



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΓΑΛΑΚΤΟΚΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

του

ΠΑΡΜΕΝΙΩΝΑ – ΧΡΙΣΤΟΥ ΤΖΑΝΗ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

Θεσσαλονίκη, 2019

*Στην οικογένειά μου,
που με στηρίζει σε κάθε μου βήμα*

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Παυλάτο Οδυσσέα, για την πολύτιμη βοήθειά του και για τις συμβουλές που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της διπλωματικής εργασίας. Η άμεση ανταπόκρισή του σε κάθε απορία μου και οι σωστές παρατηρήσεις του, συνέβαλαν στην ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος, καθώς ο καθένας ξεχωριστά μου μετέδωσε όλες τις απαραίτητες γνώσεις και τα κατάλληλα εφόδια για την ολοκλήρωση του προγράμματος.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράσταση και στήριξη που μου προσέφερε κατά τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ (abstract)

Η παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος «Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική» του Πανεπιστημίου Μακεδονίας. Το θέμα της εργασίας είναι η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ορισμένων εταιριών του κλάδου των γαλακτοκομικών προϊόντων κατά την περίοδο 2011–2018.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η ανάλυση και αξιολόγηση της αποδοτικότητας των εταιριών και η μεταξύ τους σύγκριση. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την υλοποίηση της έρευνας περιλαμβάνει την ανάλυση αριθμοδεικτών και τη διευρυμένη εξίσωση DuPont, χρησιμοποιώντας δεδομένα που αντλήθηκαν από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, τα οποία συλλέχθηκαν από την ICAP.

Επιπλέον, βασιζόμενοι στα ευρήματα της έρευνας που ασχολείται η παρούσα εργασία, θα μελετηθούν οι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την αποδοτικότητα των εταιριών και κατά πόσο οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά την κάθε εταιρία ξεχωριστά σε μακροχρόνια περίοδο.

Λέξεις κλειδιά: αριθμοδείκτες, αποδοτικότητα, ανάλυση, μέθοδος DuPont

Πίνακας Περιεχομένων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ (abstract)	iii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	vii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ.....	viii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Επιχειρήσεων.....	1
1.2 Επιλογή Κλάδου.....	2
1.3 Σκοπός της Εργασίας.....	2
1.4 Δομή της Εργασίας.....	3
Βιβλιογραφία 1 ^{ου} Κεφαλαίου	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	4
2.1 Εισαγωγή	4
2.2 Χρηματοοικονομική Ανάλυση	5
2.3 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις.....	6
2.3.1 Ισολογισμός.....	7
2.3.2 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης	7
2.3.3 Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων.....	8
2.3.4 Κατάσταση Ταμειακών Ροών	8
2.3.5 Γνωστοποιήσεις	8
2.4 Λογιστικές Πληροφορίες.....	9
2.5 Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων και Λογιστικών Πληροφοριών	10
2.6 Ανάλυση Αριθμοδεικτών.....	12
2.6.1 Μέθοδοι Ανάλυσης.....	14
2.7 Διάκριση Αριθμοδεικτών	15
2.8 Δείκτες Αποδοτικότητας.....	17
2.9 Μέθοδος Ανάλυσης DuPont	21

2.9.1 Ορισμός ανάλυσης DuPont	22
2.9.2 Μεθοδολογία και υπολογισμός ανάλυσης DuPont.....	22
2.9.3 Χρήση της Ανάλυσης DuPont.....	24
2.9.4 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Ανάλυσης DuPont	25
2.10 Συμπεράσματα	25
BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2 ^{ου} ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	28
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	28
3.2 ΕΠΙΛΟΓΗ ΚΑΙ ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	29
3.3 Ιστορικά Στοιχεία Εταιριών	31
3.3.1 Ελληνικά Γαλακτοκομεία	31
3.3.2 Κρι Κρι.....	32
3.3.3 Φάρμα Κουκάκη	32
3.3.4 Εβροφάρμα.....	33
Βιβλιογραφία 3 ^{ου} Κεφαλαίου	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΓΑΛΑΚΤΟΚΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	35
4.1 Εισαγωγή	35
4.2 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους	35
4.3 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους	37
4.4 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων	39
4.5 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού.....	41
4.6 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων	43
4.7 Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης.....	45
4.8 Ανάλυση του Δείκτη ROE με τη Μέθοδο DuPont.....	47
4.8.1 Ελληνικά Γαλακτοκομεία	47
4.8.2 Κρι Κρι.....	48

4.8.3 Φάρμα Κουκάκη	49
4.8.4 Εβροφάρμα.....	50
4.8.5 Συνοπτικά	51
4.9 Συμπεράσματα	52
Βιβλιογραφία 4 ^{ου} Κεφαλαίου	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	54
5.1 Συμπεράσματα	54
5.2 Απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα.....	56
5.2.1 Ποια είναι η πορεία των εταιριών τη συγκεκριμένη περίοδο;	56
5.2.2 Σε ποιους παράγοντες οφείλονται οι μεταβολές αποδοτικότητας των εταιριών;	57
5.2.3 Κατά πόσο μεταβλήθηκε η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2011–2018; .	57
5.3 Περιορισμοί και προτάσεις για μελλοντική έρευνα.....	57
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	59
A. Ελληνική Βιβλιογραφία	59
B. Ξένη Βιβλιογραφία.....	60
Γ. Ηλεκτρονική Βιβλιογραφία	61

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 3.1: Τυπολόγιο	30
Πίνακας 4.1: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (σε ποσοστό)	35
Πίνακας 4.2: Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους (σε ποσοστό).....	37
Πίνακας 4.3: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (σε ποσοστό).....	39
Πίνακας 4.4: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (σε ποσοστό).....	41
Πίνακας 4.5: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων (σε ποσοστό).	43
Πίνακας 4.6: Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης (σε ποσοστό)	45
Πίνακας 4.7: Υπολογισμός Δείκτη ROE Ελληνικών Γαλακτοκομείων	47
Πίνακας 4.8: Υπολογισμός Δείκτη ROE Κρι Κρι.....	48
Πίνακας 4.9: Υπολογισμός Δείκτη ROE Φάρμα Κουκάκη	49
Πίνακας 4.10: Υπολογισμός Δείκτη ROE Εβροφάρμα	50

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 4.1: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους	36
Γράφημα 4.2: Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους.....	38
Γράφημα 4.3: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων	40
Γράφημα 4.4: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού.....	42
Γράφημα 4.5: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων.....	44
Γράφημα 4.6: Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης	47
Γράφημα 4.7: Δείκτης ROE των τεσσάρων εταιριών	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Επιχειρήσεων

Στις μέρες μας οι απαιτήσεις της οικονομίας, τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στα άτομα, αυξάνονται συνεχώς. Συνεπώς, ο ανταγωνισμός είναι πολύ μεγάλος και η σύγκριση μεταξύ των επιχειρήσεων είναι αναπόφευκτη. Για την ορθότερη και αντικειμενικότερη ανάλυσή τους οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν την ανάλυση αριθμοδεικτών.

Η ανάλυση αριθμοδεικτών βασίζεται σε δείκτες οι οποίοι αντλούν τα στοιχεία τους από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Όπως αναφέρει ο Monea (2009), η χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης περιγράφεται από τη χρηματοοικονομική ανάλυση η οποία αποτελεί την πρώτη ύλη. Δηλαδή, η κερδοφορία, η ρευστότητα αλλά και τυχόν ελλείμματα μιας επιχείρησης μπορούν να εντοπιστούν με την αρωγή των χρηματοοικονομικών δεικτών. Αυτές, καταρτίζονται σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), ή οποιοδήποτε άλλο λογιστικό κανόνα ή κανονισμό έχει θεσπίσει το κάθε κράτος. Οι λογιστικές πληροφορίες που παρέχονται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις αντικατοπτρίζουν, όσο είναι δυνατό, την πραγματικότητα, χωρίς να είναι τόσο έντονο το υποκειμενικό στοιχείο και παρέχουν στους χρήστες πληροφορίες σχετικά με τη χρηματοοικονομική θέση της εταιρίας, την αποδοτικότητά της και την ικανότητά της να ανταπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της.

Οι δείκτες αυτοί κάνουν πιο εύκολη τη σύγκριση των επιχειρήσεων, είτε μεταξύ τους είτε με τον κλάδο, καθώς είναι απαλλαγμένη από μονάδες μέτρησης. Κάνουν πιο εύκολη την παρουσίαση της επιχείρησης, όσον αφορά της πορεία της στον κλάδο και στη δραστηριότητά της γενικά. Βέβαια, οι αριθμοδείκτες από μόνοι τους δε βοηθούν τα διοικητικά στελέχη να πάρουν αποφάσεις, καθώς υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη, όπως για παράδειγμα οι συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία γενικότερα (Νούλας, 2015).

Η πιο διαδεδομένη μέθοδος ανάλυσης που βασίζεται στους αριθμοδείκτες είναι η μέθοδος DuPont. Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

(ROE) προκύπτει από το γινόμενο τριών δεικτών, του καθαρού περιθωρίου κέρδους, του δείκτη κύκλου εργασιών και του πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων (Chang et al., 2014). Με αυτόν τον τρόπο δίνεται η δυνατότητα στα διοικητικά στελέχη, στους μετόχους, στους δανειστές, στους δυνητικούς επενδυτές κτλ να γνωρίζουν την αιτία μεταβολής του δείκτη. Για παράδειγμα, μία αύξηση του δείκτη μπορεί να είναι αποτέλεσμα μεγάλου εξωτερικού δανεισμού, κάτι που δε θα συμβάλει στη μετέπειτα επιβίωση και ανάπτυξη της. Όπως επίσης, μπορεί να οφείλεται στην αύξηση των πωλήσεων, κάτι που είναι θετικός οίωνός για την πορεία της στο μέλλον.

1.2 Επιλογή Κλάδου

Στην παρούσα εργασία θα αναλυθούν με τη βοήθεια των αριθμοδεικτών και της μεθόδου DuPont 4 από τις 10 πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις του κλάδου των γαλακτοκομικών κατά τα έτη 2012-2016 (κλαδική μελέτη γαλακτοκομικών 2018). Οι εταιρίες αυτές είναι: Ελληνικά Γαλακτοκομεία Α.Ε., Κρι Κρι Α.Β.Ε.Ε., Φάρμα Κουκάκη Α.Ε. και Εβροφάρμα Α.Β.Ε.Ε..

Ο κλάδος των γαλακτοκομικών επιλέχθηκε διότι, όπως αναφέρεται στην ανάλυση SWOT της κλαδικής μελέτης 2018 που αφορά τα γαλακτοκομικά προϊόντα, τα γαλακτοκομικά προϊόντα ανήκουν στα βασικά είδη διατροφής και αποτελούν αναντικατάστατο μέρος της καθημερινής διατροφής των ατόμων. Γι' αυτό το λόγο, παρουσιάζουν χαμηλή ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμή και το εισόδημα. Επιπλέον, αποτελούν την πρώτη ύλη για την παραγωγή πολλών άλλων ειδών διατροφής. Τέλος, οι γαλακτοβιομηχανίες δαπανούνε μεγάλα ποσά για έρευνα και ανάπτυξη, καθώς και για την προώθηση νέων διαφοροποιημένων προϊόντων στην αγορά.

1.3 Σκοπός της Εργασίας

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η απεικόνιση της ανάλυσης αποδοτικότητας τεσσάρων κερδοφόρων εταιριών κατά την περίοδο 2012-2016 του κλάδου των γαλακτοκομικών. Συγκεκριμένα, θα απαντηθούν τα εξής ερωτήματα:

Ερευνητικό ερώτημα 1: ποια είναι η πορεία των εταιριών τη συγκεκριμένη περίοδο;

Ερευνητικό ερώτημα 2: σε ποιους παράγοντες οφείλονται οι μεταβολές αποδοτικότητας των εταιριών;

Ερευνητικό ερώτημα 3: κατά πόσο μεταβλήθηκε η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2011–2018;

1.4 Δομή της Εργασίας

Η εργασία αποτελείται από πέντε κεφάλαια. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η θεωρία που αφορά τους αριθμοδείκτες. Στο επόμενο κεφάλαιο παραθέεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για τη διεξαγωγή της έρευνας για την περάτωση της εργασίας. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται η ανάλυση αποδοτικότητας των εταιριών του κλάδου. Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την έρευνα.

Βιβλιογραφία 1^ο Κεφαλαίου

Νούλας, Α. (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις. Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

ICAP (2018). Κλαδική Μελέτη Γαλακτοκομικών. Αθήνα. Ζοπουνίδης Κ. (2013). Διοίκηση και Χρηματοοικονομική: Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ. Αθήνα: Κλειδάριθμος.

Chang, K. J., Chichernea, D. C. and HassabElnaby, H. R. (2014) “On the DuPont analysis in the health care industry”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 33 (1) pp. 83-103.

Monea, M. (2009) "Financial Ratios - Reveal How a Business Is Doing?" *Annals of the University of Petrosani, Economics, University of Petrosani, Romania*. 9(2) pp. 137-144.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

2.1 Εισαγωγή

Από τα αρχαία χρόνια οι ανάγκες των ανθρώπων καλύπτονταν όχι μόνο από τα αγαθά που παρήγαγαν αλλά και από αγαθά που δεν μπορούσαν να παράγουν οι ίδιοι. Με λίγα λόγια, αντάλλασσαν τα δικά τους προϊόντα με τα προϊόντα άλλων παραγωγών. Η διαδικασία αυτή ονομάζεται αντιπραγματισμός, δηλαδή ανταλλάσσεται πράγμα αντί πράγματος. Η διαδικασία, όμως, του αντιπραγματισμού απαιτούσε από τα δύο άτομα που συμμετείχαν στην ανταλλαγή, να θέλουν, ταυτόχρονα, να δώσουν και να λάβουν αντίθετα προϊόντα και ίσες ποσότητες. Αυτό δημιούργησε πολλές δυσκολίες, τις οποίες προσπάθησε να εξαλείψει η χρήση του χρήματος. Το χρήμα χώρισε την ανταλλαγή σε πώληση και αγορά, δηλαδή μετέτρεψε τις ανταλλαγές σε συναλλαγές (Λιανός et al., 2010).

Στις μέρες μας, εκτός από την ποσότητα του χρήματος που έχει μία οικονομική οντότητα, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η αποτελεσματικότητα, η κερδοφορία και γενικά η απόδοσή της. Η απόδοση μιας επιχείρησης ενδιαφέρει πολύ τους μετόχους, τα διοικητικά στελέχη, τους πιθανούς επενδυτές, τους δανειστές της κτλ, καθώς φανερώνει πολλά για την χρηματοοικονομική της θέση, την ικανότητά της να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της καθώς και τη μελλοντική της παρουσία στην αγορά.

Γενικά, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν διάφορους τρόπους για να αξιολογήσουν την απόδοση μιας επιχείρησης. Ένας τρόπος είναι η ανάλυση των οικονομικών της καταστάσεων. Όπως αναφέρουν και οι GropPELLI και Nikbakht (2012), για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης πρέπει να ακολουθηθεί μία συγκεκριμένη διαδικασία. Αρχικά, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές καλούνται να μελετήσουν τα περιεχόμενα της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και του ισολογισμού της εκάστοτε επιχείρησης. Έπειτα, πρέπει να αναλύσουν την κατάσταση ταμειακών ροών καθώς και τις πηγές και τις χρήσεις των κεφαλαίων της. Στη συνέχεια, αναλαμβάνουν να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και του ισολογισμού. Για να επιτύχουν αυτή τη σύγκριση χρησιμοποιούν την ανάλυση αριθμοδεικτών.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων έχει ως κύριο σκοπό να προσφέρει βοήθεια στα διευθυντικά στελέχη, έτσι ώστε να οργανώσουν τη στρατηγική που θα ακολουθήσουν με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο. Αυτό συμβαίνει διότι, από τη μελέτη της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και του ισολογισμού, οι διευθυντές μπορούν να εντοπίσουν τα αδύνατα σημεία των χρηματοοικονομικών λειτουργιών και να λάβουν μέτρα για να τα διορθώσουν. Επιπλέον, μέσα από την ανάλυση αυτών των καταστάσεων, τα διευθυντικά στελέχη είναι σε θέση να βρουν αποδοτικότερους τρόπους για την κατανομή των κεφαλαίων και των πόρων της επιχείρησής τους, να ελέγξουν τη μελλοντική κατεύθυνση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης και να βοηθήσουν στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Groppelli και Nikbakht, 2012).

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις και οι λογιστικές πληροφορίες που αυτές παρέχουν. Έπειτα, παραθέεται η ανάλυση αριθμοδεικτών και ειδικότερα αναλύονται οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας. Τέλος, αναλύεται η μέθοδος DuPont όσον αφορά τη μεθοδολογία αλλά και τον υπολογισμό της.

2.2 Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Την αξιολόγηση της πορείας των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της δραστηριότητάς τους αναλαμβάνει η χρηματοοικονομική ανάλυση. Σύμφωνα με την ηλεκτρονική εγκυκλοπαίδεια Investopedia, ο όρος χρηματοοικονομική ανάλυση αναφέρεται στη χρήση χρηματοοικονομικών στοιχείων για τη λήψη αποφάσεων που αφορούν μία επιχείρηση ή και μία πιθανή επένδυση γενικά. Στις επιχειρήσεις, οι διευθυντές χρησιμοποιούν τη χρηματοοικονομική ανάλυση για να διευθύνουν τις εταιρίες τους αποτελεσματικότερα και συνεπώς να επιτύχουν μεγαλύτερη κερδοφορία, καθώς με αυτό τον τρόπο, καταφέρνουν να προσδιορίσουν την απόδοση και την καταλληλότητά τους. Επιπλέον, με τη χρήση αριθμοδεικτών τους παρέχεται η δυνατότητα να αξιολογήσουν την ικανότητα επιβίωσης της εταιρίας τους, τόσο σε βραχυχρόνιο όσο και σε μακροχρόνιο επίπεδο. Όσον αφορά τους επενδυτές, με τη βοήθεια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, μπορούν να καθορίσουν ποια είναι η καταλληλότερη επένδυση για αυτούς. Ο κάθε επενδυτής θέτει τα δικά του κριτήρια και ζητά διαφορετικά πράγματα από κάθε επένδυση, για παράδειγμα κάποιος μπορεί να θέλει να λαμβάνει ένα σταθερό εισόδημα κατά τη διάρκεια μιας επένδυσης, ενώ κάποιος άλλος να αναζητά πρόσκαιρα και μεγαλύτερα κέρδη. Γενικά, όμως, όλοι οι επενδυτές έχουν ως κύριο στόχο τους την ελαχιστοποίηση του κινδύνου που επιφέρει η κάθε επένδυση. Για να το επιτύχουν αυτό, υπολογίζουν τη μέγιστη πι-

θανή απόδοση της επένδυσής τους, με τη χρήση των κατάλληλων δεικτών, σε συνδυασμό με τον ελάχιστο πιθανό κίνδυνο. Έπειτα, συγκρίνουν τα αποτελέσματα που βρήκαν με σκοπό να καθορίσουν την καλύτερη επιλογή, βασισμένη στις δικές τους ανάγκες και κριτήρια. Σε γενικές γραμμές, η χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιείται για να αξιολογήσει μια οικονομική οντότητα ως προς τη σταθερότητα, τη φερεγγυότητα, τη ρευστότητα και την κερδοφορία της, έτσι ώστε να δικαιολογείται μία πιθανή νομισματική επένδυση, ακόμη και στην περίπτωση χορήγησης πίστωσης είτε από κάποια τράπεζα είτε από κάποιο προμηθευτή. Κατά την εξέταση μίας εταιρίας, ο οικονομικός αναλυτής εστιάζει στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, στον ισολογισμό και στην κατάσταση ταμειακών ροών. Σε ό,τι αφορά την οικονομία ως σύνολο, η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων έχει ως στόχο την άντληση πληροφοριών με στόχο τη δημιουργία των απαραίτητων γνώσεων για τη λήψη αποφάσεων οι οποίες επηρεάζουν την κατανομή των οικονομικών πόρων μέσα στην οικονομία (Γκίκας et al., 2010).

2.3 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, για την εξαγωγή συμπερασμάτων η χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιεί τις πληροφορίες που τις παρέχουν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εκάστοτε επιχείρησης, έτσι ώστε να υπολογιστούν οι κατάλληλοι αριθμοδείκτες.

