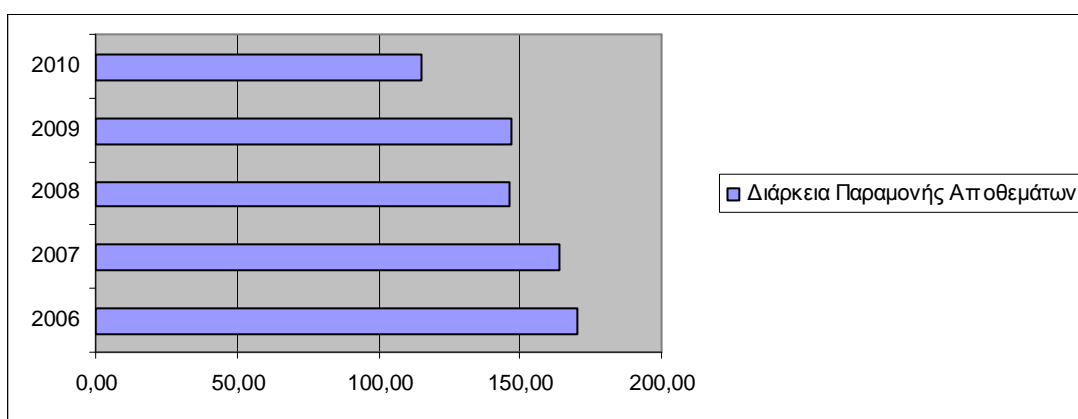
Ο δείκτης κινείται σε σταθερά επίπεδα στο 2,1 με 2,4 ενώ τη χρήση 2010 αυξάνεται στο 3,1. Η εταιρεία διαχειρίζεται σχετικά αποτελεσματικά τα αποθέματα παρά τη χαμηλή τιμή του δείκτη εάν λάβουμε υπόψη μας τον κλάδο στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται, που αφορά οικοδομικά υλικά και αναλώσιμα



Ο δείκτης **Διάρκειας Παραμονής Αποθεμάτων** δείχνει κατά μέσο όρο το χρονικό διάστημα στο οποίο διατηρούνται τα αποθέματα έως ότου αυτά πωληθούν.

$$\Delta.Π.Α = \frac{360}{Κ.Τ.αποθεμάτων}$$

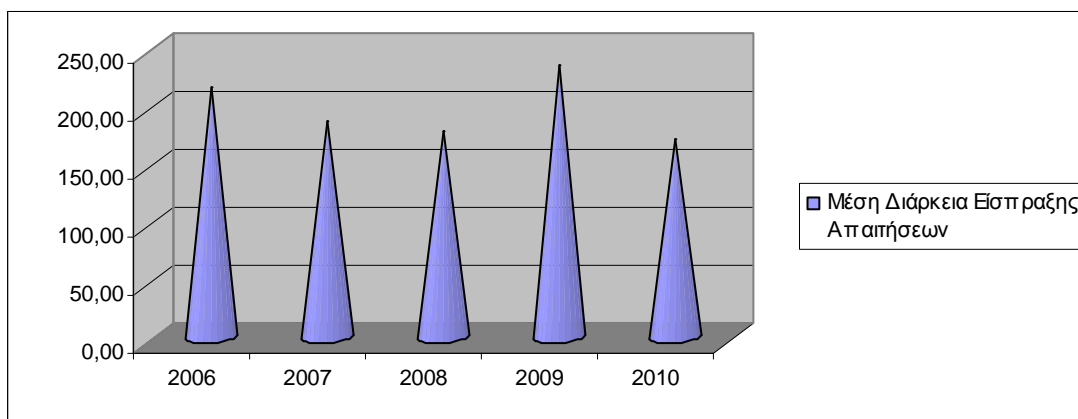
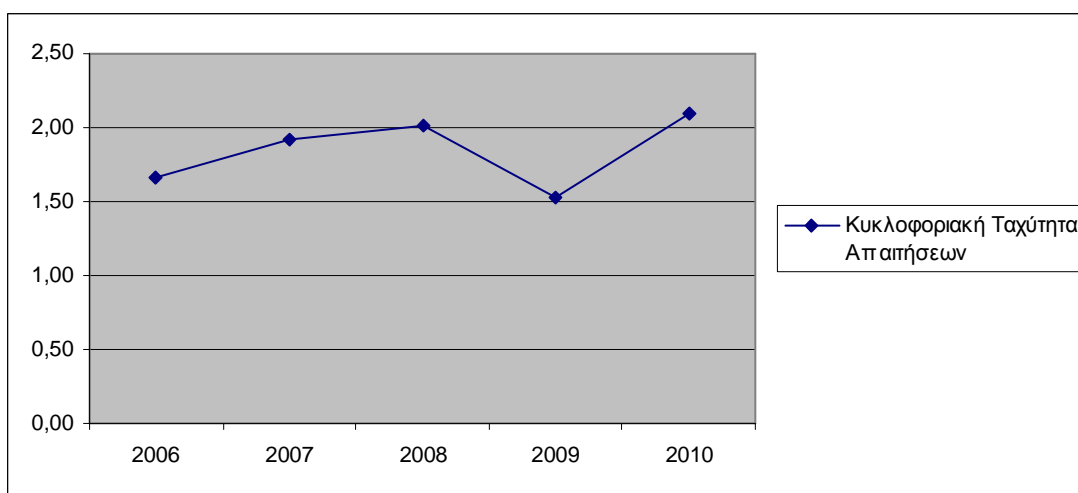
Παρατηρούμε ότι ο δείκτης μειώνεται διαχρονικά από 170 ημέρες το 2006 σε 115 ημέρες το 2010.



Ο αριθμοδείκτης **Κυκλοφοριακής Ταχύτητας των Απαιτήσεων** υπολογίζεται αν διαιρέσουμε την αξία των πιστωτικών πωλήσεων της επιχείρησης μέσα στη χρήση, με το μέσο όρο των απαιτήσεών της. Επειδή όμως συνήθως δεν υπάρχουν στοιχεία για τις πιστωτικές πωλήσεις, καθώς και στοιχεία που να αναφέρονται στο μέσο όρο χορηγούμενων πιστώσεων, λαμβάνονται υπόψη οι καθαρές πωλήσεις της χρήσεως όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό στο τέλος της χρήσεως. Ειδικότερα, για την περίπτωση των απαιτήσεων είναι προτιμότερο να πάρουμε το μέσο όρο των απαιτήσεων αρχής και τέλους της χρήσης, διότι οι απαιτήσεις όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό, δηλ. στο τέλος της χρήσης, δεν δίνουν αντιπροσωπευτική εικόνα για το ύψος αυτών κατά τη διάρκεια της χρήσης.

$$Κ.Τ.απαιτήσεων = \frac{Καθαρές Πωλήσεις}{Μέσο Ύψος Απαιτήσεων}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων αυξάνεται από 1,66 το 2006 σε 2,09 το 2010 παρόλο που η περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων μειώθηκε στις 172 ημέρες από 217. Η ΣΕΛΜΑΝ πέτυχε τα πρώτα έτη μείωση των πιστώσεων στην πελατεία, αντιμετωπίζει όμως σημαντική συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου καθώς 32% του συνόλου των απαιτήσεων της προέρχεται από πωλήσεις προς τον όμιλο της ΔΑΡΜΑΚ ΑΕ. Ο κίνδυνος αυτός επιδεινώθηκε τα τελευταία δύο χρόνια εξαιτίας των δυσχερών οικονομικών συνθηκών.



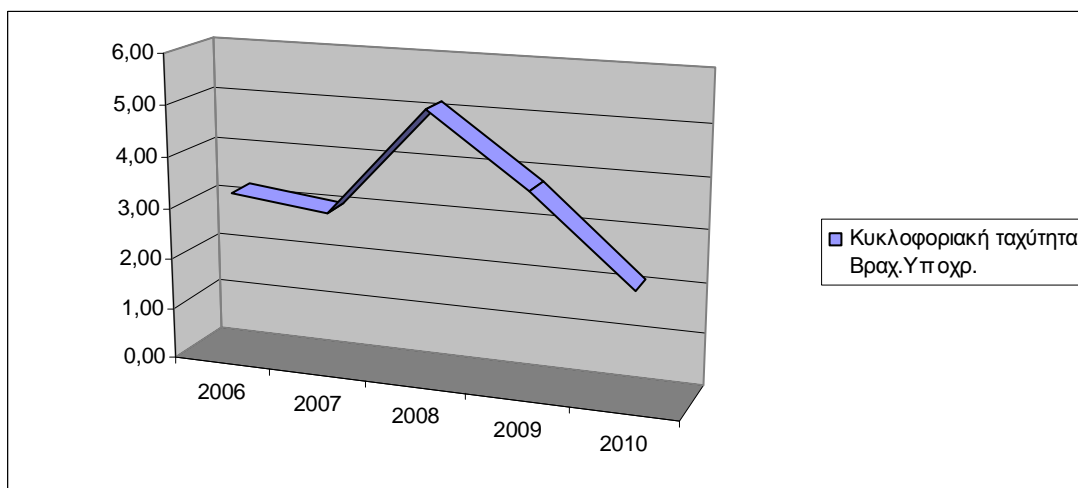
Ο δείκτης **Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων** υπολογίζεται από τον λόγο των αγορών της χρήσης προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Επειδή σπάνια δημοσιεύονται οι αγορές, οι αναλυτές συνήθως χρησιμοποιούν το Κόστος Πωληθέντων.

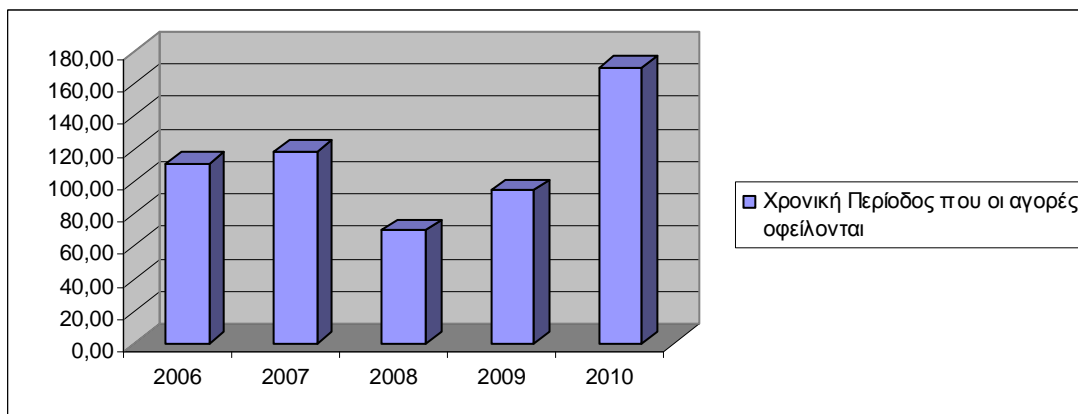
$$Κ.Τ.βραχ.υποχρ = \frac{\text{Αγορές Λογιστικής Χρήσης}}{\text{Μέσο Ύψος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}$$

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει πόσες φορές το κόστος πωληθέντων καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης, δηλ. δείχνει πόσες φορές κατά μέσο όρο, πληρώνονται κατά την διάρκεια της χρήσης οι βραχυπρόθεσμες, υποχρεώσεις της επιχείρησης. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μειώνεται από 3,24 το 2006 σε 2,12 το 2010 ενώ το χρονικό διάστημα που οι αγορές οφείλονται αυξάνεται 110,98 ημέρες σε 169,77 για το ίδιο χρονικό διάστημα.

$$\Delta.Π.Α.Ο. = \frac{360}{Κ.Τ.βραχ.υποχρ}$$

Αναφορικά με τις διακυμάνσεις των τιμών των πρώτων υλών η εταιρεία εκτίθεται στον κίνδυνο της αύξησης της τιμής του ξύλου και των χημικών. Μέσω του προγραμματισμού και των προβλέψεων της ζήτησης προσπαθεί να πραγματοποιεί τις αγορές επιτυγχάνοντας έτσι καλύτερες τιμές. Ωστόσο το 2010 οι υποχρεώσεις της εταιρείας προς τους προμηθευτές αυξήθηκαν, συνεπώς η ΣΕΛΜΑΝ επέλεξε τις αγορές μέσω πίστωσης για να μη μειώσει περαιτέρω τη χαμηλή ρευστότητά της.

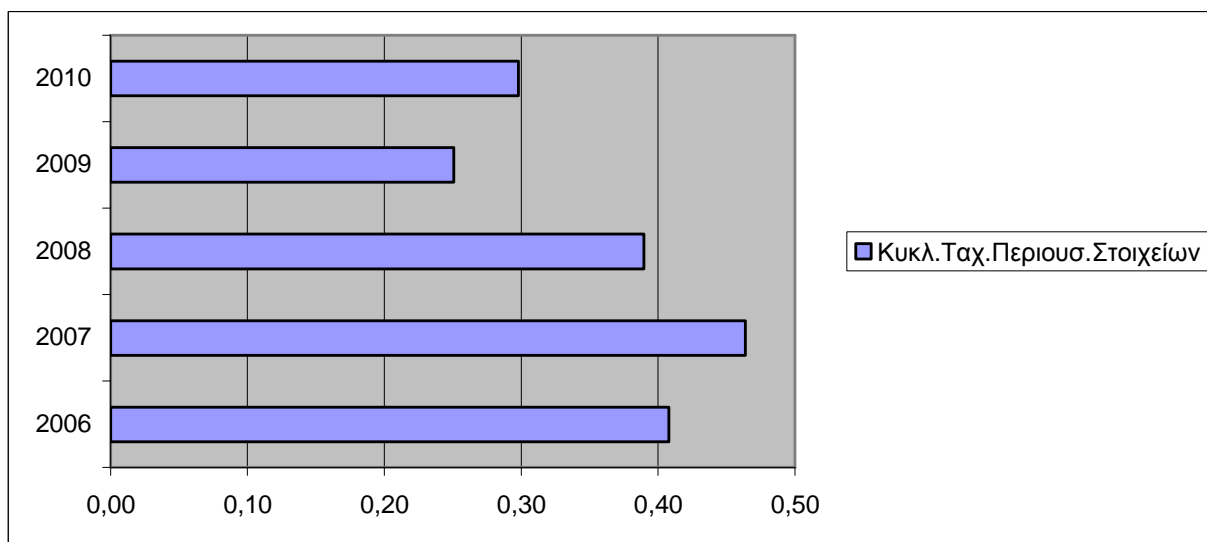




Εξετάζοντας τον δείκτη της **Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Περιουσιακών Στοιχείων** μας δίνονται πληροφορίες για το εάν η επιχείρηση διατηρεί υψηλά περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τις πωλήσεις και μας δείχνει πόσες φορές χρησιμοποιήθηκαν τα πάγια και κυκλοφορούντα στοιχεία για την επίτευξη πωλήσεων. Όσο αυξάνουν οι πωλήσεις μιας επιχείρησης τόσο πιο απαραίτητα γίνονται για αυτήν τα κεφάλαια κίνησης της και αυτό συμβαίνει γιατί οι ανάγκες για αποθέματα αυξάνονται καθώς αυξάνονται και οι πιστώσεις προς τους πελάτες της. Ο δείκτης ισούται με τον λόγο των πωλήσεων προς το σύνολο του Ενεργητικού.

$$\text{Κ.Τ.Σ.Π.Σ.} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσο Ύψος Συνόλου Ενεργητικού}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των περιουσιακών στοιχείων κινείται γενικότερα σε χαμηλά επίπεδα από 0,25 έως 0,46 δείχνοντας μας ότι τα περιουσιακά στοιχεία της ΣΕΛΜΑΝ δεν χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά για την επίτευξη πωλήσεων, εφόσον αυτές παρουσιάζουν μείωση διαχρονικά. Ο σημαντικός περιορισμός της οικοδομικής δραστηριότητας είναι η κύρια αιτία για την κάμψη των πωλήσεων η οποία είναι μεγαλύτερη από τη μείωση του συνολικού Ενεργητικού, εφόσον αυτό αποτελείται κυρίως από ενσώματες ακινητοποιήσεις οι οποίες παρέμειναν στην επιχείρηση και δεν εκποιήθηκαν.

