



T.E.I. ΚΡΗΤΗΣ

Σχολή: Σχολή διοίκησης και Οικονομίας

Τμήμα: Διοίκησης Επιχειρήσεων

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**<< Χρηματοοικονομική ανάλυση και σύγκριση δύο
επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χ.Α.Α >>**

Κανακάκης Γεώργιος

A.M:3513

Επόπτης καθηγητής : Χρονάκης Ιωάννης

ΗΡΑΚΛΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2012

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων διενεργείται μέσα από την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων. Οι τελευταίες παρουσιάζουν διάφορα μειονεκτήματα όπως το ότι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την διεξαγωγή δυναμικής ανάλυσης, ότι υπόκεινται σε λογιστικούς χειρισμούς ενώ έχουν χαμηλή προβλεπτική ικανότητα. Στην παρούσα ανάλυση θα εξεταστούν δύο πετυχημένες εταιρείες στον κλάδο των παιχνιδιών όπως η ASCO και η Jumbo. Οι εταιρείες αυτές είναι διαφορετικού μεγέθους ενώ όπως θα δούμε παρουσιάζουν και διαφορετικές προοπτικές. Η χρήση του μοντέλου Z – Score θα γίνει με στόχο την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της κάθε εταιρείας.

Λέξεις κλειδιά. Λογιστικές καταστάσεις, Λογιστικά Πρότυπα, Χρηματοοικονομικοί δείκτες, μοντέλο χρεοκοπίας, αποτίμηση εταιρείας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
1. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ.....	7
1.1 Το πλαίσιο : Έννοια και σκοποί της λογιστικής.....	7
1.2 Διοικητική (Εταιρική) Λογιστική.....	8
2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ	
2.1 Ισολογισμός μιας εταιρείας.....	10
2.2 Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.....	11
2.3 Κατάσταση ταμειακών ροών.....	12
2.4 Βασικές λογιστικές αρχές.....	13
2.5 Διεθνή λογιστικά πρότυπα.....	13
2.6 Μειονεκτήματα ισολογισμών ως μέσο πληροφόρησης επενδυτών	14
2.7 Διάφορες λογιστικές πρακτικές.....	16
2.7.1 Μέθοδος LIFO και FIFO.....	16
2.7.2 Αποσβέσεις εταιρείας.....	17
2.7.3 Αναγνώριση εσόδων εξόδων.....	18

3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

3.1 Βασικοί αριθμοδείκτες.....20

3.2 Οριζόντια και κάθετη ανάλυση.....23

4. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

4.1 Αξία εταιρείας και κεφαλαιακή διάρθρωση.....24

4.2 Αποτίμηση βάση δεικτών.....25

4.3 Μέθοδος προεξόφλησης.....26

4.4 Σταθμικό κόστος κεφαλαίου.....27

4.5 Κόστος μετοχικού κεφαλαίου.....29

4.6 Μοντέλο GORDON.....30

5. ΜΟΝΤΕΛΟ Z – SCORE.....36

6. Κλάδος παιχνιδιών στην Ελλάδα.....39

7. Γενική εικόνα της εταιρείας Asco41

8. Γενική εικόνα της εταιρείας Jumbo.....44

9. Σύγκριση των 2 εταιρειών.....48

ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....58**ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων αποσκοπεί στον εντοπισμό των ισχυρών και αδύναμων σημείων μιας επιχείρησης. Για την ανάλυση αυτή χρησιμοποιούνται οι λογιστικές καταστάσεις μιας επιχείρησης στις οποίες συμπεριλαμβάνονται ο ισολογισμός η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και η κατάσταση ταμειακών ροών. Οι λογιστικές καταστάσεις μιας επιχείρησης δημοσιεύονται σε τριμηνιαία βάση και είναι διαθέσιμες στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό.

Η ανάγνωση των λογιστικών καταστάσεων υπάγεται σε ορισμένους αντικειμενικούς κανόνες. Ωστόσο, στο βαθμό που οι αναλυτές δεν συμφωνούν πάντα απόλυτα για την χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης μπορούμε να υποθέσουμε ότι η μελέτη των λογιστικών καταστάσεων υπάγεται και σε ορισμένα υποκειμενικά κριτήρια τα οποία τίθενται από τον εκάστοτε αναλυτή.

Η ανάλυση μιας εταιρείας μέσω των λογιστικών της καταστάσεων παρουσιάζει και πολλά μειονεκτήματα αφού οι ισολογισμοί παρέχουν μια στατική εικόνα της επιχείρησης ενώ πολλές φορές υπόκεινται και σε λογιστικούς χειρισμούς με αποτέλεσμα να παραπλανούν τους επενδυτές.

Επιπρόσθετα ο ισολογισμός μιας εταιρείας έχει χαμηλή προβλεπτική ικανότητα.

Σκοπός της εργασίας μας είναι να αναλύσουμε δύο σημαντικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των παιχνιδιών, όπως η asco και η jumbo αλλά και να προβούμε σε σύγκριση των εταιρειών αυτών. Για την ανάλυση της εκάστοτε εταιρείας θα χρησιμοποιήσουμε αριθμοδείκτες οι οποίοι υπολογίζονται από τις λογιστικές καταστάσεις μιας επιχείρησης αλλά και το μοντέλο z score το οποίο υπολογίζει την πιθανότητα μια εταιρεία να κηρύξει πτώχευση. Το μοντέλο z score αποκτά ιδιαίτερη σημασία σε μια περίοδο όπου πολλές επιχειρήσεις βρίσκονται σε δυσχερή θέση λόγω της ραγδαίας επιδείνωσης του επιχειρηματικού κλίματος και η οποία επιδείνωση οφείλεται στην σφοδρή οικονομική κρίση που πλήττει την χώρα μας. Στο θεωρητικό κομμάτι της εργασίας θα δείξουμε πως διενεργείται η αποτίμηση μιας εταιρείας αλλά λόγω της δυσκολίας αυτού του εγχειρήματος δεν θα κάνουμε χρήση αυτών των μεθόδων στην πράξη.

1. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

1.1 Το πλαίσιο : Έννοια και σκοποί της λογιστικής

Η Λογιστική είναι ο επιστημονικός κλάδος που ασχολείται με την παροχή οικονομικών, κατά κανόνα, πληροφοριών οι οποίες αναφέρονται στις οικονομικές μονάδες και αποσκοπεί στο να υποβοηθήσει τους ενδιαφερόμενους για τις μονάδες αυτές προκειμένου να λάβουν ορθές οικονομικές αποφάσεις (Ναούμ, 1993). Με τον όρο οικονομική μονάδα αναφερόμαστε σε κάθε οργανωμένο συνδυασμό συντελεστών παραγωγής για την παραγωγή προϊόντων ή παροχή υπηρεσιών που καλύπτουν κάποια ανθρώπινη ανάγκη.

Βασικοί στόχοι της Λογιστικής είναι (Νιάρχος 1997):

- η παροχή πληροφόρησης στη διοίκηση για την αποτελεσματική λειτουργία, έλεγχο και διαχείριση των οικονομικών μονάδων
- η παροχή πληροφοριών σε πρόσωπα που βρίσκονται εκτός των οικονομικών μονάδων

Με σκοπό την εξασφάλιση της κατάλληλης πληροφόρησης, η Λογιστική ασχολείται, ενδεικτικά, με τα παρακάτω θέματα:

- Καταχώρηση και ανάλυση γεγονότων που επηρεάζουν τις οικονομικές μονάδες, όπως, για παράδειγμα, η αγορά ενός οικοπέδου προκειμένου για την εγκατάσταση κάποιας νέας παραγωγικής μονάδας
- Συστηματική συγκέντρωση και ταξινόμηση δεδομένων
- Περιοδικός προσδιορισμός της χρηματοοικονομικής κατάστασης των οικονομικών μονάδων

- Περιοδικός προσδιορισμός των οικονομικών αποτελεσμάτων των οικονομικών μονάδων
- Υπολογισμός διαφόρων μεγεθών, σύμφωνα με τις πληροφοριακές ανάγκες της διοίκησης, κάποιας κρατικής υπηρεσίας κοκ.

1.2 Διοικητική (Εταιρική) Λογιστική

Η Διοικητική λογιστική ορίζεται από το CIMA (Chartered Institute of Management Accountants) ως η διαδικασία αναγνώρισης, μέτρησης, συσσώρευσης, ανάλυσης, προετοιμασίας, ερμηνείας και επικοινωνίας πληροφοριών που χρησιμοποιεί η διοίκηση μιας επιχείρησης για το σχεδιασμό, αξιολόγηση και έλεγχο μιας επιχειρηματικής μονάδας, αλλά και για τη διασφάλιση πως οι πόροι της εν λόγω επιχείρησης χρησιμοποιούνται βέλτιστα και υπεύθυνα. Η Διοικητική Λογιστική περιλαμβάνει επίσης την προετοιμασία χρηματοοικονομικών καταστάσεων για λογαριασμό άλλων χρηστών, όπως οι μέτοχοι, πιστωτές, καθώς και οι νομοθετικές και φορολογικές αρχές (CIMA, 2011).

Συνοψίζοντας τον παραπάνω ορισμό, εξάγουμε το συμπέρασμα πως η Διοικητική Λογιστική αποτελεί απαραίτητο εργαλείο της Διοίκησης τόσο για την παρακολούθηση και έλεγχο της απόδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας, όσο και για το στρατηγικό σχεδιασμό και την πραγματοποίηση και αξιολόγηση τυχόν διορθωτικών κινήσεων. Παράλληλα, ωστόσο, συνεισφέρει καταλυτικά στην παρακολούθηση της πορείας μιας επιχείρησης από άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως οι μέτοχοι, οι πιστωτές και οι νομοθετικές αρχές.

Με έναν πιο περιγραφικό ορισμό, στη Διοικητική Λογιστική εντάσσονται μέθοδοι και διαδικασίες επιλογής και αξιοποίησης της λογιστικής πληροφορίας για τη λήψη διοικητικών αποφάσεων, την κατάρτιση σχεδίων και προϋπολογισμών καθώς και την άσκηση πολιτικής και ελέγχου δράσης των επιχειρήσεων (Σαρσέντης, 1993)

Συμπληρωματικά, επισημαίνεται πως η πρωταρχική λειτουργία της Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, σε αντιδιαστολή με το σκοπό της Διοικητικής Λογιστικής, είναι να παρέχει λογιστική πληροφόρηση σε εξωτερικούς χρήστες και ενδιαφερόμενους, όπως κυβερνητικές υπηρεσίες, πιστωτές, χρηματοοικονομικούς αναλυτές και επενδυτές. Προκειμένου για την εκπλήρωση του παραπάνω σκοπού, παράγονται αναφορές που κατά κανόνα είναι γενικές και όχι ειδικές, όπως στην περίπτωση της Διοικητικής Λογιστικής.