Σε γενικές γραμμές, όπως αναφέρει ο Ζοπουνίδης (2013), οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι πίνακες οι οποίοι περιγράφουν τη δραστηριότητα της επιχείρησης με στοιχεία μεγάλης σημασίας.

Σύμφωνα με τους Γκίκας et al. (2010), οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται με σκοπό την παροχή πληροφοριών, σχετικά με την χρηματοοικονομική θέση και απόδοση μιας οικονομικής οντότητας, στους μετόχους, στους δανειστές, στους προμηθευτές, στους επενδυτές, στους πιστωτές και γενικά ως προς κάθε ενδιαφερόμενο που πρόκειται να χορηγήσει οικονομικούς πόρους προς την συγκεκριμένη επιχείρηση. Με αυτό τον τρόπο, οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να:

- ✓ εκτιμήσουν την ικανότητα δημιουργίας μελλοντικών καθαρών ταμειακών εισροών και εκροών,
- ✓ εξετάσουν ποιοι είναι οι πραγματικοί οικονομικοί πόροι της επιχείρησης,
- ✓ εξακριβώσουν τις υποχρεώσεις της και την ικανότητα εξόφλησής τους,

- ✓ αξιολογήσουν εάν οι οικονομικοί πόροι της επιχείρησης χρησιμοποιούνται με τον πλέον αποτελεσματικό και αποδοτικό τρόπο από τα διοικητικά στελέχη.

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης, με βάση το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 1 (Νεγκάκης, 2015), περιλαμβάνουν:

- A) Τον Ισολογισμό (Κατάσταση Οικονομικής Θέσης)
- B) Την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- Γ) Την Κατάσταση Μεταβολών των Ιδίων Κεφαλαίων
- Δ) Την Κατάσταση Ταμειακών Ροών
- E) Τις Γνωστοποιήσεις

2.3.1 Ισολογισμός

Ο Ισολογισμός (Κατάσταση Οικονομικής Θέσης), όπως αναφέρουν οι Μπατσινίλας και Πατατούκας (2012), περιλαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία που πραγματικά είχε στην κυριότητά της η επιχείρηση κατά τη λήξη της εκάστοτε χρήσης. Οι λογαριασμοί ταξινομούνται συστηματικά, κατά κατηγορίες και με σαφείς τίτλους έτσι ώστε να μη δημιουργείται αμφιβολία ως προς το περιεχόμενό τους, το οποίο πρέπει να ανταποκρίνεται απόλυτα με την πραγματικότητα.

Με λίγα λόγια, ο Ισολογισμός δείχνει την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης μία δεδομένη χρονική στιγμή. Ειδικότερα, παρέχει πληροφορίες για τις απαιτήσεις της, τα περιουσιακά στοιχεία που έχει στην κυριότητά της καθώς και για της υποχρεώσεις της, τόσο ως προς τρίτους (δανειστές), τα λεγόμενα ξένα κεφάλαια, όσο και ως προς τους ιδιοκτήτες της, δηλαδή τα ίδια κεφάλαιά της (Καραγιώργος, 2012).

2.3.2 Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, με βάση το ΔΛΠ 1, παρέχει πληροφορίες που αφορούν την απόδοση μιας οικονομικής οντότητας και ειδικότερα, την ικανότητά της να χρησιμοποιεί τους οικονομικούς της πόρους αποτελεσματικότερα και να δημιουργεί τα μεγαλύτερα δυνατά κέρδη. Συνεπώς, η συγκεκριμένη Κατάσταση παρέχει πληροφορίες για το πόσο απο-

τελεσματικές είναι οι αποφάσεις που λαμβάνουν τα διοικητικά της στελέχη (Νεγκάκης, 2015).

2.3.3 Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων

Η Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων παρέχει πληροφορίες σχετικές με τις μεταβολές που καταγράφηκαν στα ίδια κεφάλαια μια επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής περιόδου. Ο όρος μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνει την έκδοση επιπρόσθετων μετοχών, δηλαδή αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, την καταγραφή αδιανέμητων κερδών κατά τη διάρκεια της χρήσης, όπως και διάφορα οικονομικά γεγονότα που αυξάνουν τον πλούτο των μετοχών και γίνονται με βάση τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (Γκίκας και Παπαδάκη, 2012).

2.3.4 Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Σύμφωνα με το ΔΛΠ 7, η Κατάσταση Ταμειακών Ροών απεικονίζει τις μεταβολές στα ταμειακά διαθέσιμα και στα ταμειακά ισοδύναμα που προέρχονται από τις λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου (Νεγκάκης, 2015).

Ως ταμειακά διαθέσιμα θεωρούνται τα μετρητά που υπάρχουν στο ταμείο της επιχείρησης καθώς και οι καταθέσεις που δίνουν τη δυνατότητα άμεσης ανάληψης. Αντίθετα, ως ταμειακά ισοδύναμα θεωρούνται οι βραχυπρόθεσμες, υψηλής ρευστότητας επενδύσεις που μπορούν να μετατραπούν σε συγκεκριμένα ποσά ταμειακών διαθεσίμων, χωρίς σημαντικό κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους (ΔΛΠ 7, παρ. 6).

2.3.5 Γνωστοποιήσεις

Όπως αναφέρεται και στο ΔΛΠ 1, οι γνωστοποιήσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών καταστάσεων. Στις γνωστοποιήσεις υπάρχουν όλες οι πληροφορίες που θέλουν οι χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και σχετίζονται με την αξιολόγηση της απόδοσης της οικονομικής οντότητας, την ικανότητά της να παράγει ταμειακές ροές καθώς και τους κινδύνους που διέπουν τη λειτουργία της. Ειδικότερα, παρέχουν πληροφορίες:

- για τον τρόπο κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων και τις λογιστικές πολιτικές που ακολουθούνται και εφαρμόζονται,
- οι οποίες δεν παρουσιάζονται στις υπόλοιπες οικονομικές καταστάσεις και απαιτούνται από τα ΔΠΧΑ,
- που συμβάλλουν στην καλύτερη κατανόηση των λειτουργιών της οντότητας.

2.4 Λογιστικές Πληροφορίες

Οι λογιστικές πληροφορίες που παρέχονται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις πρέπει να χαρακτηρίζονται από σχετικότητα, να είναι ουσιώδεις και αξιόπιστες καθώς επηρεάζουν τις αποφάσεις των διοικητικών στελεχών, των μετόχων, των επενδυτών και γενικά των χρηστών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Οι λογιστικές πληροφορίες χαρακτηρίζονται ως σχετικές εάν βοηθούν το χρήστη να προβλέψει γεγονότα που είναι πιθανό να συμβούν στο μέλλον. Για παράδειγμα, να προβλέψει μία ενδεχόμενη χρεοκοπία ή ακόμη και να επιβεβαιώσει ενέργειες που έγιναν από τη διοίκηση και να αξιολογήσει την αποτελεσματικότητά τους ως προς την επίτευξη του σκοπού που ήθελαν να επιτύχουν. Επιπλέον, του δίνουν τη δυνατότητα πρόβλεψης της μελλοντικής κατεύθυνσης των χρηματιστηριακών τιμών, την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της κτλ (Γκίκας και Παπαδάκη, 2012). Η πρόβλεψη της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης είναι μείζονος σημασίας, καθώς παρέχει πληροφορίες για τη μελλοντική απόδοσή της. Επομένως, κρίνεται απαραίτητη η ανάπτυξη στρατηγικών με τις οποίες θα ξεπεραστούν και θα αντιμετωπιστούν οποιαδήποτε εμπόδια προκύψουν στην πορεία (Pareja, 2010). Συνεπώς, αντιλαμβανόμαστε το πόσο σημαντικό χαρακτηριστικό είναι η σχετικότητα των πληροφοριών.

Το αν οι λογιστικές πληροφορίες χαρακτηρίζονται ως ουσιώδεις ή όχι καθορίζεται από το εάν η παράλειψή τους ή η λανθασμένη τους παρουσίαση επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις, οι οποίες λαμβάνονται με βάση αυτές τις πληροφορίες, και ως συνέπεια παραπλανά τους χρήστες των συγκεκριμένων πληροφοριών. Επίσης, το εάν οι πληροφορίες είναι ουσιώδεις καθορίζεται και από το ύψος του σχετικού ποσού, γεγονός που απαιτεί την χρήση της επαγγελματικής κρίσης του ατόμου που καταρτίζει τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις (Γκίκας και Παπαδάκη, 2012).

Γενικά, αντιλαμβανόμαστε πως οι λογιστικές πληροφορίες που παρέχονται στους χρήστες επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις τους. Γι' αυτό το λόγο πρέπει να είναι

αξιόπιστες. Δηλαδή, οι οικονομικές καταστάσεις και οι ενέργειες των διοικητικών στελεχών πρέπει να είναι σύμφωνες με τους λογιστικούς κανόνες και κανονισμούς και να λείπει από αυτές το υποκειμενικό στοιχείο, καθώς μπορεί να στρέψει προς τη λάθος κατεύθυνση τους χρήστες. Για παράδειγμα, η παρουσίαση πληροφοριών για τις νέες χρηματοοικονομικές μισθώσεις μπορεί να επηρεάσει τόσο τον κίνδυνο όσο και την αποδοτικότητα της επιχείρησης (Γκίκας και Παπαδάκη, 2012).

2.5 Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων και Λογιστικών Πληροφοριών

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως αναφέρει και η Specisoft (2009), είναι ένα σύστημα που παρέχει πληροφορίες παίρνοντας δεδομένα από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και από άλλες πηγές. Επίσης, παρέχει πληροφόρηση μελετώντας, αξιολογώντας και ερμηνεύοντας τις σχέσεις και τις τάσεις μεταξύ των διαφόρων χρηματοοικονομικών δεδομένων που γίνονται με ποσοτικά και ποιοτικά μέσα. Οι συγκεκριμένες πληροφορίες παρέχονται ως προς κάθε ενδιαφερόμενο άτομο ή φορέα, όπως:

- Στους φορείς της επιχείρησης
- Στους πιστωτές
- Στους χρηματοδοτικούς οργανισμούς
- Στους πιθανούς επενδυτές
- Στις φορολογικές και άλλες αρχές
- Στις επαγγελματικές ενώσεις των επιχειρήσεων.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν την κύρια πηγή πληροφόρησης για την πορεία μιας επιχείρησης όσον αφορά την ρευστότητα, την δραστηριότητα, την κερδοφορία και τον κίνδυνο. Οι καταστάσεις επιτρέπουν μια γρήγορη εκτίμηση της κατάστασης της επιχείρησης (Νούλας, 2015).

Ειδικότερα, στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως αναφέρονται το μικτό κέρδος, τα κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων, φόρων και χρεολυσίων, τα κέρδη προ τόκων και φόρων, τα κέρδη προ φόρων και τα καθαρά κέρδη (Νούλας, 2015). Αναλυτικότερα:

- ♦ *Μικτό κέρδος*

Ως μικτό κέρδος ή μικτά αποτελέσματα λογίζεται η διαφορά μεταξύ των εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων και του κόστους πώλησης αυτών των προϊόντων. Δηλαδή,

$$\text{Μικτό Κέρδος} = \text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}$$

- ♦ *Κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων, φόρων και χρεολυσίων (ΚΠΤΑΦΧ (EBITDA))*

Ως κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων, φόρων και χρεολυσίων ορίζεται η διαφορά μεταξύ του μικτού κέρδους και του συνόλου των λειτουργικών εξόδων (έξοδα διάθεσης και έξοδα διοίκησης). Δηλαδή,

$$\text{EBITDA} = \text{Μικτό Κέρδος} - \text{Λειτουργικά Έξοδα} + \text{Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα}$$

Το EBITDA είναι καλό μέτρο για να δει κανείς διαχρονικά την τάση της κερδοφορίας που προέρχεται από την κύρια δραστηριότητα της εταιρίας. Υπό αυτή την έννοια το EBITDA μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη σύγκριση εταιριών του ίδιου κλάδου.

- ♦ *Κέρδη προ τόκων και φόρων (ΚΠΤΦ ή EBIT – Earnings Before Interest and Taxes)*

Ως κέρδη προ τόκων και φόρων ορίζονται τα λειτουργικά κέρδη της εταιρίας πριν την πληρωμή των τόκων και φόρων. Τα ΚΠΤΦ είναι ουσιαστικά η διαφορά μεταξύ του EBITDA και των συνολικών αποσβέσεων. Βεβαίως αν υπάρχουν έσοδα (έξοδα) από επενδύσεις και συμμετοχές θα πρέπει να προστεθούν (αφαιρεθούν) σε αυτό το σημείο. Συνεπώς,

$$\text{ΚΠΤΦ} = \text{EBITDA} + \text{Έσοδα από Επενδύσεις και Συμμετοχές} - \text{Αποσβέσεις}$$

Ως λειτουργικά κέρδη αναγνωρίζονται τα κέρδη που προκύπτουν από όλα τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης ανεξάρτητα από το εάν αυτά χρηματοδοτήθηκαν με ξένα ή ίδια κεφάλαια. Τα λειτουργικά κέρδη επηρεάζονται μόνο από τις επενδυτικές αποφάσεις και όχι από τις χρηματοδοτικές.

- ♦ *Κέρδη προ φόρων (ΚΠΦ)*

Τα κέρδη προ φόρων προκύπτουν εάν αφαιρέσουμε τους τόκους που πληρώνει η επιχείρηση για τα ξένα κεφάλαια που χρησιμοποιεί. Δηλαδή,

$$\text{ΚΠΦ} = \text{ΚΠΤΦ} - \text{Τόκοι}$$

- ♦ *Καθαρά κέρδη*

Ως καθαρά κέρδη ή κέρδη μετά από φόρους (ΚΜΦ) λογίζεται το ποσό που απομένει στην επιχείρηση μετά την πληρωμή των φόρων και μπορεί είτε να διανεμηθεί στους μετόχους είτε

να παρακρατηθεί και να επανεπενδυθεί στην εταιρία ή και στα δύο, δεδομένου βεβαίως ότι υπάρχουν ρευστά διαθέσιμα. Δηλαδή,

$$\text{ΚΜΦ} = \text{ΚΠΦ} - \text{ποσό του φόρου}$$

Το γεγονός ότι τα καθαρά κέρδη είναι θετικά δε σημαίνει και αυτόματα ότι η επιχείρηση έχει ρευστά διαθέσιμα.

2.6 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Η πιο σημαντική πηγή πληροφοριών για τη δραστηριότητα μιας επιχείρησης είναι οι χρηματοοικονομικές της καταστάσεις κυρίως, δηλαδή, ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα χρήσης. Σκοπός του αναλυτή είναι να μπορέσει να αναλύσει τη μέχρι τώρα πορεία της οντότητας που θέλει να αναλύσει, με στόχο να καταλήξει σε συμπεράσματα που σχετίζονται με τη μελλοντική της πορεία με βάση αυτές τις καταστάσεις.

Για την εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων, όσον αφορά την απόδοση μιας επιχείρησης, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν αριθμοδείκτες. Όπως αναφέρει η Gadoiu (2014), πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν έναν εξαιρετικά μεγάλο αριθμό αριθμοδεικτών που πολλές φορές κάτι τέτοιο είναι πλεονάζον. Αντιθέτως, ένας μικρός αριθμός είναι χρήσιμος για να πραγματοποιηθεί οικονομική διάγνωση μιας εταιρείας. Επιπλέον, όταν επιθυμείται η ανάλυση μιας επιχείρησης, ο δείκτης κερδοφορίας εντάσσεται σχεδόν πάντα στις αναλύσεις, ωστόσο δεν παρέχει χρήσιμες και αξιόπιστες πληροφορίες συγκριτικά με άλλους δείκτες. Μάλιστα, υπάρχουν αριθμοδείκτες που προσφέρουν πιο χρήσιμες πληροφορίες σε συνδυασμό με άλλους και επισημαίνουν τυχόν αλλαγές στη λειτουργία και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, συγκριτικά με άλλες επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο (Monea, 2009).

Όπως υποστηρίζει ο Monea (2009), οι αριθμοδείκτες εκφράζουν την οικονομική σχέση διαιρώντας δύο οικονομικά αντικείμενα μεταξύ τους και παρέχουν πολύ σημαντικές πληροφορίες σε διευθυντές, προμηθευτές, επενδυτές και λοιπούς. Επίσης, δίνουν απαντήσεις αναφορικά με την κερδοφορία και βιωσιμότητα μιας επιχείρησης, τα επίπεδα των μισθών των εργαζομένων και την αποδοτική χρήση του ενεργητικού.

Γενικά, όπως αναφέρουν οι Ξανθάκης και Αλεξάκης (2007), οι αριθμοδείκτες εκφράζουν μία προσπάθεια συμπύκνωσης πολλών οικονομικών παραμέτρων σε έναν αριθμό, διαιρώντας, πολλαπλασιάζοντας, προσθέτοντας και αφαιρώντας στοιχεία που παρουσιάζονται

στις οικονομικές καταστάσεις. Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί αξιολόγηση της οικονομικής θέσης και των προοπτικών μιας επιχείρησης. Αυτός ο τρόπος ανάλυσης αποτελεί μια σημαντική μέθοδο ερμηνείας των σχέσεων μεταξύ των διαφόρων στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων. Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων. Βέβαια, η ανάλυση αυτή παρέχει μόνο ενδείξεις και είναι χρήσιμη για να αξιολογηθεί η οικονομική θέση και η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης, καθώς και η σύγκριση των αποτελεσμάτων της τόσο διαχρονικά όσο και με άλλες επιχειρήσεις. Δεδομένου ότι οι αριθμοδείκτες παρέχουν ενδείξεις, είναι περισσότερο χρήσιμοι μόνο αν εξετάζονται σε συνδυασμό με το γενικό περιβάλλον και τη θέση κάθε επιχείρησης. Πρωταρχικός σκοπός των αριθμοδεικτών είναι να εντοπίζει τις περιοχές εκείνες που χρειάζονται περαιτέρω διερεύνηση.

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι αριθμοδείκτες είναι τα καταλληλότερα εργαλεία προκειμένου να συγκεντρωθούν οι απαραίτητες πληροφορίες αναφορικά με τη δραστηριότητα και την κερδοφορία μιας επιχείρησης. Ωστόσο, όταν πραγματοποιείται ανάλυση, θα πρέπει να γίνεται με ιδιαίτερη προσοχή αλλά και να χαρακτηρίζεται από ορθολογικότητα για τους ακόλουθους λόγους (Gadoiu, 2014):

1. Πολλές μεγάλες εταιρείες διαθέτουν τμήματα που λειτουργούν σε διαφορετικές αγορές, επομένως είναι δύσκολο να αναπτυχθεί ένα σχετικό σύστημα δεικτών σε τέτοιου είδους εταιρείες. Άρα, η προτεινόμενη ενέργεια είναι η χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών για εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλό βαθμό εξειδίκευσης.
2. Το γεγονός ότι μια επιχείρηση επιτυγχάνει «καλές» αποδόσεις δεν είναι αρκετό. Οι τιμές των δεικτών πρέπει πάντα να συγκρίνονται με αυτές οι οποίες αναφέρονται από τους ηγέτες της αγοράς, έτσι ώστε να μπορεί να εξακριβωθεί η κατάσταση της εταιρείας.
3. Ο πληθωρισμός μπορεί να προκαλέσει διαστρεβλώσεις στην ανάλυση. Επομένως, όταν διενεργούνται πολυετείς οικονομικές αναλύσεις, είναι σημαντικό ότι τα αποτελέσματα πρέπει να ερμηνεύονται λαμβάνοντας υπόψη τον πληθωρισμό.
4. Οι εποχικοί παράγοντες μπορούν επίσης να επηρεάσουν τη χρηματοοικονομική ανάλυση. Για το λόγο αυτό, είναι απαραίτητη η πραγματοποίηση προσαρμογών για να ελαχιστοποιηθεί ο αντίκτυπος στην εποχικότητα.
5. Η πληθώρα λογιστικών τεχνικών και μεθόδων μπορεί να κάνει περίπλοκες τις συγκρίσεις των χρηματοοικονομικών δεικτών μεταξύ των επιχειρήσεων.
6. Συχνά είναι δύσκολο να ειπωθεί εάν οι τιμές των αριθμοδεικτών είναι «καλές» ή «κακές». Για παράδειγμα, ένα υψηλό ποσοστό της τρέχουσας ρευστότητας μπορεί να δεί-

χνει ότι η επιχείρηση ανταπεξέρχεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της σε αρκετά καλό βαθμό. Όμως, αυτό μπορεί να είναι συνέπεια του γεγονότος ότι έχει μεγάλο βαθμό ρευστότητας (σε τράπεζες και όχι μόνο), κάτι το οποίο δεν ενδείκνυται, καθώς μεγάλος βαθμός ρευστότητας σημαίνει μη παραγωγικά περιουσιακά στοιχεία.