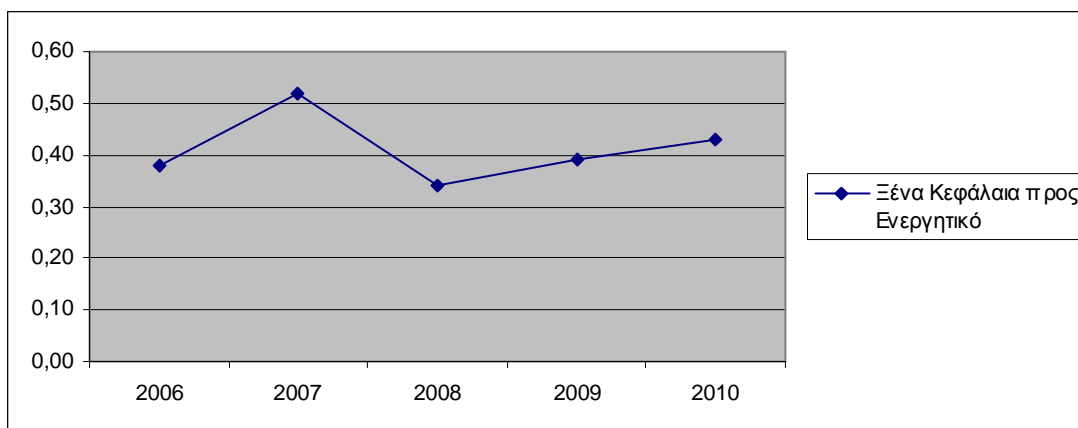


Γ) ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

Η διαδικασία προσδιορισμού της οικονομικής καταστάσεως μιας επιχείρησης από μακροχρόνια σκοπιά, περιλαμβάνει την ανάλυση της διάρθρωσης των κεφαλαίων της. Δείχνουν την ποσοστιαία συμμετοχή των διαφόρων μορφών κεφαλαίων στο συνολικό κεφάλαιο της επιχείρησης και τη δυνατότητα επιβίωσης της μακροχρόνια. Είναι φανερό ότι οι διάφορες μορφές δανειακών κεφαλαίων μιας επιχείρησης περικλείουν και διαφορετικά ποσοστά κινδύνου για τους πιστωτές της. Η σπουδαιότητα της διάρθρωσης των κεφαλαίων απορρέει από την ουσιαστική διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ίδιων και των δανειακών κεφαλαίων. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις μιας επιχείρησης για τη διατήρηση μιας διαδεδομένης διαρθρώσεως κεφαλαίου είναι οι εξής:

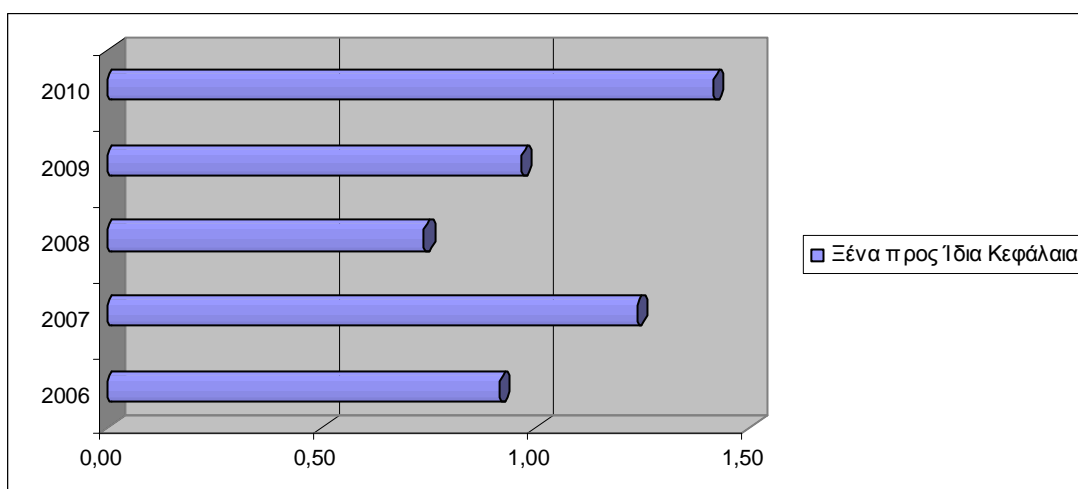
- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος
- Η θέση της επιχείρησης από άποψη φορολογίας
- Η ικανότητα της επιχείρησης ν' αντλεί κεφάλαια με επωφελείς γι' αυτήν όρους, ακόμη και κάτω από δύσκολες συνθήκες.

Ο δείκτης **Ξένα Κεφάλαια προς Ενεργητικό** γενικά κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα ως ποσοστό του Ενεργητικού από 0,38 το 2006 έως 0,43 το 2010 ενώ σε μία μόνο χρήση, το 2007, ξεπερνάει το 50% του συνόλου του Ενεργητικού. Τα ξένα κεφάλαια της επιχείρησης ειδικότερα τα τελευταία έτη αντιπροσωπεύουν κυρίως μακροχρόνιο δανεισμό.

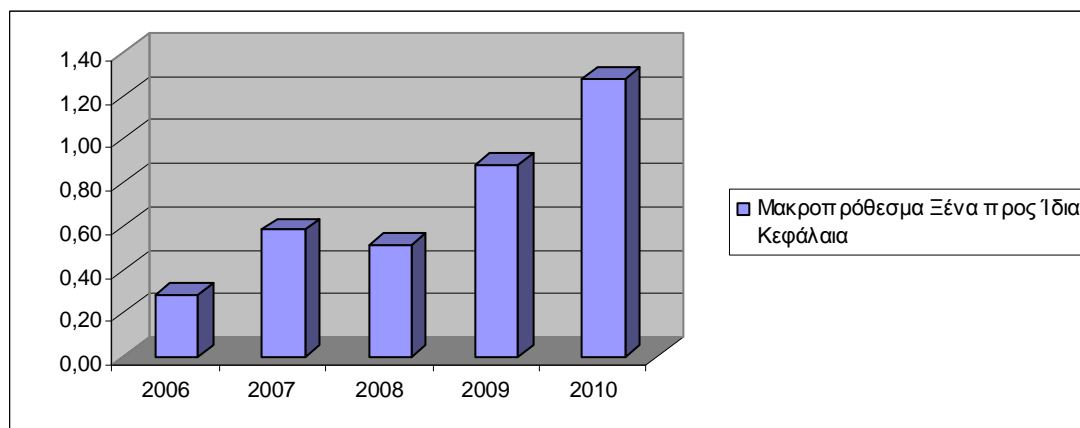


Ο αριθμοδείκτης **Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια** χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει η όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες + βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) προς το σύνολο ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά). Δείχνει την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Αν είναι μικρότερος της μονάδας, μας δείχνει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές. Αντίθετα, ένας αριθμοδείκτης 0,5 δείχνει ότι μια μονάδα υποχρεώσεων καλύπτεται από 0,5 της μονάδας ιδίων κεφαλαίων και ως εκ τούτου υπάρχει πολύ περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης.

Στην περίπτωση της ΣΕΛΜΑΝ ο δείκτης είναι σε όλες τις χρήσεις πάνω από το 0,5 ενώ το 2007 και το 2010 υπερβαίνει τη μονάδα, που σημαίνει ότι υπάρχει αυξημένος δανεισμός αφού τα δανειακά κεφάλαια ξεπερνούν αριθμητικά τα ίδια κεφάλαια.



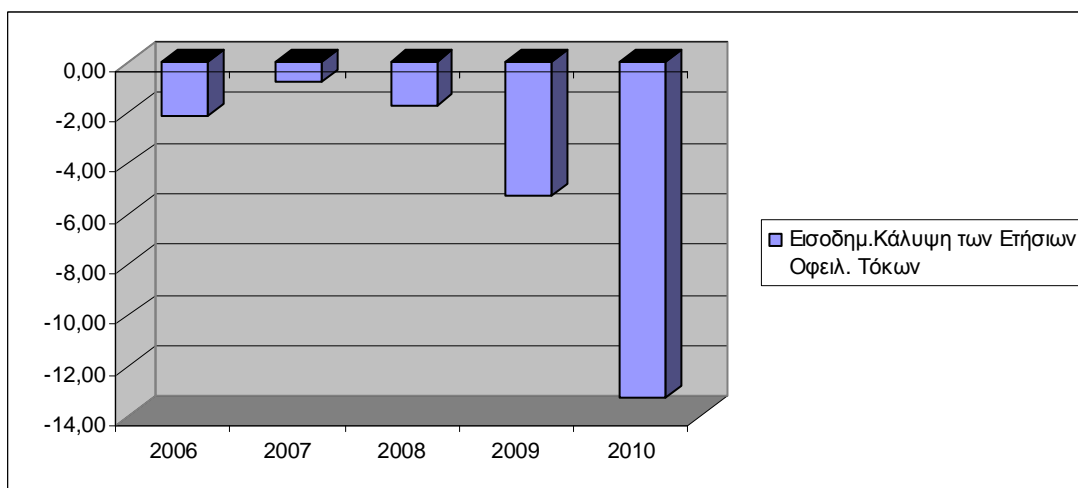
Ο δείκτης **Μακροπρόθεσμα Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια** κυμαίνεται σε ολοένα και υψηλότερο επίπεδο και επιβεβαιώνει την στροφή της επιχείρησης στον μακροχρόνιο δανεισμό.



Ο δείκτης **Εισοδηματικής Κάλυψης των Ετήσιων Οφειλόμενων Τόκων** δείχνει το βαθμό με τον οποίο οι τόκοι καλύπτονται από τα κέρδη προ τόκων και φόρων, δηλαδή την ευχέρεια που έχει η επιχείρηση να πληρώσει τους οφειλόμενους τόκους.

$$\Delta.Ε.Κ.Ε.Ο.Τ. = \frac{\text{Κέρδη εκτός Τόκων \& Φόρων}}{\text{Ετήσιοι Τόκοι Δανείων}}$$

Ο αριθμοδείκτης Κάλυψης των Τόκων εκφράζει τη σχέση μεταξύ των κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα κεφάλαια, δηλαδή, δείχνει πόσες φορές αυτοί οι τόκοι καλύπτονται από τα κέρδη της. Ο δείκτης αυτός παρέχει ένδειξη για το περιθώριο ασφαλείας, που απολαμβάνουν οι μακροχρόνιοι πιστωτές και παρουσιάζει ιδιαίτερη σπουδαιότητα για αυτούς, εφόσον εμφανίζει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Η ΣΕΛΜΑΝ παρουσιάζει ζημίες και τα πέντε εξεταζόμενα έτη οπότε είναι αδύνατο να καλύψει τους οφειλόμενους τόκους από τα αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως της.



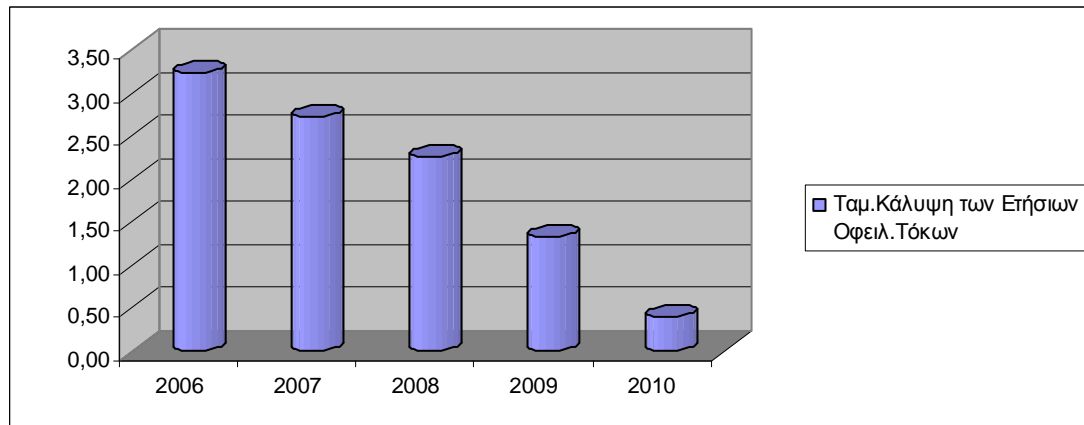
Ο δείκτης **Ταμειακής Κάλυψης των ετήσιων Οφειλ. Τόκων** δείχνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να αποπληρώσει το χρέος της. Ο αριθμητής του δείκτη αυτού αποτελείται από τις λειτουργικές ταμειακές ροές, συν τους τόκους και τους φόρους που πληρώνονται. Ο παρονομαστής περιλαμβάνει όλους τους ετήσιους τόκους που πληρώνονται, για τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια.

$$\Delta.T.K.E.O.T. = \frac{\text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές} + \text{Ετήσιοι Τόκοι Δανείων} + \text{Φόροι}}{\text{Ετήσιοι Τόκοι Δανείων}}$$

Μια εταιρία με ιδιαίτερα μεγάλη μόχλευση θα έχει ένα χαμηλό δείκτη, ενώ μια επιχείρηση με έναν υγιή ισολογισμό θα έχει ένα υψηλό δείκτη. Οποιαδήποτε επιχείρηση με ένα πολλαπλάσιο ταμειακής κάλυψης των ετήσια οφειλόμενων τόκων μικρότερο από 1,0, διατρέχει άμεσο κίνδυνο πιθανής χρεοκοπίας. Η επιχείρηση πρέπει να αυξήσει τα μετρητά δανείζοντας από εξωτερικές πηγές, προκειμένου να καλύψει τις τρέχουσες πληρωμές των δανείων της. Ο δείκτης αυτός έχει αρκετές ομοιότητες με το δείκτη εισοδηματικής κάλυψης των ετήσια οφειλόμενων τόκων. Εντούτοις, ενώ ο αριθμητής του δείκτη της εισοδηματικής κάλυψης περιλαμβάνει τα κέρδη από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, ο αριθμητής του δείκτη ταμειακής κάλυψης περιλαμβάνει τα μετρητά από τη κατάσταση ταμειακών ροών. Ο δείκτης ταμειακής κάλυψης δίνει μια ρεαλιστικότερη ένδειξη για την δυνατότητα της επιχείρησης να κάνει τις απαραίτητες πληρωμές των τόκων. Τα κέρδη προκύπτουν από μια συγκεκριμένη διαδικασία που περιλαμβάνει και μη ταμειακές ροές, όπως συνταξιοδοτικές συνεισφορές, ορισμένοι φόροι, αποσβέσεις, κ.τ.λ. Μια επιχείρηση με

ένα χαμηλό δείκτη εισοδηματικής κάλυψης μπορεί να είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις πληρωμών της, αλλά η αδυναμία του δείκτη στο σημείο αυτό το καθιστά δύσκολο να γίνει εμφανές. Ένας δείκτης βασισμένος στα μετρητά φανερώνει την πραγματική δυνατότητα της εταιρίας να πληρώσει τους τόκους.