2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ

2.1 Ισολογισμός μιας εταιρείας

Ο ισολογισμός είναι μια από τις κύριες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και δείχνει συνοπτικά για μια δεδομένη περίοδο στο μεν ενεργητικό την αξία κτήσης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, στο δε παθητικό τις πηγές από τις οποίες έχουν προέλθει τα κεφάλαια που είναι επενδυμένα στα εκάστοτε στοιχεία του ενεργητικού. Η θεμελιώδης σχέση που ισχύει μεταξύ των στοιχείων του ισολογισμού είναι η εξής :

$$\text{ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ} = \text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ} + \text{ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}$$

Τα στοιχεία του ενεργητικού διακρίνονται σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και στοιχεία του κυκλοφορόντος ενεργητικού. Τα πρώτα δε μπορούν να

μετατραπούν σε ρευστά μέσα σε ένα οικονομικό έτος, σε αντίθεση με το κυκλοφορούν ενεργητικό. Το ενεργητικό δείχνει τα μέσα δράσης της επιχείρησης και τα στοιχεία του ενεργητικού για να ενταχθούν σε αυτά θα πρέπει να ανήκουν κατά κυριότητα στην λογιστική μονάδα, να έχουν περιέλθει στην κυριότητα της λογιστικής μονάδας και να είναι δυνατόν να διατίθενται για τους σκοπούς της λογιστικής μονάδας.

Το παθητικό του ισολογισμού εμφανίζει τις μακροχρόνιες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας δηλ. τα ξένα κεφάλαια που έχουν αντληθεί από τους δανειστές της εταιρείας, καθώς και τα ίδια κεφάλαια που έχουν αντληθεί από τους ιδιοκτήτες της εταιρείας (Ευθύμογλου, 2000). Οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν για να ενταχθούν τα στοιχεία του παθητικού σε αυτό θα πρέπει να είναι οι ακόλουθες. Θα πρέπει να αφορούν την λογιστική μονάδα, να έχουν δημιουργηθεί ως συνέπεια του λογιστικού γεγονότος, να προβλέπεται η ικανοποίηση τους στο μέλλον με χρήμα και να είναι δυνατόν να αποδοθεί με χρηματικές μονάδες. Η καθαρή θέση μιας επιχείρησης περιέχει ποσά τα οποία ανήκουν στους φορείς της επιχείρησης και είτε αυτά εισήχθησαν άμεσα από αυτούς είτε αυτά προέρχονται από κέρδη της επιχείρησης.

2.2 Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μιας εταιρείας εμφανίζει τα έσοδα και τα έξοδα που πραγματοποίησε η επιχείρηση κατά την διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου. Η ανάλυση των πραγματοποιηθέντων εσόδων και εξόδων επιτρέπει στον χρηματοοικονομικό αναλυτή να αξιολογεί την ικανότητα της εταιρείας να πραγματοποιεί κέρδη. Ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων χρήσης αναφέρεται στον προσδιορισμό των κερδών προς διάθεση, αλλά και στον τρόπο με τον οποίο διατίθενται τα κέρδη. Τα κέρδη είτε θα διανεμηθούν με τη μορφή μερίσματος, είτε θα προστεθούν στο αποθεματικό κεφάλαιο (Ευθύμογλου, 2000).

2.3 Κατάσταση ταμειακών ροών

Η κατάσταση ταμειακών ροών βασίζεται τόσο στον ισολογισμό όσο και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μαζί με την κατάσταση ταμειακών ροών μας δείχνει πως τα κέρδη μιας επιχείρησης επηρεάζουν την χρηματοοικονομική της κατάσταση. Η κατάσταση ταμειακών ροών συνδέεται με την ρευστότητα μιας επιχείρησης και ταυτόχρονα παρέχει πληροφορίες για τις συναλλακτικές επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της. Η ανάλυση ταμειακών ροών μιας επιχείρησης μας παρέχει πληροφορίες για τις ταμειακές εισροές και εκροές της κατά τη διάρκεια της χρήσης, με αποτέλεσμα ο αναλυτής να είναι σε θέση να εντοπίσει τους παράγοντες που οδήγησαν σε μεταβολή των ταμειακών διαθεσίμων από την έναρξη μέχρι το τέλος της χρήσης. Με την εν λόγω ανάλυση κάποιος θα είναι σε θέση να απαντήσει σε κρίσιμα ζητήματα όπως το αν η επιχείρηση μπορεί να χρηματοδοτήσει τις νέες επενδύσεις της με τις λειτουργικές της ταμειακές ροές ή αν θα πρέπει να βασιστεί στο δανεισμό. Οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης διακρίνονται σε λειτουργικές, χρηματοδοτικές και επενδυτικές. Γενικότερα είναι επιθυμητό μια εταιρεία να χρηματοδοτεί τις δραστηριότητες της μέσω λειτουργικών ταμειακών ροών, αφού κάτι τέτοιο της προσδίδει μεγαλύτερη βιωσιμότητα. Η ανάλυση ταμειακών ροών πραγματοποιείται με βάση την άμεση και έμμεση μέθοδο. Κατά την άμεση μέθοδο παρουσιάζονται οι ταμειακές εισροές και εκροές αφού γίνουν προσαρμογές αναφορικά με την επιρροή των δεδουλευμένων. Κατά την έμμεση μέθοδο γίνονται οι απαραίτητες προσαρμογές ξεκινώντας από τα καθαρά κέρδη της εταιρείας (net income) (CFA Level 1, 2008, σελ. 241).

2.4 Βασικές λογιστικές αρχές

Οι λογιστικές καταστάσεις θα πρέπει να διέπονται από τέσσερις βασικές αρχές όπως αυτής της κατανόησης, της σχετικότητας, της αξιοπιστίας και της συγκρισιμότητας (CFA Level , 2008, σελ. 33).

Με την έννοια της κατανόησης εννοούμε ότι οι πληροφορίες θα πρέπει να παρουσιάζονται κατά τέτοιο τρόπο έτσι ώστε οι αναλυτές να μπορούν να επαληθεύσουν παρελθόντα, τωρινά και μελλοντικά γεγονότα και γενικότερα να είναι σε θέση να εκτιμήσουν τους επιχειρηματικούς κινδύνους που αντιμετωπίζει η εταιρεία.

Με την έννοια της αξιοπιστίας εννοούμε ότι οι πληροφορίες που ενσωματώνονται στις λογιστικές καταστάσεις θα πρέπει να είναι αμερόληπτες αλλά και να αντικατοπτρίζουν πλήρως την επιχειρηματική πραγματικότητα. Επιπλέον οι λογιστικές καταστάσεις θα πρέπει να χαρακτηρίζονται από ουδετερότητα.

Με την έννοια της συγκρισιμότητας εννοούμε ότι οι πληροφορίες θα πρέπει να παρουσιάζονται με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε να είναι εφικτές οι συγκρίσεις μεταξύ εταιρειών.

2.5 Διεθνή λογιστικά πρότυπα

Κάθε εταιρεία χρησιμοποιεί τις δικές της μεθόδους παρουσίασης των λογιστικών καταστάσεων. Οι μέθοδοι όμως αυτοί δε μπορούν να αποκλίνουν σημαντικά μεταξύ τους αφού αν συμβεί κάτι τέτοιο δε θα είναι εφικτή η σύγκριση μεταξύ εταιρειών. Για το λόγο αυτό η παρουσίαση των λογιστικών καταστάσεων υπάγεται στους περιορισμούς που θέτει το υπάρχον ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο διασφαλίζει ότι η εκάστοτε εταιρεία θα συμμορφωθεί στα ισχύοντα λογιστικά πρότυπα. Συνεπώς το ρυθμιστικό πλαίσιο θέτει τα όρια ευελιξίας των επιχειρήσεων αναφορικά με την παρουσίαση των οικονομικών τους στοιχείων. Επιπρόσθετα τα τελευταία χρόνια οι εταιρείες

πραγματοποιούν λογιστικούς χειρισμούς προκειμένου να εξωραΐσουν την χρηματοοικονομική εικόνα μιας επιχείρησης. Το ρυθμιστικό πλαίσιο αποσκοπεί στο να περιορίσει τη δυνατότητα της εταιρείας να παραπλανά τους επενδυτές και η οποία δυνατότητα οφείλεται στις ατέλειες του εκάστοτε ρυθμιστικού πλαισίου (CFA Level 1, 2008, σελ. 94).

Τα GAAP είναι λογιστικά πρότυπα τα οποία εφαρμόζονται στις ΗΠΑ αν και δεν υφίσταται νομικό πλαίσιο που υποχρεώνει τη θέσπιση αυτών των προτύπων. Τα κέρδη είτε θα διανεμηθούν με τη μορφή μερίσματος, είτε θα προστεθούν στο αποθεματικό κεφάλαιο (Ευθύμογλου 2000).

2.6 Μειονεκτήματα ισολογισμών ως μέσο πληροφόρησης επενδυτών

Οι λογιστικές καταστάσεις παρέχουν ιδιαίτερα χρήσιμες πληροφορίες για τα χρηματοοικονομικά μεγέθη μιας εταιρείας και αποτελούν τη βάση για την ανάλυση της χρηματοοικονομικής της κατάστασης. Παρόλα αυτά υπόκεινται και σε αρκετούς περιορισμούς που ναί μεν δε μειώνουν την χρησιμότητά τους, αλλά καθιστούν την αξιολόγηση της εταιρείας αποκλειστικά βάση αυτών αρκετά επισφαλής (www.accounting-tutorial.com)

Αρχικά, ένα πρόβλημα με τον ισολογισμό είναι ότι απεικονίζει τις αξίες των περιουσιακών στοιχείων όχι με βάση την τρέχουσα αγοραία τιμή αλλά με βάση το ιστορικό κόστος. Έτσι μπορεί τα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας να έχουν ανατιμηθεί ή υποτιμηθεί σημαντικά, αλλά αυτό να μην απεικονίζεται στον ισολογισμό με αποτέλεσμα να υποτιμάται ή υπερτιμάται το ύψος του ενεργητικού.

Ένας άλλος περιορισμός του ισολογισμού είναι ότι ναί μεν παρουσιάζονται τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας όπως πάγια, απαιτήσεις, αποθέματα, ταμείο, συμμετοχές σε άλλες εταιρείες, αλλά δεν απεικονίζει ορισμένα άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως οι δεξιότητες του εργατικού δυναμικού που είναι απαραίτητες για να πετύχει η εταιρεία τους στόχους της, το πελατολόγιο της

εταιρείας κ.τ.λ.. Επίσης ορισμένα στοιχεία στον ισολογισμό, όπως η φήμη, που ανήκουν στην κατηγορία των άυλων μπορεί να έχουν νομισματική αξία η οποία δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα της αγοράς.