7. Μία επιχείρηση μπορεί να έχει κάποιους «καλούς» αλλά και κάποιους «κακούς» αριθμοδείκτες, κάτι το οποίο παρεμποδίζει την εκτίμηση της γενικής χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Συνεπώς, προτείνεται η χρήση στατιστικών διαδικασιών προκειμένου να καθοριστεί η σημασία των δεικτών και η ακριβής ταξινόμηση των επιχειρήσεων.

2.6.1 Μέθοδοι Ανάλυσης

Η ανάλυση μιας επιχείρησης με τη χρήση αριθμοδεικτών διακρίνεται σε δύο μεθόδους:

1) Διαστρωματική Ανάλυση

Η μέθοδος αυτή συγκρίνει τους δείκτες μιας επιχείρησης με τους δείκτες άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου για την ίδια χρονική περίοδο. Συνήθως η σύγκριση γίνεται είτε με τις καλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου είτε με το μέσο όρο του κλάδου. Η σύγκριση ενός δείκτη μιας επιχείρησης με το μέσο όρο πρέπει να είναι προσεκτική. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι εξετάζουμε έναν δείκτη για τον οποίο υψηλότερες τιμές θεωρούνται καλύτερες από τις χαμηλές. Η άποψη όμως «ότι όσο υψηλότερος ο δείκτης τόσο το καλύτερο» μπορεί να εγκυμονεί κινδύνους. Όταν ο τρέχων δείκτης μιας επιχείρησης απέχει πάρα πολύ από τον μέσο δείκτη μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου είτε προς το καλύτερο ή προς το χειρότερο θα πρέπει να εξετάζεται με μεγάλη προσοχή. Η περαιτέρω ανάλυση ίσως αποδείξει ότι οι συνθήκες ή η κατάσταση της επιχείρησης δεν είναι τόσο καλή όσο θέλει να δείχνει ο δείκτης. Ένας υψηλός δείκτης κερδοφορίας, για παράδειγμα, μπορεί να προέρχεται από επενδύσεις οι οποίες έχουν μεγάλο ρίσκο και μπορούν ανά πάσα στιγμή να ανατραπούν (Νούλας, 2015).

Επίσης, θα πρέπει να έχουμε υπόψη ότι πολλές φορές η μεγάλη απόκλιση ενός δείκτη από το μέσο δείκτη του κλάδου μπορεί να είναι μόνο ένα σύμπτωμα κάποιου περιστασιακού γεγονότος. Ο οικονομικός διευθυντής θα πρέπει να ανακαλύψει και να απομονώσει τις αιτίες του προβλήματος. Μόνο όταν αυτό γίνει, θα είναι δυνατή η καταπολέμηση και η εξά-

λειψη του προβλήματος. Το κύριο σημείο είναι ότι η ανάλυση δεικτών κατευθύνει τον αναλυτή σε δυνητικές περιοχές προβλημάτων και ανησυχιών (Νούλας, 2015).

2) Διαχρονική Ανάλυση Δεικτών

Η διαχρονική ανάλυση δεικτών εξετάζει τους διάφορους δείκτες μιας επιχείρησης για μια σειρά ετών και επιτρέπει στην επιχείρηση να προσδιορίσει κατά πόσο αναπτύσσεται ή όχι, κατά πόσο οδεύει εμπρός ή πίσω και γενικά αποκαλύπτει τις τάσεις που δημιουργούνται (Νούλας, 2015).

Σημεία που θα πρέπει να προσεχθούν για τη σωστή χρήση των δεικτών

- Ένας δείκτης από μόνος του δεν είναι ικανός να πληροφορήσει σωστά για τη γενική κατάσταση της επιχείρησης. Μόνο μια ομάδα δεικτών είναι σε θέση να παρέχει πληροφορίες που μπορούν να θεωρηθούν ικανές για σωστή πληροφόρηση.
- Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων και οι εξ αυτών ερχόμενοι δείκτες πρέπει να αναφέρονται στην ίδια χρονική περίοδο για να αποφευχθούν σφάλματα που σχετίζονται με την εποχικότητα των προϊόντων.
- Τα χρησιμοποιούμενα δεδομένα και οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να προέρχονται από ίδιες λογιστικές μεθόδους. Η χρησιμοποίηση διαφορετικών λογιστικών μεθόδων θα έχει ως συνέπεια να μην είναι δυνατή η σύγκριση διαφόρων δεικτών μεταξύ εταιριών αλλά και ακόμη για την ίδια επιχείρηση.
- Η σύγκριση δεικτών διαχρονικά θα πρέπει να πάρει υπόψη την επίδραση του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός επηρεάζει τόσο τον όγκο των πωλήσεων όσο και το κόστος. Επηρεάζει την αξία των διαφόρων στοιχείων και επομένως επηρεάζει την κερδοφορία (Νούλας, 2015).

2.7 Διάκριση Αριθμοδεικτών

Οι αριθμοδείκτες χωρίζονται στις ακόλουθες κατηγορίες:

- ♦ Αριθμοδείκτες κερδοφορίας,
- ♦ Αριθμοδείκτες ρευστότητας και σταθερότητας,
- ♦ Αριθμοδείκτες δραστηριότητας,

- ♦ Αριθμοδείκτες χρέους,
- ♦ Αριθμοδείκτες μερισματικής πολιτικής.

Οι αριθμοδείκτες κερδοφορίας καθορίζουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει έσοδα μετρώντας το εισόδημα αναφορικά με τις πωλήσεις και τους πόρους. Οι πιο βασικοί δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους, καθαρού κέρδους, λειτουργικού κέρδους, απόδοσης του ενεργητικού και απόδοσης κεφαλαίου (Νούλας, 2015).

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας και σταθερότητας δείχνουν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και να μετατρέψει στοιχεία του ενεργητικού σε μετρητά για να αποπληρώσει τα χρέη της. Σε αυτήν περιλαμβάνονται οι δείκτες γενικής, ενδιάμεσης, άμεσης ρευστότητας καθώς επίσης και ο δείκτης σταθερότητας (Νούλας, 2015).

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες δραστηριότητας παρέχουν πληροφορίες σχετικά με το πόσο καλά μια επιχείρηση διαχειρίζεται το ενεργητικό της και βοηθά τους ιθύνοντες χάραξης πολιτικής της εταιρίας στην εκτίμηση των επιπέδων των εκροών. Οι βασικοί δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι το σύνολο του κύκλου εργασιών του ενεργητικού, ο κύκλος εργασιών παγίων και τρεχόντων περιουσιακών στοιχείων, ο κύκλος εργασιών των αποθεμάτων καθώς και η περίοδος των αποθεμάτων, ο κύκλος εργασιών των απαιτήσεων (εισπρακτέων) και ο κύκλος εργασιών του κεφαλαίου κίνησης (Νούλας, 2015).

Οι δείκτες χρέους δείχνουν τον τρόπο με τον οποίο η εταιρεία χρησιμοποιεί το χρέος της και παρέχει στους χρήστες πληροφορίες και ενδείξεις αναφορικά με τη φερεγγυότητα και σταθερότητά της σε μακροπρόθεσμη βάση. Επιπρόσθετα, επιδεικνύει τον τρόπο που το χρέος χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση της επιχείρησης αλλά και πόσο καλά είναι διαχειρίσιμο. Οι βασικοί αριθμοδείκτες χρέους είναι το χρέος προς το σύνολο του ενεργητικού, χρέος προς ίδια κεφάλαια και η κάλυψη των τόκων (Νούλας, 2015).

Τέλος, οι δείκτες μερισματικής πολιτικής είναι σχετικά απλοί αλλά και χρήσιμοι για τους επενδυτές, αφού οι επενδυτές ασχολούνται με την απόδοση των επενδύσεών τους (Genicia, 2015). Παρέχουν, επίσης, πληροφορίες ώστε να είναι σε θέση να εκτιμήσουν το πόσο ικανή είναι μια εταιρεία να πληρώσει τα μερίσματά της. Σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν οι δείκτες κέρδη ανά μετοχή, μερίσματα ανά μετοχή, η μερισματική απόδοση, η κάλυψη μερισμάτων και η απόδοση τιμής/κέρδους.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες εξελίσσονται με το πέρασμα του χρόνου και το γεγονός αυτό οφείλεται σε δύο παράγοντες: πρώτον, λόγω της λεγόμενης «παθητικής προσαρμο-

γής» η οποία συμβαίνει εξαιτίας των εξωτερικών παραγόντων που επηρεάζουν ολόκληρο τον κλάδο στον οποίο υπάγεται μια επιχείρηση και δεύτερον, λόγω της προσαρμογής η οποία προκαλείται από τις προσπάθειες των διευθυντών προκειμένου να πετύχουν το στόχο που έχουν θέσει (Yang και Chuang, 2010).

2.8 Δείκτες Αποδοτικότητας

Οι Δείκτες Αποδοτικότητας μετρούν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, δηλαδή τη δυναμικότητα των κερδών της και την ικανότητα της διοίκησής της να παράγει κέρδη. Οι κύριοι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας είναι (Ξανθάκης και Αλεξάκης, 2007):

❖ Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους εκφράζει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας οικονομικής οντότητας. Συνεπώς, για να θεωρηθεί μία επιχείρηση επιτυχημένη πρέπει να έχει ένα υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους. Βέβαια, είναι πιθανό να τεθεί ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους σκόπιμα, έτσι ώστε να επιτευχθεί αύξηση του όγκου των πωλήσεων της με σκοπό να διευρυνθεί το μερίδιό της στην αγορά. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση, διότι εκφράζει την αποτελεσματικότητα και την πολιτική του καθορισμού των τιμών (Ξανθάκης και Αλεξάκης, 2007).

Επομένως, θα μπορούσαμε να πούμε πως μία διαχρονικά ανοδική πορεία του δείκτη σημαίνει ένα συνεχώς αυξανόμενο ποσοστό μικτού κέρδους το οποίο σε συνδυασμό με σταθερές ή αυξανόμενες πωλήσεις, όπως αναφέρει ο Νούλας (2015), οδηγεί σε υψηλότερα μικτά κέρδη. Μια τιμή του δείκτη μεγαλύτερη από εκείνη του κλάδου μπορεί να οφείλεται στην ικανότητα της επιχείρησης να παράγει με μικρότερο κόστος και να εφαρμόζει καλύτερη τιμολογιακή πολιτική. Βέβαια, μία τιμή του δείκτη πολύ μεγαλύτερη από αυτή του κλάδου πρέπει να εξεταστεί περαιτέρω, καθώς μπορεί να οφείλεται στην τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης, δηλαδή στην υιοθέτηση πολύ υψηλών τιμών σε σχέση με τις τιμές του κλάδου.

Η αξιολόγηση και η ερμηνεία του δείκτη πρέπει να γίνεται με μεγάλη προσοχή, καθώς επηρεάζεται από την τιμή πώλησης, από τον όγκο των πωλήσεων και από το κόστος παραγωγής.

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους βρίσκεται, αν διαιρέσουμε τα μικτά κέρδη της χρήσης με τις καθарές της πωλήσεις και δείχνει το μικτό κέρδος που επιτυ-

χάνει μια επιχείρηση από την πώληση προϊόντων αξίας 100 ευρώ (Ξανθάκης και Αλεξάκης, 2007). Ο υπολογισμός όμως αυτός είναι δυνατός μόνο, αν η επιχείρηση δημοσιεύει το κόστος πωληθέντων.

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Ή Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη Χρήσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις Χρήσης}} * 100$$

$$\text{ή} \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} * 100$$

Όπου, το μικτό περιθώριο κέρδους (ΜΠΚ, Gross Profit Margin) δείχνει το ποσοστό των εσόδων που απομένει στην εταιρία αφού έχει πληρώσει το κόστος των προϊόντων και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{ΜΠΚ} = \frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

❖ Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που πετυχαίνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους βρίσκεται, αν διαιρέσουμε τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μιας περιόδου με το σύνολο των καθαρών πωλήσεων της ίδιας περιόδου. Στα καθαρά λειτουργικά κέρδη δεν περιλαμβάνονται τα τυχόν μη λειτουργικά έσοδα και κέρδη, τα οποία, όμως, μπορεί να είναι σημαντικά και να επηρεάζουν το αποτέλεσμα. Για το λόγο αυτό, προκειμένου να υπολογιστεί ο παραπάνω αριθμοδείκτης χρησιμοποιούνται πολλές φορές τα καθαρά κέρδη της χρήσης, τα οποία προκύπτουν με την προσθήκη των διαφόρων εσόδων και την αφαίρεση των διαφόρων εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση (Ξανθάκης και Αλεξάκης, 2007).

$$\text{Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} * 100$$

Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους είναι πολύ χρήσιμος, δεδομένου ότι τόσο η διοίκηση όσο και πολλοί αναλυτές βασίζουν τις προβλέψεις τους για τα μελλοντικά καθαρά κέρδη της επιχείρησης στο προβλεπόμενο ύψος πωλήσεων και το ποσοστό καθαρού κέρδους. Θα πρέπει να

σημειωθεί ότι ορισμένοι αναλυτές λαμβάνουν υπόψη τους τα καθαρά λειτουργικά κέρδη πριν από την αφαίρεση των αποσβέσεων, διότι με αυτό τον τρόπο διευκολύνονται έτσι οι συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων που εφαρμόζουν διαφορετική πολιτική αποσβέσεων.

❖ Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE, return on equity) εκφράζεται από το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών λειτουργικών κερδών της χρήσης με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων δείχνει ότι η επιχείρηση πάσχει σε κάποιο τομέα της, χωρίς όμως και να μπορεί ο εξωτερικός αναλυτής να εντοπίσει τα αδύνατά της σημεία από τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη και μόνο. Αντίθετα, ένας υψηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί, πράγμα που μπορεί να οφείλεται ανάλογα στην επιτυχημένη διοίκησή της, στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της κλπ (Ξανθάκης και Αλεξιάκης, 2007).

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Δεδομένου ότι ο σκοπός μιας επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων, ο δείκτης της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντικός για τους μετόχους. Εάν ο δείκτης είναι χαμηλός σε σχέση με το δείκτη άλλων επιχειρήσεων, τότε μειώνονται οι δυνατότητες της επιχείρησης να αντλήσει νέα κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά, τα οποία πιθανώς χρειάζονται για την επέκταση και διατήρηση της ανταγωνιστικότητας. Πολλές φορές στον παρονομαστή του δείκτη υπάρχει ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων. Η εξήγηση αυτού είναι ότι τα κέρδη πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια όλου του έτους και άρα θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους (Ξανθάκης και Αλεξιάκης, 2007).

❖ Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων παρουσιάζει την αποδοτικότητα μιας οικονομικής μονάδας, ανεξάρτητα από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της.

Επιπλέον, δείχνει την ικανότητα της οικονομικής μονάδας να πραγματοποιεί κέρδη, τον τρόπο που η διοίκηση κάνει χρήση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων και το τελικό αποτέλεσμα που καταφέρνει. Με λίγα λόγια, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης ενημερώνει τους ενδιαφερόμενους για τη δυναμικότητα των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) καθώς και για την κερδοφορία της επιχείρησης είτε σαν σύνολο είτε τμηματικά.

Ο συγκεκριμένος δείκτης προκύπτει εάν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, πριν την αφαίρεση των τόκων και των λοιπών χρηματοοικονομικών εξόδων, με το σύνολο των απασχολούμενων κεφαλαίων.

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Απασχολούμενων Κεφαλαίων}} * 100$$

❖ Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA, return on assets) μετρά την αποδοτικότητα των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας, καθώς επίσης και των επί μέρους τμημάτων αυτής, ενώ συγχρόνως αποτελεί είδος αξιολογήσεως και ελέγχου της διοικήσεως. Δηλαδή, η ικανότητα της διοίκησης να μπορεί να χρησιμοποιεί τους πόρους της για την πραγματοποίηση κερδών (Νούλας, 2015). Ο δείκτης προκύπτει από τη διαίρεση του συνόλου των λειτουργικών κερδών της χρήσης με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή το σύνολο του ενεργητικού, που παίρνουν μέρος στην πραγματοποίηση των συγκεκριμένων κερδών.

$$\text{Αριθμοδείκτης Κέρδη Ενεργητικότητας} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο αποτελεσματικότερα διοικείται η εταιρία. Η απόδοση του ενεργητικού μπορεί επίσης να εκφραστεί και ως ακολούθως:

$$ROA = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Ενεργητικό}} \times \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Υπό αυτή τη μορφή βλέπουμε ότι η απόδοση του ενεργητικού είναι συνάρτηση της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού και του καθαρού περιθωρίου κέρδους.

❖ Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

Ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης μετρά την επίδραση που έχουν τα ξένα (δανειακά) κεφάλαια στα κέρδη μιας οικονομικής οντότητας . Προκύπτει διαιρώντας την αποδοτικότητα του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης με την αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων στην οικονομική μονάδα κεφαλαίων

$$\begin{aligned} & \text{Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης} \\ &= \frac{\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα Συνολικών Απασχολούμενων κεφαλαίων}} \end{aligned}$$

2.9 Μέθοδος Ανάλυσης DuPont

Η χρηματοοικονομική ανάλυση εκτελείται από τους διευθυντές των επιχειρήσεων με σκοπό να προσδιοριστούν οι δυνατότητες, αδυναμίες αλλά και οι πιθανοί κίνδυνοι που απειλούν μια επιχείρηση. Σύμφωνα με τους Foscan et al. (2015), η ανάλυση DuPont σχετίζεται με την εξερεύνηση της απόδοσης μιας επιχείρησης, προσδιορίζοντας τα δυνατά και αδύναμα σημεία των εσωτερικών παραγόντων, οι οποίοι καθορίζουν την αύξηση ή μείωση της απόδοσης. Οι δείκτες που περιλαμβάνονται σε μια τέτοιου είδους ανάλυση είναι ο δείκτης οικονομικής απόδοσης, απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και απόδοσης επί των πωλήσεων. Ο ρόλος της ανάλυσης DuPont είναι διπλός. Από τη μία είναι ένα εργαλείο μέτρησης της οικονομικής απόδοσης μιας εταιρείας και από την άλλη ένα μοντέλο για την καθοδήγηση στη λήψη των αποφάσεων οι οποίες θα συμβάλλουν στην ενίσχυση της απόδοσης.

Η μέθοδος DuPont δημιουργήθηκε το 1920 στην αμερικάνικη επιχείρηση «DuPont Chemicals». Από το 1989 άρχισε να δημιουργείται σημαντική βιβλιογραφία, καθώς όλο και περισσότεροι ασχολήθηκαν με αυτή τη μέθοδο. Για παράδειγμα, οι Selling και Stickney πραγματοποίησαν την ανάλυση συγκρίνοντας διάφορους τομείς αλλά από τον ίδιο κλάδο. Το πόρισμά τους ήταν ότι υπάρχουν τεράστιες χρονικές διαφορές στις επιχειρήσεις μολονότι ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Το 2008 ο Suliman κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι πληροφορίες που παρέχονται από την ανάλυση συμβάλλουν στην εκτίμηση των μελλοντικών εσόδων. Το 2011 οι ερευνητές M. Herciug, C. και L. Belascu Ogrean δημοσίευσαν ένα άρθρο με τίτλο «Ανάλυση DuPont στις 20 πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις στον κόσμο». Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα κέρ-

δους δεν είναι πάντα αυτές που προσελκύουν επενδυτές. Με το πέρασμα των χρόνων η συγκεκριμένη μέθοδος έχει υποστεί αλλαγές οι οποίες συμβάλλουν στη βελτίωση της ανάλυσης με αποτέλεσμα να χρησιμοποιείται στις μέρες μας ευρέως για τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Γενικά, όπως αναφέρουν οι Hao και Choi (2019), η ανάλυση DuPont είναι ευρέως διαδεδομένη και χρησιμοποιείται για την εξέταση των πηγών των λειτουργικών επιδόσεων. Επιπροσθέτως, χρησιμοποιείται και σαν εργαλείο για τη διαχείριση και πρόβλεψη των κερδών.