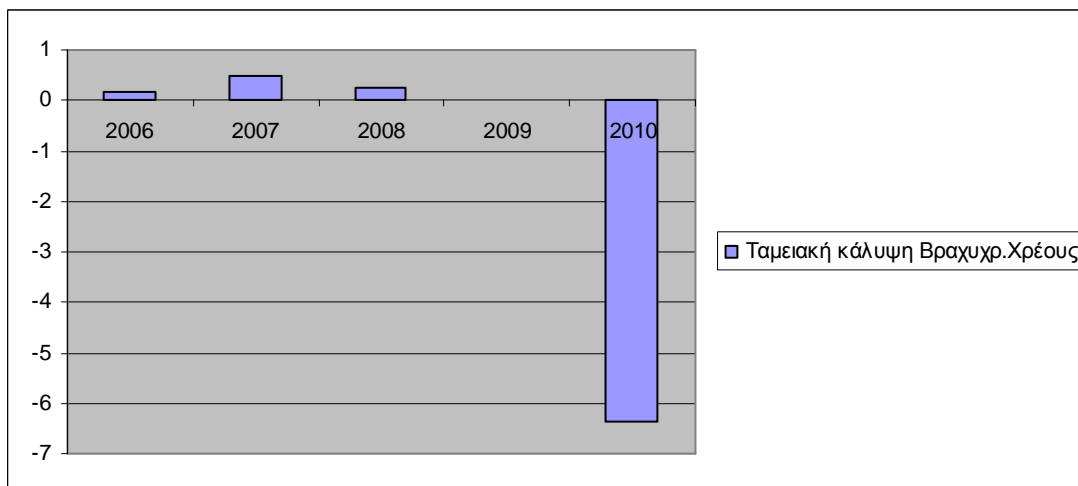
Φαίνεται ότι η εταιρεία κατά τη χρήση 2010 διατρέχει άμεσα κίνδυνο χρεοκοπίας μιας και πραγματοποιεί αρνητικές λειτουργικές ροές και ο δείκτης υπολείπεται της μονάδας λαμβάνοντας την τιμή 0,4.



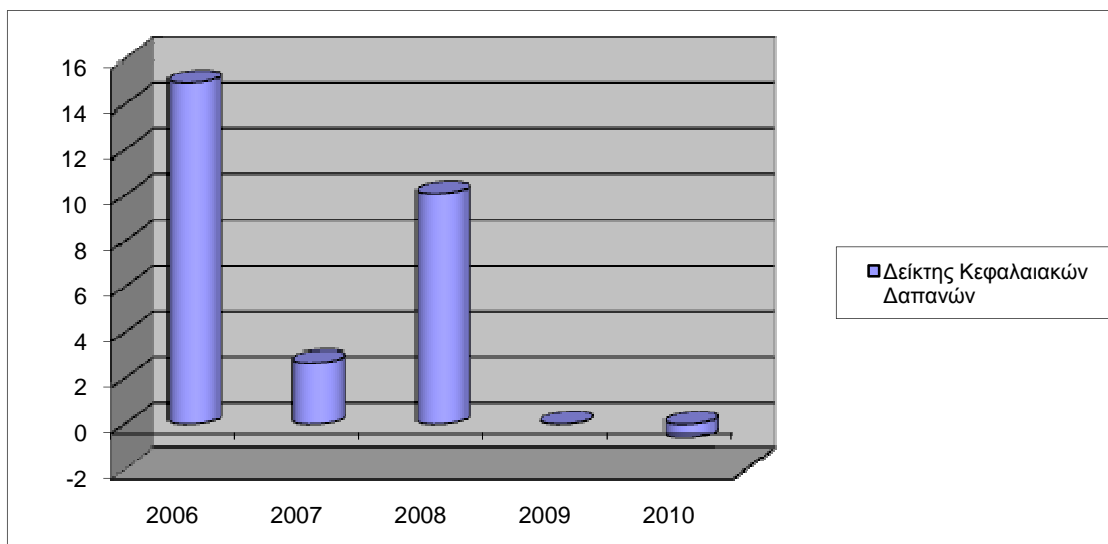
Ο Δείκτης Ταμειακής Κάλυψης Βραχυχρόνιου Χρέους δείχνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να αποπληρώσει το χρέος άνετα, σε βραχυχρόνιο όμως επίπεδο. Όσο υψηλότερο το πολλαπλάσιο, τόσο πιο υψηλό το επίπεδο ασφάλειας. Ο δείκτης υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\Delta.Τ.Κ.Β.Χ. = \frac{\text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές - Μερίσματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμα Δάνεια}}$$

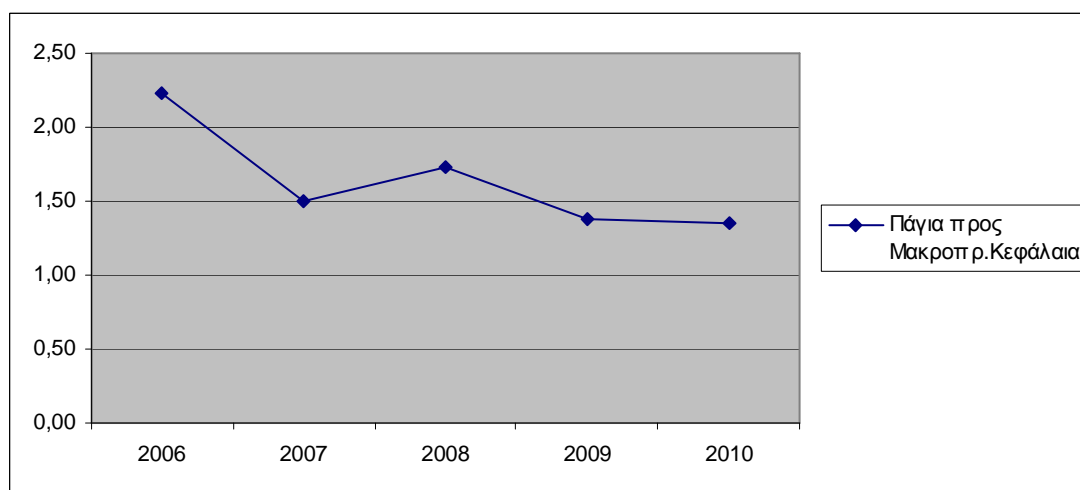
Ο δείκτης αυτός λαμβάνει χαμηλές τιμές κατά τα τέσσερα πρώτα έτη, ενώ γίνεται αρνητικός το 2010. η εταιρεία δεν διανέμει μερίσματα σε καμμία εξεταζόμενη χρήση εφόσον έχει ζημίες. Επιπροσθέτως οι χαμηλές λειτουργικές ροές οι οποίες γίνονται αρνητικές το 2010, οδηγούν τον συγκεκριμένο δείκτη σε χαμηλά επίπεδα.



. Ο **Δείκτης Κεφαλαιακών Δαπανών** μετρά το διαθέσιμο κεφάλαιο που υπάρχει για εσωτερική επανεπένδυση και για την δυνατότητα αποπληρωμής στο υπάρχον χρέος. Όταν η αναλογία των επενδυτικών δαπανών υπερβαίνει το 1,0, η επιχείρηση έχει αρκετά κεφάλαια διαθέσιμα για να καλύψει τις επενδύσεις της, και ταυτόχρονα μπορεί να καλύψει τις απαιτήσεις του υπάρχοντος χρέους. Όσο υψηλότερη η αξία, τόσο πιο πολλά διαθέσιμα μετρητά έχει η επιχείρηση προκειμένου να ξεπληρώσει το χρέος της. Η ΣΕΛΜΑΝ κατά τα τρία πρώτα έτη ήταν σε θέση να χρηματοδοτήσει από μόνη της την ανάπτυξή της, ενώ το 2009 η τιμή του δείκτη μειώθηκε ραγδαία σε 0,008 και το 2010 έλαβε αρνητική τιμή.

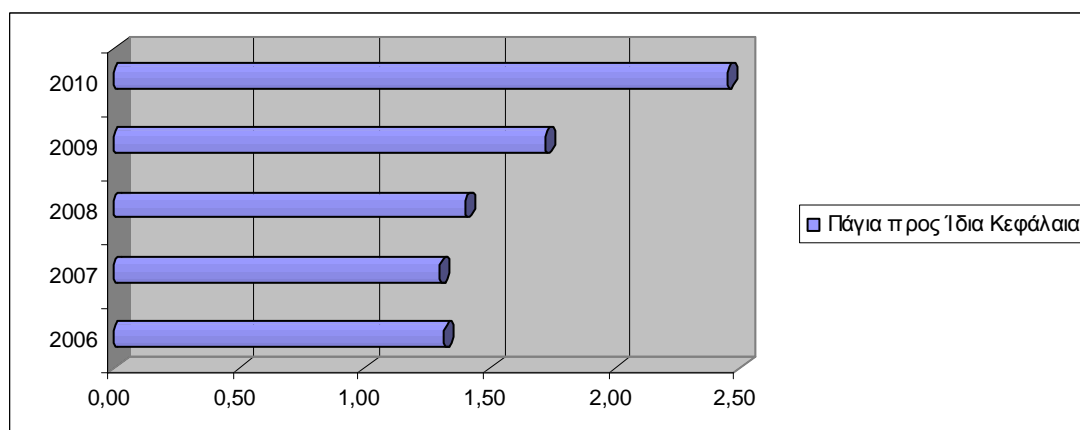


Ο δείκτης **Πάγια προς Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια** μας δείχνει ότι τα τελευταία πέντε χρόνια αυξάνεται η τάση της κάλυψης των Παγίων από Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια.



Ο δείκτης **Πάγια προς Ίδια Κεφάλαια** δείχνει σε ποιο βαθμό τα πάγια της επιχείρησης χρηματοδοτούνται από τους μετόχους. Με τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη αυτού σκοπός είναι η εύρεση του τρόπου χρηματοδότησης των παγίων επενδύσεων μιας επιχείρησης. Έτσι όταν τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερα των επενδύσεων της σε πάγια, τότε ένα μέρος των κεφαλαίων κίνησης αυτής προέρχεται από τους μετόχους της. Αντίθετα, όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα των επενδύσεων σε πάγια, τότε για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων έχουν χρησιμοποιηθεί, εκτός από τα ίδια, και ξένα κεφάλαια. Η πορεία του αριθμοδείκτη μας

δείχνει την πολιτική που ακολουθεί μια επιχείρηση ως προς τον τρόπο χρηματοδότησης των παγίων της στοιχείων. Στη ΣΕΛΜΑΝ ο δείκτης αυτός είναι μεγαλύτερος της μονάδας καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο οπότε συμπεραίνουμε ότι χρησιμοποιούνται και ξένα κεφάλαια τα οποία αυξάνονται διαχρονικά, για τη χρηματοδότηση των παγίων.

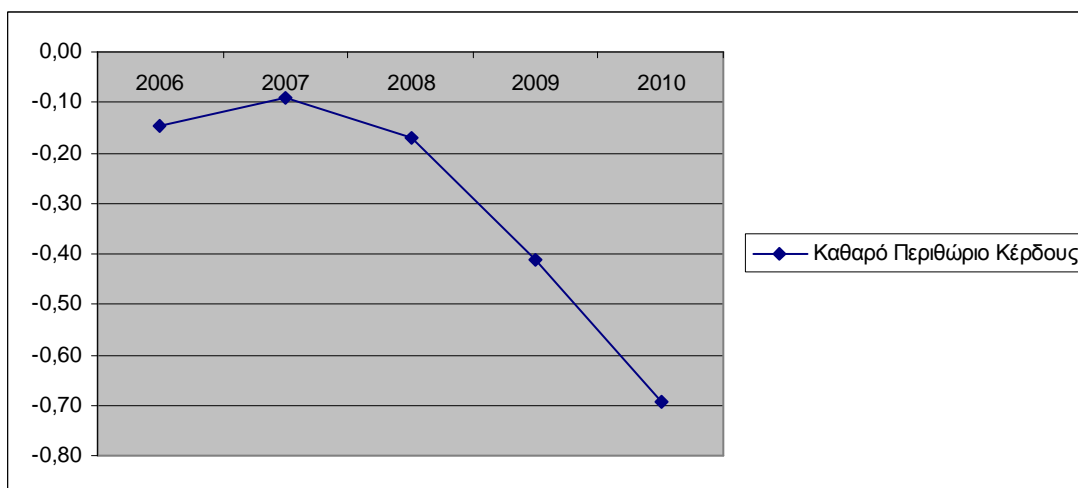


Δ) ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

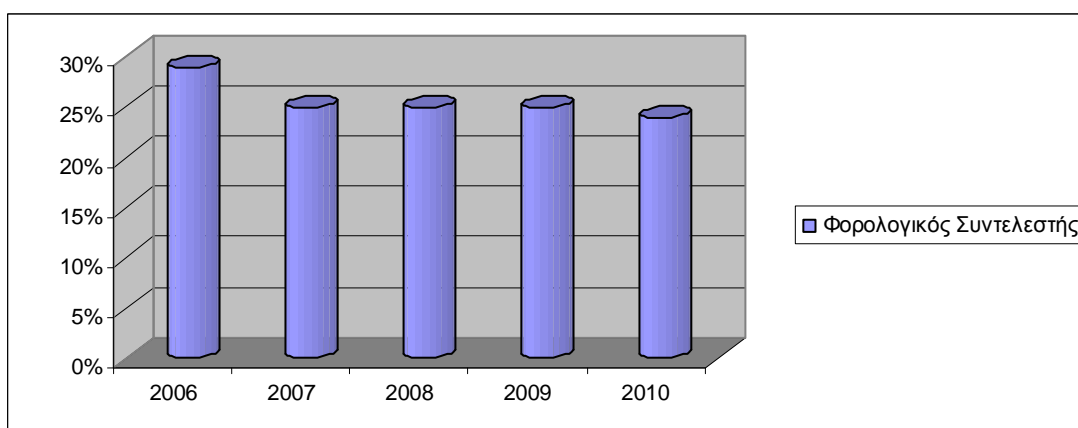
Το περιθώριο καθαρού κέρδους προ τόκων και φόρων υπολογίζεται ως τα κέρδη προ τόκων και φόρων προς το σύνολο των πωλήσεων.

$$\Delta.Κ.Π.Κ = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Η εταιρεία αντιμετωπίζει ζημίες για το χρονικό διάστημα 2006-2010, οι οποίες περιορίστηκαν μόνο κατά τη χρήση 2007 από 17 εκατομμύρια σε 10 εκατομμύρια ευρώ, για να αυξηθούν όμως τα επόμενα έτη φτάνοντας τα 48 εκατομμύρια το 2010! Η υπέρβαση του κύκλου εργασιών από το κόστος πωληθέντων όπως και έκτακτα έξοδα από αναλογούντες φόρους και πρόστιμα, συνετέλεσαν στην πραγματοποίηση αυξανόμενων ζημιών.



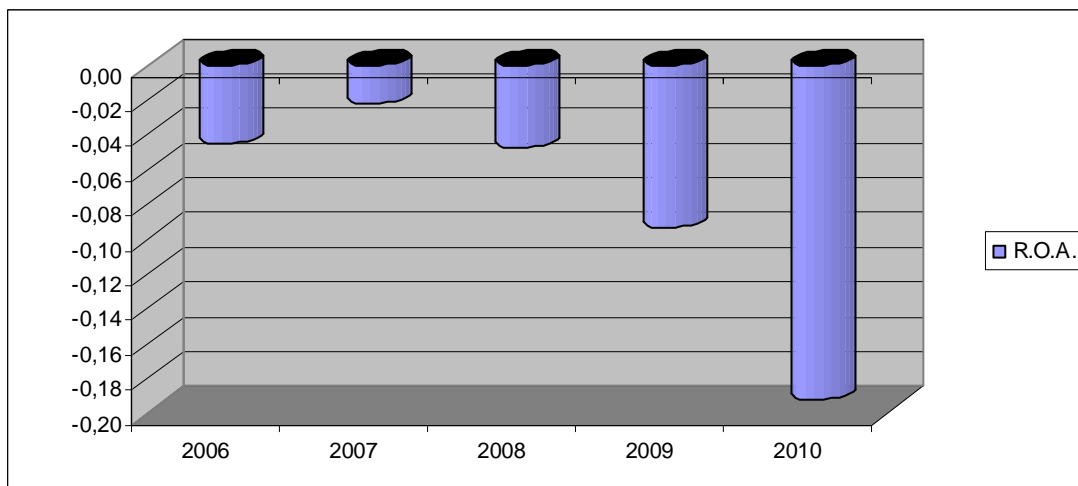
Ο φορολογικός συντελεστής ισούται με 29% το 2006, 25% την επόμενη τριετία και 24% το 2010. Άλλωστε τα τελευταία έτη τα αποτελέσματα της ΣΕΛΜΑΝ δεν εκκρίπτουν φορολογικά εφόσον αυτή εμφανίζει ζημίες.