Ο ισολογισμός έχει επίσης το μειονέκτημα ότι απεικονίζει την χρηματοοικονομική εικόνα της επιχείρησης για μια δεδομένη στιγμή χωρίς όμως να ενσωματώνονται σε αυτόν πληροφορίες με βάση τις οποίες θα μπορούσαν να γίνουν προβλέψεις. Έτσι μπορεί μια εταιρεία να έχει έναν πολύ προβληματικό ισολογισμό αλλά οι προοπτικές της να είναι ιδιαίτερα ευοίωνες λόγω επερχόμενων συμφωνιών οι οποίες θα μπορούσαν να αλλάξουν άρδην τα μεγέθη της ή να υφίσταται η πιθανότητα εξαγοράς από μια μεγαλύτερη εταιρεία η οποία ενδεχομένως να έχει σχέδιο εξυγίανσης για την εξαγοραζόμενη εταιρεία.

Τέλος, ο ισολογισμός μπορεί να αντικατοπτρίζει την οικονομική πραγματικότητα της εταιρείας σε μικρό βαθμό αφού ο τελευταίος είναι ιδιαίτερα επιρρεπής σε λογιστικούς χειρισμούς, οι οποίοι χειρισμοί μπορεί να είναι νόμιμοι ή και να ξεφεύγουν μερικές φορές από τα νόμιμα πλαίσια. Μία εταιρεία π.χ. ανάλογα με τη μέθοδο αποτίμησης αποθεμάτων που χρησιμοποιεί (Lifo ή Fifo) μπορεί να επηρεάσει την καθαρή κερδοφορία της όπως αυτή αποτυπώνεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Κάτι τέτοιο θα το δούμε εκτενώς και σε παρακάτω ενότητα.

Το θέμα των λογιστικών χειρισμών έχει λάβει σημαντικές διαστάσεις στη διεθνή επενδυτική κοινότητα και δεν είναι λίγες οι εταιρείες που κατόρθωσαν να παραπλανήσουν το επενδυτικό κοινό και να το οδηγήσουν στη λήψη εσφαλμένων επενδυτικών αποφάσεων. Γενικότερα η πιθανότητα διενέργειας λογιστικών χειρισμών είναι αυξημένη (CFA Level 1, 2008, σελ. 549):

- Όταν ο υψηλός ρυθμός αύξησης των πωλήσεων οφείλεται κυρίως στην αύξηση των απαιτήσεων.

- Όταν η εταιρεία αναγνωρίζει έσοδα ενώ δε θα έπρεπε όπως π.χ. τα έσοδα από συμβόλαια που έχουν υπογραφεί, αλλά δεν έχει γίνει η παράδοση των προϊόντων ή όταν η εταιρεία αναγνωρίζει τα έσοδα, ενώ οι περισσότεροι όροι των συμβολαίων δεν έχουν εκπληρωθεί.
- Όταν η μέση διάρκεια των αποθεμάτων αυξάνει με υψηλούς ρυθμούς.
- Όταν τα περιθώρια κέρδους της εταιρείας είναι σαφώς μεγαλύτερα από τις ανταγωνίστριες εταιρείες, που μπορεί να σημαίνει ότι είτε η εταιρεία είναι αποδοτική, είτε αυξάνει τα περιθώρια κέρδους με τεχνητό τρόπο.
- Όταν μια εταιρεία χρησιμοποιεί σε μεγάλο βαθμό την τεχνική leasing προκειμένου να αυξήσει την αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων, αφού με τη στρατηγική αυτή δε φαίνονται στον ισολογισμό τα αντίστοιχα περιουσιακά στοιχεία που έχουν μισθωθεί.
- Όταν η εταιρεία παρουσιάζει διάφορα έξοδα από χρονιά σε χρονιά τα οποία όμως δεν τα εντάσσει στα λειτουργικά έξοδα, αλλά στα έκτακτα έξοδα προκειμένου να μην επηρεαστούν τα Ebitda.

2.7 Διάφορες λογιστικές πρακτικές

2.7.1 Μέθοδος LIFO και FIFO

Οι μέθοδοι αποτίμησης αποθεμάτων επηρεάζουν, όπως άλλωστε αναφέραμε προηγουμένως, σε μεγάλο βαθμό την κερδοφορία μιας εταιρείας. Σύμφωνα με την μέθοδο FIFO εξαντλούνται τα εμπορεύματα που έχουν αγοραστεί πρώτα

και η απογραφή των αποθεμάτων αποτιμάται στο κόστος που έχουν οι τελευταίες αγορές.

Σύμφωνα με τη μέθοδο LIFO τα αποθέματα αρχίζουν να εξαντλούνται μέσω αυτών που έχουν αγοραστεί τελευταία. Ενώ λοιπόν η FIFO εξαντλεί τα αποθέματα αρχίζοντας από τις παλαιότερες εισαγωγές τους η LIFO ακολουθεί αντίστροφη σειρά.

Ανάλογα με τη μέθοδο που χρησιμοποιεί η επιχείρηση μπορεί να επηρεαστεί και η κερδοφορία της. Αν π.χ. υφίσταται ισχυρός πληθωρισμός κάτι που σημαίνει ότι το επίπεδο τιμών των αποθεμάτων θα ανεβαίνει, τότε η εταιρεία εφαρμόζοντας τη μέθοδο FIFO θα έχει υψηλότερα κέρδη σε σχέση με την εφαρμογή της μεθόδου LIFO αφού θα πουλάει τα εμπορεύματα που έχουν αγοραστεί φθηνότερα.

Ενδεχομένως όμως η εταιρεία να επιθυμεί να εμφανίσει σκοπίμως χαμηλότερα κέρδη σε περίπτωση π.χ. που οι φορολογικοί συντελεστές είναι σε υψηλά επίπεδα και αναμένεται να σημειώσουν πτώση. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρεία θα εφαρμόσει τη μέθοδο LIFO. Είναι φανερό πως η μέθοδος που χρησιμοποιεί η εταιρεία θα επηρεάσει την αποτίμησή της στο βαθμό που τα αποθέματα συνιστούν στοιχείο του κυκλοφορούν ενεργητικού, αλλά και στο βαθμό που τα τωρινά κέρδη παρέχουν ενδείξεις για τα μελλοντικά κέρδη (Ναούμ, 2000, σελ.122).

2.7.2 Αποσβέσεις εταιρείας

Το κόστος απόκτησης ενός πάγιου περιουσιακού στοιχείου δεν καταγράφεται με την απόκτηση του, αλλά κατανέμεται σε διαδοχικές χρονικές περιόδους. Η απόσβεση λοιπόν συνιστά τη φθορά του περιουσιακού στοιχείου για μια δεδομένη περίοδο και λογίζεται ως έξοδο αλλά όχι ως ταμειακή εκροή.

Για τον υπολογισμό της απόσβεσης απαιτείται η αναμενόμενη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου, η αναμενόμενη υπολειμματική του αξία και η

μέθοδος της απόσβεσης. Επειδή η απόσβεση συνιστά έξοδο, είναι αναμενόμενο ότι η μέθοδος της απόσβεσης θα επιδρά στην κερδοφορία της επιχείρησης. Επιπρόσθετα η μέθοδος της απόσβεσης θα επηρεάσει και τον ισολογισμό μιας εταιρείας μέσω των συσσωρευμένων αποσβέσεων. Οι τελευταίες χρησιμοποιούνται για να υπολογίσουμε την καθαρή αξία των παγίων (CFA LEVEL 1, 2008, σελ. 329).

2.7.3 Αναγνώριση εσόδων εξόδων

Όπως είδαμε προηγουμένως τα έσοδα της εταιρείας δεν ταυτίζονται με τις ταμειακές εισροές. Ο τρόπος που αναγνωρίζουν οι εταιρείες τα έσοδά τους επηρεάζει σημαντικά την κερδοφορία τους άρα και την αποτίμησή τους. Γενικότερα τα κριτήρια αναγνώρισης των εσόδων είναι τα εξής :

- Υφίσταται συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή
- Το προϊόν έχει παραδοθεί στον αγοραστή.
- Η τιμή του προϊόντος ή της υπηρεσίας έχει καθοριστεί.
- Δεν υφίσταται ενδεχόμενο του να μη συλλέξει ο πωλητής τα έσοδα που απορρέουν από την πώληση του προϊόντος.

Οι εταιρείες θα πρέπει σε ειδικό παράρτημα να καταγράφουν τον τρόπο αναγνώρισης των εσόδων τους έτσι ώστε οι αναλυτές να μπορούν να ερμηνεύσουν τις λογιστικές καταστάσεις πιο εύκολα. Σε περίπτωση που μια εταιρεία λάβει τα ρευστά διαθέσιμα που αντιστοιχούν στην πώληση του προϊόντος χωρίς όμως να έχει παραδοθεί το προϊόν ή η υπηρεσία στον

αγοραστή, τότε τα έσοδα δε θα πρέπει να αναγνωριστούν αλλά να λογιστούν ως δεδουλευμένα έσοδα και θα συνιστούν πλέον υποχρέωση της εταιρείας.

Τα έξοδα μιας εταιρείας αφαιρούνται ως γνωστόν από τα έσοδά της έτσι ώστε να προκύψει η κερδοφορία της εταιρείας. Μία εταιρεία αναγνωρίζει τα έξοδά της όταν αυτά αντιστοιχούν σε κάποια έσοδα. Αν π.χ. η εταιρεία αγοράσει κάποια εμπορεύματα τότε αυτό δε συνιστά έξοδο της εταιρείας αλλά κόστος. Όταν όμως πουληθούν αυτά τα εμπορεύματα και προκύψουν κάποια έσοδα τα οποία θα ισούνται με την τιμή ανά μονάδα προϊόντος επί την πωληθείσα ποσότητα τότε θα αναγνωριστούν και τα αντίστοιχα έξοδα.

Πολλές φορές όταν η εταιρεία πουλάει τα προϊόντα της με πίστωση ενδέχεται να προκύψουν κάποιες επισφάλειες, οι οποίες αφορούν απαιτήσεις που είναι πολύ δύσκολο να εισπραχθούν λόγω οικονομικής αφερεγγυότητας των πελατών. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρεία θα πρέπει να υπολογίσει το ποσό των εσόδων που δε θα εισπραχθεί και να μην το αφαιρέσει από τα έσοδα αλλά να το συμπεριλάβει στα έξοδά της. Άρα λοιπόν όταν μια εταιρεία έχει επισφάλειες, αναμένεται να επηρεαστεί η κερδοφορία της μέσω της μεταφοράς των επισφαλειών αυτών στα έξοδα (CFA LEVEL 1, 2008, σελ. 139).

3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

3.1 Βασικοί αριθμοδείκτες

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών χρησιμοποιείται για τη εξέταση των συνθηκών λειτουργίας μιας επιχείρησης σε περιπτώσεις όπου ο αναλυτής δεν έχει επαρκείς πληροφορίες για τον τρόπο λειτουργίας μιας επιχείρησης. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες συνοψίζουν με συστηματικό τρόπο μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών δεδομένων ενώ ταυτόχρονα είμαστε σε θέση να ενημερωθούμε για τις μεταβολές που έχουν επέλθει στις συνθήκες λειτουργίας της επιχείρησης. Οι δείκτες διακρίνονται στις εξής κατηγορίες όπως δείκτες ρευστότητας, δείκτες φερεγγυότητας δείκτες αποδοτικότητας, δείκτες δραστηριότητας. Κατά τη σύγκριση των εταιρειών Jumbo και Asco θα κάνουμε χρήση των δεικτών οι οποίοι εξάγονται από τις εκάστοτε λογιστικές καταστάσεις.