2.9.1 Ορισμός ανάλυσης DuPont

Η ανάλυση DuPont είναι ένα πλαίσιο το οποίο αναλύει τις βασικές επιδόσεις μιας επιχείρησης όπως υποδεικνύονται από τη DuPont Corporation. Η ανάλυση DuPont είναι μία χρήσιμη τεχνική που χρησιμοποιείται για να αποσυνθέσει το Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity, ROE) και να τον αναλύσει σε περισσότερους δείκτες (Chang et al., 2014). Η αποσύνθεση του δείκτη ROE επιτρέπει στους επενδυτές να εστιάζουν κάθε φορά σε συγκεκριμένους δείκτες της χρηματοοικονομικής παρουσίας μιας επιχείρησης έτσι ώστε να μπορέσουν να αναγνωρίζουν τα δυνατά και τα αδύναμά της σημεία.

Υπάρχουν 3 δείκτες που προκύπτουν από την αποσύνθεση του δείκτη ROE:

- ✓ Λειτουργική αποδοτικότητα, που απεικονίζεται από το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (Net Profit Margin, NPM).
- ✓ Αποτελεσματικότητα χρήσης των περιουσιακών στοιχείων, που υπολογίζεται σύμφωνα με το Δείκτη του Κύκλου Εργασιών (Asset Turnover Ratio, ATR).
- ✓ Χρηματοοικονομική μόχλευση, που υπολογίζεται με βάση τον Πολλαπλασιαστή Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Multiplier, EM).

2.9.2 Μεθοδολογία και υπολογισμός ανάλυσης DuPont

Η ανάλυση DuPont βασίζεται στη διεύρυνση του Δείκτη Ανάλυσης Ιδίων Κεφαλαίων και υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους με τις Καθαρές Πωλήσεις και τον Πολλαπλασιαστή Μετοχών.

Ανάλυση DuPont = ΚΠΚ * ΔΚΕ * ΠΠΚ

Εδώ βλέπουμε ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται από δύο παράγοντες:

- Την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τους πόρους και
- Το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Γενικά, όσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση τόσο μικρότερη τείνει να είναι η απόδοση του ενεργητικού. Η εξήγηση αυτού είναι απλή. Με την αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (ξένων κεφαλαίων), αυξάνονται συγχρόνως τα έξοδα για τους τόκους και συνεπώς μειώνονται τα καθαρά κέρδη (Chang et al., 2014). Από την άλλη πλευρά, η μεγαλύτερη χρηματοοικονομική μόχλευση επηρεάζει θετικά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Όπου,

$$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Λειτουργικά Αποτελέσματα}}{\text{Πωλήσεις}}$$

$$\text{Δείκτης Κύκλου Εργασιών} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{ΜΟ Συνολικών Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

$$\text{Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{ΜΟ Συνολικών Περιουσιακών Στοιχείων}}{\text{ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Ειδικότερα,

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \rightarrow$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} * \frac{\text{Συνολικά ΠΣ}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \rightarrow$$

$$\text{ROE} = \text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} * \text{Δείκτης Κύκλου Εργασιών} * \text{Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων} \rightarrow$$

$$\text{ROE} = \text{Ανάλυση DuPont}$$

Ο πρώτος όρος, που είναι γνωστός ως περιθώριο κέρδους, δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να ελέγχει τα έξοδα για ένα δεδομένο ύψος εσόδων. Ο δεύτερος όρος, τον οποίο θα αποκαλέσουμε εκμετάλλευση ενεργητικού, δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί το ενεργητικό αποτελεσματικά για την πραγματοποίηση εσόδων. Ο τρίτος όρος δείχνει το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Άρα η απόδοση ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται από:

- Την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τους πόρους
- Την ικανότητα της διοίκησης να ελέγχει τα έξοδα
- Το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Βέβαια, η συγκεκριμένη εξίσωση μπορεί να αναλυθεί περαιτέρω και ο δείκτης ROE να αποτελείται από 5 αντί για 3 δείκτες (Five-step DuPont analysis). Η περαιτέρω επέκταση του δείκτη ROE προσθέτει 2 επιπλέον συστατικά τα οποία παρέχουν στους αποδέκτες των χρηματοοικονομικών πληροφοριών περισσότερες λεπτομέρειες.

Δηλαδή,

$$ROE = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \rightarrow$$

$$ROE = \frac{\text{Καθαρό Εισόδημα}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} * \frac{\text{Συνολικά ΠΣ}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \rightarrow$$

$$ROE = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων (1 - Φορολογικός Συντελεστής)}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} * \frac{\text{Συνολικά ΠΣ}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \rightarrow$$

$$ROE = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων - Έξοδα Τόκων}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} * \frac{\text{Συνολικά ΠΣ}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} * (1 - \text{Φορολογικός}$$

Συντελεστής) \rightarrow

$$ROE = \left(\frac{\text{ΚΠΦΤ}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} - \frac{\text{Έξοδα Τόκων}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} \right) * \frac{\text{Συνολικά ΠΣ}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} * (1 - \text{Φορολογικός}$$

Συντελεστής) \rightarrow

$$ROE = \left(\frac{\text{ΚΠΤΦ}}{\text{Πωλήσεις}} * \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} - \frac{\text{Έξοδα Τόκων}}{\text{Συνολικά ΠΣ}} \right) * \frac{\text{Συνολικά ΠΣ}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} * (1 - \text{Φορολογικός Συντελεστής})$$

\rightarrow

$$ROE = (\text{Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους} * \text{Δείκτης Κύκλου Εργασιών} - \text{Έξοδα Τόκων}) * \text{Πολλαπλασιαστής Μετοχών} * (1 - \text{Φορολογικός Συντελεστής})$$

Όπου,

$$\text{Καθαρό Εισόδημα} = \text{Κέρδη προ Φόρων (1 - Φορολογικός Συντελεστής)}$$

$$\text{Κέρδη προ Φόρων} = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} - \text{Έξοδα Τόκων}$$

2.9.3 Χρήση της Ανάλυσης DuPont

Η ανάλυση DuPont χρησιμοποιείται για να αξιολογήσει τα συστατικά σημεία του Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Επιτρέπει στους επενδυτές να καθορίσουν ποιες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες συνεισφέρουν περισσότερο στις αλλαγές του ROE. Για παράδειγμα, οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν την ανάλυση για να συγκρίνουν τη λειτουργική αποτελεσματικότητα δύο παρόμοιων εταιριών. Από την άλλη, οι διευθυντές

μπορούν να χρησιμοποιήσουν την ανάλυση για να προσδιορίσουν τα δυνατά σημεία και τις αδυναμίες που πρέπει να αντιμετωπιστούν (Investopedia, 2019).

2.9.4 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Ανάλυσης DuPont

Η ανάλυση DuPont είναι ένα χρήσιμο εργαλείο ανάλυσης που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι επενδυτές για να λάβουν περισσότερες πληροφορίες για τις μετοχές που κατέχουν.

Το κύριο πλεονέκτημα της ανάλυσης DuPont είναι πως παρέχει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα για τη χρηματοοικονομική υγεία και παρουσία μιας επιχείρησης, σε σύγκριση με τις περιορισμένες πληροφορίες που παρέχονται από το δείκτη ROE. Συγκεκριμένα, δίνει τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους να βρουν την αιτία αύξησης ή μείωσης του δείκτη ROE. Για παράδειγμα, η αύξησή του μπορεί να οφείλεται στη βελτίωση της αποδοτικότητας, στην αποδοτικότερη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων ή στην αύξηση του ξένου δανεισμού. Διότι, στην περίπτωση όπου αυξάνεται η χρηματοοικονομική μόχλευση έχει ως συνέπεια την αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, πράξη που δεν συνεπάγεται την αύξηση των κερδών αλλά την αύξηση του κινδύνου. Έτσι, αυξάνεται το ρίσκο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν οι επενδυτές, επενδύοντας στη συγκεκριμένη οντότητα.

Από την άλλη, το κύριο μειονέκτημα είναι πως στηρίζεται αρκετά στα λογιστικά στοιχεία που υπάρχουν στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των οικονομικών οντοτήτων. Τα συγκεκριμένα στοιχεία μπορεί να έχουν παραποιηθεί από τα διοικητικά στελέχη μιας επιχείρησης για την επίτευξη ορισμένου σκοπού και την ωραιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Επομένως, να μην είναι αξιόπιστα και οι πληροφορίες που παρέχουν να είναι λανθασμένες (Investopedia, 2019).

2.10 Συμπεράσματα

Στο παραπάνω κεφάλαιο παρατέθηκε όλη η θεωρία που αφορά τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, την ανάλυση αριθμοδεικτών καθώς και τη μέθοδο DuPont. Η θεωρία αυτή θα αποτελέσει τη βάση για τη διεξαγωγή της έρευνας που αφορά την αποδοτικότητα ορισμένων εταιριών του κλάδου των γαλακτοκομικών, η οποία έρευνα παρουσιάζεται στο επόμενο κεφάλαιο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

- Γκίκας, Δ. και Παπαδάκη Α. (2012). Χρηματοοικονομική Λογιστική. Αθήνα: Μπένος.
- Γκίκας, Δ. , Παπαδάκη, Α. και Σιουγλέ, Γ. (2010). Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Μπένος.
- Ζοπουνίδης Κ. (2013). Διοίκηση και Χρηματοοικονομική: Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ. Αθήνα: Κλειδάριθμος.
- Καραγιώργος Θεοφάνης (2012). Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική. Θεσσαλονίκη: Αφοί Θ. Καραγιώργου.
- Λιανός, Θ., Παπαβασιλείου, Α. και Χατζηανδρέου Α. (2010), Αρχές Οικονομικής Θεωρίας, Οργανισμός Εκδόσεως Διδακτικών Βιβλίων, Αθήνα.
- Μπατσινίλας Ε. και Πατατούκας Κ. (2012). Σύγχρονη Λογιστική. Τόμος Β'. Αθήνα: Αθ. Σταμούλης.
- Νεγκάκης Χ. (2015), Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς: θεωρία και πρακτική. Θεσσαλονίκη: Αειφόρος Λογιστική
- Νούλας, Α. (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις. Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- Ξανθάκης Μ. και Αλεξιάκης Χ. (2007). Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Σταμούλης Α.Ε.
- Chang, K. J., Chichernea, D. C. and HassabElnaby, H. R. (2014) "On the DuPont analysis in the health care industry", Journal of Accounting and Public Policy, 33 (1) pp. 83-103.
- Focsan, E.I., Miron, V. C. I. & Jeler, I. (2015) "Du Pont Analysis In The Production And Preservation Of Meat," Annals - Economy Series, Constantin Brancusi University, Faculty of Economics, 1 pp. 140-146.
- Groppelli, A. and Nikbakht, E. (2012). Χρηματοοικονομική. Αθήνα: Κλειδάριθμος.
- Specisoft (2009). Χρηματοοικονομικά. Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Αθήνα: Specisoft.
- Gadoiu, M. (2014). "Advantages And Limitations Of The Financial Ratios Used In The Financial Diagnosis Of The Enterprise" Scientific Bulletin - Economic Sciences, University of Pitesti, 13(2) pp. 87-95.

Hao, Y. & Choi, S. U. (2019)"Operating Performance of Chinese Online Shopping Companies: An Analysis Using DuPont Components," Sustainability, MDPI, Open Access Journal, 11(13) pp. 1-13.

Monea, M. (2009)"Financial Ratios - Reveal How a Business Is Doing?" Annals of the University of Petrosani, Economics, University of Petrosani, Romania. 9(2) pp. 137-144.

Pareja, I. V. (2010) "Financial ratio analysis," Proyecciones Financieras y Valoración 007284, Master Consultores.

Yang, Y. & Chuang, H. W. (2010)"A Dynamic Financial Ratio Adjustment Model," Global Journal of Business Research, The Institute for Business and Finance Research, 4(3) pp. 1-10.

Investopedia (2019). DuPont Analysis. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/d/dupontanalysis.asp> . [ημερομηνία πρόσβασης 05 Αυγούστου 2019].

Investopedia (2019). Pros and Cons of Using DuPont Analysis. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041615/what-are-some-advantages-and-disadvantages-dupont-analysis.asp> . [ημερομηνία πρόσβασης 05 Αυγούστου 2019].

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο όρος έρευνα έχει πολλά αντικείμενα εφαρμογής στην καθημερινότητα των ανθρώπων. Περισσότερο όμως, εμπίπτει στη συστηματική, αντικειμενική και εξακριβωμένη αναζήτηση πληροφοριών για την επίλυση ενός προβλήματος. Ειδικότερα, ο όρος επιστημονική έρευνα βασίζεται σε πειραματική μέθοδο κατά την οποία οι αρχικές υποθέσεις καλούνται να επαληθευθούν και να επιβεβαιωθούν με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι ευρέως αποδεκτές.

Η συλλογή επιστημονικών πληροφοριών για τη διεξαγωγή μιας έρευνας διακρίνεται σε δύο μεγάλες προσεγγίσεις, την ποιοτική και την ποσοτική. Η ποιοτική έρευνα ασχολείται με τη διερεύνηση και την κατανόηση των κοινωνικών φαινομένων σε βάθος. Κύριος ρόλος της ποιοτικής έρευνας είναι η απάντηση ερωτημάτων που σχετίζονται με το «πώς» και το «γιατί». Η έρευνα καλείται να ερευνήσει σε βάθος τάσεις, αντιλήψεις και κίνητρα, όπως και δεδομένα της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Συνεπώς, αποτελεί μία διερευνητική μέθοδο. Στόχος της ποιοτικής έρευνας είναι η λεπτομερής περιγραφή και κατανόηση ενός ζητήματος, καθώς γίνεται παράθεση μη αριθμητικών στοιχείων και δίνεται βαρύτητα στις ατομικές ερμηνείες των γεγονότων, δηλαδή χαρακτηρίζονται από υποκειμενικότητα. Από την άλλη, η ποσοτική έρευνα διερευνά τα φαινόμενα χρησιμοποιώντας στατιστικές μεθόδους και αριθμητικά δεδομένα. Για τη διεξαγωγή μίας ποσοτικής έρευνας χρησιμοποιείται αντιπροσωπευτικό δείγμα παρατηρήσεων από το οποίο θα διεξαχθούν συμπεράσματα, τα οποία θα γενικευθούν στον ευρύτερο πληθυσμό. Για τη συλλογή δεδομένων, χρησιμοποιούνται ερωτηματολόγια, αριθμητικά δεδομένα, κτλ. Κύριος στόχος της ποσοτικής έρευνας είναι η πρόβλεψη, καθώς ασχολείται με αριθμητικά δεδομένα. Είναι έντονο το αντικειμενικό στοιχείο, αφού γίνεται ακριβής μέτρηση και ανάλυση των εννοιών που διερευνούνται.

Στον παρόν κεφάλαιο θα αναλυθεί το πώς επιλέχθηκαν οι εταιρίες για τη συγκεκριμένη έρευνα και πώς συλλέχθηκαν τα δεδομένα. Στη συνέχεια περιγράφεται ο τρόπος ανάλυσής τους και οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν. Τέλος, παραθέτονται ορισμένες πληροφορίες για τις εταιρίες που θα ερευνηθούν.

3.2 ΕΠΙΛΟΓΗ ΚΑΙ ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Η μεθοδολογική προσέγγιση σχετίζεται με την ανάλυση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) τεσσάρων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο των γαλακτοκομικών προϊόντων, κατά τη χρονική περίοδο 2011–2018. Οι εταιρίες επιλέχθηκαν τυχαία από τις 10 πιο κερδοφόρες του κλάδου κατά την περίοδο 2012–2016. Η ανάλυση γίνεται μέσω της ανάλυσης αριθμοδεικτών και της τροποποιημένης ή διευρυμένης εξίσωσης DuPont με την αξιοποίηση στοιχείων και δεδομένων που αντλούνται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην παρούσα εργασία αντλήθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των εταιριών για τα έτη 2011–2018 και συλλέχθηκαν από την ICAP. Από τις καταστάσεις αποτελεσμάτων και από τους ισολογισμούς των εταιριών Ελληνικά Γαλακτοκομεία Α.Ε., Κρι Κρι Α.Β.Ε.Ε., Φάρμα Κουκάκη Α.Ε. και Εβροφάρμα Α.Β.Ε.Ε. χρησιμοποιήθηκαν οι κατάλληλοι λογαριασμοί για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών. Οι αριθμοδείκτες που υπολογίστηκαν είναι οι εξής: α) αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους, β) αριθμοδείκτης μικτού κέρδους, γ) αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE), δ) αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, ε) αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων και στ) αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης. Στη συνέχεια γίνεται η ανάλυση αυτών των αριθμοδεικτών με τη χρήση διαγραμμάτων. Κατόπιν, γίνεται υπολογισμός του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) με τη μέθοδο DuPont. Η διευρυμένη εξίσωση DuPont συμβάλλει στην περαιτέρω ανάλυση του δείκτη ROE, καθώς, οι δείκτες που προκύπτουν δίνουν περισσότερα στοιχεία για τις μεταβολές του δείκτη. Η περαιτέρω ανάλυση του δείκτη έγινε και αυτή με τη χρήση διαγραμμάτων. Τέλος, τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την ανάλυση και των τεσσάρων εταιριών συγκρίθηκαν μεταξύ τους, αλλά και με τον κλάδο γενικότερα.

Για τη διεξαγωγή της παραπάνω έρευνας χρησιμοποιείται και ο συντελεστής β , ο οποίος είναι η τάση της χρονοσειράς του αριθμοδείκτη. Ως τάση ορίζεται η συστηματική κίνηση μιας σειράς προς ορισμένη κατεύθυνση. Σύμφωνα με τη Δημέλη (2013), αυτή η κίνηση μπορεί να οριστεί με τη μεταβλητή του χρόνου t και να εκφραστεί ως μία συνάρτηση του t :

$$Y_t = f(t) + e_t$$

όπου $f(t)$ αποτελεί μία γραμμική ή μη γραμμική συνάρτηση του χρόνου t και e_t είναι το τυχαίο σφάλμα με $E(e_t) = 0$ και $var(e_t) = E(e_t)^2 = \sigma_e^2$. Η χρονολογική σειρά Y_t επομένως κινείται γύρω από την τάση της.

Η πιο απλή μορφή τάσης είναι η γραμμική, με τύπο:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 t + e_t$$

που αποτελεί το υπόδειγμα γραμμικής τάσης (linear trend model). Η παράμετρος β_0 είναι η σταθερά της εξίσωσης και η παράμετρος β_1 μετρά τη μεταβολή της χρονολογικής σειράς Y_t από περίοδο σε περίοδο (συντελεστής β) όταν $\Delta e_t = 0$:

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} = \beta_1$$

Οι τύποι που χρησιμοποιήθηκαν παραθέτονται παρακάτω (Πίνακας 3.1).

Πίνακας 3.1 : Τυπολόγιο

Αριθμοδείκτης	Τύπος
Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους	$\frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$
Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους	$\frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}}$
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων	$\frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Απασχολούμενων Κεφαλαίων}} \times 100$
Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης	$\frac{\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα Συνολικών Απασχολούμενων κεφαλαίων}}$
Δείκτης ROE	$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} \times \text{Δείκτης Κύκλου Εργασιών} \times \text{Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων}$

Ακολουθώντας την παραπάνω διαδικασία διεξάγουμε την ανάλυση, τα αποτελέσματα της οποίας θα αναλυθούν στα επόμενα κεφάλαια.

3.3 Ιστορικά Στοιχεία Εταιριών

3.3.1 Ελληνικά Γαλακτοκομεία

Η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΓΑΛΑΚΤΟΚΟΜΕΙΑ Α.Ε. είναι μία οικογενειακή επιχείρηση 3ης γενιάς, που δραστηριοποιείται στον τομέα των γαλακτοκομικών προϊόντων συνεχίζοντας την αδιάκοπη λειτουργία της με προσφορά στην ελληνική οικονομία και στην πρωτογενή παραγωγή. Έχει παρουσία τόσο στην ελληνική αγορά όσο και σε 47 χώρες του εξωτερικού, όπως αναφέρεται στην ιστοσελίδα της επιχείρησης (Ελληνικά Γαλακτοκομεία, 2019).

Η ιστορία της ξεκινά το 1950 στο Περιβόλι Γρεβενών όπου η οικογένεια Σαράντη είχε δημιουργήσει μια μικρή επιχείρηση στην οποία παρασκεύαζε γιαούρτια και τυριά με τις παραδοσιακές συνταγές και τα διακινούσε στην ευρύτερη περιοχή των Τρικάλων. Στα μέσα της δεκαετίας του '80 ο Στέργιος Σαράντης μαζί με τους δύο γιούς του, Δημήτρη και Μιχάλη, δημιουργούν μία ομόρρυθμη εταιρία, την ΤΥΡΑΣ, κατασκευάζοντας τότε ένα σύγχρονο για την εποχή τυροκομείο, λίγο έξω από τα Τρίκαλα, στο δρόμο για την Πύλη.