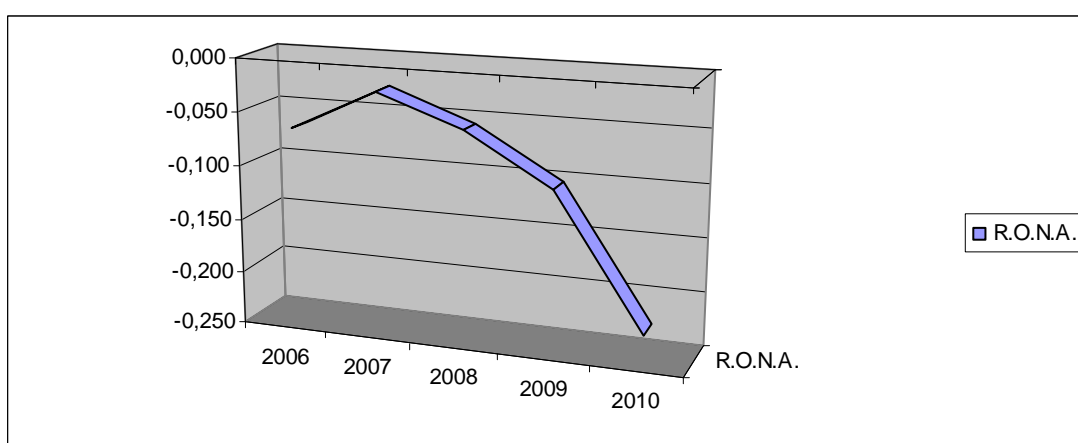
Ο δείκτης **Αποδοτικότητα Επενδυμένων Κεφαλαίων** (Return On Assets) δείχνει πόσο κερδοφόρα είναι μία επιχείρηση σε σχέση με το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων. Ο ROA δίνει μια ιδέα κατά πόσο η διοίκηση χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία για την επίτευξη κερδών. Το ROA εκφράζεται ως ποσοστό επί τοις εκατό. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης τόσο το καλύτερο για την εταιρεία επειδή η εταιρεία κερδίζει περισσότερα χρήματα για λιγότερη επένδυση.

$$R.O.A. = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Ετήσιοι Τόκοι}}{\text{Μέσο Ύψος Συνόλου Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

Ο ROA είναι αρνητικός τα τελευταία έτη λόγω των συσσωρευμένων ζημιών της επιχείρησης.



Ο δείκτης της **Αποδοτικότητας των Καθαρών Επενδυμένων Κεφαλαίων** (Return On Net Assets) αποτελεί μέτρο χρηματοοικονομικής απόδοσης. Όσο υψηλότερη η τιμή του δείκτη RONA, τόσο καλύτερη η απόδοση της επιχείρησης. Όπως και ο ROA έτσι και αυτός ο δείκτης παρουσιάζει καθοδική πορεία την εξεταζόμενη πενταετία, λαμβάνοντας αρνητικές τιμές.

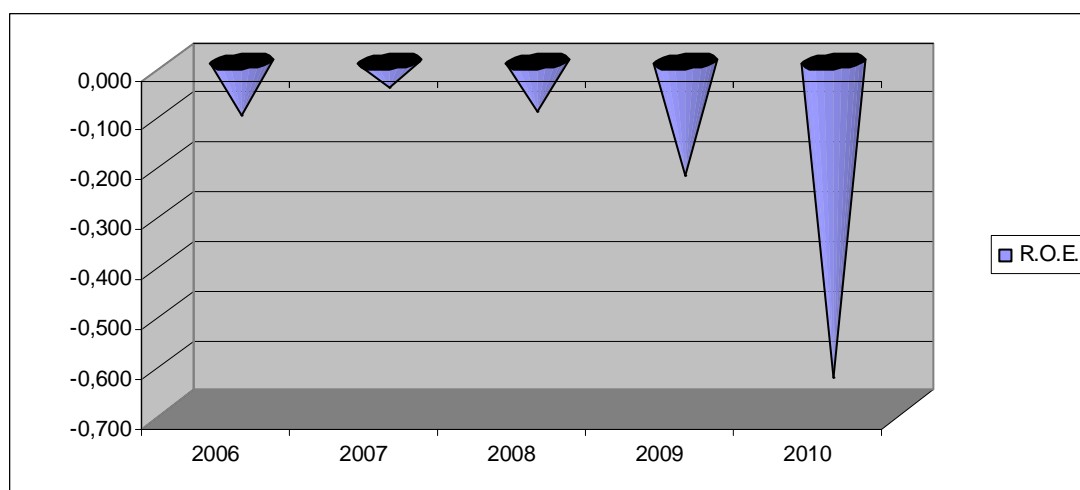


Η **Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων** (Return On Equity) αντιστοιχεί στο ποσό του καθαρού εισοδήματος που αποδίδεται ως ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου. Το ROE μετράει την κερδοφορία μιας επιχείρησης καταδεικνύοντας τι κέρδος έχει

επιτύχει η εταιρεία χρησιμοποιώντας τα χρήματα που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι. Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένα πάρα πολύ σημαντικό δείκτη, ο οποίος μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα ίδια κεφάλαια απασχολούνται στην επιχείρηση, δηλαδή μας δείχνει κατά πόσο επιτύχαμε την πραγματοποίηση του στόχου ο οποίος είναι η πραγματοποίηση κερδών. Αφορά κατά κύριο λόγο τον επιχειρηματία, καθώς και τους μετόχους, αφού τους παρέχει πληροφορίες για την σωστή ή όχι τοποθέτηση και απόδοση των κεφαλαίων τους ως αποτέλεσμα των αποφάσεων της διοίκησης. Φυσικά αποτελεί πολύ σημαντικό εργαλείο στα χέρια των τρίτων ενδιαφερόμενων (Τραπεζών, Προμηθευτών, Πιστωτών, Πελατών, Αναλυτών κ.λπ.) για την εκτίμηση της γενικότερης πορείας της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης εκφράζεται από το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών κερδών προ φόρων της χρήσης, με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, πολλαπλασιαζόμενο επί 100, δίνοντας το ποσοστό των καθαρών κερδών πάνω στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και δείχνοντας την ικανότητα της να πραγματοποιεί κέρδη ή όχι.

$$R.O.E. = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μέσο Ύψος Καθαρής Θέσης}}$$

Όπως και οι προηγούμενοι δείκτες, ο R.O.E. λαμβάνει ολοένα και πιο αρνητικές τιμές, λόγω της αδυναμίας της επιχείρησης να πραγματοποιήσει κέρδη.



Ε) ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

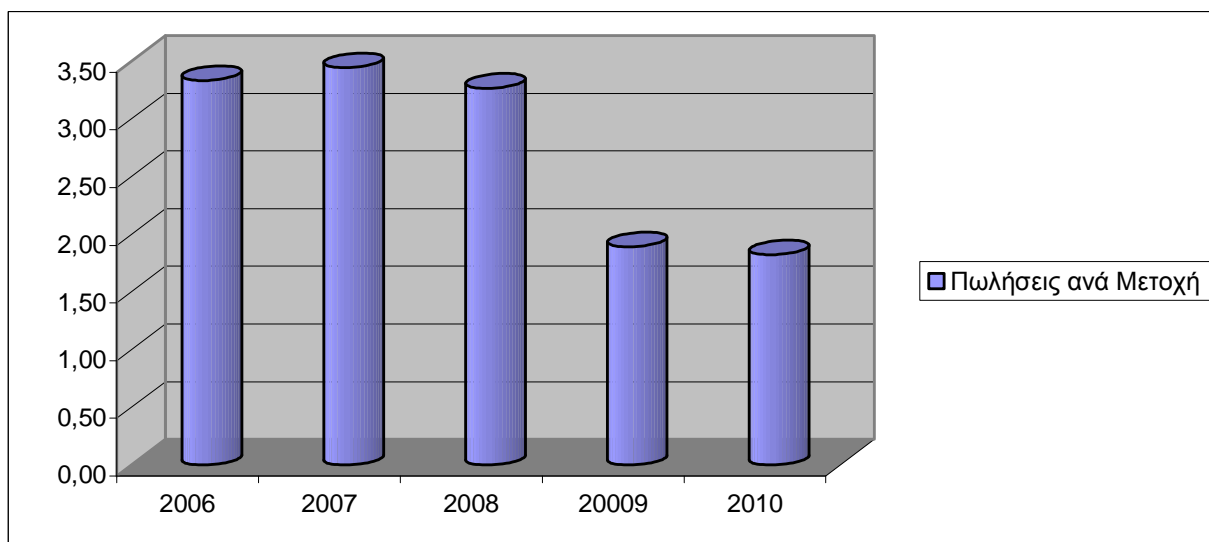
Για την ανάλυση των επενδύσεων, χρησιμοποιούμε τους επενδυτικούς αριθμοδείκτες. Αυτοί χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές όταν πρόκειται να αποφασίσουν αν θα πρέπει να αγοράσουν, να πουλήσουν, ή να διατηρήσουν την επένδυση τους σε μετοχικούς τίτλους μιας επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές όταν πρόκειται να αποφασίσουν αν θα πρέπει να αγοράσουν, να πωλήσουν ή να διατηρήσουν την επένδυση τους σε μετοχικούς τίτλους μιας επιχείρησης. Κυρίως συσχετίζουν την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή με τα κατά μετοχή μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης.

Κάποιοι από τους σημαντικότερους επενδυτικούς αριθμοδείκτες είναι οι εξής :

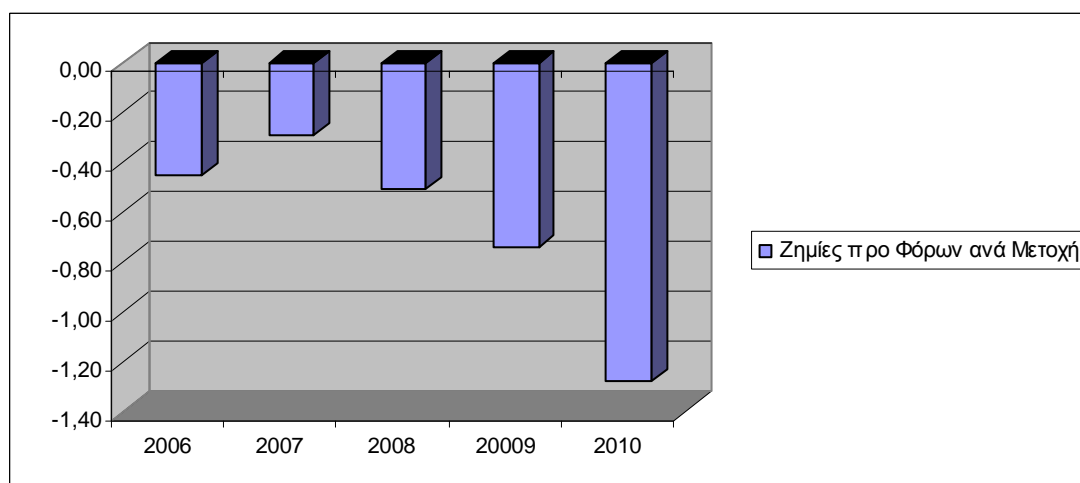
- i. Κέρδη κατά μετοχή (Earnings per share-E.P.S.)
- ii. Μέρισμα κατά μετοχή (Dividends per share)
- iii. Τρέχουσα μερισματική απόδοση (Current dividend yield)
- iv. Ποσοστό διανεμόμενων κερδών (Percentage of distributed profits)
- v. Εσωτερική αξία μετοχής (Book value per share)
- vi. Λόγος χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία της μετοχής (Price to book value ratio)

Λόγω των ζημιών η εταιρεία δεν διένειμε μέρισμα την τελευταία πενταετία, οπότε δεν θα εξετάσουμε τους δείκτες μέρισμα κατά μετοχή και τρέχουσα μερισματική απόδοση, καθώς επίσης και τον δείκτη του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών.

Ο **Δείκτης Πωλήσεις ανά Μετοχή** μειώνεται διαχρονικά, αυξάνεται μόνο το 2007 στο 3,44 έναντι 3,33 το 2006 λόγω αύξησης των πωλήσεων. Τα επόμενα έτη οι πωλήσεις μειώνονται και επακόλουθα και οι πωλήσεις ανά μετοχή. Ο αριθμός των μετοχών παραμένει σταθερός στα 35.187.490 για όλα τα έτη πλην του 2010 όπου αυξάνεται στις 37.621.333 μετοχές.



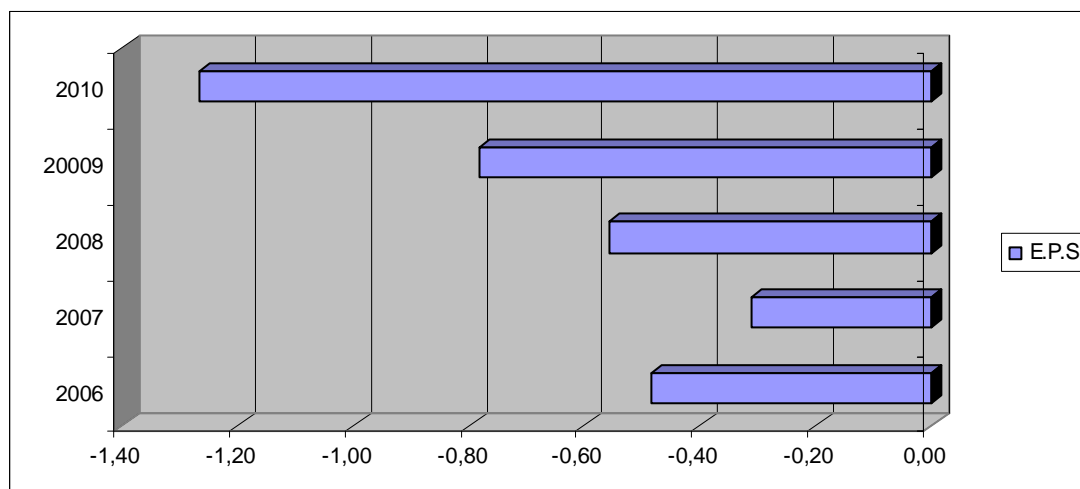
Τα **Κέρδη Προ Φόρων ανά Μετοχή** προκύπτουν από το λόγο των κερδών προς τον αριθμό των μετοχών. Η εταιρεία παρουσιάζει ολοένα και αυξανόμενες ζημίες και η αντιστοιχία τους ανά μετοχή φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Ο δείκτης **Καθαρά Κέρδη ανά Μετοχή** μας παρέχει το ποσό των καθαρών κερδών (μετά από φόρους) της χρήσης που αντιστοιχεί σε μία μετοχή. Ο υπολογισμός των κατά μετοχή κερδών μιας επιχείρησης, η οποία έχει μόνο κοινές και προνομιούχες μετοχές, μας δίνεται από το πηλίκο της διαίρεσης του συνόλου των καθαρών κερδών της χρήσης, με το μέσο αριθμό των μετοχών της που ήταν σε κυκλοφορία κατά την διάρκεια της χρήσης. Ο αριθμοδείκτης των κερδών κατά μετοχή επηρεάζεται τόσο από το ύψος των κερδών της επιχείρησης, όσο και από τον αριθμό των μετοχών της. Το ύψος των κερδών κατά μετοχή, αντικατοπτρίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης,

με βάση την μια μετοχή της, και χρησιμοποιείται πολύ συχνά από τους ενδιαφερόμενους υποψήφιους επενδυτές.

Στην προκειμένη περίπτωση η εταιρεία παρουσιάζει ζημίες.