Οι δείκτες δραστηριότητας μας δείχνουν πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια επιχείρηση ορισμένα περιουσιακά της στοιχεία. Αυτοί οι δείκτες αντανακλούν τον βαθμό αποδοτικής διαχείρισης τόσο του κεφαλαίου κίνησης όσο και των πιο μακροπρόθεσμων περιουσιακών της στοιχείων. Οι πιο γνωστοί δείκτες δραστηριότητας είναι ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας απαιτήσεων, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού, η μέση διάρκεια απαιτήσεων, η μέση διάρκεια αποθεμάτων κ.α

Οι δείκτες ρευστότητας μας δείχνουν τη δυνατότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο βαθμός ρευστότητας μιας εταιρείας εξαρτάται πέρα των άλλων και από τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται. Οι πιο γνωστοί δείκτες ρευστότητας είναι ο δείκτης γενικής

ρευστότητας, ο δείκτης ειδικής ρευστότητας, ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας και ο ταμειακός κύκλος μετατροπής του προϊόντος.

Οι δείκτες φερεγγυότητας μας δείχνουν την δυνατότητα της εταιρείας να ανταπεξέλθει στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις της και με την εξέταση αυτών των δεικτών ουσιαστικά εξετάζουμε την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας. Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας είναι ιδιαίτερα μεγάλης σημασίας αφού καθορίζει το κόστος κεφαλαίου της και κατ'επέκταση την αξία της. Οι πιο διαδεδομένοι δείκτες φερεγγυότητας είναι ο δείκτης ξένα κεφάλαια προς περιουσιακά στοιχεία, ο δείκτης ξένα προς ίδια κεφάλαια, ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης κ.α

Οι δείκτες κερδοφορίας μας δείχνουν την δυνατότητα της εταιρείας να παράγουν κέρδη με βάση τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί. Με την ανάλυση αυτών των δεικτών είμαστε σε θέση να δούμε το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μιας εταιρείας. Οι πιο διαδεδομένοι δείκτες είναι η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, η αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων, το καθαρό περιθώριο κέρδους, το μεικτό περιθώριο κέρδους κ.α

Η ανάλυση του ισολογισμού μέσω των δεκτών παρέχει πολύ χρήσιμες πληροφορίες για την διενέργεια επενδυτικών αποφάσεων. Αν ένας επενδυτής επιθυμεί να αναλάβει χαμηλό κίνδυνο τότε θα επενδύσει σε μια εταιρεία με υψηλούς δείκτες ρευστότητας, χαμηλές απαιτήσεις ακόμα και αν αυτό είναι εις βάρος των πωλήσεων, υψηλά ίδια κεφάλαια και χαμηλές βραχυχρόνιες υποχρεώσεις και υψηλές λειτουργικές ταμειακές ροές (Ευθύμογλου 2000).

Αν ένας επενδυτής επιθυμεί να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο τότε θα επενδύσει σε μια εταιρεία με μεγαλύτερη μεταβλητότητα πωλήσεων και κερδοφορίας διαχρονικά, με υψηλότερη μόχλευση που σημαίνει ότι ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων θα είναι υψηλότερος αλλά και πιο επιρρεπής σε διακυμάνσεις της κερδοφορίας και σε μετοχές με υψηλό δείκτη τιμή προς κέρδη και τιμή προς λογιστική αξία που σημαίνει ότι ναι μεν οι μετοχές θα εμφανίζονται υπερτιμημένες αλλά οι επενδυτές θα έχουν υψηλές προσδοκίες αναφορικά με την μελλοντική κερδοφορία γεγονός που

αντανακλάται και στην υψηλότερη τιμή. Ο επενδυτής θα είναι διατεθειμένος να επενδύσει σε μετοχές με τέτοια χαρακτηριστικά ακόμα και αν αυτές δεν πληρούν τις προϋποθέσεις που αναζητά ένας συντηρητικός επενδυτής όπως υψηλή ρευστότητα, σταθερότητα πωλήσεων χαμηλή μόχλευση κ.α

Οι δείκτες που θα χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση μας για την περίοδο 2006 – 2010 θα είναι οι εξής (Ευθύμογλου, 2000):

- Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων που μας δείχνει την ποσοστιαία απόδοση ανά μονάδα επενδυμένων ιδίων κεφαλαίων και ο τύπος είναι Ένας υψηλός δείκτης ιδίων κεφαλαίων μπορεί να οφείλεται πέρα από την υψηλή κερδοφορία και στην υψηλή μόχλευση γεγονός που συνεπάγεται υψηλότερο κίνδυνο. Ο τύπος είναι Καθαρά κέρδη / Ιδία κεφάλαια

- Δείκτης γενικής ρευστότητας που μας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ένας δείκτης κοντά στο 2 θεωρείται ικανοποιητικός. Ο τύπος είναι κυκλοφορούν ενεργητικό / βραχ υποχρεώσεις.

- Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού που μας δείχνει το πόσο αποδοτικά είναι τα περιουσιακά στοιχεία βάση των πωλήσεων. Ο τύπος είναι πωλήσεις/ κυκλοφορούν ενεργητικό

- Καθαρό περιθώριο κέρδους που μας δείχνει το περιθώριο κέρδους που έχει η επιχείρηση με βάση τα καθαρά της κέρδη. Ο τύπος είναι καθαρά κέρδη / πωλήσεις

- Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων που μας δείχνει πόσο γρήγορα ανανεώνονται τα αποθέματα της επιχείρησης. Ένας υψηλός δείκτης υποδηλώνει ότι η επιχείρηση διακρατεί λίγα αποθέματα στις αποθήκες της.

- Ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων που μας δείχνει πόσο γρήγορα η επιχείρηση εισπράττει τις απαιτήσεις της. Ένας υψηλός δείκτης υποδηλώνει

ότι η επιχείρηση είναι αποτελεσματική στην είσπραξη των απαιτήσεων της. Ο τύπος είναι

- Πωλήσεις / απαιτήσεις

- Ιδία προς ξένα κεφάλαια που μας δείχνει το βαθμό μόχλευσης της εταιρείας. Ο τύπος είναι Ιδία / Ξένα κεφάλαια.

3.2 Οριζόντια και κάθετη ανάλυση

Η οριζόντια και κάθετη ανάλυση συνιστούν δύο τρόπους για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας. Η οριζόντια ανάλυση αξιολογεί την απόδοση της εταιρείας για δύο χρονικές περιόδους και χρησιμοποιεί δύο διαφορετικούς ισολογισμούς. Μέσω της οριζόντιας ανάλυσης μπορούμε να παρακολουθήσουμε την διαχρονική εξέλιξη των μεγεθών της εταιρείας και να δούμε αν αυτή μεγεθύνεται ή συρρικνώνεται.

Η κάθετη ανάλυση κάνει χρήση ενός μόνου ισολογισμού και υπολογίζει κάθε μέγεθος των λογιστικών καταστάσεων ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα η συγκεκριμένη ανάλυση χρησιμοποιεί το μέγεθος των παγίων περιουσιακών στοιχείων ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού προκειμένου να δει αν η εταιρεία είναι εντάσεως κεφαλαίου. Η κάθετη ανάλυση είναι ιδιαίτερα χρήσιμη όταν πραγματοποιούμε σύγκριση των δεδομένων για δύο διαφορετικές εταιρείες. Μπορεί π.χ μια εταιρεία να έχει κέρδη 10 εκ € και μια άλλη 80 εκ € και να συμπεράνουμε ότι η πρώτη εταιρεία είναι πιο αποδοτική από την δεύτερη. Το συμπέρασμα όμως αυτό ενδεχομένως να αποδειχτεί λανθασμένο αφού αν διενεργήσουμε τη μέθοδο της κάθετης ανάλυσης εκφράζοντας τα καθαρά κέρδη ως ποσοστό των πωλήσεων η πρώτη εταιρεία μπορεί να έχει υψηλότερο περιθώριο κέρδους άρα και να είναι πιο αποδοτική παρόλο που τα κέρδη της σε απόλυτους όρους να είναι σαφώς χαμηλότερα.

4. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

4.1 Αξία εταιρείας και κεφαλαιακή διάρθρωση

Η αποτίμηση μιας εταιρείας ή αλλιώς η εύρεση της δίκαιης αξίας της είναι ένα ιδιαίτερα σύνθετο ζήτημα και οπωσδήποτε συνιστά το σημαντικότερο κριτήριο λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Οι λογιστικές καταστάσεις μιας εταιρείας συνιστούν ένα εργαλείο για την αποτίμηση μιας εταιρείας στον βαθμό που περιέχουν στοιχεία που βοηθάνε στη διαδικασία αποτίμησης.

Η διαδικασία αποτίμησης είναι χρήσιμη όταν π.χ. μια μεγαλύτερη εταιρεία θέλει να προβεί σε εξαγορά της εταιρείας που επιχειρούμε να αποτιμήσουμε ή όταν θέλουμε να δούμε κατά πόσο η δίκαιη αποτίμηση της αποκλίνει από τη χρηματιστηριακή της αξία. Να σημειώσουμε πως η απόκλιση αυτή είναι ιδιαίτερα συνήθης, καθώς όταν μια εταιρεία αποτιμάται στο χρηματιστήριο υπεισέρχονται και άλλοι παράγοντες όπως οι ψυχολογικοί παράγοντες ή οι παράγοντες της κερδοσκοπίας. Τέτοιοι είδους παράγοντες αναμένεται να διαμορφώσουν μια χρηματιστηριακή αξία διαφορετική από αυτή που θα προκύψει αν αποτιμήσουμε την εταιρεία σύμφωνα με τις γνωστές αντικειμενικές μεθόδους και τις οποίες μεθόδους θα παρουσιάσουμε παρακάτω. Η δυσκολία της αποτίμησης μιας εταιρείας έγκειται στο γεγονός ότι τα μελλοντικά κέρδη βάση των οποίων αποτιμάται η εταιρεία, υπόκεινται σε αβεβαιότητα ενώ η αποτίμηση αυτή θα πρέπει να στηρίζεται και στην ύπαρξη κάποιων χρηματοοικονομικών μοντέλων, τα οποία πολλές φορές δεν περιγράφουν ικανοποιητικά τη σύνθετη πραγματικότητα.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας επηρεάζει την αποτίμηση της εταιρείας. Με τον όρο κεφαλαιακή διάρθρωση εννοούμε το μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για τη χρηματοδότηση των

επενδύσεών της. Αν λάβουμε υπόψη τις πρόσφατες θεωρίες περί κεφαλαιακής διάρθρωσης συμπεραίνουμε ότι η αξία μιας εταιρείας αυξάνεται όσο αυξάνεται ο δανεισμός της αλλά μέχρι ενός σημείου. Από κάποιο επίπεδο δανεισμού και μετά ενεργοποιούνται τα κόστη αντιπροσώπευσης, τα οποία αντισταθμίζουν τα φορολογικά πλεονεκτήματα που απορρέουν από το δανεισμό. Συνεπώς κάθε εταιρεία ανάλογα με τα εκάστοτε χαρακτηριστικά της και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται έχει μια άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση στην οποία ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου ή μεγιστοποιείται η αξία της (Titman, 1992, σελ. 445).