Το 1985 οι αδερφοί Δημήτρης και Μιχάλης Σαράντης ξεκινούσαν στα Τρίκαλα την πρώτη τους τυροκομική επιχείρηση, την «Τυροκομικά Αδερφοί Σαράντη» (ΤΥΡΑΣ) και 33 χρόνια μετά την έχουν εξελίξει σε έναν από τους μεγαλύτερους ομίλους γαλακτοκομικών προϊόντων όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και στα Βαλκάνια (Μανιφάβα, 2018).

Η εταιρεία το 1992 μετατρέπεται σε ανώνυμη και το 1999 κάνει το πρώτο μεγάλο βήμα για την επέκτασή της στο εξωτερικό. Εξαγοράζει την TYROM SA στη Ρουμανία και αποφασίζει να κατασκευάσει εργοστάσιο στη χώρα αυτή. Ένα χρόνο μετά, το 2000, η ΤΥΡΑΣ εξαγοράζει τη συνεταιρική γαλακτοβιομηχανία «Όλυπος» στη Λάρισα και επεκτείνεται δυναμικά στην κατηγορία του φρέσκου γάλακτος. Έπειτα από τρία χρόνια, η ΤΥΡΑΣ επεκτείνεται εκτός συνόρων και εξαγοράζει την TYRBUL SA στη Βουλγαρία, κατασκευάζοντας στη γειτονική χώρα εργοστάσιο με κύρια δραστηριότητα την παραγωγή κίτρινων τυριών.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας η επέκταση της εταιρείας έγινε ακόμη πιο εμφανής με αποτέλεσμα το 2008 οι αδερφοί Δημήτρης και Μιχάλης Σαράντης να προβούν στην εξαγορά μιας ακόμη συνεταιριστικής γαλακτοβιομηχανίας, της «Ροδόπης» και πλέον να αποκτήσουν

παραγωγική μονάδα και στη Βόρεια Ελλάδα, σε μία περιοχή με σημαντικές ζώνες γάλακτος. Το 2009 αποφασίζουν να κάνουν το μεγάλο βήμα στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού και ιδρύουν την εμπορική εταιρία «Olympus Dairy USA Corp.» και την άνοιξη του 2010 ξεκινούν τις εξαγωγές γιαουρτιού στις ΗΠΑ. Δραστηριότητα, ωστόσο, την οποία η «Όλυμπος» αποφασίζει να διακόψει το 2013, θεωρώντας την μη συμφέρουσα, συνεχίζοντας ωστόσο, τις εξαγωγές φέτας. Παρ' όλ' αυτά, η Ευρώπη εν αντιθέσει αποδεικνύεται πολύ πιο ελκυστική και η εταιρία τα επόμενα χρόνια ιδρύει θυγατρικές στην Ιταλία, στη Γερμανία και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Το μικρό κάποτε τυροκομείο αποτελεί πλέον όμιλο με πέντε εργοστάσια σε Ελλάδα, Ρουμανία και Βουλγαρία και 1214 Εργαζομένους (Μανιφάβα, 2018).

3.3.2 Κρι Κρι

Τα εργοστάσιο της Κρι Κρι βρίσκεται στη Βόρεια Ελλάδα και συγκεκριμένα στις Σέρρες. Αποτελείται από δύο διαφορετικά εργοστάσια, το εργοστάσιο παραγωγής γαλακτοκομικών και το εργοστάσιο παγωτών. Ανατρέχοντας στο παρελθόν και την ιστορία της εταιρείας το 1954 ο Γιώργος Τσίναβος αποφασίζει να ιδρύσει ένα μικρό ζαχαροπλαστείο στις Σέρρες, το οποίο παρήγαγε και διέθετε παγωτά και είδη ζαχαροπλαστικής στην πόλη. Στη συνέχεια, το 1987 κατασκευάζεται ένα νέο εργοστάσιο με παραγωγικές μονάδες παγωτού και γιαουρτιού.

Η επέκταση της εταιρείας πραγματοποιήθηκε στην αγορά της Αττικής το 1996 με αποτέλεσμα την εισαγωγή της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 2003. Σήμερα, η Κρι Κρι, μετά από 64 χρόνια εμπορικής πορείας και συνεχείς επενδύσεις, συγκαταλέγεται πλέον στις πιο δυναμικές βιομηχανίες γαλακτοκομικών προϊόντων και στοχεύει να ενισχύσει ακόμη περισσότερο τις αναπτυξιακές της προοπτικές, τόσο στον ελλαδικό χώρο όσο και στο εξωτερικό, όπως η ίδια εταιρία αναφέρει στον ισότοπο της (Κρι Κρι, 2019).

3.3.3 Φάρμα Κουκάκη

Η Φάρμα Κουκάκη βρίσκεται στους κάτω Αποστόλους Κιλκίς. Εκεί στεγάζεται το υπερσύγχρονο εργοστάσιο της εταιρίας μαζί με τα γραφεία της διοίκησης και τις σταβλικές εγκαταστάσεις όπως και οι φυτικές καλλιέργειες απ' όπου παράγονται οι ζωοτροφές.

Θέλοντας να μελετήσουμε την ιστορία της εταιρίας ξεκινάμε από το 1977, όπου η Φάρμα Κουκάκη αρχίζει να λειτουργεί οργανωμένα ως πρότυπη αγελαδοτροφική μονάδα. Η

ανάπτυξή της ήταν ταχύτατη και έτσι το 1999 η εταιρία καθετοποιεί την παραγωγή της με την προσθήκη μιας σύγχρονης μονάδας παστερίωσης.

Καταλήγοντας στη σημερινή της μορφή, η επιχείρηση παράγει προϊόντα γάλακτος με τις πιο αυστηρές προδιαγραφές ποιότητας της Ευρωπαϊκής Ένωσης και πάντα σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα πιστοποίησης. Κύριος στόχος είναι η διάθεση των προϊόντων τους στην Ελληνική αγορά αλλά και στις χώρες εξωτερικού. Αυτό το κατάφεραν τον Σεπτέμβριο του 2011 προχωρώντας στο μεγάλο άνοιγμα στις αγορές του εξωτερικού και συγκεκριμένα της Ιταλίας όπου πωλούνται τα προϊόντα της εταιρίας. Έκτοτε, η Φάρμα Κουκάκη εξάγει τα προϊόντα της σε ολόένα και περισσότερες χώρες (Φάρμα Κουκάκη, 2019).

3.3.4 Εβροφάρμα

Το 1994 ιδρύεται ένα εργοστάσιο της ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ από μια κτηνοτροφική οικογένεια στο Διδυμότειχο. Μια κτηνοτροφική οικογένεια που ανέπτυξε την δραστηριότητα της με κυρίαρχη σκέψη τον άνθρωπο. Τον άνθρωπο-καταναλωτή που έχει δικαίωμα σε προϊόντα αντάξια των δικών του υψηλών απαιτήσεων.

Με αυτήν την ασυμβίβαστη αρχή η ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ κατόρθωσε να εξελιχθεί σε μια μεγάλη, αλλά ταυτόχρονα νοικοκυρεμένη γαλακτοβιομηχανία. Με σημαντική παρουσία τόσο στην ελληνική όσο και στην διεθνή αγορά. Έπειτα από ένα χρόνο, το 1995, πιστοποιήθηκε κατά ISO 9002. Στη συνέχεια, το 2000 η εταιρία εισήλθε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών παρουσιάζοντας έκτοτε ραγδαία ανάπτυξη (Εβροφάρμα, 2019).

Βιβλιογραφία 3^{ου} Κεφαλαίου

Δημέλη, Σ. (2013). Σύγχρονες Μέθοδοι Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών. Αθήνα: Εκδόσεις ΟΠΑ.

Εβροφάρμα. (2019). Ιστορία. [Online]. Διαθέσιμο στο: <http://evrofarma.gr/company/history> . [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

Ελληνικά Γαλακτοκομεία (2019). Εταιρεία. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.hellenicdairies.com/>. [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

Κρι Κρι (2019). Η ιστορία μας. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.krikri.gr/211-istoria> . [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

Μανιφάβα, Δ. (2018). 'Ξεκίνησε από την Πίνδο και «κατέκτησε» τον Όλυμπο'. Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Οικονομική. 19 Αυγούστου 2018. σ.5.

Φάρμα Κουκάκη. (2019). ΦΑΡΜΑ ΚΟΥΚΑΚΗ: ΙΣΤΟΡΙΚΟ. Μία διαρκώς εξελισσόμενη οικογενειακή φάρμα. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.koukakisfarm.gr/etairia> . [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

ICAP (2018). Κλαδική Μελέτη Γαλακτοκομικών. Αθήνα. Ζοπουνίδης Κ. (2013). Διοίκηση και Χρηματοοικονομική: Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ. Αθήνα: Κλειδάριθμος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4




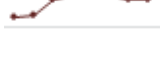
ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΓΑΛΑΚΤΟΚΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

4.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει η ανάλυση της αποδοτικότητας των εταιριών Ελληνικά Γαλακτοκομεία Α.Ε., Κρι Κρι Α.Β.Ε.Ε., Φάρμα Κουκάκη Α.Ε. και Εβροφάρμα Α.Β.Ε.Ε. με τη χρήση της ανάλυσης αριθμοδεικτών και της μεθόδου DuPont.

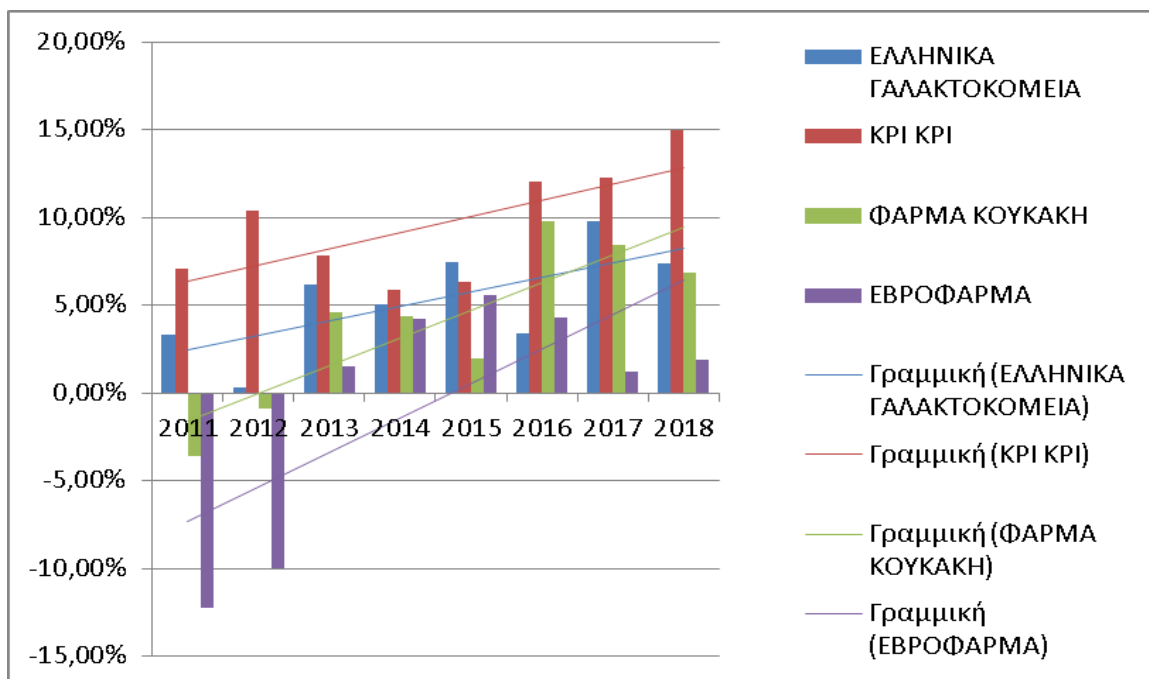
4.2 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους

Πίνακας 4.1: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (σε ποσοστό)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Διαγραμματικά	ΜΟ ανά ΕΤΑΙΡΙΑ	Συντελεστής β
Ελληνικά Γαλακτοκομεία	3,31	0,32	6,20	5,05	7,44	3,37	9,75	7,41		5,36	0,83
Κρι Κρι	7,06	10,41	7,84	5,85	6,33	12,02	12,30	14,96		9,60	0,93
Φάρμα Κουκάκη	-3,59	-0,87	4,58	4,35	1,96	9,75	8,45	6,87		3,93	1,58
Εβροφάρμα	-12,24	-10,01	1,54	4,20	5,59	4,32	1,22	1,86		-0,44	1,96
									Γενικός ΜΟ	4,61	

Για την περίοδο 2011–2018 παρατηρούμε ότι αρχικά τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία και η Κρι Κρι παρουσιάζουν θετικό δείκτη καθαρού κέρδους ενώ η Φάρμα Κουκάκη και η Εβροφάρμα αρνητικό. Από το 2013 και έπειτα και οι τέσσερις εταιρίες παρουσιάζουν θετικό αριθμοδείκτη με διαφορετικό εύρος τιμών. Η μεγαλύτερη μεταβλητότητα παρατηρείται στην Εβροφάρμα, η οποία έχει το μεγαλύτερο συντελεστή β, χωρίς όμως να ξεπερνά τις αποδόσεις της Φάρμα Κουκάκη. Όσον αφορά τις εταιρίες που ξεκίνησαν με ένα θετικό αριθμοδείκτη, διατήρησαν τις θετικές τους τιμές καθ' όλη την περίοδο της έρευνας, με την Κρι Κρι να διατηρεί αρκετά υψηλά ποσοστά καθαρού κέρδους, και το 2018 να φτάνει σχεδόν στο 15%.





Παρόλη τη διακύμανση που παρουσιάζουν οι εταιρίες στις τιμές του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, έχουμε ένα γενικό μέσο όρο στο 4,61%. Οι διακυμάνσεις αυτές δεν ευθύνονται μόνο στις πωλήσεις των εταιριών, οι οποίες παρουσιάζουν αύξουσα πορεία, αλλά και στα λειτουργικά τους κέρδη, τα οποία ποικίλουν ανάλογα με το ύψος των χρηματοοικονομικών δαπανών και των λοιπών λειτουργικών εξόδων.



Γράφημα 4.1: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους

4.3 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους

Πίνακας 4.2: Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους (σε ποσοστό)

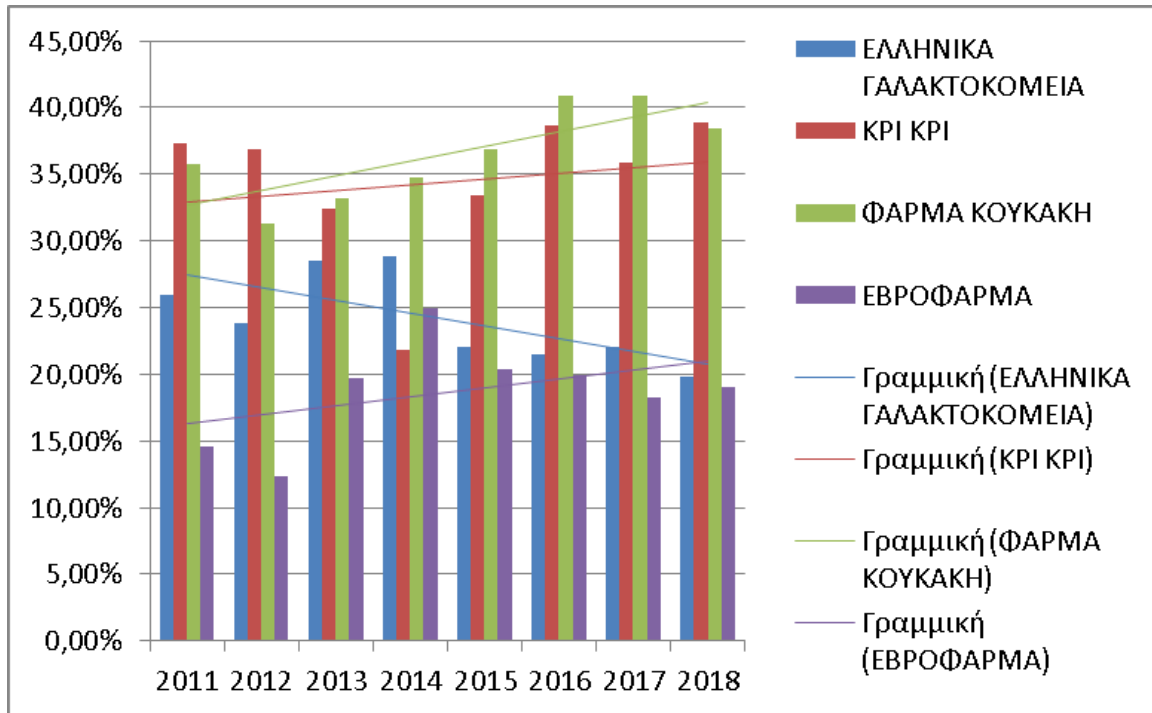
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Διαγραμ- ματικά	ΜΟ ανά ΕΤΑΙ- ΡΙΑ	Συντε- λεστής β
Ελληνικά Γαλακτοκο- μεία	25,99	23,88	28,54	28,84	21,99	21,51	22,03	19,87		24,08	-0,95
Κρι Κρι	37,29	36,92	32,44	21,81	33,41	38,67	35,86	38,91		34,41	0,43
Φάρμα Κουκάκη	35,80	31,31	33,23	34,75	36,84	40,84	40,92	38,49		36,52	1,09
Εβροφάρμα	14,54	12,39	19,74	24,91	20,39	19,89	18,24	19,09		18,65	0,68
									Γενικός ΜΟ	28,42	

Για το δείκτη μικτού περιθωρίου η κατάσταση είναι λίγο διαφορετική, καθώς ο δείκτης και για τις τέσσερις εταιρίες είναι θετικός και λαμβάνει αρκετά υψηλά ποσοστά. Ο δείκτης για τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία κινήθηκε σε σχετικά υψηλά επίπεδα καθώς το κόστος πωλήσεων ήταν ανάλογο των πωλήσεων, αφήνοντας ένα ικανοποιητικό περιθώριο μικτού κέρδους. Βέβαια, τα υψηλά ποσοστά δεν διατηρούνται, καθώς ακολουθεί μία φθίνουσα πορεία όπου το 2018 καταλήγει στο 19,87%, διαφορά που τείνει να αγγίζει το 9% από το 2014.

Όσον αφορά την Κρι Κρι, ο δείκτης διατηρεί μία σταθερή φθίνουσα πορεία τα πρώτα χρόνια, το 2014 παρουσιάζει σημείο καμψής και από εκεί και έπειτα αλλάζει η πορεία του δείκτη σε αύξουσα. Γενικά, οι πωλήσεις αυξάνονται συνεχώς, οπότε την τάση του δείκτη την καθορίζουν οι μεταβολές που σημειώνονται στο μικτό κέρδος. Παρατηρούμε, βέβαια, πως οι τιμές του αριθμοδείκτη δεν έχουν μεγάλη διακύμανση και κυμαίνονται στο 34, 41%.

Ομοίως για τη Φάρμα Κουκάκη, τόσο η αύξηση των καθαρών πωλήσεων, όσο και των μικτών κερδών οδηγούν το δείκτη να ακολουθεί μία σχεδόν σταθερή πορεία και κατά μέσο όρο να αγγίζει το 36,52%.





Παρατηρούμε ότι για την Εβροφάρμα τα έτη 2012–2014 ο δείκτης έχει ανοδική πορεία και σχεδόν διπλασιάζεται, κάτι που οφείλεται στο διπλασιασμό του μικτού κέρδους, καθώς οι πωλήσεις της εταιρίας παραμένουν σε σταθερά επίπεδα. Η μικρή διακύμανση των πωλήσεων, των επόμενων ετών, σε συνδυασμό με την ανάλογη διακύμανση του κόστους των πωλήσεων επιφέρει ένα σχεδόν σταθερό μικτό κέρδος.