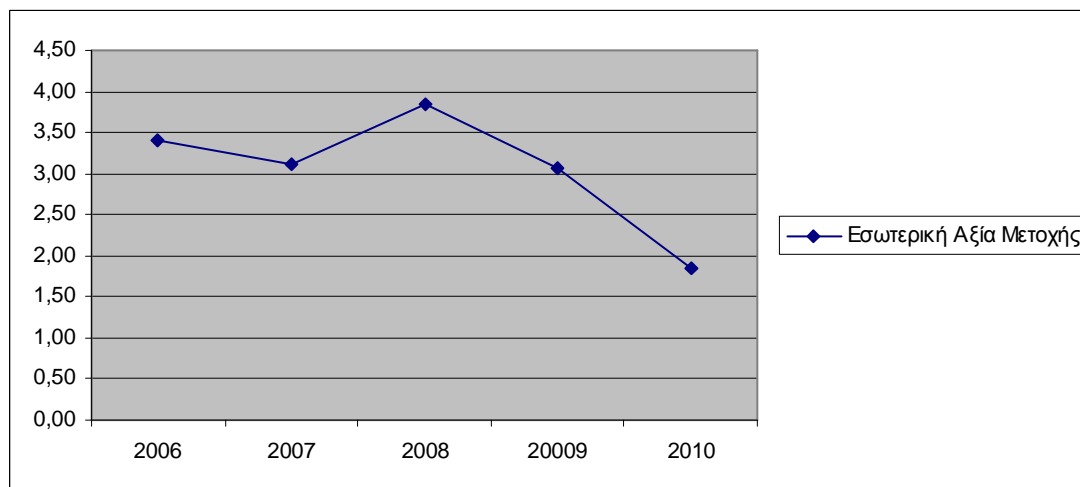


Ο δείκτης **Μέρισμα ανά Μετοχή** μας δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή, δηλ. το ποσοστό των κερδών που μοιράζονται στους Μετόχους. Όπως και ο δείκτης Κέρδη ανά μετοχή δεν είναι συγκρίσιμος μεταξύ επιχειρήσεων διότι όλες οι επιχειρήσεις δεν έχουν τον ίδιο αριθμό μετοχών. Ακόμα θα πρέπει να γίνεται προσαρμογή των μερισμάτων προηγούμενων χρήσεων με βάση τον αριθμό των μετοχών της τελευταίας χρήσης. Εφόσον η εταιρεία δεν έχει κέρδη και δεν διανέμει μέρισμα, δεν είναι εφικτό να εξετάσουμε τον συγκεκριμένο δείκτη για αυτή την πενταετία.

Η **Εσωτερική Αξία της Μετοχής** βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης, με τον αριθμό των μετοχών της που βρίσκονται σε κυκλοφορία. Αυτός ο δείκτης μας δείχνει το κατώτατο αποδεκτό επίπεδο της αξίας της μετοχής επειδή η αξία των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται σε ιστορικές τιμές και δεν ανταποκρίνονται στις τρέχουσες τιμές των, και η συνολική αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται όχι μόνο από τα υλικά περιουσιακά της στοιχεία αλλά και από τα άυλα ή αφανή περιουσιακά της στοιχεία (φήμη & πελατεία, τεχνογνωσία, κλπ.), τα οποία καθορίζουν και τη μελλοντική της κερδοφορία.

Η εσωτερική αξία της μετοχής της ΣΕΛΜΑΝ αυξάνεται τη χρήση 2008 λόγω αύξησης των Ιδίων Κεφαλαίων ενώ τη χαμηλότερη τιμή την εμφανίζει το 2010, όπου τα Ίδια

Κεφάλαια συρρικνώνονται στα 69 εκατομμύρια ευρώ έναντι 107 εκατομμυρίων για το 2009.



Ο δείκτης **Τιμή Μετοχής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E)** μας δείχνει:

- Πόσες φορές διαπραγματεύεται μια μετοχή τα κέρδη του προηγούμενου έτος στο Χρηματιστήριο ή
- Πόσα Ευρώ είναι διατεθειμένος να καταβάλει ένας επενδυτής για κάθε Ευρώ κέρδους της επιχείρησης ή ακόμα σημαντικότερο
- Πόσα έτη θα χρειασθούν (αν τα κέρδη παραμείνουν περίπου σταθερά διαχρονικά) για να πάρει πίσω τα λεφτά της επένδυσης ο επενδυτής.

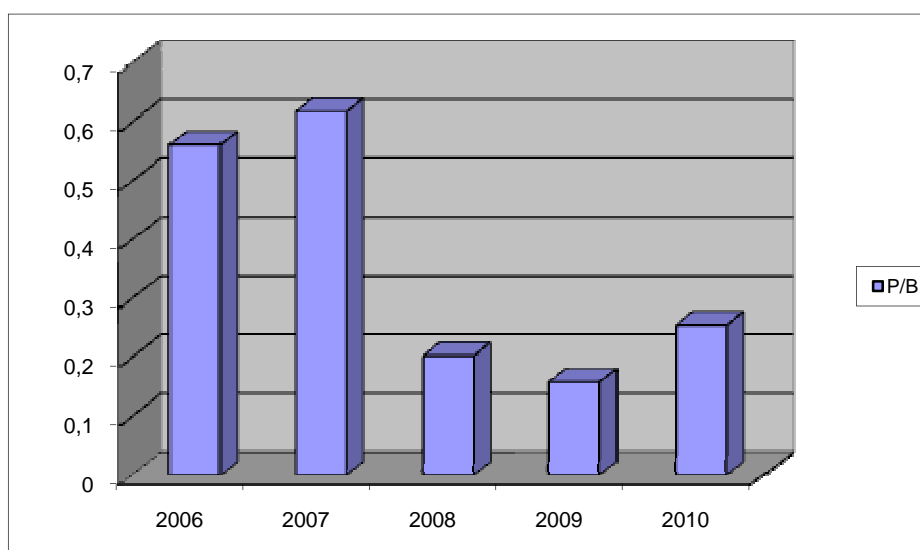
Επίσης είναι πάντα θετικός , ενώ σε περιπτώσεις ζημιών ή μηδενικών κερδών δεν υπολογίζεται . Είναι πιο σημαντικό να γίνει προσπάθεια να εκτιμηθούν τα μελλοντικά κέρδη και να χρησιμοποιηθούν αντί τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης, διότι οι επενδυτές αγοράζουν τις μετοχές προσβλέποντας σε μελλοντικά κέρδη επειδή τα κέρδη προηγούμενων χρήσεων έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή. Με αυτό τον τρόπο μπορούμε να εκτιμήσουμε την μελλοντική τιμή της μετοχής. Όσο υψηλότερο είναι ο δείκτης μιας επιχείρησης σε σύγκριση με το δείκτη του κλάδου και του συνόλου της αγοράς , τόσο μεγαλύτερη η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τις δυνατότητες της συγκεκριμένης επιχείρησης να διατηρήσει ή να αυξήσει τα κέρδη της.

Εφόσον η ΣΕΛΜΑΝ παρουσιάζει ζημίες δεν υπολογίζουμε τον συγκεκριμένο δείκτη.

Ο λόγος της **Χρηματιστηριακής Τιμής των Μετοχών προς την Εσωτερική Αξία της μετοχής** μιας εταιρείας (P/B) μας δείχνει την σχέση μεταξύ τους. Δηλαδή ο δείκτης αυτός μας δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύεται η τιμή των μετοχών της επιχείρησης την εσωτερική της αξία στη χρηματιστηριακή αγορά .Από την εξέταση του δείκτη μπορούμε να βγάλουμε συμπεράσματα για το εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη στην αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία. Η ερμηνεία αυτής της σχέσης θα πρέπει να γίνεται με προσοχή γιατί η εσωτερική αξία δίνεται σε ιστορικές τιμές (εκτός αν έχει γίνει αναπροσαρμογή) ενώ η τιμή στο χρηματιστήριο εκφράζει την τρέχουσα αξία όπως αυτή αποτιμάται από τους επενδυτές στην αγορά

Παρατηρούμε ότι η μετοχή της ΣΕΛΜΑΝ είναι υποτιμημένη τα τελευταία πέντε χρόνια καθώς ο λόγος χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία είναι μικρότερος της μονάδας και τα τελευταία τρία χρόνια κινείται σε αρκετά χαμηλά επίπεδα .

Η χαμηλή τιμή της εταιρείας στην οποία διαπραγματεύεται τα τελευταία χρόνια, φανερώνει ότι λόγω των αρνητικών μηνυμάτων της αγοράς, των ζημιών και των αντιδικιών της ΣΕΛΜΑΝ, οι επενδυτές είναι επιφυλακτικοί και αποτιμούν τη μετοχή σε τιμή χαμηλότερη της εσωτερικής της αξίας.



5. ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΙΘΑΝΗΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ

Στη συνέχεια της ανάλυσής μας θα εξετάσουμε την περίπτωση πιθανής χρεοκοπίας της ΣΕΛΜΑΝ. Το υπόδειγμα ALTMAN'S Z-SCORE είναι ένα εύχρηστο μοντέλο με το οποίο μπορούμε να εκτιμήσουμε τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο στον οποίο βρίσκονται οι επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα, είναι ένα προϊόν γραμμικής ανάλυσης, στην οποία αθροίζουμε ορισμένους δείκτες, έτσι ώστε εκ του αποτελέσματος να ταξινομήσουμε την εταιρία σε αποτυχημένη ή μη.

Το μοντέλο αυτό καθορίζεται από την εξής συνάρτηση :

$$Z = K_1X_1 + K_2X_2 + \dots + K_n X_n$$

όπου:

Z είναι ο γενικός δείκτης (score), K_1, K_2, \dots, K_n είναι οι συντελεστές διαφοροποίησης και X_1, X_2, \dots, X_n είναι ανεξάρτητες μεταβλητές που εκφράζουν τους δείκτες των επιχειρήσεων και υπολογίζονται ως εξής :

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 = Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού.

X_3 = κέρδη προ τόκων και φόρων / Σύνολο Ενεργητικού.

X_4 = Αγοραία αξία των Ιδίων Κεφαλαίων / Λογιστική αξία του συνόλου των υποχρεώσεων.

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού.

Για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις οι οποίες έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο ισχύει η εξής εκδοχή :

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

Με τις κριτικές τιμές του Z να ορίζονται από 1,8 ως 3.

Εάν η τιμή του Z είναι μικρότερη του κατωτάτου ορίου, τότε η επιχείρηση είναι σε επικίνδυνη ζώνη. Αν η τιμή του Z είναι μεγαλύτερη του ανωτάτου ορίου, τότε βρίσκεται σε ασφαλή ζώνη. Τέλος η επιχείρηση θα βρίσκεται στη γκριζα ζώνη εάν είναι εντός του ανωτάτου και του κατωτάτου ορίου.

Το μοντέλο Altman's z score είναι ένα σημαντικό εργαλείο για τις επιχειρήσεις, προκειμένου να αξιολογήσουν την ικανότητα των πελατών τους. Το 1968 ο Altman δημιούργησε τη μέθοδο πολυμεταβλητής διαχωριστικής ανάλυσης

εκτιμώντας μέσω ορισμένων αριθμοδεικτών το δείκτη Z, ο οποίος κατέτασσε την κάθε επιχείρηση σε αποτυχημένη και μη σύμφωνα με το αποτέλεσμα. Στη συνέχεια όμως λόγω ορισμένων αλλαγών στο σύστημα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μειώθηκε η ικανότητα του μοντέλου, με αποτέλεσμα το 1977 οι Altman ,Halderman , Narayaman αναπροσάρμοσαν το υφιστάμενο μοντέλο ,έτσι ώστε να αυξηθεί η ακρίβειά του ονομάζοντας το z-score.

Για τις τιμές του Z οι οποίες είναι κάτω από 1,8 τότε η επιχείρηση είναι πιθανό να πτωχεύσει ενώ για τις τιμές που είναι πάνω από 3 τότε η επιχείρηση μπορεί να ομαδοποιηθεί στις υγιείς επιχειρήσεις.

Έτη	2006	2007	2008	2009	2010
X1	0,34	0,32	0,29	0,22	0,08
X2	0	0	0	0	0
X3	-0,04	-0,02	-0,04	-0,09	-0,21
X4	0,76	0,72	0,84	0,68	0,42
X5	0,43	0,46	0,39	0,25	0,30
Z-SCORE	1,15	1,22	1,11	0,63	-0,04

Παρατηρούμε ότι κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας, η επιχείρηση βρίσκεται σε επικίνδυνη ζώνη καθώς ο δείκτης z-score βρίσκεται κάτω από το 1,8, ενώ τη χρήση 2010 ο δείκτης λαμβάνει αρνητική τιμή. Συνεπώς βάση του δείκτη κρίνεται ενδεχόμενη μία μελλοντική πτώχευση της εταιρείας.

6. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ECONOMIC VALUE ADDED ΚΑΙ WACC

Η μέθοδος EVA είναι το μέτρο της οικονομικής απόδοσης βασισμένο στον πραγματοποιηθέν πλούτο και υπολογίζεται αφαιρώντας το κόστος κεφαλαίου από το λειτουργικό κέρδος(προσαρμοσμένο για φόρους). Η μέθοδος EVA προτάθηκε για πρώτη φορά από την Stern Stewart & Co. και αναπτύχθηκε περαιτέρω κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 1990. Η μέθοδος αυτή προτάθηκε αρχικά ως ένας εσωτερικός συντελεστής μέτρησης της απόδοσης, ο οποίος υιοθετήθηκε από εταιρείες που ήθελαν να υπολογίσουν την αποδοτικότητα των απασχολούμενων κεφαλαίων τους.

Ο τύπος υπολογισμού της EVA είναι :

$EVA = \text{Μετά από την Φορολογία Λειτουργικά Έσοδα} - (\text{Επενδυμένα Κεφάλαια} * \text{Σταθμισμένο Μέσο Κόστος του Κεφαλαίου}).$

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται από τον τύπο:

$$k_e = r_f + \text{Beta} * \text{Risk Premium}$$

Οπότε έχουμε,

Έτος	2006	2007	2008	2009	2010
rf	3%	4%	4%	3%	2%
Beta	1,420	-0,071	0,829	0,653	0,172
Risk Premium	5%	5%	5%	5%	5%
ke	10%	3%	9%	6%	3%

Το πραγματικό μετά φόρων κόστος του δανειακού κεφαλαίου υπολογίζεται, αν διαιρέσουμε τους τόκους της χρήσης n με το σύνολο των δανείων της προηγούμενης χρήσης n-1 και το πολλαπλασιάσουμε με το (1 – Φορολογικό συντελεστή). Δηλαδή,

Έτος	2006	2007	2008	2009	2010
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	5.507.900,09	6.732.060	7.157.090	4.432.260	3.618.988
Δάνεια προηγούμενης χρήσης	109.435.947,31	101.934.710,86	101.112.770	99.918.080	104.017.620
kd	5%	7%	7%	4%	3%
Πραγματικό μετά φόρων kd	4%	5%	5%	3%	3%

Το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) της ΣΕΛΜΑΝ δίνεται από τον παρακάτω πίνακα:

Έτος	2006	2007	2008	2009	2010
Πραγματικό μετά φόρων kd	0,035734228	0,049532146	0,053087434	0,033269204	0,026441971
Σύνολο Δανείων ke	101.934.710,86	101.112.770	99.918.080	104.017.620	98.564.352
	10%	3%	9%	6%	3%
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	119.982.569	109.585.410	134.942.890	107.466.240	69.629.688
Σύνολο Κεφαλαίων	221.917.279,86	210.698.180,00	234.860.970,00	211.483.860,00	168.194.040,00
WACC	4%	5%	5%	3%	3%

Το WACC χρησιμοποιείται για τις επενδύσεις και επιχειρηματικές αποφάσεις, και συχνά χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς για τον προσδιορισμό της απόδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας της.

Για να υπολογιστεί το WACC, πολλαπλασιάζεται το ειδικό κόστος της κάθε μορφής χρηματοδότησης με το ποσοστό της στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, και αθροίζονται οι σταθμισμένες τιμές του επιμέρους κόστους. Ο προσδιορισμός των ποσοστών μπορεί να βασίζεται σε στην λογιστική ή την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Δεδομένου ότι η χρηματιστηριακή αξία προσεγγίζει περισσότερο την πραγματική ταμειακή ροή που θα λάβει από την πώληση των χρεογράφων, η μέθοδος αυτή είναι προτιμότερη από τη λογιστική αξία. Η προσεκτική αξιολόγηση της επιμέρους χρηματοδότησης μιας επιχείρησης και του WACC είναι απαραίτητη για την καλή οικονομική διαχείριση. Όταν το WACC εφαρμόζεται σε συγκεκριμένες αποφάσεις για επενδύσεις, μπορεί να κάνει τη διαφορά μεταξύ της αύξησης και της μείωσης του πλούτου για τους μετόχους.