4.2 Αποτίμηση βάση δεικτών

Όπως θα δούμε παρακάτω η αποτίμηση μιας εταιρείας βασίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών της κερδών. Ένας εύκολος όμως τρόπος για να γίνει η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι βάση χρηματοοικονομικών δεικτών και κυρίως μέσω του δείκτη P / E (valuation multiple). Η διαδικασία αυτή βασίζεται στην εξαγωγή ενός δείκτη όπως το P / E για εταιρείες που έχουν όσο το δυνατόν πλησιέστερα χαρακτηριστικά με την εταιρεία που θέλουμε να εξετάσουμε. Στη συνέχεια βρίσκουμε έναν μέσο όρο αυτού του δείκτη χωρίς να εξετάζουμε πως προέκυψαν οι εκάστοτε δείκτες των εταιρειών δηλ. οι δείκτες P / E . Απλώς θεωρούμε αυτούς τους δείκτες ως δεδομένους και υποθέτουμε ότι η εταιρεία που θα αποτιμηθεί θα πρέπει να έχει ένα δείκτη P / E ίσο με το μέσο όρο του κλάδου. Να σημειώσουμε ότι ο αριθμητής μας δείχνει την τιμή της μετοχής και ο παρονομαστής τα καθαρά κέρδη της τελευταίας χρήσης. Η τιμή της μετοχής προκύπτει από τη διαπραγμάτευση της στην δευτερογενή αγορά και επαναλαμβάνουμε ότι δε μας ενδιαφέρει πως προκύπτει, αλλά την παίρνουμε ως δεδομένη (Benninga, 2008, σελ. 79).

Αν π.χ. το μέσο P / E για τον κλάδο βρίσκεται στο 12 και τα κέρδη της υπό εξέταση εταιρείας ήταν την τελευταία χρονιά στα 5 εκ € τότε η αποτίμηση της θα πρέπει να ανέρχεται στα 60 εκ € κάνοντας πάντα την υπόθεση ότι η

εταιρεία που αποτιμούμε διαφέρει ελάχιστα από την μέση εταιρεία του κλάδου. Εναλλακτικά του δείκτη P / E μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε και το δείκτη P / BV, όπου ο παρονομαστής σε αυτό το κλάσμα μας δείχνει τη λογιστική αξία της επιχείρησης ή αλλιώς την καθαρή της θέση. Και σε αυτή την περίπτωση αφού βρούμε το μέσο δείκτη P / BV αλλά και τη λογιστική αξία της επιχείρησης μπορούμε να βρούμε την αποτίμηση της εταιρείας.

4.3 Μέθοδος προεξόφλησης

Ο βασικός κανόνας πάνω στον οποίο στηρίζεται η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι η προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών της σύμφωνα με τον κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης. Ως συντελεστή προεξόφλησης συνήθως χρησιμοποιείται το σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Το τελευταίο μπορεί να εξαχθεί από τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας. Με το συντελεστή προεξόφλησης λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος αλλά και το κόστος ευκαιρίας της εταιρείας το οποίο είναι η τοποθέτηση των εκάστοτε πηγών κεφαλαίων της στην καλύτερη δυνατή εναλλακτική χρήση.

Η αποτίμηση μιας εταιρείας στηρίζεται στον εξής τύπο:

$$V = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_N}{(1 + WACC)^N}$$

όπου FCF είναι οι ταμειακές ροές για την εκάστοτε περίοδο και WACC το σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Να σημειώσουμε πως ο παραπάνω τύπος αφορά την αξία της εταιρείας συμπεριλαμβανομένου και του εισοδήματος των

δανειστών. Αν θέλουμε να βρούμε την αξία των μετόχων τότε χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο:

$$V = \text{FCFE } 1 / (1+r) + \text{FCFE } 2 / (1+r)^2 + \dots + \text{FCFE } N / (1+r)^N$$

όπου r το κόστος κεφαλαίου των μετόχων και FCFE οι ταμειακές ροές που αντιστοιχούν στους μετόχους της εταιρείας. Όπως θα δούμε αργότερα η ανάλυσή μας θα βασιστεί στο μοντέλο Gordon.

4.4 Σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Το σταθμικό κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης υπολογίζεται ως ένας σταθμικός μέσος και είναι η απόδοση που πρέπει να επιτευχτεί έτσι ώστε να μη μειωθεί η αξία της επιχείρησης και η αγοραία αξία των κοινών μετοχών της. Ουσιαστικά συγκεντρώνει το κόστος των επιμέρους συστατικών των κεφαλαίων (Weston, 1991, σελ. 250). Οι πηγές κεφαλαίου που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση είναι τα δάνεια, το κοινό μετοχικό κεφάλαιο και το προνομιούχο κεφάλαιο.

Ο τύπος του σταθμικού κόστους κεφαλαίου είναι ο εξής:

$$R_d * (1-t) * D / D+E + r_e * E / E + D$$

- Όπου R_d είναι το κόστος δανεισμού της επιχείρησης.
- R_e το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης.
- E είναι η αξία του μετοχικού κεφαλαίου.
- και D είναι η αξία του χρέους.

Να σημειώσουμε πως η αξία του μετοχικού κεφαλαίου λογίζεται ως η χρηματιστηριακή του αξία και όχι ως η λογιστική του αξία. Επίσης η αξία του χρέους φαίνεται στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας.

Σύμφωνα με το θεώρημα **Modigliani Miller** και σε περίπτωση που υφίστανται φόροι, μία επιχείρηση θα μεγιστοποιεί την αξία της στην περίπτωση όπου εξαντλεί τα περιθώρια δανεισμού της. Αυτό σημαίνει ότι το σταθμικό κόστος κεφαλαίου θα ελαχιστοποιείται όταν η επιχείρηση προσφεύγει αποκλειστικά στο δανεισμό για την χρηματοδότηση των επενδύσεών της. Ο δανεισμός λοιπόν θεωρείται ως η καλύτερη πηγή χρηματοδότησης, λόγω του ότι η ύπαρξη τόκων αποδίδει στην επιχείρηση φορολογικό πλεονέκτημα (Titman, 1992, σελ. 360).

Το πρόβλημα με τη θεωρία του MM, είναι ότι η χρήση ολοένα και περισσότερου δανεισμού δημιουργεί κάποια κόστη τα οποία θα πρέπει να λάβει υπόψη η επιχείρηση. Όταν μία επιχείρηση κάνει χρήση υπερβολικής μόχλευσης να μεν αυξάνεται η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, αλλά ταυτόχρονα αυξάνει και ο κίνδυνος του να μη μπορεί η επιχείρηση να πληρώσει τους τόκους σε περίπτωση που αντιμετωπίσει σημαντική κάμψη της λειτουργικής της κερδοφορίας. Επιπρόσθετα όταν μια εταιρεία χρησιμοποιεί υπερβολικό δανεισμό αναμένεται να ανακύψουν και κάποια κόστη αντιπροσώπευσης που αφορούν τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοίκησης και μετόχων και δανειστών. Όταν μία επιχείρηση χρησιμοποιεί υπερβολικό δανεισμό, τότε οι μέτοχοι λόγω της περιορισμένης ευθύνης που σχετίζεται με την ύπαρξη ενός μέγιστου ποσού που μπορούν να χάσουν από την επένδυσή τους, θα έχουν το κίνητρο να αναλάβουν ριψοκίνδυνες επενδύσεις που μπορεί να πλήξουν τα συμφέροντα των δανειστών. Αν αποτύχει η επένδυση τότε η μέτοχοι θα χάσουν το ποσό που έχουν καταβάλλει ως συνεισφορά στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας. Αν όμως πετύχει η επένδυση τότε τα κέρδη θα είναι δυσανάλογα υψηλά σε σχέση με τις απώλειες (Titman, 1992, σελ. 360).

Το σταθμικό κόστος κεφαλαίου θα πρέπει λοιπόν να λάβει υπόψη την πιθανότητα χρεοκοπίας της εταιρείας και τα κόστη αντιπροσώπευσης που ανακύπτουν από την υψηλή μόχλευση και τα οποία ενδέχεται να μετριάσουν τις θετικές επιπτώσεις που απορρέουν από τα φορολογικά πλεονεκτήματα. Για το λόγο αυτό κάθε εταιρεία ανάλογα με τα εκάστοτε χαρακτηριστικά της και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται έχει μια άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση στην οποία ελαχιστοποιείται το σταθμικό κόστος κεφαλαίου και ταυτόχρονα μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης. Συνήθως με την αρχική αύξηση του δανεισμού μειώνεται το σταθμικό κόστος κεφαλαίου αφού τα κόστη που περιγράψαμε προηγουμένως είναι αμελητέα. Με την χρήση όμως ολοένα και περισσότερου δανεισμού τα εν λόγω κόστη αρχίζουν να υπερισχύουν των φορολογικών πλεονεκτημάτων με αποτέλεσμα το σταθμικό κόστος κεφαλαίου να αυξάνει. Συνεπώς μπορούμε να πούμε πως η καμπύλη του σταθμικού κόστους κεφαλαίου έχει τη μορφή του μακροχρόνιου μέσου κόστους, όπου αρχικά ενεργοποιούνται οι οικονομίες κλίμακας και στη συνέχεια οι αντί οικονομίες κλίμακας (**Haugen 1992**).

4.5 Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

Για τον υπολογισμό του σταθμικού κόστους κεφαλαίου απαιτείται ο υπολογισμός του κόστους μετοχικού κεφαλαίου. Το τελευταίο συνιστά την ελάχιστη απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι της εταιρείας για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης. Η θεωρία αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων παρέχει το κατάλληλο υπόβαθρο για την εκτίμηση αυτού του κόστους. Σύμφωνα με την θεωρία **CAPM** (Capital Asset Pricing Model) η απόδοση μιας μετοχής όταν η αγορά είναι σε κατάσταση ισορροπίας είναι συνάρτηση του συστηματικού κινδύνου της μετοχής δηλ. του συντελεστή beta αλλά και του ασφάλιστρου της αγοράς. Η συγκεκριμένη θεωρία έχει ιδιαίτερη απήχηση στη διεθνή βιβλιογραφία παρόλο τις ισχυρές παραδοχές που κάνει, όπως ότι οι επενδυτές επιδεικνύουν αποστροφή προς τον κίνδυνο, αλλά και

ότι οι προτιμήσεις τους είναι ομογενείς ή και ότι επιλέγουν το ίδιο χαρτοφυλάκιο αγοράς και κατανέμουν τον πλούτο τους μεταξύ του ακίνδυνου χρεογράφου και του χαρτοφυλακίου αγοράς (Haugen, 1992, σελ. 240).