Γράφημα 4.2: Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους

4.4 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Πίνακας 4.3: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (σε ποσοστό)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Διαγραμ- ματικά	ΜΟ ανά ΕΤΑΙ- ΡΙΑ	Συντε- λεστής β
Ελληνικά Γαλακτοκο- μεία	10,00	1,02	17,13	14,04	12,87	5,58	16,19	12,58		11,17	0,69
Κρι Κρι	11,09	15,95	15,06	11,92	10,49	18,06	19,98	25,51		16,01	1,53
Φάρμα Κουκάκη	-10,78	-5,73	4,84	18,50	7,63	33,74	27,87	24,72		12,60	5,86
Εβροφάρμα	-30,56	-26,61	-8,74	-2,25	7,85	3,90	4,24	6,66		-5,69	5,51
									Γενικός ΜΟ	8,52	

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων των Ελληνικών Γαλακτοκομείων μειώθηκε με το ξέσπασμα της κρίσης, φτάνοντας το 2012, μόλις, στο 1,02%. Η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων προκάλεσε την εκτόξευση του δείκτη το 2013 στο 17,13%, μεταβολή που προκλήθηκε από την ταυτόχρονη αύξηση των καθαρών λειτουργικών κερδών και ιδίων κεφαλαίων. Το 2016 παρατηρείται μεγάλη πτώση του δείκτη, κάτι το οποίο είναι απολύτως λογικό, αφού έχουν αυξηθεί κατά πολύ τα ίδια κεφάλαια και υπήρξε μεγάλη μείωση στα κέρδη προ φόρων της εταιρίας.

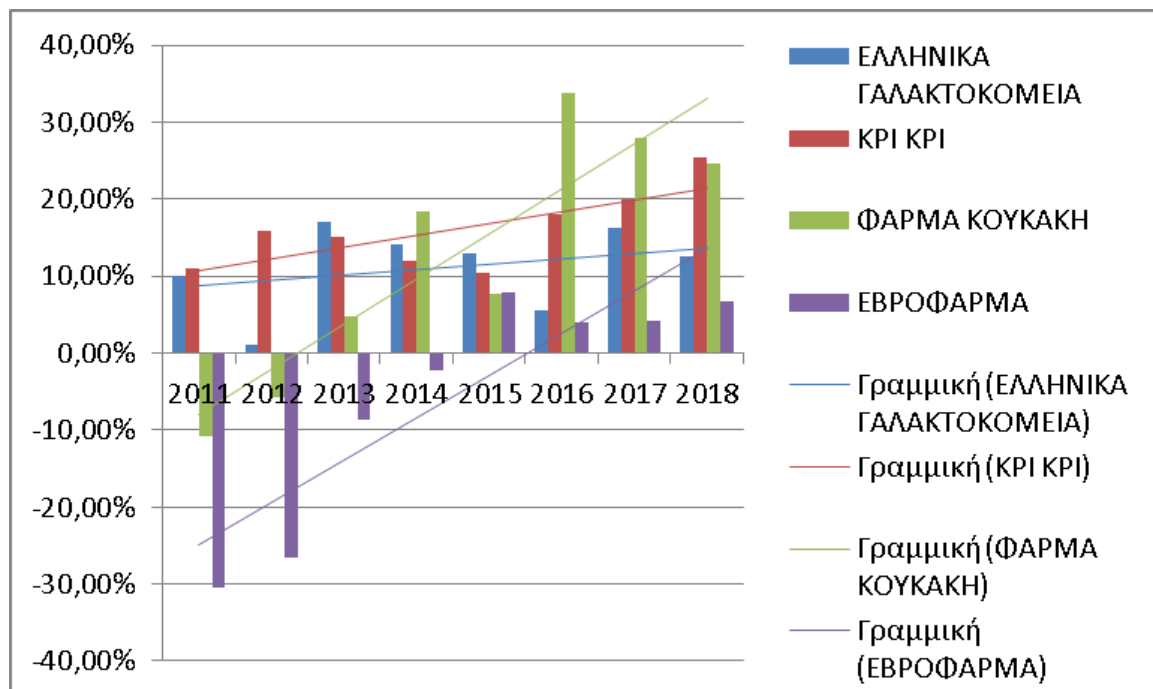
Η Κρι Κρι για την περίοδο 2011–2018 αυξάνει συνεχώς τα ίδια κεφάλαιά της με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο δείκτης. Οι αυξήσεις αυτές, οφείλονται στις μεγαλύτερες αυξήσεις των κερδών προ φόρου εισοδήματος. Η απότομη μείωση των κερδών προ φόρου, το 2015, οδηγεί το δείκτη να λάβει τη χαμηλότερή του τιμή. Αντίστοιχα, το 2018 τα κέρδη προ φόρων πενταπλασιάστηκαν και ανέβασαν το δείκτη στο 25,51%.

Για τη Φάρμα Κουκάκη ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων τα έτη 2011–2012 είναι αρνητικός και από το 2013 και μετά έχει θετικές τιμές. Παρατηρούμε ότι ο δείκτης

επηρεάζεται κυρίως από τις διακυμάνσεις κερδών προ φόρου εισοδήματος, καθώς τα ίδια κεφάλαια αυξάνονται με μικρό ρυθμό. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο δείκτης να εμφανίζει μία τεράστια αύξηση το 2016, κάτι που επαληθεύει και η μεγάλη τιμή του συντελεστή β.

Οι μεγάλες αρνητικές τιμές του δείκτη για την Εβροφάρμα έχουν σαν αποτέλεσμα ο μέσος όρος του δείκτη να είναι αρνητικός (-5,69). Η μεγάλη τιμή του συντελεστή β, η αύξηση των λειτουργικών κερδών και η μείωση των ιδίων κεφαλαίων συμβάλλουν στη θετική πορεία του δείκτη από το 2015 και μετά. Βέβαια, η μείωση των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να διατηρεί το δείκτη σε θετικές τιμές, αλλά τα ποσοστά που εμφανίζει είναι αρκετά χαμηλά.





Όπως παρατηρούμε και στο γράφημα, οι χαμηλές τιμές του συντελεστή β, διατηρούν το δείκτη σε τέτοιο επίπεδο ώστε να μην έχει μεγάλες αποκλίσεις από το μέσο όρο, όπως συμβαίνει με τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία και την Κρι Κρι. Αντίθετα, οι σχετικά μεγάλες τιμές του συντελεστή β για τις εταιρίες Φάρμα Κουκάκη και Εβροφάρμα αναγκάζουν το δείκτη να λαμβάνει ακραίες τιμές και να έχει μεγάλες αποκλίσεις από το μέσο όρο.



Γράφημα 4.3: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

4.5 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού

Πίνακας 4.4: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (σε ποσοστό)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Διαγραμ- ματικά	ΜΟ ανά ΕΤΑΙ- ΡΙΑ	Συντε- λεστής β
Ελληνικά Γαλακτοκο- μεία	3,20	0,33	6,90	6,06	5,88	2,61	8,28	5,69		4,87	0,53
Κρι Κρι	6,91	10,69	8,79	6,65	6,16	10,69	12,00	15,82		9,71	0,88
Φάρμα Κουκάκη	1,72	3,63	8,21	8,26	5,53	12,86	11,32	9,52		7,63	1,24
Εβροφάρμα	-7,83	-5,69	-1,87	-0,45	1,75	0,89	0,96	1,59		-1,33	1,31
									Γενικός ΜΟ	5,22	

Αντίστοιχη εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού. Οι μεγάλες διακυμάνσεις του δείκτη που παρουσιάζουν τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία, οφείλονται κυρίως στις μεταβολές των καθαρών κερδών εκμετάλλευσης και όχι στο σύνολο του ενεργητικού που παραμένει σταθερό. Η τεράστια μείωσή τους οδηγεί το δείκτη στο 0,33%. Το 2015 το σύνολο ενεργητικού διπλασιάζεται, καθώς και τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης, γι' αυτό ο δείκτης διατηρείται σε σταθερά επίπεδα. Από την άλλη, η απότομη μείωση κερδών εκμετάλλευσης το 2016 ρίχνει το δείκτη στο 2,61%.

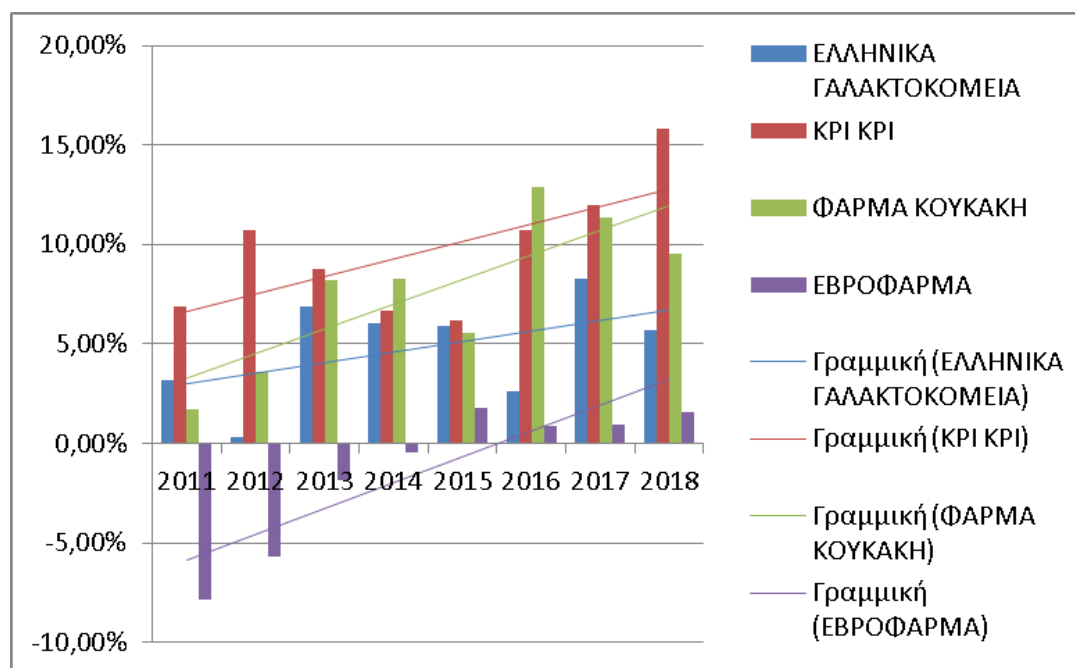
Η Κρι Κρι διατηρεί το δείκτη σε υψηλά επίπεδα καθ' όλη την περίοδο της έρευνας, κάτι που οφείλεται κυρίως στην αύξηση που παρουσιάζει το σύνολο ενεργητικού. Η σχετικά μικρή τιμή του συντελεστή β (0,88), εξηγεί και τη σχετικά ομαλή πορεία του δείκτη.

Παρόλο που τα έτη 2011 και 2012 τα λειτουργικά αποτελέσματα της Φάρμα Κουκάκη είναι αρνητικά, οι χρηματοοικονομικές δαπάνες ήταν μεγαλύτερες κατ' απόλυτη τιμή και γι' αυτό ο δείκτης έχει θετικές τιμές καθ' όλη την περίοδο μελέτης. Η συνεχής μείωση των χρηματοοικονομικών εξόδων, η αύξηση των λειτουργικών αποτελεσμάτων και η αύξηση του

συνόλου του ενεργητικού προσδίδουν μία ανοδικά τάση στο δείκτη, με ένα σχετικά υψηλό μέσο όρο, σχεδόν 7,6%.

Η Εβροφάρμα την περίοδο 2011–2014 παρουσιάζει αρνητικό αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού. Η συνεχής αύξηση των κερδών προ φόρου εισοδήματος, η συνεχής μείωση του συνόλου ενεργητικού, καθώς και ο μηδενισμός των χρηματοοικονομικών εξόδων, συμβάλλουν στην ανοδική πορεία του δείκτη, με αποτέλεσμα από το 2015 και έπειτα να έχει θετικές τιμές. Η σχετικά μικρή τιμή του συντελεστή β, έχει ως αποτέλεσμα τα μικρά ποσοστά του δείκτη.





Όσον αφορά το δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού, και οι τέσσερις εταιρίες έχουν μικρό συντελεστή β. αυτό πρακτικά σημαίνει πως δεν έχουμε μεγάλες μεταβολές στα ποσοστά που παρουσιάζει ο δείκτης.



Γράφημα 4.4: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού

4.6 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων

Πίνακας 4.5: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων (σε ποσοστό)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Διαγραμ- ματικά	ΜΟ ανά ΕΤΑΙ- ΡΙΑ	Συντε- λεστής β
Ελληνικά Γαλακτοκο- μεία	5,63	0,63	9,89	8,97	8,26	4,04	14,64	6,99		7,38	0,73
Κρι Κρι	8,64	12,89	11,71	9,58	8,24	12,91	15,33	19,09		12,30	1,04
Φάρμα Κουκάκη	-5,02	-2,56	2,33	8,00	3,36	16,57	14,30	11,09		6,01	2,80
Εβροφάρμα	-14,94	-17,76	-2,80	-0,68	2,56	1,43	2,78	2,62		-3,35	2,88
									Γενικός ΜΟ	5,59	

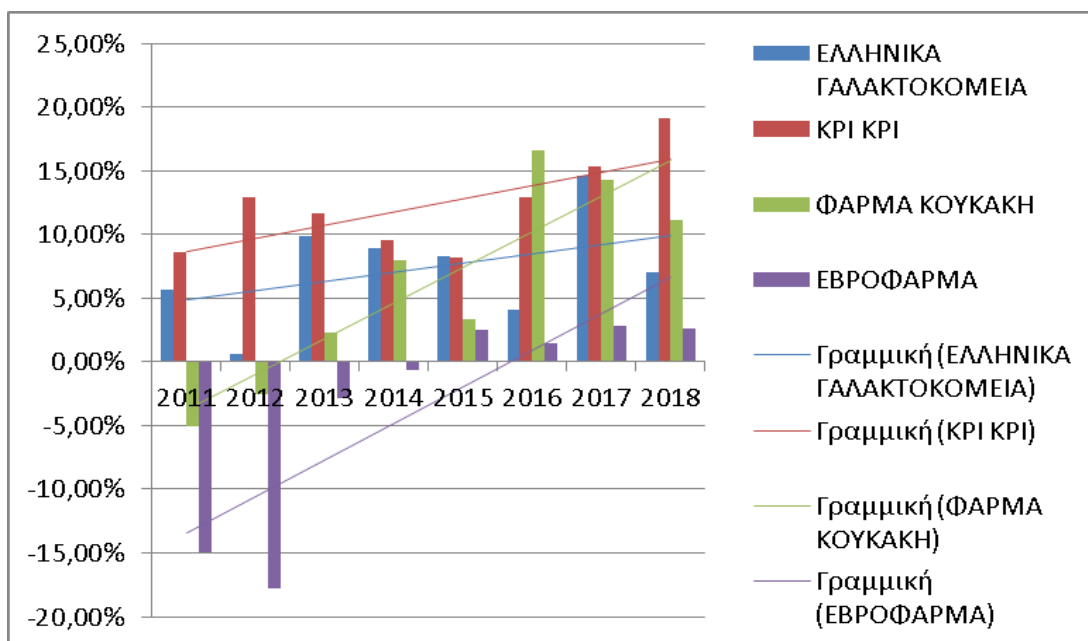
Την ίδια τάση με το δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ακολουθεί και ο δείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων, καθώς μας δείχνει την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, ανεξάρτητα από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της. Η προσθήκη των μεσομακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και η μεγάλη μείωσή τους την περίοδο 2011–2018, εκτοξεύει το δείκτη από τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία στο 14,64% το 2017.

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων της Κρι Κρι έχει μία ανοδική πορεία από το 2015 και μετά, η οποία οφείλεται κυρίως στη μεγάλη αύξηση των κερδών προ φόρου εισοδήματος και των χρηματοοικονομικών δαπανών, παρόλο που αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια και οι μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Αντίθετα, ο δείκτης της Φάρμα Κουκάκη παρουσιάζει μία ιδιαίτερη μεταβλητότητα, η οποία οφείλεται κυρίως στη διακύμανση των κερδών προ φόρου, διότι τα ίδια κεφάλαια και οι μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται σταδιακά κατά τη διάρκεια της περιόδου.

Όσον αφορά την Εβροφάρμα, ο δείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων ξεκινά την ανοδική του πορεία από το 2012 και έπειτα. Η αύξηση που παρουσιάζει τα έτη 2012–2015 οφείλεται στην αύξηση των κερδών προ φόρου εισοδήματος, στη μείωση και τελικά στο μηδενισμό των χρηματοοικονομικών δαπανών, καθώς και στη μείωση των ιδίων κεφαλαίων, ενώ οι μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις επηρεάζοντας ανάλογα το δείκτη.





Η μικρή τιμή του συντελεστή β για τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία, υποδηλώνει πως οι τιμές του αριθμοδείκτη δεν παρουσιάζουν εξαιρετικά μεγάλες μεταβολές. Αντίθετα, η μεγαλύτερη τιμή που έχει η Εβροφάρμα εξηγεί τη μεγάλη απόκλιση που παρουσιάζει ο δείκτης.



Γράφημα 4.5: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων

4.7 Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

Πίνακας 4.6: Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης (σε ποσοστό)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Διαγραμ- ματικά	ΜΟ ανά ΕΤΑΙ- ΡΙΑ	Συντε- λεστής β
Ελληνικά Γαλακτοκο- μεία	1,77	1,62	1,73	1,57	1,56	1,38	1,11	1,79		1,57	-0,04
Κρι Κρι	128,36	123,74	128,61	124,43	127,31	139,89	130,33	133,63		129,54	1,27
Φάρμα Κουκάκη	214,74	223,83	207,73	231,25	227,25	203,08	194,90	222,90		215,71	-1,26
Εβροφάρμα	204,55	149,83	312,14	330,88	306,64	272,73	152,52	254,20		247,94	2,60
									Γενικός ΜΟ	148,69	

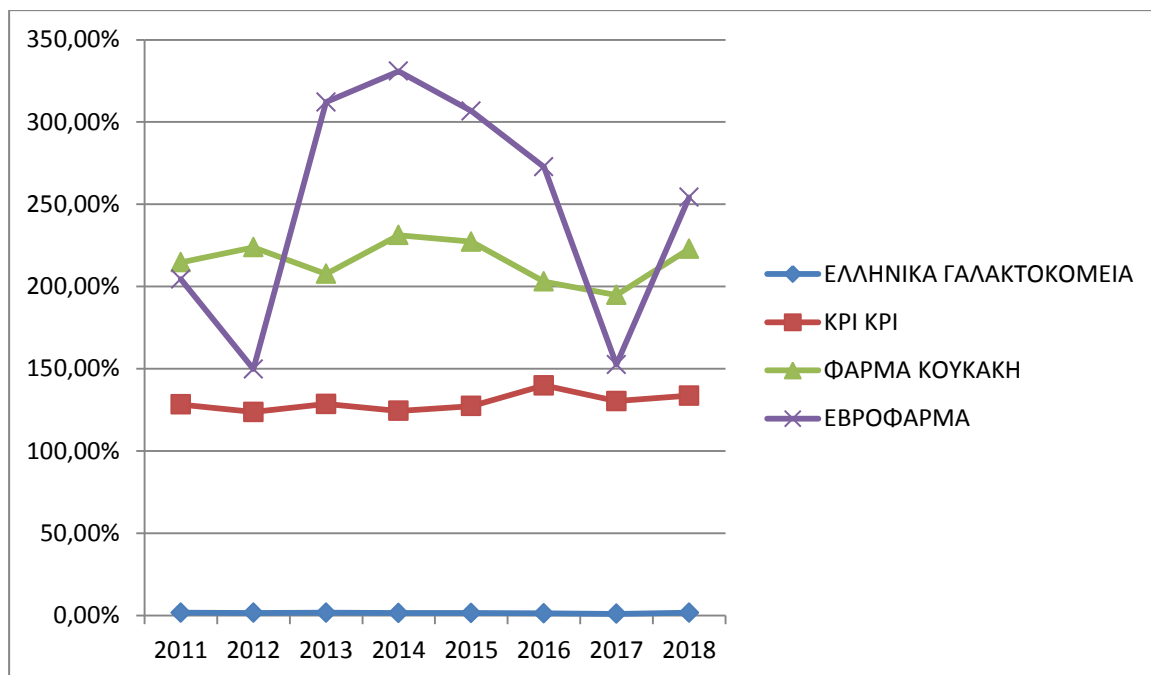
Όπως βλέπουμε στο Γράφημα 4.6, ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης είναι διαφορετικός για κάθε εταιρία. Παρ' όλ' αυτά, τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία, η Κρι Κρι και η Φάρμα Κουκάκη παρουσιάζουν ένα σταθερό δείκτη. Αντίθετα, η Εβροφάρμα διατηρεί ένα μεγάλο εύρος τιμών. Η σταθερή τάση που διατηρούν οι τρεις εταιρίες δεν ταυτίζεται με το ίδιο επίπεδο τιμών. Τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία παραμένουν λίγο πάνω από το 0%, ενώ η Κρι Κρι και η Φάρμα Κουκάκη παρουσιάζουν πολύ υψηλότερους δείκτες, 100–150% και 200–250 % αντίστοιχα. Το 2017, είναι μία χρονιά στην οποία και μειώθηκε η οικονομική μόχλευση και των τεσσάρων εταιριών, με την Εβροφάρμα να πέφτει από το 272% στο 152%, μία μείωση της τάξης του 120%. Για το διάστημα 2011–2016 οι εταιρίες Κρι Κρι και Φάρμα Κουκάκη παρουσίασαν μία ασυμμετρία ως προς την τάση τους, ενώ το 2016–2018 ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης ακολουθεί την ίδια πορεία και για τις τέσσερις εταιρίες με μία αρχική μείωση και έπειτα αύξηση, με διαφορετικό βέβαια ποσοστό για την κάθε μία.