Τέλος, υπολογίζουμε την EVA με τον παρακάτω πίνακα.

Έτος	2006	2007	2008	2009	2010
NOPAT(1)	7876930,28	8173680	5508217,5	7035	-1969581,04
Επενδυμένο κεφάλαιο	239.574.990,55	225.954.940	274.545.270	244.106.600	189.710.739
Επενδυμένο κεφάλαιο * WACC(2)	8561027,273	11192033,12	14574903,89	8121232,305	5016325,838
(1)-(2)=EVA	2533240,727	-293793,1201	-7230613,89	-8111852,305	-7607879,838

Αν μία επιχείρηση δημιουργεί θετικό και αυξανόμενο EVA οι επενδυτές θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium πάνω από τη λογιστική αξία της και έτσι δημιουργείται αξία για την ίδια την επιχείρηση. Αντιθέτως αν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου είναι μικρότερη από το μεσοσταθμικό κόστος του, τότε η αγοραία αξία της επιχείρησης θα είναι μικρότερη από τη λογιστική της και συνεπώς θα έχουμε καταστροφή της αξίας της. Στην περίπτωση της ΣΕΛΜΑΝ η EVA είναι θετική μόνο το 2006, ενώ στις επόμενες χρήσεις φτάνει σε υψηλά αρνητικό ύψος. Ο λόγος για αυτή τη δυσμενή εξέλιξη είναι η μη αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεων της καθώς και το υψηλό κόστος του επενδυμένου κεφαλαίου.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Κίνδυνοι

Η εταιρεία χρηματοδοτεί επί του παρόντος τις ανάγκες κεφαλαίου κίνησης μέσα από των ταμειακών ροών από τη λειτουργία της καθώς και με τραπεζικό δανεισμό ενώ τα έσοδα από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έχουν ήδη χρησιμοποιηθεί για την μείωση υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων και για ανάγκες του κεφαλαίου κίνησης. Η Εταιρεία δεν δύναται να διαβεβαιώσει για το μέλλον ότι θα παράγει επαρκή διαθέσιμα ή ότι θα διαθέτει τα απαραίτητα δανειακά κεφάλαια για να πραγματοποιήσει τις απαραίτητες πληρωμές ή ότι οποιαδήποτε αναχρηματοδότηση ή επιπλέον χρηματοδότηση θα είναι διαθέσιμη ή στους όρους της αγοράς καθώς επίσης ότι θα μπορέσει να χρηματοδοτήσει τυχόν μελλοντικές επενδύσεις. Η Εταιρεία βρίσκεται σε νέες διαπραγματεύσεις με τις τράπεζες για την αναδιάρθρωση του υφιστάμενου δανεισμού προκειμένου να διασφαλίσει τη βιωσιμότητά της ακόμα και σε πιο αντίξοες συνθήκες. Η έκβαση αυτών των διαπραγματεύσεων δεν είναι ακόμα γνωστή.

Η ΣΕΛΜΑΝ δεν έχει δανειακές υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα και ως εκ τούτου δεν εκτίθεται σε συναλλαγματικό κίνδυνο. Οι απαιτήσεις της από εξαγωγές εκτός της ζώνης του ΕΥΡΩ ανέρχονται σε μικρό ποσοστό των συνολικών απαιτήσεων, εισπράττονται σχετικά άμεσα και συνεπώς ο συναλλαγματικός κίνδυνος από τον λόγο αυτό είναι αμελητέος.

Αναφορικά με τις διακυμάνσεις των τιμών πρώτων υλών η Εταιρεία εκτίθεται στον κίνδυνο μεταβολής τόσο της τιμής του ξύλου όσο και των χημικών. Για το λόγο αυτό προσπαθεί μέσω του έγκαιρου προγραμματισμού και των προβλέψεων της ζήτησης να πραγματοποιεί τις αγορές της επιτυγχάνοντας έτσι και καλύτερες τιμές αλλά και αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων της.

Επίσης η ΣΕΛΜΑΝ παρουσιάζει σημαντική συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου, που αφορά απαιτήσεις της από πελάτες της και πιο συγκεκριμένα τον πελάτη ΔΑΡΜΑΚ. Με βάση τις δυσχερείς συνθήκες που επικρατούν στην εγχώρια αγορά στον κλάδο της οικοδομής και ειδικά του ξύλου αναμένεται να είναι αρκετά δυσχερής η μείωση του ανοικτού υπολοίπου των εν λόγω πελατών από προηγούμενα έτη.

Σημαντικά στοιχεία- Προοπτικές

Από την ανάλυση των αριθμοδεικτών, που προηγήθηκε, διαπιστώσαμε ότι η επιχείρηση SHELMAN A.E. δεν παρουσιάζει καλή οικονομική πορεία για τα έτη 2006 έως και 2010. Μέσω της ανάλυσης των οικονομικών στοιχείων, της εταιρείας παρατηρείται ότι υπάρχει ένδειξη υπερδανεισμού της επιχείρησης, μείωση του τζίρου της και αύξηση των ζημιών της, ιδιαίτερα το 2009 και 2010.

Από τα αποτελέσματα χρήσεως, μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι το μικτό κέρδος σε ενοποιημένη βάση παρουσίασε μείωση της τάξης του 95,1% το 2009 και διαμορφώθηκε σε € 848χιλ. από € 17.298χιλ. το 2008 και € 23.833χιλ. Το περιθώριο μικτού κέρδους τη χρήση 2009 διαμορφώθηκε σε 1,0% έναντι 12,5% το 2008 και 16,2% το 2007. Τη χρήση 2010 τα αποτελέσματα της επιχείρησης επιβαρύνθηκαν περαιτέρω. Ένα μέρος από αυτή τη σημαντική μείωση μπορεί να εξηγηθεί από τις γενικότερες αρνητικές συνθήκες που επικρατούσαν στην αγορά και στην σημαντική συνεχιζόμενη κάμψη της οικοδομικής δραστηριότητας. Καθώς το ξύλο είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με την οικοδομή και την ευρύτερη οικοδομική δραστηριότητα.

Από τον ισολογισμό παρατηρείται σημαντική αύξηση δανείων για το 2009 σε σχέση με το 2008 και αντίστοιχα σημαντική μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που πολύ πιθανόν να προήλθε από αναδιάρθρωση του υφιστάμενου δανεισμού της.

Τέλος παρατηρούμε ότι η ζημιές προ φόρων και τόκων το 2008 εξαπλασιάστηκαν (αύξηση κατά 593%) σε σχέση με το 2007, όπως αντίστοιχα και το 2009 διπλασιάστηκαν (αύξηση κατά 105%) σε σχέση με το 2008. Σε σημείο να είναι το 2009 σχεδόν διπλάσιες από το μετοχικό κεφάλαιο.

Στη συνέχεια μελετώντας το αποτέλεσμα του δείκτη Altman's Z-Score αποδεικνύεται ότι η επιχείρηση το 2007 βρίσκεται οριακά στη γκριζα ζώνη αλλά τα έτη 2008 ,2009 και 2010 βρίσκεται εντός της επικίνδυνης ζώνης.

Από τα παραπάνω στοιχεία προκύπτει ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε δεινή οικονομική κατάσταση, κάτι που την αναγκάζει να προβεί σε γενναία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και να βρει τρόπους αντιμετώπισης των οικονομικών της προβλημάτων.

Η κάμψη της οικοδομικής δραστηριότητας των τελευταίων τριών ετών έχει πλήξει σημαντικά τον κλάδο του ξύλου. Λόγω δε της οικονομικής κρίσης και των μέτρων λιτότητας που ισχύουν στην Ελλάδα δεν αναμένεται σημαντική βελτίωση εντός του έτους 2011, ενώ από το 2012 σύμφωνα με τους οικονομικούς αναλυτές ενδέχεται να

σημειωθεί μικρή ανάκαμψη στην οικοδομή και τους συναφείς κλάδους. Η ΣΕΛΜΑΝ λόγω των δυσχερών αυτών συνθηκών που επικρατούν επί του παρόντος στην εγχώρια αγορά ξύλου έχει αποφασίσει την περαιτέρω ανάπτυξη της εξαγωγικής της δραστηριότητας.

Επίσης η φήμη της εταιρείας ΣΕΛΜΑΝ βρίσκεται σε κίνδυνο καθώς η αντιδικία με την θυγατρική της εταιρεία ΣΕΛΜΑΝ ΣΟΦΙΑΝΟΣ ΠΑΡΚΕΤΑ έχει οδηγήσει σε δικαστική διαμάχη. Η απόκρυψη του οφειλόμενου ΦΠΑ από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο της ΣΕΛΜΑΝ ΣΟΦΙΑΝΟΣ ΠΑΡΚΕΤΑ είχε σαν αποτέλεσμα την επιβολή προστίμων και κυρώσεων ενώ τα Διοικητικά Στελέχη που είχαν διοριστεί από τη ΣΕΛΜΑΝ απειλήθηκαν με λήψη δυσμενών μέτρων όπως δέσμευση καταθέσεων και στέρηση φορολογικής ενημερότητας. Η ΣΕΛΜΑΝ προσπαθεί να προστατεύσει τη φήμη της πληρώνοντας μέρος των αναλογούντων προστίμων για να μην επιβληθούν οι ανωτέρω κυρώσεις και αποποιούμενη πλέον κάθε σχέση με τη διοίκηση της θυγατρικής της. Η εικόνα της εταιρείας ΣΕΛΜΑΝ πλήγεται περαιτέρω από την υιοθέτηση της πολιτικής αναδιοργάνωσης με μείωση του προσωπικού. Ο αυξανόμενος αριθμός των απολύσεων έχει οδηγήσει τους εργαζομένους σε απεργιακές ακινητοποιήσεις, που ταλανίζουν την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης και δημιουργούν αρνητικά μηνύματα όσον αφορά το εταιρικό προφίλ της ΣΕΛΜΑΝ.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μακροπρόθεσμο Ενεργητικό					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	133.980.736,53	129.351.820	174.800.91	165.505.790	159.143.160
Ασώματες ακινητοποιήσεις	3.414.189,55	2.997.160	2.729.15	2.255.770	1.149.474
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	7.823.020,04	8.023.020	8.023.020	8.083.020	9.746.920
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες και λοιπές εταιρείες	2.120.000,00	1.920.000	1.460.000	1.160.000	200.000
Μακροπρόθεσμες χρηματικές απαιτήσεις	432.099,83	432.250	2,573.02	8.279.730	372.652
Σύνολο Μακροπρόθεσμου Ενεργητικού	147.770.045,95	142.724.250	189.586.100	185.284.310	170.612.206
Κυκλοφορούν Ενεργητικό					
Αποθέματα	44.918.789,55	47.900.100	42.048.080	28.859.720	22.758.625
Απαιτήσεις από πελάτες	71.016.343,62	63.032.930	57.084.840	43.535.150	32.780.150
Λοιπές απαιτήσεις	7.706.719,43	6.328.960	5.685.100	4.782.100	3.260.942
Διαθέσιμες προς πώληση επενδύσεις	482.032,00	441.600	130.560	195.840	122.880
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	216.927,26	911.410	388.150	2.819.740	529.212
Σύνολο κυκλοφορούντος Ενεργητικού	124.340.811,86	118.615.000	105.336.730	80.192.550	59.451.810
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	272.110.857,81	261.339.250	294.922.830	265.476.860	230.064.016
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	54.892.484,39	54,892.48	54,892.48	54,892.48	24.088.520
Διαφορά υπέρ το άρτιο	34.530.877,77	34,530.88	34,530.88	34,530.88	34.530.878
Αποθεματικά	65.702.607,14	66,007.63	110,938.02	109,705.39	109,705.39
Ζημίες εις νέο	-35.201.552,28	-45,845.59	-65,418.49	-91,662.51	-98.695.100
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων μετόχων μητρικής	119.924.417,02	109.585.410	134.942.890	107.466.240	69.629.688
Δικαιώματα μειοψηφίας					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	119.924.417,02	109,585.41	134,942.89	107,466.24	69.629.688
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια σε τράπεζες	33.050.000,00	63.913.770	69.494.760	95.083.740	89.222.748
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού	4.540.131,46	4.458.370	4.596.770	4.694.320	4.057.609
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.454.566,33	2.308.600	2.137.060	1.972.370	1.794.759
Επιχορηγήσεις επενδύσεων	15.619.335,69	14.635.770	14.252.030	14.170.580	13.536.880
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	10.030.390,75	10.130.990	19.086.590	18.721.420	17.907.941
	70.823.764,97	95.447.500	109.567.210	134.642.430	126.519.937
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές-Λοιπές υποχρεώσεις	15.807.319,27	17.252.560	17.877.850	10.622.800	23.776.371
Οφειλές από φόρους και εισφορές	1.799.986,43	1.854.780	2.111.560	3.811.520	7.112.228
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	59.012.897,89	21.833.440	30.423.320	4.817.670	406.138
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροχρόνιων δανείων	9.871.812,97	15.365.560		4.116.200	8.935.466
	86.492.016,56	56.306.340,00	50.412.730,00	23.368.190,00	40.230.203,00
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	272.110.857,81	261.339.250	294.922.830	265.476.860	230.064.016

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010
Κύκλος εργασιών	117.292.629,98	121.217.870	114.916.550	66.544.200	68.551.305
Κόστος πωλήσεων	-	-	-	-70.801.850	-71.055.542
	104.833.333,56	105.160.940	103.612.480		
Μικτά κέρδη	12.459.296,42	16.056.930	11.304.070	-4.257.650	-2.504.236
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	4.493.456,78	3.958.070	3.980.210	2.169.530	2.289.013
Έσοδα από μερίσματα		188.760	215.470		
Εξοδα διοικητικής λειτουργίας	-12.102.238,65	-7.508.550	-6.966.390	-4.235.420	-5.612.939
Εξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-15.791.411,38	-17.065.290	-16.947.770	-13.530.210	-13.385.812
Λοιπά έξοδα εκμεταλλεύσεως	-632.645,89	-680.230	-3.670.280	-3.524.530	-25.501.490
Ζημίες προ τόκων και φόρων	-11.573.542,72	-5.050.310	-12.084.690	-23.378.280	-48.039.431
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-5.507.900,09	-6.732.060	-7.157.090	-4.432.260	-3.618.988
Χρηματοοικονομικά έσοδα	1.289.035,33	1.543.950	1.384.030	1.767.970	295.022
Ζημίες προ φόρων	-15.792.407,48	-10.238.420	-17.857.750	-26.042.570	-48.039.431
Φόρος εισοδήματος	-1.227.755,70	-697.880	-1.715.150	-1.434.080	427.843
Ζημίες μετά από φόρους από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	-17.020.163,18	-10.936.300	-19.572.900	-27.476.650	-47.611.587
Αποτελέσματα προ αποσβέσεων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και φόρων	-3.084.345,05	3.153.580	-4.210.510	-14.498.550	
Αποσβέσεις	8.489.197,67	8.392.650	8.089.650	8.879.710	8.856.899