Σύμφωνα με τη θεωρία **CAPM** η απόδοση μιας μετοχής βρίσκεται από τον εξής τύπο

$$R_e = r_f + b(r_m - r_f)$$

Όπου r_f είναι η απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου, r_m η απόδοση της αγοράς και b ο συστηματικός κίνδυνος της μετοχής.

Ο συντελεστής β υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$b = \text{cov}(r_i, r_m) / \text{var}(r_m)$$

Για τον υπολογισμό του συντελεστή β όπως θα δούμε και σε παρακάτω ενότητα συνήθως τρέχουμε μια παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή την απόδοση της μετοχής και ανεξάρτητη μεταβλητή την απόδοση της αγοράς Q

$$R_i = a + b r_m + e$$

Η κλίση αυτής της γραμμής παλινδρόμησης ισούται με $\text{cov}(r_i, r_m) / \text{var}(r_m)$ που όπως είδαμε είναι ο συντελεστής β .

4.6 Μοντέλο GORDON

Το μοντέλο Gordon αναπτύχθηκε το 1950 και χρησιμοποιείται πολύ συχνά για την αποτίμηση μιας εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα η αξία του μετοχικού κεφαλαίου δίνεται από τον εξής τύπο:

$$V_e = D_1 / R - G$$

όπου $D1$ είναι το προσδοκώμενο μέρισμα της επόμενης περιόδου, R είναι το κόστος μετοχικού κεφαλαίου και g είναι ο προσδοκώμενος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων τα επόμενα χρόνια. Η βασική παραδοχή αυτού του μοντέλου είναι ότι τα μερίσματα θα αυξάνουν με σταθερό ρυθμό στο μέλλον και για το λόγο αυτό ο τύπος αυτός χρησιμοποιείται για εταιρείες που έχουν μια σταθερή διαχρονικά αύξηση των μεγεθών τους. Όταν η εταιρεία ακολουθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική, τότε $D1 = (1-b) * E1$ όπου b = το ποσοστό των κερδών που επανεπενδύεται στην επιχείρηση και $E1$ τα αναμενόμενα κέρδη της επιχείρησης. Επιπρόσθετα ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων g μπορεί να υπολογιστεί και ως $g = b * R.O.E$ όπου $R.O.E$ είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Συνεπώς ο τύπος Gordon μπορεί να γραφτεί και ως:

$$V = (1 - b) E1 / R - b * R.O.E$$

Στην ανάλυσή μας αντί για το μέρισμα της επόμενης περιόδου θα χρησιμοποιήσουμε την προσδοκώμενη ελεύθερη ταμειακή ροή που αντιστοιχεί στους μετόχους. Πιο συγκεκριμένα $V = FCFE / R - G$



$$b * R.O.E$$

4.6 Προσδιορισμός ταμειακών ροών

Για την αποτίμηση μιας εταιρείας έχει επικρατήσει να προεξοφλούνται οι ελεύθερες μελλοντικές ταμειακές ροές. Επειδή στην ανάλυσή μας θα αποτιμήσουμε την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας jumbo μας ενδιαφέρει πρωτίστως ο υπολογισμός των ελευθέρων ταμειακών ροών που

αντιστοιχούν στους μετόχους της εταιρείας. Αυτές μπορούν να υπολογιστούν από τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας με κάποιον συγκεκριμένο τρόπο που θα δείξουμε παρακάτω.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές δημιουργούνται από τις δραστηριότητες της επιχείρησης και είναι διαθέσιμες σε αυτούς που παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση όπως στους μετόχους, στους κατόχους ομολογιών, στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών και στους κατόχους προνομιούχων μετοχών (**Merton 2000**). Ως βάση για τον υπολογισμό των ελευθέρων ταμειακών ρολών τόσο αυτών που αντιστοιχούν στην εταιρεία συνολικά όσο και αυτών που αντιστοιχούν στους μετόχους χρησιμοποιούμε τα καθαρά κέρδη της χρήσης που αναγράφονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Τα καθαρά κέρδη προκύπτουν ως εξής:

Από τις πωλήσεις αφαιρούμε το κόστος πωληθέντων για να βρούμε το μεικτό κέρδος. Στην συνέχεια αφαιρούμε το κόστος διοικητικής λειτουργίας για να βρούμε τα κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων. Αφαιρώντας τις αποσβέσεις και τους τόκους βρίσκουμε τα κέρδη εκμετάλλευσης ενώ προσαρμόζοντας και τα έκτακτα μεγέθη βρίσκουμε τα κέρδη προ φόρων. Τέλος αν αφαιρέσουμε τους φόρους βρίσκουμε τα καθαρά κέρδη. Να σημειώσουμε πως τα κέρδη που βρίσκουμε με αυτό τον τρόπο είναι τα λογιστικά κέρδη τα οποία διαφέρουν από τα οικονομικά κέρδη αφού η ζωή της λογιστικής μονάδας δεν τελειώνει στο τέλος της χρήσης το λογιστικό αποτέλεσμα βασίζεται στην αρχή του ιστορικού κόστους ενώ δεν λαμβάνει υπόψη και κάποια έσοδα η έξοδα όπως οι τόκοι των ιδίων κεφαλαίων, η αμοιβή των φορέων της επιχείρησης κ.α.

Πωλήσεις

Μείον **κόστος πωληθέντων**

Μεικτό κέρδος

Μείον **Κόστος λειτουργίας και διοίκησης**

EBITDA

Μείον **Αποσβέσεις , Τόκοι**

Κέρδη εκμετάλλευσης

Συν **Έκτακτα κέρδη / ζημίες**

Κέρδη προ φόρων

Μείον **Φόροι**

Καθαρά κέρδη

Για τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών κινούμαστε ως εξής:

Αρχικά βρίσκουμε από τις λογιστικές καταστάσεις τα καθαρά κέρδη. Στη συνέχεια αφαιρούμε την αύξηση των απαιτήσεων αφού αυτές θα μετουσιωθούν σε ταμειακή ροή στο μέλλον. Ακολουθώντας αφαιρούμε και την αύξηση των αποθεμάτων αφού μια τέτοια αύξηση συνιστά ταμειακή εκροή η οποία δεν έχει συμπεριληφθεί κατά τον υπολογισμό των καθαρών κερδών. Οι αποσβέσεις θα προστεθούν αφού είναι ένα έξοδο το οποίο όμως αντιστοιχεί σε ταμειακή εκροή που έχει γίνει στο παρελθόν π.χ. κατά την αγορά ενός μηχανήματος. Στη συνέχεια προσθέτουμε τη μεταβολή των πληρωτέων λογαριασμών αφού συνιστούν κόστος που δεν έχει ακόμα πληρωθεί. Τέλος αφαιρούμε και τη μεταβολή των παγίων περιουσιακών στοιχείων (Benninga, 2008, σελ. 40).

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Κέρδη μετά φόρων / Καθαρά κέρδη

συν **απόσβεση**

Μείον **αύξηση στις απαιτήσεις**

Μείον **αύξηση στα αποθέματα**

Συν **αύξηση στους λογαριασμούς πληρωμών**

Μείον **αύξηση στα πάγια**

Ταμειακές ροές στους μετόχους (FCFE)

Συν **τόκοι μετά φόρων**

Ταμειακές ροές στην εταιρεία (FCF)

5. ΜΟΝΤΕΛΟ Z – SCORE

Το μοντέλο Z –score κατασκευάστηκε και δημοσιεύτηκε από τον Altman το 1968 και ουσιαστικά προβλέπει την πιθανότητα χρεοκοπίας μιας εταιρείας για τον επόμενο χρόνο. Το z –score είναι ένας γραμμικός συνδυασμός διαφόρων χρηματοοικονομικών δεικτών οι οποίοι εξάγονται από τους ισολογισμούς μιας εταιρείας και σταθμίζονται με τους ανάλογους συντελεστές. Ο τύπος αυτής της συνάρτησης εξαρτάται από τις εταιρείες στις οποίες αναφερόμαστε δηλ αν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο η όχι και από το αν είναι βιομηχανικές η όχι εταιρείες. Επειδή οι εταιρείες τις οποίες εξετάζουμε στην ανάλυσή μας είναι εισηγμένες και δεν έχουν παραγωγική βάση αλλά είναι βασικά εισαγωγικές εταιρείες θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο :

$$Z' = 6.56T_1 + 3.26T_2 + 6.72T_3 + 1.05T_4 + 0T_5$$

Όπου T1 = ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

T2 = ΠΑΡΑΚΡΑΤΟΥΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ / ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

T3 = ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΤΟΚΩΝ / ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

T4 = ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ / ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

T5 = ΠΩΛΗΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Αν $Z > 2.9$ τότε η επιχείρηση δεν διατρέχει κίνδυνο χρεοκοπίας

Αν $1.22 < Z < 2,9$ η επιχείρηση βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη χωρίς όμως οι πιθανότητες χρεοκοπίας να είναι σημαντικές

Αν $Z < 1.22$ ο κίνδυνος χρεοκοπίας είναι άμεσος.

Το μοντέλο z-score το χρησιμοποιούν κυρίως οι τράπεζες όταν καλούνται να δανειοδοτήσουν τις εκάστοτε επιχειρήσεις ενώ μπορούμε να ισχυριστούμε ότι το εν λόγω μέτρο αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης.

Κατά την εξέταση αυτού του μοντέλου μπορούμε να επισημάνουμε τα εξής σημεία. Πρώτον όταν η τιμή της μετοχής της εταιρείας κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα ο δείκτης θα υπερτιμά την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας αφού η τιμή της μετοχής όπως είδαμε προηγουμένως ενσωματώνεται στον τύπο. Δεύτερον όταν η τιμή μιας μετοχής είναι υψηλή η εταιρεία θα μπορεί να προσελκύσει πιο, εύκολα κεφάλαια και κατ' επέκταση να παρατείνει την διάρκεια ζωής της ακόμα και αν οι δείκτες της υποδηλώνουν ισχυρή πιθανότητα χρεοκοπίας. Τρίτον ο δείκτης αυτός δεν είναι 100 % αξιόπιστος αφού μια εταιρεία μπορεί να έχει υψηλό δείκτη αλλά ένα απρόσμενο αρνητικό γεγονός να την κατατάξει στην ζώνη χρεοκοπίας. Γενικότερα ο δείκτης z-score είναι ένα ικανοποιητικό μέτρο της πιθανότητας του να χρεοκοπήσει μια εταιρεία τα επόμενα χρόνια και το ποσοστό επιτυχίας αναφορικά με την πρόβλεψη μπορεί να φτάσει και το 80 %.