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε πως τα επίπεδα εξωτερικού δανεισμού των Ελληνικών Γαλακτοκομείων ήταν μεν θετικά χωρίς όμως δε, να είναι υπερβολικά. Η εταιρία βασι-

στηκε κυρίως στα δικά της κεφάλαια για να αντιμετωπίσει δυσκολίες που τυχόν προέκυψαν και να καταφέρει να αναπτυχθεί σε δύσκολες οικονομικές περιόδους. Όσον αφορά την Κρι Κρι, παρόλο που η αποδοτικότητα των κεφαλαίων της δεν είναι ιδιαίτερα χαμηλή, χρησιμοποιεί ένα μεγάλο ποσοστό ξένων κεφαλαίων για να διατηρήσει τη δραστηριότητά της. Παρατηρούμε πως οι πολύ χαμηλές τιμές των δεικτών το 2015, ανάγκασαν την εταιρία το 2016 να προσφύγει σε περαιτέρω εξωτερικό δανεισμό, με το δείκτη της οικονομικής μόχλευσης να πλησιάζει το 140%.

Για τη Φάρμα Κουκάκη η αποδοτικότητα των κεφαλαίων της εταιρίας, δεν επαρκεί για την κάλυψη των αναγκών της, τη συνέχιση της δραστηριότητάς της και την ανάπτυξή της. Γι' αυτό το λόγο ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης έχει πολύ υψηλές τιμές. Όμως, τα έτη 2016-2017 όπου η αποδοτικότητα των κεφαλαίων είναι σε υψηλά επίπεδα, ο εξωτερικός δανεισμός μειώνεται, με αποτέλεσμα να μειώνεται ο δείκτης οικονομικής μόχλευσης. Όσον αφορά την Εβροφάρμα, παρατηρήσαμε παραπάνω πως οι αριθμοδείκτες ιδίων και απασχολούμενων κεφαλαίων είναι αρνητικοί τα έτη 2011-2014. Συνεπώς, για την επιβίωση και την ανάπτυξή της, απαιτούνται πολύ υψηλά ποσά ξένων κεφαλαίων. Τα έτη 2015-2018, παρόλο που οι δείκτες λαμβάνουν θετικές τιμές, έχουν μικρή απόδοση με αποτέλεσμα ο δείκτης οικονομικής μόχλευσης να λαμβάνει τόσο υψηλές τιμές.

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε πως η σχετική σταθερότητα των αριθμοδεικτών των εταιριών Ελληνικά Γαλακτοκομεία και Κρι Κρι έχουν ως αποτέλεσμα μία σταθερή αποδοτικότητα και μικρό βαθμό οικονομικής μόχλευσης. Αντίθετα, η μεγάλη μεταβλητότητα και οι ζημίες που παρουσιάζουν ορισμένα χρόνια η Φάρμα Κουκάκη και η Εβροφάρμα συνεπάγονται την οικονομική ενίσχυση από τρίτους, εξού και τα μεγάλα ποσά οικονομικής μόχλευσης.



Γράφημα 4.6: Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

4.8 Ανάλυση του Δείκτη ROE με τη Μέθοδο DuPont

4.8.1 Ελληνικά Γαλακτοκομεία

Πίνακας 4.7: Υπολογισμός Δείκτη ROE Ελληνικών Γαλακτοκομείων

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	3,32%	0,32%	6,25%	5,08%	7,51%	3,39%	9,82%	7,44%
ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	96,34%	103,81%	110,48%	119,38%	78,35%	76,95%	84,32%	76,51%
ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	312,72%	308,67%	248,12%	231,74%	218,68%	213,77%	195,56%	219,98%
ROE	10%	1,02%	17,13%	14,04%	12,87%	5,58%	16,19%	15,52%

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετρά την κερδοφορία μιας επιχείρησης και κατά πόσο πραγματοποιήθηκαν οι στόχοι που έθεσε η διοίκη-

ση. Είδαμε, πως ο δείκτης ROE παρουσιάζει μία μεγάλη διακύμανση κατά τα έτη 2011-2018. Σύμφωνα, λοιπόν, με την ανάλυση DuPont αυτό οφείλεται σε τρεις άλλους δείκτες, το καθαρό περιθώριο κέρδους, το δείκτη κύκλου εργασιών και τον πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων. Όπως βλέπουμε και στον παραπάνω πίνακα, το καθαρό περιθώριο κέρδους δεν είναι ιδιαίτερα υψηλό και το 2012 αγγίζει το 0,32%. Όσον αφορά το δείκτη κύκλου εργασιών, ακολουθεί μία αύξουσα πορεία η οποία διακόπτεται το 2015, όπου από το 119,38% πέφτει σε 78,35% και από εκεί και έπειτα ακολουθεί μία σχετικά σταθερή πορεία με μέσο όρο 79,03%. Αντίθετα, ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων, ενώ ξεκινά με πολύ υψηλές τιμές (312,72%) ακολουθεί μία φθίνουσα πορεία η οποία καταλήγει στο 195,56% το 2017. Το 2013 ο δείκτης ROE αγγίζει τη μεγαλύτερη τιμή της δετίας φτάνοντας στο 17,13%. Αυτό οφείλεται στη μεγάλη αύξηση του καθαρού περιθωρίου κέρδους και στην αύξηση του δείκτη κύκλου εργασιών αλλά όχι τόσο στη μείωση του πολλαπλασιαστή των ιδίων κεφαλαίων. Δηλαδή, η εταιρία προσπαθεί να αυξήσει την κερδοφορία της, βασιζόμενη στην αύξηση των πωλήσεων της και όχι σε εξωτερικό δανεισμό.

4.8.2 Κρι Κρι

Πίνακας 4.8: Υπολογισμός Δείκτη ROE Κρι Κρι

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	7,06%	8,98%	7,84%	6,04%	6,42%	12,26%	12,48%	15,11%
ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	97,94%	119,00%	112,05%	110,23%	96,04%	87,22%	96,15%	104,69%
ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	160,39%	149,19%	171,33%	179,20%	170,28%	168,88%	166,46%	161,22%
ROE	11,09%	15,95%	15,06%	11,92%	10,49%	18,06%	19,98%	25,51%

Στην εταιρία Κρι Κρι ο δείκτης ROE είναι πτωτικός και από το 2015 και μετά έχει ανοδική τάση. Σύμφωνα με την ανάλυση DuPont, η μεταβολή αυτή οφείλεται σε τρεις δείκτες. Αρχικά, το καθαρό περιθώριο κέρδους έχει μια σταθερή πορεία χωρίς να έχει μεγάλη διακύμανση έχοντας ως μέσο όρο το 9,97%. Ο δείκτης κύκλου εργασιών, ενώ ξεκινά να έχει μία μικρή

άνοδο, από το 2012 έως το 2016 μειώνεται φτάνοντας στο 87,22%. Από εκεί και έπειτα παρουσιάζει μία μικρή άνοδο. Αντίθετα, ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων, αρχικά παρουσιάζει μία μείωση, τα έτη 2012-2014 αυξάνεται, και από εκεί και έπειτα μειώνεται σταδιακά. Συνεπώς, αντιλαμβανόμαστε πως μεγαλύτερη επίδραση έχει ο δείκτης κύκλου εργασιών συγκριτικά με τους άλλους δύο δείκτες, καθώς η αύξησή του συνδυαζόμενη με την αύξηση του περιθωρίου κέρδους υπερσχύουν του πολλαπλασιαστή των ιδίων κεφαλαίων, οδηγώντας το δείκτη ROE να έχει μία ανοδική πορεία. Επομένως, αξίζει να σημειωθεί ότι ενώ η επιχείρηση ξεκίνησε με υψηλά επίπεδα δανεισμού, στη συνέχεια αυξάνοντας τις πωλήσεις της, κατάφερε να μειώσει τα ξένα κεφάλαια που χρησιμοποιούσε για την κάλυψη των αναγκών της.

4.8.3 Φάρμα Κουκάκη

Πίνακας 4.9: Υπολογισμός Δείκτη ROE Φάρμα Κουκάκη

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	-3,90%	-1,84%	1,29%	4,39%	1,95%	9,87%	8,59%	6,93%
ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	68,94%	74,49%	87,94%	101,45 %	100,34 %	98,72%	101,68 %	104,46 %
ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ Σ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	401,26%	419,05 %	427,33 %	415,51 %	390,31 %	346,32 %	318,90 %	341,43 %
ROE	-10,78%	-5,73%	4,84%	18,50%	7,63%	33,74%	27,87%	24,72%

Για τη Φάρμα Κουκάκη ο δείκτης ROE ξεκινάει με αρνητικές τιμές. Στη συνέχεια αυξάνεται φτάνοντας το 2014 στο 18,50%. Μετά από μία πτώση, καταφέρνει να αγγίξει το 33,74% και έπειτα συνεχίζει με καθοδική πορεία. Οι δείκτες που επηρεάζουν την πορεία του είναι: ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους, ο δείκτης κύκλου εργασιών και ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων. Το καθαρό περιθώριο κέρδους παρόλο που είναι αρνητικό, έχει ανοδική τάση έως το 2014, μειώνεται το 2015 ενώ το 2016 πλησιάζει το 10%, για να ακολουθήσει μία καθοδική πορεία. Όσον αφορά το δείκτη κύκλου εργασιών, έχει ανοδική πορεία έως το 2014 για να σταθεροποιηθεί μετά περίπου στο 100%. Τέλος, ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερα υψηλός με το 2013 να φτάνει στο 427,33%. Από εκεί και έπειτα μειώνεται κατά 100%. Από τα παραπάνω καθίσταται φανερό ότι ο δείκτης ROE αρχικά θα έχει αρνητικές

τιμές ενώ από το 2013 και μετά είναι θετικός. Το 2015 η μείωση και των τριών δεικτών οδηγεί το δείκτη ROE στο 7,63%. Παρόλο που η εταιρία ξεκινάει με τεράστια ποσοστά εξωτερικού δανεισμού, καταφέρνει από το 2013 και μετά να τα μειώσει σημαντικά, να αυξήσει το περιθώριο κέρδους της και να σταθεροποιήσει τις πωλήσεις της.

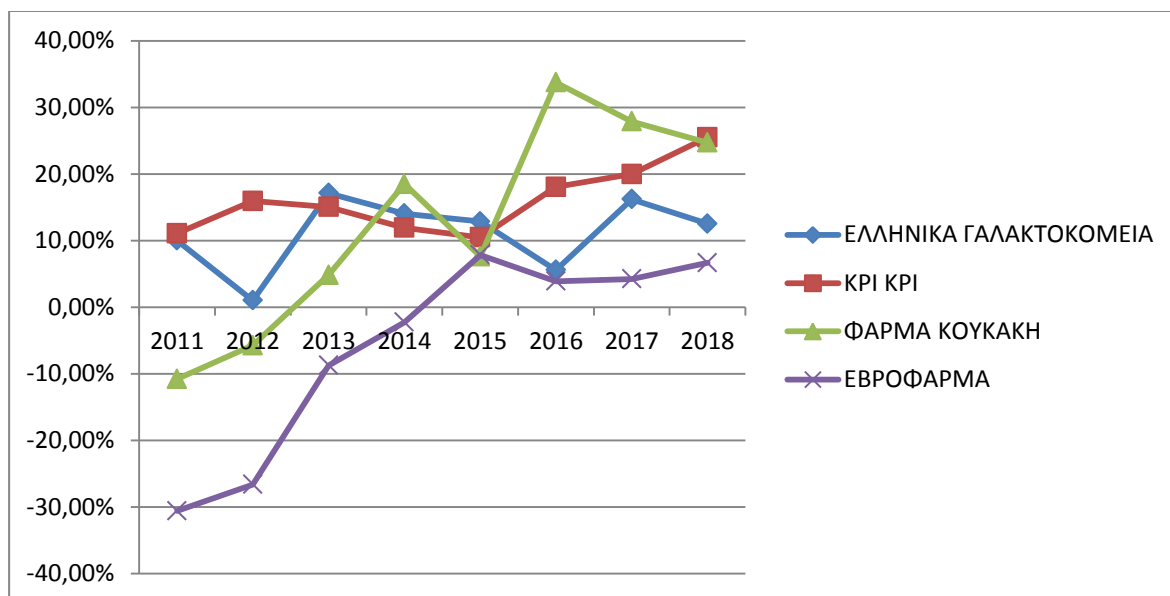
4.8.4 Εβροφάρμα

Πίνακας 4.10: Υπολογισμός Δείκτη ROE Εβροφάρμα

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	-12,24%	-10,01%	-3,33%	-0,73%	2,27%	1,17%	1,22%	1,86%
ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	63,95%	56,84%	56,31%	61,79%	76,99%	76,13%	78,81%	85,58%
ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	390,42%	467,43%	466,75%	496,66%	448,35%	436,65%	441,92%	419,36%
ROE	-30,56%	-26,61%	-8,74%	-2,25%	7,85%	3,90%	4,24%	6,66%

Στην περίπτωση της Εβροφάρμα ο δείκτης ROE ξεκινά από το -30,56% και φτάνει στο ζενίθ του το 2015 στο 7,85%. Έπειτα έχει μία μικρή πτώση το 2016, και έκτοτε συνεχίζει ανοδικά. Ταυτόχρονα, επηρεάζεται σημαντικά από το καθαρό περιθώριο κέρδους το οποίο είναι αρνητικό την πρώτη 4ετία έχοντας όμως αύξουσα πορεία και έπειτα παίρνει θετικές τιμές και κυμαίνεται κατά μέσο όρο στο 1,63%. Όσον αφορά το δείκτη κύκλου εργασιών έχει σχεδόν μία σταθερή πορεία με μικρές διακυμάνσεις χωρίς να ξεπερνά το 90%. Τέλος, ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων έχει τη μορφή καμπάνας. Πιο αναλυτικά, οι τιμές που λαμβάνει ξεκινούν από το 390,42% και φτάνει στο υψηλότερό του σημείο το 2014 αγγίζοντας περίπου το 500% ενώ έπειτα ακολουθεί μία πτωτική πορεία χωρίς όμως να παρουσιάζεται μία μεγάλη πτώση. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας δεν είναι ιδιαίτερα υψηλή. Τα διοικητικά στελέχη προσπαθούν να αυξήσουν την αποδοτικότητα δανειζόμενοι από τρίτους, ενέργεια η οποία αυξάνει μεν το δείκτη το 2015, δεν μπορεί δε να τον διατηρήσει σε αυτά τα επίπεδα, καθώς οι δείκτες του καθαρού περιθωρίου κέρδους και του κύκλου εργασιών δεν έχουν ιδιαίτερη μεταβολή.

4.8.5 Συνοπτικά



Γράφημα 4.7 : Δείκτης ROE των τεσσάρων εταιριών

Από το Γράφημα 4.7 βλέπουμε πως παρόλο που το 2011 και οι τέσσερις εταιρίες έχουν διαφορετικές τιμές δείκτη ROE, το 2015 οι τέσσερις εταιρίες προσεγγίζουν το 9,71% διατηρώντας πολύ μικρά περιθώρια απόκλισης. Από το 2015 και έπειτα, οι εταιρίες συνεχίζουν να ακολουθούν την ακανόνιστη πορεία τους. Επιπλέον, παρατηρούμε πως οι εταιρίες Φάρμα Κουκάκη και Εβροφάρμα έχουν αρνητικά ποσοστά και έως το 2015 έχουν μία αρκετά μεγάλη ανοδική τάση. Μετά το 2015 όμως, η πορεία των δύο αυτών εταιριών είναι αντίθετη, δηλαδή την περίοδο που αυξάνεται η μία, μειώνεται η άλλη. Η μεγάλη αύξηση της Φάρμα Κουκάκη το 2016, αυξάνει τη διαφορά των δύο εταιριών, ακόμα και το 2018 όπου η αντίθετή τους πορεία τις τείνει στη σύγκλιση. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι και οι δύο εταιρίες ξεκίνησαν με πολύ υψηλά ποσά δανεισμού, τα οποία μέχρι και το 2015 συνέβαλαν στην αύξηση της αποδοτικότητάς τους. Η Εβροφάρμα συνεχίζοντας να βασίζεται στον εξωτερικό δανεισμό, μειώνει την αποδοτικότητά της, ενώ αντίθετα η Φάρμα Κουκάκη μειώνοντας τον εξωτερικό δανεισμό και σταθεροποιώντας τις πωλήσεις της συνεχίζει την ανοδική της πορεία. Αντίθετα, με τις δύο προηγούμενες εταιρίες, τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία δε βασίζονται στα ξένα κεφάλαια αλλά στις πωλήσεις τους, γι' αυτό κρατάνε την πορεία τους σταθερή με μικρές διακυμάνσεις. Παρόμοια πολιτική ακολουθεί και η εταιρία Κρι Κρι.

4.9 Συμπεράσματα

Σε αυτό το κεφάλαιο μελετήθηκε η ανάλυση αποδοτικότητας των τεσσάρων εταιριών του κλάδου των γαλακτοκομικών προϊόντων. Συμπεραίνουμε πως κατά τη δύσκολη περίοδο κατά τα έτη 2011–2018, οι εταιρίες κατάφεραν να διατηρήσουν ή ακόμα και να βελτιώσουν την αποδοτικότητά τους, χρησιμοποιώντας τις πολιτικές που εξυπηρετούσαν καλύτερα τους σκοπούς τους. Τα συμπεράσματα από την ανάλυση της έρευνας θα αναλυθούν εκτενέστερα στο επόμενο κεφάλαιο.

Βιβλιογραφία 4^ο Κεφαλαίου

- ICAP (2019). ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FicapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=49502 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].
- ICAP (2019). Ελληνικά Γαλακτοκομεία Α.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FicapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=4033700 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].
- ICAP (2019). ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi->

bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FIcapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=156975 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].

ICAP (2019). ΦΑΡΜΑ ΚΟΥΚΑΚΗ Α.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: [https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-](https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FIcapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=252367)

bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FIcapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=252367 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

5.1 Συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν η ανάλυση αποδοτικότητας των τεσσάρων πιο κερδοφόρων εταιριών του κλάδου των γαλακτοκομικών, δηλαδή Ελληνικά Γαλακτοκομεία Α.Ε., Κρι Κρι Α.Β.Ε.Ε., Φάρμα Κουκάκη Α.Ε. και Εβροφάρμα Α.Β.Ε.Ε.

Αρχικά, η εταιρία Ελληνικά Γαλακτοκομεία καταφέρνει να έχει σταθερά ποσοστά μικτού κέρδους τα οποία κατά μέσο όρο κινούνται στο 24,08%, ενώ δεν έχει συγκεκριμένη τάση όσον αφορά το καθαρό περιθώριο κέρδους. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της είναι σχετικά υψηλή με μόνη εξαίρεση το 2012 όπου ο αριθμοδείκτης ήταν στο 1,02%. Σε αντίστοιχα επίπεδα κυμαίνονται και οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ενεργητικού και απασχολούμενων κεφαλαίων. Αντίθετα, ο εξωτερικός δανεισμός της εταιρίας είναι πολύ μικρός, σχεδόν σταθερός και λαμβάνει τιμές κοντά στο 1,57%. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι παρόλο το μεγάλο ανταγωνισμό που υπάρχει στον κλάδο, η εταιρία Ελληνικά Γαλακτοκομεία καταφέρνει να διατηρήσει τα κέρδη και την αποδοτικότητά της σε τέτοιο επίπεδο ώστε να είναι μία υπολογίσιμη δύναμη στον κλάδο, καθώς καταφέρνει να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της βασιζόμενη κυρίως στα δικά της κεφάλαια.