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

	2006	2007	2008	2009
Λειτουργικές δραστηριότητες				
Ζημίες προ φόρων	-	-	-	-
	15.792.407,48	10,238.42	17,857.75	26,042.56
Προσαρμογές για:				
Αποσβέσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων	8.489.197,67	8,392.65	8,089.65	8,879.71
Απόσβεση επιχορηγήσεων	-983.563,09	-983.56	-383.74	-607.32
Κέρδη - ζημίες από εκποίηση παγίων	-3.999,95		-667.18	203.00
Απομειώσεις συμμετοχών			460.00	300.00
Απομειώσεις από αποτίμηση χρεογράφων			311.07	-65.28
Απομειώσεις παγίων		750.44	295.19	
Προβλέψεις	-734.331,08		-346.11	2,935.79
Έσοδα από προβλέψεις προηγ. χρήσεων				
Χρεωστικοί μείον πιστωτικοί τόκοι	4.218.864,76	5,188.10	5,773.06	2,664.29
	-4.806.239,17	3,109.21	-4,325.81	-
				11,732.37
Αποθέματα	13.656.538,71	-2,981.31	5,852.02	13,188.36
Απαιτήσεις	2.592.899,36	9,352.07	4,451.18	6,306.96
Υποχρεώσεις	-348.931,18	1,418.27	1,366.90	-7,753.57
Μείον:				
Πληρωθέντες φόροι				
Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	11.094.267,72	10,898.24	7,344.29	9.38
Επενδυτικές δραστηριότητες				
Απόκτηση - πώληση συμμετοχών	1.861.391,63			525.87
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής				-60.00
Αγορές - Πωλήσεις ενσώγατων και άυλων παγίων περιουσ. στοιχ.	-1.120.713,37	-4,047.76	-728,27	685,78
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	740.678,26	-4,047.76	-728.27	1,151.65
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες				
Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια	1.130.300,01	31,543.15	14,170.88	29,705.18
Εξοφλήσεις δανείων	-8.631.536,46	-	-	-
		32,365.09	15,365.56	25,605.65
Τόκοι πιστωτικοί	1.289.035,33	1,543.95	1,384.03	1,767.97
Τόκοι χρεωστικοί	-5.507.900,09	-6,732.05	-7,157.09	-4,432.26
Εξοφλήσεις υποχρ. από χρησθ. γισθώσεις	-133.816,59	-145.96	-171.54	-164.69
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	-	-6,156.00	-7,139.28	1,270.55
Καθαρή αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα	-18.971,82	694.48	-523.26	2,431.59
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης περιόδου	235.899,08	216.93	911.41	388.15
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης περιόδου	216.927,26	911.41	388.15	2,819.74

ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

14/8/2006	1,88	2/1/2007	1,96	2/1/2008	1,69	2/1/2009	0,25	4/1/20
16/8/2006	1,95	3/1/2007	1,94	3/1/2008	1,64	5/1/2009	0,26	5/1/20
17/8/2006	1,92	4/1/2007	1,95	4/1/2008	1,63	7/1/2009	0,25	7/1/20
18/8/2006	1,94	5/1/2007	1,94	7/1/2008	1,6	8/1/2009	0,26	8/1/20
21/8/2006	1,95	8/1/2007	1,93	8/1/2008	1,6	9/1/2009	0,24	11/1/20
22/8/2006	1,93	9/1/2007	1,92	9/1/2008	1,54	12/1/2009	0,25	12/1/20
23/8/2006	1,93	10/1/2007	1,9	10/1/2008	1,48	13/1/2009	0,25	13/1/20
24/8/2006	1,89	11/1/2007	1,98	11/1/2008	1,45	14/1/2009	0,24	14/1/20
25/8/2006	1,84	12/1/2007	1,96	14/1/2008	1,44	15/1/2009	0,25	15/1/20
28/8/2006	1,78	15/1/2007	1,98	15/1/2008	1,43	16/1/2009	0,24	18/1/20
29/8/2006	1,85	16/1/2007	1,96	16/1/2008	1,37	19/1/2009	0,21	19/1/20
30/8/2006	1,92	17/1/2007	1,94	17/1/2008	1,44	20/1/2009	0,19	20/1/20
31/8/2006	1,99	18/1/2007	1,96	18/1/2008	1,41	21/1/2009	0,19	21/1/20
1/9/2006	1,92	19/1/2007	1,94	21/1/2008	1,3	22/1/2009	0,19	22/1/20
4/9/2006	1,97	22/1/2007	1,94	22/1/2008	1,24	23/1/2009	0,19	25/1/20
5/9/2006	1,92	23/1/2007	1,92	23/1/2008	1,16	26/1/2009	0,21	26/1/20
6/9/2006	1,83	24/1/2007	1,88	24/1/2008	1,22	27/1/2009	0,22	27/1/20
7/9/2006	1,79	25/1/2007	1,88	25/1/2008	1,24	28/1/2009	0,22	28/1/20
8/9/2006	1,84	26/1/2007	1,88	28/1/2008	1,23	29/1/2009	0,19	29/1/20
11/9/2006	1,83	29/1/2007	1,85	29/1/2008	1,27	30/1/2009	0,19	1/2/20
12/9/2006	1,88	30/1/2007	1,87	30/1/2008	1,29	2/2/2009	0,19	2/2/20
13/9/2006	1,84	31/1/2007	1,85	31/1/2008	1,28	3/2/2009	0,21	3/2/20
14/9/2006	1,77	1/2/2007	1,89	1/2/2008	1,27	4/2/2009	0,21	4/2/20
15/9/2006	1,79	2/2/2007	1,96	4/2/2008	1,26	5/2/2009	0,19	5/2/20
18/9/2006	1,84	5/2/2007	2	5/2/2008	1,24	6/2/2009	0,19	8/2/20
19/9/2006	1,81	6/2/2007	1,96	6/2/2008	1,27	9/2/2009	0,21	9/2/20
20/9/2006	1,84	7/2/2007	1,99	7/2/2008	1,23	10/2/2009	0,21	10/2/20
21/9/2006	1,87	8/2/2007	1,91	8/2/2008	1,23	11/2/2009	0,19	11/2/20
22/9/2006	1,83	9/2/2007	1,92	11/2/2008	1,18	12/2/2009	0,19	12/2/20
25/9/2006	1,89	12/2/2007	1,87	12/2/2008	1,21	13/2/2009	0,19	16/2/20
26/9/2006	1,88	13/2/2007	1,86	13/2/2008	1,23	16/2/2009	0,19	17/2/20
27/9/2006	1,88	14/2/2007	1,89	14/2/2008	1,25	17/2/2009	0,21	18/2/20
28/9/2006	1,86	15/2/2007	1,92	15/2/2008	1,21	18/2/2009	0,19	19/2/20
29/9/2006	1,84	16/2/2007	1,91	18/2/2008	1,21	19/2/2009	0,21	22/2/20
2/10/2006	1,76	20/2/2007	1,93	19/2/2008	1,31	20/2/2009	0,21	23/2/20
3/10/2006	1,76	21/2/2007	1,87	20/2/2008	1,29	23/2/2009	0,21	24/2/20
4/10/2006	1,76	22/2/2007	1,89	21/2/2008	1,28	24/2/2009	0,22	25/2/20
5/10/2006	1,81	23/2/2007	1,91	22/2/2008	1,41	25/2/2009	0,22	26/2/20
6/10/2006	1,85	26/2/2007	1,89	25/2/2008	1,36	26/2/2009	0,21	1/3/20
9/10/2006	1,85	27/2/2007	1,77	26/2/2008	1,33	27/2/2009	0,21	2/3/20
10/10/2006	1,84	28/2/2007	1,76	27/2/2008	1,32	3/3/2009	0,18	3/3/20
11/10/2006	1,85	1/3/2007	1,71	28/2/2008	1,24	4/3/2009	0,18	4/3/20
12/10/2006	1,89	2/3/2007	1,79	29/2/2008	1,25	5/3/2009	0,18	5/3/20
13/10/2006	1,87	5/3/2007	1,67	3/3/2008	1,22	6/3/2009	0,18	8/3/20
16/10/2006	1,82	6/3/2007	1,74	6/3/2008	1,18	9/3/2009	0,17	9/3/20
17/10/2006	1,79	7/3/2007	1,75	7/3/2008	1,17	10/3/2009	0,17	10/3/20
18/10/2006	1,85	8/3/2007	1,78	11/3/2008	1,18	11/3/2009	0,17	11/3/20
19/10/2006	1,86	9/3/2007	1,74	12/3/2008	1,14	12/3/2009	0,17	12/3/20
20/10/2006	1,82	12/3/2007	1,74	13/3/2008	1,12	13/3/2009	0,17	15/3/20
23/10/2006	1,82	13/3/2007	1,74	14/3/2008	1,11	16/3/2009	0,17	16/3/20
24/10/2006	1,82	14/3/2007	1,7	17/3/2008	1,03	17/3/2009	0,17	17/3/20
25/10/2006	1,87	15/3/2007	1,73	18/3/2008	1,04	18/3/2009	0,17	18/3/20

26/10/2006	1,85	16/3/2007	1,71	19/3/2008	1,02	19/3/2009	0,17	19/3/20
27/10/2006	1,82	19/3/2007	1,72	20/3/2008	0,98	20/3/2009	0,18	22/3/20
30/10/2006	1,87	20/3/2007	1,72	26/3/2008	1,01	23/3/2009	0,17	23/3/20
31/10/2006	1,81	21/3/2007	1,71	27/3/2008	1,02	24/3/2009	0,17	24/3/20
1/11/2006	1,98	22/3/2007	1,72	28/3/2008	1,04	26/3/2009	0,16	26/3/20
2/11/2006	1,96	23/3/2007	1,72	31/3/2008	1,02	27/3/2009	0,17	29/3/20
3/11/2006	2,05	26/3/2007	1,74	1/4/2008	1,03	30/3/2009	0,17	30/3/20
6/11/2006	2,33	27/3/2007	1,72	2/4/2008	1,03	31/3/2009	0,16	31/3/20
7/11/2006	2,21	28/3/2007	1,68	3/4/2008	1,02	1/4/2009	0,15	1/4/20
8/11/2006	2,23	29/3/2007	1,69	4/4/2008	0,97	2/4/2009	0,15	6/4/20
9/11/2006	2,16	30/3/2007	1,71	7/4/2008	0,99	3/4/2009	0,14	7/4/20
10/11/2006	2,13	2/4/2007	1,73	8/4/2008	1,01	6/4/2009	0,13	8/4/20
13/11/2006	2,14	3/4/2007	1,75	9/4/2008	0,99	7/4/2009	0,13	9/4/20
14/11/2006	2,22	4/4/2007	1,79	10/4/2008	0,98	8/4/2009	0,13	12/4/20
15/11/2006	2,23	5/4/2007	1,84	11/4/2008	0,98	9/4/2009	0,14	13/4/20
16/11/2006	2,19	10/4/2007	1,85	14/4/2008	0,94	14/4/2009	0,16	14/4/20
17/11/2006	2,12	11/4/2007	1,86	15/4/2008	0,92	15/4/2009	0,16	15/4/20
20/11/2006	2,11	12/4/2007	1,82	16/4/2008	0,94	16/4/2009	0,16	16/4/20
21/11/2006	2,11	13/4/2007	1,85	17/4/2008	0,92	21/4/2009	0,17	19/4/20
22/11/2006	2,13	16/4/2007	1,83	18/4/2008	0,89	22/4/2009	0,18	20/4/20
23/11/2006	2,15	17/4/2007	1,83	21/4/2008	0,91	23/4/2009	0,21	21/4/20
24/11/2006	2,08	18/4/2007	1,84	22/4/2008	0,92	24/4/2009	0,24	22/4/20
27/11/2006	2,02	19/4/2007	1,84	23/4/2008	0,89	27/4/2009	0,26	23/4/20
28/11/2006	1,98	20/4/2007	1,81	24/4/2008	0,9	28/4/2009	0,28	26/4/20
29/11/2006	1,95	23/4/2007	1,75	29/4/2008	0,93	29/4/2009	0,33	27/4/20
30/11/2006	1,89	24/4/2007	1,77	30/4/2008	0,97	30/4/2009	0,38	28/4/20
1/12/2006	1,94	25/4/2007	1,85	2/5/2008	0,99	4/5/2009	0,43	29/4/20
4/12/2006	1,94	26/4/2007	2,01	5/5/2008	1,03	5/5/2009	0,39	30/4/20
5/12/2006	1,86	27/4/2007	2,05	6/5/2008	0,98	6/5/2009	0,39	3/5/20
6/12/2006	1,79	30/4/2007	2,07	7/5/2008	1,01	7/5/2009	0,42	4/5/20
7/12/2006	1,81	2/5/2007	2,03	8/5/2008	1,05	8/5/2009	0,42	5/5/20
8/12/2006	1,83	3/5/2007	1,93	9/5/2008	1,03	11/5/2009	0,44	6/5/20
11/12/2006	1,82	4/5/2007	1,95	12/5/2008	1,05	12/5/2009	0,45	7/5/20
12/12/2006	1,82	7/5/2007	1,93	13/5/2008	1,04	13/5/2009	0,43	10/5/20
13/12/2006	1,82	8/5/2007	1,94	14/5/2008	1,01	14/5/2009	0,42	11/5/20
14/12/2006	1,86	9/5/2007	2,16	15/5/2008	0,99	15/5/2009	0,41	12/5/20
15/12/2006	1,88	10/5/2007	2,11	16/5/2008	0,99	18/5/2009	0,41	13/5/20
18/12/2006	1,79	11/5/2007	2,09	19/5/2008	1,03	19/5/2009	0,4	14/5/20
19/12/2006	1,83	14/5/2007	2,08	20/5/2008	0,98	20/5/2009	0,39	17/5/20
20/12/2006	1,92	15/5/2007	2,08	21/5/2008	0,99	21/5/2009	0,38	18/5/20
21/12/2006	1,93	16/5/2007	2,06	22/5/2008	0,96	22/5/2009	0,39	19/5/20
22/12/2006	1,94	17/5/2007	2,15	23/5/2008	0,97	25/5/2009	0,44	20/5/20
27/12/2006	1,89	18/5/2007	2,27	26/5/2008	0,95	26/5/2009	0,44	21/5/20
28/12/2006	1,93	21/5/2007	2,26	27/5/2008	0,93	27/5/2009	0,44	25/5/20
29/12/2006	1,93	22/5/2007	2,29	28/5/2008	0,92	28/5/2009	0,47	26/5/20
AVERAGE	1,9157732	23/5/2007	2,42	29/5/2008	0,92	29/5/2009	0,48	27/5/20
		24/5/2007	2,45	30/5/2008	0,96	1/6/2009	0,5	28/5/20
		25/5/2007	2,43	2/6/2008	0,9	2/6/2009	0,55	31/5/20
		29/5/2007	2,53	3/6/2008	0,92	3/6/2009	0,57	1/6/20
		30/5/2007	2,41	4/6/2008	0,91	4/6/2009	0,55	2/6/20
		31/5/2007	2,42	5/6/2008	0,9	5/6/2009	0,54	3/6/20
		1/6/2007	2,34	6/6/2008	0,89	9/6/2009	0,57	4/6/20
		4/6/2007	2,36	9/6/2008	0,83	10/6/2009	0,64	7/6/20
		5/6/2007	2,35	10/6/2008	0,81	11/6/2009	0,63	8/6/20