Τα πλεονεκτήματα του μοντέλου z score είναι τα εξής

- Η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του μοντέλου κάτι που αποδεικνύεται μέχρι σήμερα.
- Η ελεύθερη διάθεσή του σε κάθε ενδιαφερόμενο
- Η σχετικά εύκολη εφαρμογή του από κάθε ενδιαφερόμενο
- Η συνεχής αναβάθμισή του μέσα από συνεργασία των αναλυτών

Τα βασικά μειονεκτήματα της μεθόδου μπορούν να συνοψιστούν ως εξής

- Ο περιορισμένος αριθμός που χρησιμοποιήθηκαν στο δείγμα καθώς και η μεγάλη χρονική διασπορά

- Η στατικότητα που χαρακτηρίζει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες καθώς και το πρόβλημα της χειραγώγησης των λογιστικών καταστάσεων.
- Η αρχική ανάλυση που χρησιμοποιήθηκε από τον Altman περιελάμβανε μόνο βιομηχανικές επιχειρήσεις και οποιαδήποτε εφαρμογή άλλης κατηγορίας επιχειρήσεων απαιτεί την ανάλογη προσοχή.

6. Κλάδος παιχνιδιών στην Ελλάδα

Ο κλάδος παιχνιδιού στην Ελλάδα έχει ολιγοπωλιακή δομή με μικρό αριθμό αλυσίδων μεγάλου μεγέθους να κατέχουν το συντριπτικό ποσοστό του μεριδίου αγοράς. Τα τελευταία χρόνια οι μεγάλες αλυσίδες έχουν επεκτείνει τις δραστηριότητές τους και σε άλλους τομείς όπως η εμπορία ειδών βρεφανάπτυξης, εποχιακών ειδών και ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου. Χαρακτηριστικό του κλάδου της λιανικής πώλησης των παιχνιδιών και των ειδών βρεφανάπτυξης είναι η αυξανόμενη συγκέντρωση της αγοράς σε σχετικά λίγες και μεγάλες αλυσίδες, ιδιαίτερα στα μεγάλα αστικά κέντρα. Ο αριθμός των παραδοσιακών μεμονωμένων σημείων πώλησης παρουσιάζει σημαντική πτώση . Η τάση αυτή είναι έντονη κυρίως στις αλυσίδες παιχνιδιών και οφείλεται, κατά κύριο λόγο, στην τιμολογιακή πολιτική τους, στη αύξηση της ποικιλίας των προσφερόμενων προϊόντων, στις διαφημιστικές δαπάνες και στην επέκταση του δικτύου καταστημάτων τους.

Η συρρίκνωση στον κλάδο των παιχνιδιών μεγαλώνει λόγω κρίσης, με αποτέλεσμα τα μικρά συνοικιακά καταστήματα να βάζουν λουκέτο και οι μεγάλες, αλυσίδες παιχνιδιών να αυξάνουν το μερίδιο αγοράς τους, ξεπερνώντας το 50%.

Οι πωλήσεις παιχνιδιών μέσω των αλυσίδων καταστημάτων παιχνιδιών παρουσίασαν πτώση 4% το 2010 σε σχέση με το 2009, ενώ μικρή μείωση της τάξης του 2,2% παρουσίασαν και οι πωλήσεις ειδών βρεφανάπτυξης μέσω αλυσίδων το 2010/09, σύμφωνα με σχετική μελέτη που διεξήγαγε η Icar

Τη μεγαλύτερη πτώση πωλήσεων εμφανίζουν τα ακριβά παιχνίδια άνω των 30 ευρώ, όπως επισημαίνει ο εμπορικός διευθυντής Θ. Μπακάλης, της εταιρείας παιχνιδιών Max Stores, η οποία ξεπερνά το 27%, ενώ σημειώνει ότι το 85% των παιχνιδιών στα καταστήματα είναι επώνυμα. Όσον αφορά την κατανομή παιχνιδιών στην προτίμηση των πελατών, το μεγαλύτερο ποσοστό (95%) καταλαμβάνουν τα παραδοσιακά παιχνίδια και μόλις 5% τα ηλεκτρονικά. Οι περισσότερες επιχειρήσεις, οι οποίες εκμεταλλεύονται αλυσίδες παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης, πραγματοποιούν και δικές τους εισαγωγές και συχνά εμπορεύονται, εκτός από «επώνυμα» και «ανώνυμα» προϊόντα. Τα τελευταία χρόνια μάλιστα, οι εισαγωγές παιχνιδιών ιδίως από χώρες όπως η Κίνα και άλλες ασιατικές χώρες έχουν αυξηθεί σημαντικά.

Παρά την κρίση, η Jumbo αναμένει οριακά θετικό πρόσημο στις πωλήσεις για το δωδεκάμηνο που λήγει τέλος Ιουνίου, καθώς οι πωλήσεις του ομίλου για το ενδεκάμηνο της τρέχουσας οικονομικής χρήσης παρέμειναν αμετάβλητες.

Εν τω μεταξύ, ο όμιλος προχωρά στην υλοποίηση του επενδυτικού του προγράμματος με την προσθήκη νέου καταστήματος στην Βουλγαρία. Πιο συγκεκριμένα τις τελευταίες μέρες του Μαΐου ολοκληρώθηκε και ξεκίνησε η λειτουργία του νέου ιδιόκτητου υπερκαταστήματος στην πόλη Varna της Βουλγαρίας, ενώ τους επόμενους μήνες αναμένεται να λειτουργήσει ένα ακόμη νέο ιδιόκτητο κατάστημα στην πόλη Burgas της Βουλγαρίας.

Παράλληλα και η Plan toys, μια ιδιαίτερα σημαντική εταιρεία παραγωγής ξύλινων, οικολογικών παιχνιδιών συνεχίζει την ανάπτυξή της, με νέα σημεία παρουσίας και αύξηση τζίρου στο 2011, ενώ σκοπεύει να ανοίξει πρότυπο κατάστημα που θα συνδυάζει το παιχνίδι με τον πολιτιστικό χώρο στα βόρεια προάστια της Αθήνας.

7. Γενική εικόνα της εταιρείας, Asco

Η Ascompany είναι εισαγωγική εταιρεία παιχνιδιών που εδρεύει στην Βόρεια Ελλάδα και ιδρύθηκε το 1991. Η Asco έχει εστιάσει την δραστηριότητά της στο παιδικό παιχνίδι. Η εταιρεία στοχεύει στην αύξηση των πωλήσεών της μέσω της εδραίωσης του εμπορικού σήματος των καταστημάτων της και μέσω της διεύρυνσης του πελατολόγιού της.

Ανάλυση δεικτών

Όπως είδαμε κα σε προηγούμενη ενότητα η ανάλυση δεικτών μας επιτρέπει να αξιολογήσουμε την οικονομική κατάσταση μιας εταιρείας κατά την διάρκεια της χρήσης αλλά και να διεξάγουμε συγκρίσεις διαχρονικά. Επιπλέον εξετάζοντας και τους ισολογισμούς των ανταγωνιστριών εταιρειών μπορούμε να βγάλουμε τον μέσο όρο κάθε δείκτη για τον κλάδο. Σε αυτή την περίπτωση μπορούμε να δούμε αν η εταιρεία τα καταφέρνει καλύτερα η όχι από τους ανταγωνιστές της αλλά και αν η οικονομική της κατάσταση είτε καλή είτε μέτρια οφείλεται στα γενικότερα χαρακτηριστικά του κλάδου η στα εκάστοτε χαρακτηριστικά της εταιρείας. Στην ανάλυσή μας υπολογίζουμε τους αριθμοδείκτες που αναφέραμε στην προηγούμενη για την τελευταία πενταετία και κάνουμε και τα σχετικά σχόλια

	2011		2010		2009		2008
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	27,799	-10.62%	31,103	0.30%	31,009	-5.73%	32,893
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	3,635	-35.15%	5,605	3.49%	5,416	-22.51%	6,989
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	10,267	-19.27%	12,718	-2.55%	13,051	-13.43%	15,075
ΚΥΚΛ. ΕΝΕΡΓ	19,840	-13.76%	23,005	2.09%	22,533	-6.12%	24,001
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	17,737	-15.44%	20,976	-18.80%	25,832	-5.19%	27,246
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	673	95.07%	345	-83.76%	2,124	-32.44%	3,144
ΕΒΙΤΔΑ	1,461	-9.03%	1,507	-62.24%	3,991	-26.78%	5,451
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	18,234	3.84%	17,560	-4.09%	18,308	2.12%	17,928
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	9,565	-29.68%	13,603	7.11%	12,700	-15.13%	14,964
ΒΡΑΧ ΥΠΟΧΡ.	7,468	14.50%	6,522	-1.26%	6,605	-32.86%	9,838
ΙΔΙΑ /ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛ	1.91		1.29		1.44		1.20
ΤΑΧΥΤ. ΚΥΚΛ. ΑΠΟΘ.	4.88		3.74		4.77		3.90
ΤΑΧΥΤ.ΚΥΚΛ.ΑΠΑΙΤ	1.73		1.65		1.98		1.81
ΤΑΧΥΤ. ΚΥΚΛ.ΕΝΕΡΓ	0.64		0.67		0.83		0.83
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	0.04		0.02		0.08		0.12
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤ	2.66		3.53		3.41		2.44
ΑΠΟΔΟΤ. ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛ	0.04		0.02		0.12		0.18
ΑΠΟΔΟΤ.ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛ.	0.05		0.05		0.13		0.17

Σχετικά σχόλια ως προς τους δείκτες για την Asco

Ο δείκτης ίδια προς ξένα κεφάλαια είναι μεγαλύτερος της μονάδας που σημαίνει ότι στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας τα ίδια κεφάλαια καταλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσοστό. Μάλιστα το 2011 ο δείκτης εμφανίζει την μεγαλύτερη τιμή.

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων κυμαίνεται στο τέσσερα για όλες τις χρονιές πράγμα που σημαίνει ότι τα αποθέματα ανανεώνονται κατά μέσο όρο τέσσερις φορές τον χρόνο που είναι μια ικανοποιητική τιμή

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας απαιτήσεων είναι ιδιαίτερα χαμηλός για όλες τις χρονιές. Η εταιρεία θα πρέπει να είναι ποιο αποτελεσματική στην πολιτική είσπραξης των απαιτήσεών της.