Στη συνέχεια, η εταιρία Κρι Κρι δεν έχει σταθερό καθαρό κέρδος, καθώς λαμβάνει τιμές από 5,85% έως και 14,96% με διάφορες μεταβολές ανάμεσα, ενώ το μικτό της κέρδος ακολουθεί την πορεία μιας ανάποδης καμπάνας, με τη μικρότερη τιμή να πλησιάζει το 22%. Παρατηρήθηκε ότι οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ιδίων και απασχολούμενων κεφαλαίων και του ενεργητικού έχουν την ίδια τάση σημειώνοντας τις ίδιες χρονιές μέγιστα και ελάχιστα. Ο δείκτης οικονομικής μόχλευσης είναι σε σχετικά υψηλά επίπεδα χωρίς όμως να ξεπερνά το 140%. Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι η εταιρία, παρά την αστάθεια των καθαρών κερδών της, καταφέρνει να ισορροπήσει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της και να επιτύχει τους επιθυμητούς της στόχους, διατηρώντας σε ανεκτά επίπεδα την οικονομική ενίσχυση που λαμβάνει από τρίτους.

Η εταιρία Φάρμα Κουκάκη παρόλο που παρουσιάζει ένα σχεδόν σταθερό μικτό κέρδος με μέσο όρο 36,52% τα καθαρά της κέρδη παρουσιάζουν μεγάλη διακύμανση με τα έτη 2011-2012 να έχουν αρνητικές τιμές. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ιδίων και απασχολούμενων κεφαλαίων παρουσιάζουν την ίδια τάση, όπου το 2016 παρουσιάζουν τη μέγιστη τιμή τους. Όσον αφορά τον ξένο δανεισμό, ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, με το 2014 να πλησιάζει το 232%. Από τα παραπάνω προκύπτει πως η σχετικά χαμηλή αποδοτικότητα των ιδίων και απασχολούμενων κεφαλαίων της εταιρίας οδηγεί σε μεγάλα ποσοστά δανεισμού, κάτι το οποίο πιθανόν να προκαλέσει πρόβλημα στο μέλλον.

Τέλος, για την εταιρία Εβροφάρμα οι δείκτες της κινούνται σε χαμηλά επίπεδα. Ενώ ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους είναι θετικός, ο δείκτης καθαρού κέρδους, τα έτη 2011-2012, λαμβάνει αρνητικές τιμές. Οι δείκτες αποδοτικότητας ιδίων και απασχολούμενων κεφαλαίων και ενεργητικού, τα έτη 2011-2014, είναι κατά μεγάλο ποσοστό υπό του μηδενός, και την επόμενη τετραετία είναι θετικοί αλλά κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα. Ο δανεισμός της εταιρίας από τρίτους είναι αρκετά μεγάλος, όπως δείχνουν και τα υψηλά επίπεδα του δείκτη οικονομικής μόχλευσης. Συνεπώς, τα πολύ χαμηλά επίπεδα των δεικτών αποδοτικότητας των ιδίων και απασχολούμενων κεφαλαίων της εταιρίας οδηγούν σε υψηλά επίπεδα μόχλευσης (το 2014 έφτασε στο 330,88%). Αυτό πρακτικά σημαίνει πως η επιβίωση της εταιρίας βασίζεται εξ' ολοκλήρου σε ξένη χρηματοδότηση, κάτι το οποίο καθιστά αναμφίβολο το μέλλον της στον κλάδο των γαλακτοκομικών.

Επιπλέον, παρατηρούμε ότι τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία και η Κρι Κρι έχουν μικρό συντελεστή β, για όλους τους αριθμοδείκτες που μελετήθηκαν. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως οι αριθμοδείκτες τους ακολουθούσαν μία ομαλή πορεία χωρίς να έχουν μεγάλες μεταβολές από έτος σε έτος. Αντίθετα, η Φάρμα Κουκάκη και η Εβροφάρμα είχαν εξαιρετικά υψηλό συντελεστή β για τους αριθμοδείκτες κατά την περίοδο που μελετάμε. Αυτό φαίνεται και από τις αρνητικές τιμές που είχαν αρχικά και τη μετέπειτα θετική τους πορεία, καθώς επίσης, και από το μεγάλο εύρος στις διακυμάνσεις των τιμών τους.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, τα γαλακτοκομικά προϊόντα ανήκουν στα βασικότερα είδη διατροφής. Συνεπώς, εξηγείται και η χαμηλή ελαστικότητα ως προς την τιμή και το εισόδημα που παρουσιάζουν. Σύμφωνα με την έρευνα οικογενειακών προϋπολογισμών (ΕΛ-ΣΤΑΤ/2018), η συνολική μέση μηνιαία δαπάνη ενός νοικοκυριού είναι 1.441€. Από αυτά το 20,2% δαπανάται σε είδη διατροφής, δηλαδή 291€. Συγκεκριμένα το 16,15% αυτών, δηλαδή 47€, δαπανάται αποκλειστικά για την αγορά γαλακτοκομικών προϊόντων.

Σε γενικές γραμμές αντιλαμβανόμαστε πως για να διατηρήσουν οι εταιρίες μία σταθερή αποδοτικότητα με σκοπό να μπορέσουν να επιβιώσουν, να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους αλλά και να αναπτυχθούν, πρέπει να βασίζονται κυρίως στα δικά τους κεφάλαια. Για να βελτιώσουν τη θέση και την αποδοτικότητά τους, πρέπει να εστιάσουν στη σταθεροποίηση και αύξηση των πωλήσεών τους, όπως και των καθαρών κερδών τους. Επιπλέον, η μείωση των ξένων κεφαλαίων και η υπεροχή των ιδίων κεφαλαίων τους θα συμβάλει στην εδραίωσή τους στην αγορά. Δηλαδή, όσο μεγαλώνει το ποσοστό εξωτερικού δανεισμού αυξάνονται και οι υποχρεώσεις της εταιρίας σε τρίτους. Έτσι, κατά τη διάρκεια των ετών, η επιχείρηση μπορεί να μην καταφέρει να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της, επιφέροντας καταστροφικές συνέπειες για την ίδια.

Κλείνοντας, από τα παραπάνω αντιλαμβανόμαστε πως η κάθε εταιρία διαθέτει διάφορα μέσα με τα οποία μπορεί να βελτιώσει την αποδοτικότητά της, όπως είναι ο κύκλος εργασιών, τα λειτουργικά αποτελέσματα και η οικονομική μόχλευση. Τα μέσα αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε μεμονωμένα είτε σε συνδυασμό. Ανάλογα με τις αποφάσεις των διοικητικών στελεχών, η κάθε εταιρία ακολουθεί τη δική της πολιτική. Η εκάστοτε πολιτική μπορεί είτε να βελτιώσει βραχυπρόθεσμα την αποδοτικότητα διατηρώντας ένα αβέβαιο μέλλον, είτε να τη βελτιώσει μακροχρόνια καθορίζοντας μερικώς τη μελλοντική της πορεία. Για παράδειγμα, εταιρίες όπως η Εβροφάρμα, που βασίστηκαν στην αύξηση των ξένων κεφαλαίων, βελτίωσαν για μικρό διάστημα την αποδοτικότητά τους, ενώ στο μακρινό μέλλον δημιούργησε παραπάνω προβλήματα, παρά λύσεις. Αντίθετα, εταιρίες όπως τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία και η Κρι Κρι, ακολουθώντας στρατηγικές που βασίζονται στα ίδια κεφάλαιά τους, καταφέρνουν να διατηρήσουν την αποδοτικότητά τους σε σταθερά επίπεδα και να τη βελτιώσουν μακροχρόνια.

5.2 Απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα

5.2.1 Ποια είναι η πορεία των εταιριών τη συγκεκριμένη περίοδο;

Σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποιήθηκε, παρατηρούμε πως οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας και των τεσσάρων εταιριών έχουν μία αύξουσα πορεία την περίοδο 2011–2018. Ο συντελεστής β, κυρίως για τις εταιρίες Ελληνικά Γαλακτοκομεία και Κρι Κρι, είναι μικρός. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως η αποδοτικότητα αυτών των εταιριών δεν παρουσίασε ιδιαίτερα μεγάλη μεταβολή, αλλά παρόλα αυτά είχε μία αυξητική πορεία. Όσον αφορά τις εταιρίες Εβροφάρμα και Φάρμα Κουκάκη, οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητάς τους παρουσίασαν μεγάλη

μεταβλητότητα, όπως δείχνουν και οι μεγάλες τιμές του συντελεστή β. Η ανοδική πορεία των αριθμοδεικτών φανερώνει τη βελτίωση όσων αφορά την αποδοτικότητα των εταιριών.

5.2.2 Σε ποιους παράγοντες οφείλονται οι μεταβολές αποδοτικότητας των εταιριών;

Όπως είδαμε παραπάνω, οι παράγοντες που επηρεάζουν την αποδοτικότητα των εταιριών είναι κυρίως τα λειτουργικά αποτελέσματα, η οικονομική μόχλευση και ο κύκλος εργασιών. Το θετικό πρόσημο των λειτουργικών αποτελεσμάτων και η συνεχής αύξηση του κύκλου εργασιών συμβάλλει στην αύξηση της αποδοτικότητας των εταιριών με τέτοιο τρόπο ώστε η εταιρία να βασίζεται στα δικά της μέσα εδραιώνοντάς την στον κλάδο και σταθεροποιώντας τις προοπτικές της για το μέλλον. Αντίθετα, όσο αυξάνεται το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων σε μία εταιρία, αυξάνεται μεν βραχυπρόθεσμα η αποδοτικότητα, αλλά μακροπρόθεσμα η πορεία και η αποδοτικότητα της εταιρίας είναι αβέβαιη.

5.2.3 Κατά πόσο μεταβλήθηκε η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2011–2018;

Σύμφωνα με τους συντελεστές β που υπολογίστηκαν παραπάνω, τα Ελληνικά Γαλακτοκομεία δεν είχαν ιδιαίτερη μεταβολή στην αποδοτικότητά τους και ως αποτέλεσμα είχαν μία σταθερή πορεία. Η Κρι Κρι παρουσίασε μία λίγο μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην αποδοτικότητα, και ακολούθησε μία ανοδική πορεία με μικρή κλίση. Τέλος, η Φάρμα Κουκάκη και η Εβροφάρμα έχουν παρόμοιους συντελεστές β, κάτι που σημαίνει ότι η μεταβολή στην αποδοτικότητά τους είναι παρόμοια. Η διαφορά στις δύο εταιρίες έγκειται στο γεγονός ότι η Φάρμα Κουκάκη χρησιμοποιεί όλα τα μέσα για την αύξηση της αποδοτικότητας διατηρώντας μία ισορροπία, ενώ η Εβροφάρμα στηρίζεται στην αύξηση των ξένων κεφαλαίων. Όπως βλέπουμε, στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου η Φάρμα Κουκάκη σταθεροποιεί την πορεία της ενώ η πορεία της Εβροφάρμα φθίνει.

5.3 Περιορισμοί και προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν η παρουσίαση της ανάλυσης αποδοτικότητας τεσσάρων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο των γαλακτοκομικών προϊόντων. Συνεπώς, η μελέτη περιορίστηκε στις τέσσερις αυτές εταιρίες και δεν έγινε περαιτέρω έρευνα για τις υπόλοιπες εταιρίες ή ακόμα και για ολόκληρο τον κλάδο. Επιπλέον, η έρευνα εστίασε στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιριών, με βάση τους δείκτες αποδοτικότητας χω-

ρίς να ερευνώνται οι δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, ο πιστωτικός κίνδυνος, οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες, κλπ. Όλοι αυτοί οι περιορισμοί μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο για περαιτέρω μελέτη στο μέλλον. Επίσης, θα μπορούσαν να διερευνηθούν αν υπάρχουν διαφορετικοί τρόποι αύξησης της αποδοτικότητας, εκτός από την αύξηση των πωλήσεων και τη μείωση των ξένων κεφαλαίων στην εταιρία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. Ελληνική Βιβλιογραφία

Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Θεωρία και Πρακτική. Αθήνα: Rosili.

Γεωργακοπούλου, Θ., Λιανού, Θ., Μπένου, Θ., Τσεκούρα, Γ., Χατζηπροκοπίου Μ. και Χρήστου, Γ. (2007). Εισαγωγή στην πολιτική οικονομία. Έκδοση Ζ. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου.

Γκίκας, Δ. και Παπαδάκη Α. (2012). Χρηματοοικονομική Λογιστική. Αθήνα: Μπένος.

Γκίκας, Δ. , Παπαδάκη, Α. και Σιουγλέ, Γ. (2010). Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Μπένος.

Δημέλη, Σ. (2013). Σύγχρονες Μέθοδοι Ανάλυσης Χρονολογικών Σειρών. Αθήνα: Εκδόσεις ΟΠΑ.

Ευθύμογλου, Π. (2009). Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Πειραιάς.

Ευθύμογλου, Π. και Λαζαρίδης, Ι. (2010). Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων. Πειραιάς: εκδόσεις. Β έκδοση

Ζοπουνίδης Κ. (2013). Διοίκηση και Χρηματοοικονομική: Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ. Αθήνα: Κλειδάριθμος.

Καραγιώργος Θεοφάνης (2012). Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική. Θεσσαλονίκη: Αφοί Θ. Καραγιώργου.

Κιόχος, Π. και Πανάγος Β. (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Αθήνα: Ελένη Κιόχου.

Λιανός, Θ., Παπαβασιλείου, Α. και Χατζηανδρέου Α. (2010), Αρχές Οικονομικής Θεωρίας, Οργανισμός Εκδόσεως Διδακτικών Βιβλίων, Αθήνα.

Μανιφάβα, Δ. (2018). 'Ξεκίνησε από την Πίνδο και «κατέκτησε» τον Όλυμπο'. Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Οικονομική. 19 Αυγούστου 2018. σ.5.

Μπατσινίλας Ε. και Πατατούκας Κ. (2012). Σύγχρονη Λογιστική. Τόμος Β'. Αθήνα: Αθ. Σταμούλης.

Νεγκάκης Χ. (2015), Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς: θεωρία και πρακτική. Θεσσαλονίκη: Αειφόρος Λογιστική

- Νούλας, Α. (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις. Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- Ξανθάκης Μ. και Αλεξιάκης Χ. (2007). Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων. Αθήνα: Σταμούλης Α.Ε.
- Groppelli, A. and Nikbakht, E. (2012). Χρηματοοικονομική. Αθήνα: Κλειδάριθμος.
- ICAP (2018). Κλαδική Μελέτη Γαλακτοκομικών. Αθήνα. Ζοπουνίδης Κ. (2013). Διοίκηση και Χρηματοοικονομική: Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ. Αθήνα: Κλειδάριθμος.
- Specisoft (2009). Χρηματοοικονομικά. Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Αθήνα: Specisoft.
- Vause, B. (2004). Οδηγός ανάλυσης επιχειρήσεων. Αθήνα: Εκδόσεις ΚΕΡΚΥΡΑ.

B. Ξένη Βιβλιογραφία

- Bragg, S. (2007). Financial Analysis: A controller's Guide. Hoboken, N.J.: Wiley. Second edition.
- Chang, K. J., Chichernea, D. C. and HassabElnaby, H. R. (2014) "On the DuPont analysis in the health care industry", Journal of Accounting and Public Policy, 33 (1) pp. 83-103.
- Focsan, E.I., Miron, V. C. I. & Jeler, I. (2015) "Du Pont Analysis In The Production And Preservation Of Meat," Annals - Economy Series, Constantin Brancusi University, Faculty of Economics, 1 pp. 140-146.
- Gabehart, S. and Brinkley, R. (2002). The business valuation book: Proven strategies for measuring a company's value. New York: AMACOM.
- Gadoiu, M. (2014). "Advantages And Limitations Of The Financial Ratios Used In The Financial Diagnosis Of The Enterprise" Scientific Bulletin - Economic Sciences, University of Pitesti, 13(2) pp. 87-95.
- Gencia, A. D. (2015) "Consensus on Commonly used Financial Ratios," Proceedings of FIKUSZ 2015 in: Jolán Velencei (ed.), Proceedings of FIKUSZ '15, pp. 79-88 Óbuda University, Keleti Faculty of Business and Management.
- Hao, Y. & Choi, S. U. (2019) "Operating Performance of Chinese Online Shopping Companies: An Analysis Using DuPont Components," Sustainability, MDPI, Open Access Journal, 11(13) pp. 1-13.

Mihola, J., Kotesovcova, J. & Wawrosz, P. (2016) "Intensity and Extensity of Firm Development and Dynamic Dupont Analysis," European Research Studies Journal, European Research Studies Journal, 0(4) pp. 53-63.

Monea, M. (2009)"Financial Ratios - Reveal How a Business Is Doing?" Annals of the University of Petrosani, Economics, University of Petrosani, Romania. 9(2) pp. 137-144.

Pareja, I. V. (2010) "Financial ratio analysis," Proyecciones Financieras y Valoración 007284, Master Consultores.

Rees, B. (1995). Financial Analysis. New York: Prentice Hall.

Yang, Y. & Chuang, H. W. (2010)"A Dynamic Financial Ratio Adjustment Model," Global Journal of Business Research, The Institute for Business and Finance Research, 4(3) pp. 1-10.

Γ. Ηλεκτρονική Βιβλιογραφία

Εβροφάρμα. (2019). Ιστορία. [Online]. Διαθέσιμο στο: <http://evrofarma.gr/company/history> . [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

Ελληνικά Γαλακτοκομεία (2019). Εταιρεία. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.hellenicdairies.com/>. [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

ΕΛΣΤΑΤ (2019). Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών, 2018. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.statistics.gr/el/infographic-household-budget-survey-2018> . [ημερομηνία πρόσβασης 2 Οκτωβρίου 2019].

Κρι Κρι (2019). Η ιστορία μας. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.krikri.gr/211-istoria> . [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

Φάρμα Κουκάκη. (2019). ΦΑΡΜΑ ΚΟΥΚΑΚΗ: ΙΣΤΟΡΙΚΟ. Μία διαρκώς εξελισσόμενη οικογενειακή φάρμα. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.koukakisfarm.gr/etairia> . [ημερομηνία πρόσβασης 18 Αυγούστου 2019].

ICAP (2019). ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25

https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FIcapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=49502 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].

ICAP (2019). Ελληνικά Γαλακτοκομεία Α.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FIcapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=4033700 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].

ICAP (2019). ΚΡΗ-ΚΡΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FIcapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=156975 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].

ICAP (2019). ΦΑΡΜΑ ΚΟΥΚΑΚΗ Α.Ε.. [Online]. Διαθέσιμο στο: https://www.icapdataprisma.com/ibmcognos/cgi-bin/cognosisapi.dll?pathinfo=%2fmain&ui.action=edit&b_action=icd&encoding=UTF-8&src=%2fibmcognos%2fcgi-bin%2fcognosisapi.dll%3fb_action%3dicd%26pathinfo%3d%252Ffeeds%252Fcm%252Fpath%252F%25CE%2594%25CE%25B7%25CE%25BC%25CF%258C%25CF%2583%25CE%25B9%25CE%25BF%25CE%25B9%2520%25CF%2586%25CE%25AC%25CE%25BA%25CE%25B5%25CE%25BB%25CE%25BF%25CE%25B9%252FIcapDataGR%252FCompanyDashboard%252FCompany%2520Greece%26entry%3d&p_Prm_ICAPID=252367 . [ημερομηνία πρόσβασης 20 Αυγούστου 2019].

Investopedia (2015). What are the differences between three–step and five–step DuPont Analysis. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/ask/answers/042315/what-are-differences-between-threestep-and-fivestep-dupont-analysis.asp> . [ημερομηνία πρόσβασης 05 Αυγούστου 2019].

Investopedia (2019). Decoding DuPont Analysis. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/08/dupont-analysis.asp> . [ημερομηνία πρόσβασης 05 Αυγούστου 2019].

Investopedia (2019). DuPont Analysis. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/d/dupontanalysis.asp> . [ημερομηνία πρόσβασης 05 Αυγούστου 2019].

Investopedia (2019). Pros and Cons of Using DuPont Analysis. [Online]. Διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041615/what-are-some-advantages-and-disadvantages-dupont-analysis.asp> . [ημερομηνία πρόσβασης 05 Αυγούστου 2019].