6/6/2007	2,27	11/6/2008	0,81	12/6/2009	0,61	9/6/20
7/6/2007	2,27	12/6/2008	0,81	15/6/2009	0,57	10/6/20
8/6/2007	2,28	13/6/2008	0,81	16/6/2009	0,59	11/6/20
11/6/2007	2,33	17/6/2008	0,79	17/6/2009	0,55	14/6/20
12/6/2007	2,3	18/6/2008	0,77	18/6/2009	0,54	15/6/20
13/6/2007	2,33	19/6/2008	0,77	19/6/2009	0,53	16/6/20
14/6/2007	2,31	20/6/2008	0,77	22/6/2009	0,5	17/6/20
15/6/2007	2,31	23/6/2008	0,76	23/6/2009	0,5	18/6/20
18/6/2007	2,29	24/6/2008	0,76	24/6/2009	0,5	21/6/20
19/6/2007	2,27	25/6/2008	0,79	25/6/2009	0,5	22/6/20
20/6/2007	2,25	26/6/2008	0,79	26/6/2009	0,49	23/6/20
21/6/2007	2,24	27/6/2008	0,75	29/6/2009	0,49	24/6/20
22/6/2007	2,21	30/6/2008	0,74	30/6/2009	0,48	25/6/20
25/6/2007	2,18	1/7/2008	0,7	1/7/2009	0,47	28/6/20
26/6/2007	2,22	2/7/2008	0,68	2/7/2009	0,46	29/6/20
27/6/2007	2,21	3/7/2008	0,66	3/7/2009	0,45	30/6/20
28/6/2007	2,23	4/7/2008	0,64	6/7/2009	0,42	1/7/20
29/6/2007	2,19	7/7/2008	0,64	7/7/2009	0,42	2/7/20
2/7/2007	2,14	8/7/2008	0,66	8/7/2009	0,41	5/7/20
3/7/2007	2,19	9/7/2008	0,68	9/7/2009	0,45	6/7/20
4/7/2007	2,35	10/7/2008	0,71	10/7/2009	0,42	7/7/20
5/7/2007	2,44	11/7/2008	0,72	13/7/2009	0,41	8/7/20
6/7/2007	2,51	14/7/2008	0,72	14/7/2009	0,41	9/7/20
9/7/2007	2,52	15/7/2008	0,66	15/7/2009	0,41	12/7/20
10/7/2007	2,41	16/7/2008	0,72	16/7/2009	0,41	13/7/20
11/7/2007	2,39	17/7/2008	0,72	17/7/2009	0,41	14/7/20
12/7/2007	2,43	18/7/2008	0,7	20/7/2009	0,49	15/7/20
13/7/2007	2,39	21/7/2008	0,74	21/7/2009	0,56	16/7/20
16/7/2007	2,43	22/7/2008	0,74	22/7/2009	0,58	19/7/20
17/7/2007	2,38	23/7/2008	0,74	23/7/2009	0,56	20/7/20
18/7/2007	2,35	24/7/2008	0,75	24/7/2009	0,57	21/7/20
19/7/2007	2,43	25/7/2008	0,74	27/7/2009	0,69	22/7/20
20/7/2007	2,41	28/7/2008	0,74	28/7/2009	0,8	23/7/20
23/7/2007	2,45	29/7/2008	0,71	29/7/2009	0,79	26/7/20
24/7/2007	2,42	30/7/2008	0,76	30/7/2009	0,77	27/7/20
25/7/2007	2,41	31/7/2008	0,76	31/7/2009	0,73	28/7/20
26/7/2007	2,28	1/8/2008	0,74	3/8/2009	0,73	29/7/20
27/7/2007	2,18	4/8/2008	0,73	4/8/2009	0,7	30/7/20
30/7/2007	2,16	5/8/2008	0,73	5/8/2009	0,74	2/8/20
31/7/2007	2,17	6/8/2008	0,71	6/8/2009	0,7	3/8/20
1/8/2007	2,12	7/8/2008	0,7	7/8/2009	0,74	4/8/20
2/8/2007	2,12	8/8/2008	0,69	10/8/2009	0,71	5/8/20
3/8/2007	2,04	11/8/2008	0,68	11/8/2009	0,71	6/8/20
6/8/2007	1,99	12/8/2008	0,67	12/8/2009	0,7	9/8/20
7/8/2007	1,96	13/8/2008	0,67	13/8/2009	0,7	10/8/20
8/8/2007	1,98	14/8/2008	0,69	14/8/2009	0,72	11/8/20
9/8/2007	1,91	18/8/2008	0,69	17/8/2009	0,68	12/8/20
10/8/2007	1,79	19/8/2008	0,69	18/8/2009	0,69	13/8/20
13/8/2007	1,93	20/8/2008	0,71	19/8/2009	0,7	16/8/20
14/8/2007	1,92	21/8/2008	0,68	20/8/2009	0,7	17/8/20
16/8/2007	1,79	22/8/2008	0,65	21/8/2009	0,71	18/8/20
17/8/2007	1,85	25/8/2008	0,64	24/8/2009	0,68	19/8/20
20/8/2007	1,85	26/8/2008	0,62	25/8/2009	0,68	20/8/20
21/8/2007	1,85	27/8/2008	0,62	26/8/2009	0,7	23/8/20

22/8/2007	1,89	28/8/2008	0,63	27/8/2009	0,67	24/8/2010
23/8/2007	1,9	29/8/2008	0,64	28/8/2009	0,65	25/8/2010
24/8/2007	1,91	1/9/2008	0,64	31/8/2009	0,65	26/8/2010
27/8/2007	1,82	2/9/2008	0,61	1/9/2009	0,66	27/8/2010
28/8/2007	1,86	3/9/2008	0,63	2/9/2009	0,65	30/8/2010
29/8/2007	1,82	4/9/2008	0,64	3/9/2009	0,61	31/8/2010
30/8/2007	1,85	5/9/2008	0,63	4/9/2009	0,61	1/9/2011
31/8/2007	1,83	8/9/2008	0,63	7/9/2009	0,61	2/9/2011
3/9/2007	1,79	9/9/2008	0,61	8/9/2009	0,72	3/9/2011
4/9/2007	1,75	10/9/2008	0,57	9/9/2009	0,72	6/9/2011
5/9/2007	1,74	11/9/2008	0,57	10/9/2009	0,69	7/9/2011
6/9/2007	1,75	12/9/2008	0,56	11/9/2009	0,66	8/9/2011
7/9/2007	1,75	15/9/2008	0,52	14/9/2009	0,78	9/9/2011
10/9/2007	1,74	16/9/2008	0,52	15/9/2009	0,81	10/9/2011
11/9/2007	1,72	17/9/2008	0,54	16/9/2009	0,79	13/9/2011
12/9/2007	1,69	18/9/2008	0,51	17/9/2009	0,77	14/9/2011
13/9/2007	1,73	19/9/2008	0,53	18/9/2009	0,76	15/9/2011
14/9/2007	1,71	22/9/2008	0,55	21/9/2009	0,74	16/9/2011
17/9/2007	1,71	23/9/2008	0,52	22/9/2009	0,75	17/9/2011
18/9/2007	1,73	24/9/2008	0,51	23/9/2009	0,76	20/9/2011
19/9/2007	1,76	25/9/2008	0,52	24/9/2009	0,76	21/9/2011
20/9/2007	1,78	26/9/2008	0,5	25/9/2009	0,75	22/9/2011
21/9/2007	1,78	29/9/2008	0,47	28/9/2009	0,88	23/9/2011
24/9/2007	1,87	30/9/2008	0,45	29/9/2009	0,85	24/9/2011
25/9/2007	1,87	1/10/2008	0,43	30/9/2009	0,79	27/9/2011
26/9/2007	1,96	2/10/2008	0,44	1/10/2009	0,91	28/9/2011
27/9/2007	1,9	3/10/2008	0,41	2/10/2009	0,87	29/9/2011
28/9/2007	1,9	6/10/2008	0,39	5/10/2009	0,81	30/9/2011
1/10/2007	1,91	7/10/2008	0,41	6/10/2009	0,81	1/10/2011
2/10/2007	1,94	8/10/2008	0,41	7/10/2009	0,83	4/10/2011
3/10/2007	1,91	9/10/2008	0,42	8/10/2009	0,81	5/10/2011
4/10/2007	1,91	10/10/2008	0,4	9/10/2009	0,78	6/10/2011
5/10/2007	1,88	13/10/2008	0,46	12/10/2009	0,78	7/10/2011
8/10/2007	1,87	14/10/2008	0,47	13/10/2009	0,75	8/10/2011
9/10/2007	1,84	15/10/2008	0,41	14/10/2009	0,79	11/10/2011
10/10/2007	1,78	16/10/2008	0,41	15/10/2009	0,75	12/10/2011
11/10/2007	1,85	17/10/2008	0,4	16/10/2009	0,74	13/10/2011
12/10/2007	1,85	20/10/2008	0,37	19/10/2009	0,75	14/10/2011
15/10/2007	1,85	21/10/2008	0,37	20/10/2009	0,77	15/10/2011
16/10/2007	1,85	22/10/2008	0,31	21/10/2009	0,75	18/10/2011
17/10/2007	1,85	23/10/2008	0,25	22/10/2009	0,77	19/10/2011
18/10/2007	1,88	24/10/2008	0,24	23/10/2009	0,76	20/10/2011
19/10/2007	1,87	27/10/2008	0,23	26/10/2009	0,74	21/10/2011
22/10/2007	1,78	29/10/2008	0,25	27/10/2009	0,73	22/10/2011
23/10/2007	1,81	30/10/2008	0,28	29/10/2009	0,69	25/10/2011
24/10/2007	1,84	31/10/2008	0,3	30/10/2009	0,7	26/10/2011
25/10/2007	1,85	3/11/2008	0,32	2/11/2009	0,66	27/10/2011
26/10/2007	1,86	4/11/2008	0,35	3/11/2009	0,62	29/10/2011
29/10/2007	1,84	5/11/2008	0,37	4/11/2009	0,65	1/11/2011
30/10/2007	1,86	6/11/2008	0,35	5/11/2009	0,62	2/11/2011
31/10/2007	1,85	7/11/2008	0,38	6/11/2009	0,64	3/11/2011
1/11/2007	1,77	10/11/2008	0,41	9/11/2009	0,63	4/11/2011
2/11/2007	1,87	11/11/2008	0,4	10/11/2009	0,64	5/11/2011
5/11/2007	1,79	12/11/2008	0,38	11/11/2009	0,64	8/11/2011

6/11/2007	1,78	13/11/2008	0,36	12/11/2009	0,72	9/11/20
7/11/2007	1,76	14/11/2008	0,35	13/11/2009	0,67	10/11/20
8/11/2007	1,82	17/11/2008	0,33	16/11/2009	0,62	11/11/20
9/11/2007	1,74	18/11/2008	0,3	17/11/2009	0,61	12/11/20
12/11/2007	1,7	19/11/2008	0,32	18/11/2009	0,63	15/11/20
13/11/2007	1,67	20/11/2008	0,32	19/11/2009	0,62	16/11/20
14/11/2007	1,66	21/11/2008	0,32	20/11/2009	0,58	17/11/20
15/11/2007	1,64	24/11/2008	0,31	23/11/2009	0,56	18/11/20
16/11/2007	1,66	25/11/2008	0,29	24/11/2009	0,56	19/11/20
19/11/2007	1,57	26/11/2008	0,31	25/11/2009	0,54	22/11/20
20/11/2007	1,53	27/11/2008	0,31	26/11/2009	0,51	23/11/20
21/11/2007	1,53	28/11/2008	0,31	27/11/2009	0,51	24/11/20
22/11/2007	1,5	1/12/2008	0,31	30/11/2009	0,53	25/11/20
23/11/2007	1,57	2/12/2008	0,31	1/12/2009	0,57	26/11/20
26/11/2007	1,55	3/12/2008	0,28	2/12/2009	0,69	29/11/20
27/11/2007	1,48	4/12/2008	0,26	3/12/2009	0,63	30/11/20
28/11/2007	1,57	5/12/2008	0,24	4/12/2009	0,59	1/12/20
29/11/2007	1,51	8/12/2008	0,22	7/12/2009	0,57	2/12/20
30/11/2007	1,6	9/12/2008	0,23	8/12/2009	0,52	3/12/20
3/12/2007	1,55	10/12/2008	0,24	9/12/2009	0,52	6/12/20
4/12/2007	1,47	11/12/2008	0,26	10/12/2009	0,55	7/12/20
5/12/2007	1,52	12/12/2008	0,26	11/12/2009	0,55	8/12/20
6/12/2007	1,59	15/12/2008	0,25	14/12/2009	0,55	9/12/20
7/12/2007	1,57	16/12/2008	0,25	15/12/2009	0,57	10/12/20
10/12/2007	1,59	17/12/2008	0,24	16/12/2009	0,58	13/12/20
11/12/2007	1,72	18/12/2008	0,25	17/12/2009	0,59	14/12/20
12/12/2007	1,67	19/12/2008	0,25	18/12/2009	0,61	15/12/20
13/12/2007	1,64	22/12/2008	0,24	21/12/2009	0,62	16/12/20
14/12/2007	1,68	23/12/2008	0,25	22/12/2009	0,65	17/12/20
17/12/2007	1,61	24/12/2008	0,25	23/12/2009	0,67	20/12/20
18/12/2007	1,66	29/12/2008	0,26	28/12/2009	0,66	21/12/20
19/12/2007	1,66	30/12/2008	0,25	29/12/2009	0,66	22/12/20
20/12/2007	1,66	31/12/2008	0,25	30/12/2009	0,66	23/12/20
21/12/2007	1,65	AVERAGE	0,778543	31/12/2009	0,66	27/12/20
24/12/2007	1,71			AVERAGE	0,483508	28/12/20
27/12/2007	1,73					29/12/20
28/12/2007	1,73					30/12/20
31/12/2007	1,74					31/12/20
AVERAGE	1,923929					AVERAG

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

	2006	2007	2008	2009	2010
Κυκλοφοριακή ρευστότητα	1,34	2,11	2,09	3,43	1,75
Άμεση ρευστότητα	0,82	1,26	1,26	2,20	1,08
Δείκτης μετρητών	0,003	0,008	0,004	0,035	0,009
Δείκτης Ταμειακών Ροών	0,1145	0,1936	0,1457	0,0004	-0,0764
Μέση Διάρκεια Αποπληρωμής Καθ.Βραχυπρ.Υποχρ.	4077,96	7839,98	1568,27	397,78	310,12
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	2,11	2,20	2,46	2,45	3,12
Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων	170,62	163,98	146,10	146,74	115,31
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	1,66	1,92	2,01	1,53	2,09
Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων	217,07	187,20	178,83	235,52	172,15
Κυκλοφοριακή ταχύτητα Βραχ.Υποχρ. Χρονική Περίοδος που οι	3,24	3,05	5,18	3,82	2,12
	110,98	118,01	69,45	94,32	169,77

αγορές
οφείλονται

Κυκλ.Ταχ.Περιουσ.Στοιχείων	0,41	0,46	0,39	0,25	0,30
Ξένα Κεφάλαια προς Ενεργητικό	0,38	0,52	0,34	0,39	0,43
Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	0,92	1,24	0,74	0,97	1,42
Μακροπρόθεσμα Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	0,28	0,58	0,51	0,88	1,28
Εισοδημ.Κάλυψη των Ετήσιων Οφειλ. Τόκων	-2,10	-0,75	-1,69	-5,27	-13,27
Ταμ.Κάλυψη των Ετήσιων Οφειλ.Τόκων	3,24	2,72	2,27	1,33	0,40
Ταμειακή κάλυψη Βραχυχρ.Χρέους	0,171913762	0,499153592	0,241403305	0,001946999	-6,38096903
Δείκτης Κεφαλαιακών Δαπανών	14,97853048	2,692412594	10,08457028	0,008144836	-0,60826605
Πάγια προς Μακροπρ.Κεφάλαια	2,23	1,50	1,73	1,38	1,35
Πάγια προς Ίδια Κεφάλαια	1,32	1,30	1,40	1,72	2,45
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-0,15	-0,09	-0,17	-0,41	-0,69
Φορολογικός Συντελεστής	29%	25%	25%	25%	24%

R.O.A.	-0,04	-0,02	-0,05	-0,09	-0,19
R.O.N.A.	-0,067	-0,028	-0,056	-0,102	-0,226
R.O.E.	-0,107	-0,052	-0,102	-0,231	-0,636

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Brealey, Myers, Allen , “Corporate Finance”, McGraw-Hill International Edition, 8th edition, 2006
2. Johnson, Gerry; Scholes, Kevan, “*Exploring Corporate Strategy*”, Fifth Edition, Prentice Hall Europe
3. Ross, Westerfield, Jordan, “Corporate Finance Fundamentals”, McGraw-Hill International Edition, 8th edition, 2008
4. Walsh Ciaran , “Αριθμοδείκτες και Management ”, εκδόσεις Πατάκη ,Αθήνα 2004
5. Γκίκας Δημήτριος Η ανάλυση και η χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων, εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2002
6. Ευθύμογλου Π., Οικονόμου Γ., Γεωργίου Σ., “*Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης*”, Εκδόσεις Κουκούλη, Θεσσαλονίκη 1992
7. Νιάρχος Νικήτας , “Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων ”, εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα Πειραιάς, 1997.

[ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ](#)

www.shelman.gr

www.naftemporiki.gr

www.capital.gr

www.wikipedia.com

www.ase.gr