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού από το 2010 σημειώνει αισθητή πτώση που σημαίνει ότι τα στοιχεία του ενεργητικού της εταιρείας δεν είναι πλέον αποδοτικά σε όρους πωλήσεων

Το καθαρό περιθώριο κέρδους της εταιρείας την τελευταία διετία σημειώνει πτώση όπως άλλωστε και τα περισσότερα μεγέθη της εταιρείας. Ένα περιθώριο κέρδους της τάξης του 2 % μόνο ικανοποιητικό δεν μπορεί να θεωρηθεί την στιγμή που η ανταγωνίστρια εταιρεία έχει σαφώς υψηλότερο αντίστοιχο δείκτη

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας για όλες τις χρονιές είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικός αφού κυμαίνεται σε επίπεδα αισθητά μεγαλύτερα της μονάδας. Η εταιρεία φαίνεται να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και να έχει υψηλό κεφάλαιο κίνησης

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ενώ το 2008 και 2009 κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα τις επόμενες 2 χρονιές σημειώνει σημαντική πτώση.

Τα ίδια ισχύουν και στην περίπτωση του δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων. Από το 2009 και μεν ο δείκτης είναι θετικός αλλά πέφτει αισθητά σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια.

Όσο αναφορά την ASCO λοιπόν το γενικότερο συμπέρασμα είναι το εξής

- Τα μεγέθη της εταιρείας επιδεινώνονται σημαντικά από το 2009 και έπειτα
- Η πτώση της κερδοφορίας της εταιρείας την τελευταία διετία είναι θεαματική

- Η εταιρεία έχει ιδιαίτερα ικανοποιητικούς δείκτες ρευστότητας
- Η εταιρεία κατόρθωσε να βελτιώσει σημαντικά την κερδοφορία της το τελευταίο έτος αλλά τα κέρδη εξακολουθούν να υστερούν σημαντικά έναντι των ετών 2008 και 2009.

Ο δανεισμός της εταιρείας είναι αρκετά χαμηλός.

Η εταιρεία δεν είναι αποτελεσματική στην είσπραξη των απαιτήσεών της.

8. ΓΕΝΙΚΗ ΕΙΚΟΝΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ JUMBO

Η εταιρεία Jumbo ιδρύθηκε το 1986 και ειδικεύεται στην παραγωγή και εμπορία παιχνιδιών, επίπλων , παιδικών αμαξωμάτων και γενικά προϊόντων που απευθύνονται στο παιδί. Η εταιρεία τα τελευταία 10 χρόνια έχει σημειώσει σημαντική ανάπτυξη και θεωρείται ηγέτης στον κλάδο που δραστηριοποιείται κερδίζοντας συνεχώς αυξανόμενα μερίδια αγοράς. Το 2008 μερίδιο της εταιρείας σύμφωνα με έρευνα της ICAP είχε υπολογιστεί σε 36 % περίπου ενώ οι κυριότερες ανταγωνίστριες εταιρείες ήταν ο Μουστάκας , TOYS ACADEMY και Ζαχαρίας. Κατά την περίοδο 2002 – 2007 ο μέσος ρυθμός αύξησης της εγχώριας αλυσίδας παιχνιδιών ανερχόταν στο 19 % ποσοστό που σίγουρα είναι αξιοσημείωτο. Στην συνέχεια το ποσοστό αύξησης σημείωσε αισθητή πτώση κυμαινόμενο όμως πάλι σε διψήφια ποσοστά.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις της διοίκησης η εταιρεία αναμένεται το 2011 να παρουσιάσει έσοδα 490 εκ € και κέρδη κοντά στα 80 εκ €. Το επιχειρηματικό μοντέλο της εταιρείας το οποίο βασίζεται στις χαμηλές τιμές και στην μεγάλη

ποικιλία των προϊόντων αλλά και στη επέκτασή της σε πολλά υποσχόμενες αγορές όπως τα Βαλκάνια αποδεικνύεται ιδιαίτερα ανθεκτικό (www.tobima.gr).

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται σήμερα σε τρεις χώρες: στην Ελλάδα με 48 καταστήματα στην Βουλγαρία με 7 καταστήματα και στην Κύπρο με 3 καταστήματα.

Πέρα από την επέκταση του δικτύου της στις χώρες αυτές, η εταιρεία έχει επενδύσει σε αγορά γης στη Ρουμανία με σκοπό την μελλοντική εκμετάλλευσή της μέσω ανάπτυξης δικτύου στη χώρα.

Επίσης, η εταιρεία έχει συνάψει συμβάσεις εμπορικής συνεργασίας με εταιρείες που διατηρούν καταστήματα που φέρουν το σήμα της Jumbo στην ΠΓΔΜ (FYROM) και στην Αλβανία.

Η διοίκηση της εταιρείας είναι σε συνεχή αναζήτηση ευκαιριών για την επέκτασή της σε γειτονικές χώρες.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ JUMBO σε χιλ €

	2011		2010		2009		2008
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	856,086	7.66%	795,195	8.03%	736,076	10.88%	663,869
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	180,485	3.46%	174,452	-1.12%	176,435	-7.73%	191,225
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	18,597	-33.58%	27,998	-54.84%	62,000	-6.06%	66,000
ΚΥΚΛ. ΕΝΕΡΓ	412,354	4.37%	395,082	62.59%	243,000	-5.53%	257,230
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	494,288	0.88%	489,972	0.54%	487,334	4.17%	467,808
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	97,304	2.86%	94,603	-5.37%	99,973	4.42%	95,743
ΕΒΙΤΔΑ	134,422	-1.36%	135,149	-3.05%	139,629	7.81%	128,178
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	592,912	13.38%	522,949	15.58%	452,473	27.22%	355,664
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	263,773	-3.11%	272,245	-4.00%	283,603	-7.98%	308,204
ΒΡΑΧ ΥΠΟΧΡ.	101,406	-7.32%	109,413	-8.68%	119,809	-1.75%	121,938
ΙΔΙΑ /ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛ	2.25		1.92		1.60		1.15
ΤΑΧΥΤ. ΚΥΚΛ. ΑΠΟΘ.	2.74		2.81		2.76		2.45
ΤΑΧΥΤ.ΚΥΚΛ.ΑΠΑΙΤ	26.58		17.50		7.86		7.09
ΤΑΧΥΤ. ΚΥΚΛ.ΕΝΕΡΓ	0.58		0.62		0.66		0.70
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ							
ΚΕΡΔΟΥΣ	0.20		0.19		0.21		0.20
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤ	4.07		3.61		2.03		2.11
ΑΠΟΔΟΤ. ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛ	0.16		0.18		0.22		0.27
ΑΠΟΔΟΤ.ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ							
ΚΕΦΑΛ.	0.14		0.15		0.18		0.19

Αναφορικά με την Jumbo μπορούμε να πούμε τα εξής

Ο δείκτης ξένα προς ίδια κεφάλαια βελτιώνεται συνεχώς με αποτέλεσμα το 2011 να ξεπεράσει και την τιμή του 2. Η εταιρεία προφανώς θέλει να αποφύγει τον υπερδανεισμό

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων είναι σχετικά χαμηλός γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρεία ίσως θα πρέπει να ανανεώνει τα αποθέματα της πιο γρήγορα προκειμένου να μειωθούν τα αντίστοιχα κόστη

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας απαιτήσεων είναι ιδιαίτερα υψηλός γεγονός που μεταφράζεται σε μια ικανότητα της εταιρείας να εισπράττει έγκαιρα τις απαιτήσεις της.

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού κυμαίνεται σε μέτρια επίπεδα για όλες τις χρονιές

Το καθαρό περιθώριο κέρδους της εταιρείας είναι υψηλό για όλες τις χρονιές.

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας κυμαίνεται σε ιδιαίτερα ικανοποιητικά επίπεδα για την εταιρεία. Η jumbo διαθέτει υψηλό κεφάλαιο κίνησης πράγμα που μειώνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο.

Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων μπορεί να ακολουθεί πτωτική τροχιά την τελευταία τετραετία αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Ένας τέτοιος δείκτης μεγαλύτερος του 10% θεωρείται ικανοποιητικός

Για την αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων ισχύει ότι και για την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων. Διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα αλλά από χρονιά σε χρονιά σημειώνει ελαφριά πτώση

Συμπέρασμα

Το συμπέρασμα αναφορικά με τους δείκτες είναι το εξής

- Η εταιρεία εμφανίζει εντυπωσιακούς δείκτες αποδοτικότητας και κερδοφορίας

- Η εταιρεία έχει χαμηλή μόχλευση για όλα τα έτη γεγονός που της προσδίδει χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και της επιτρέπει να δανειστεί περαιτέρω με ευνοϊκούς όρους
- Η εταιρεία εισπράττει σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα τις απαιτήσεις της
- Ο δείκτης περιθωρίου κέρδους κυμαίνεται σε ιδιαίτερα ικανοποιητικά επίπεδα αν και την τελευταία χρονιά παρουσιάζει ελαφριά πτώση
- Παρόλο το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον για το σύνολο των επιχειρήσεων το 2010 η Jumbo εμφανίζει ιδιαίτερη ανθεκτικότητα στην παρούσα κρίση
- Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού κυμαίνεται σε σχετικά μέτρια επίπεδα. Η εταιρεία θα πρέπει να βελτιώσει την αποδοτικότητα του ενεργητικού της.

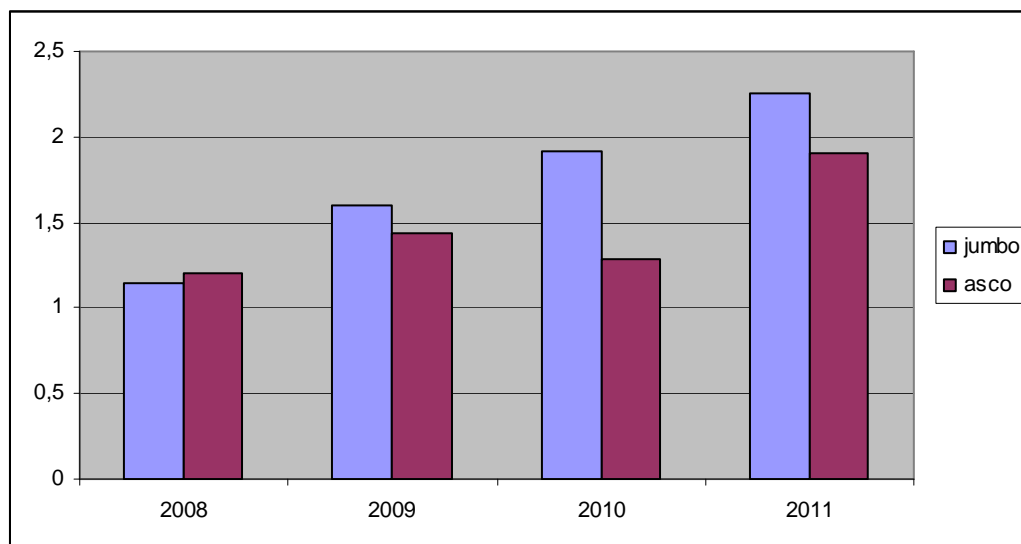
9. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ 2 ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Σε αυτή την ενότητα συγκρίνουμε τους δείκτες των δυο εταιρειών

Ιδία / ξένα κεφάλαια

	2008	2009	2010	2011
ASCO	1,2	1,44	1,29	1,91

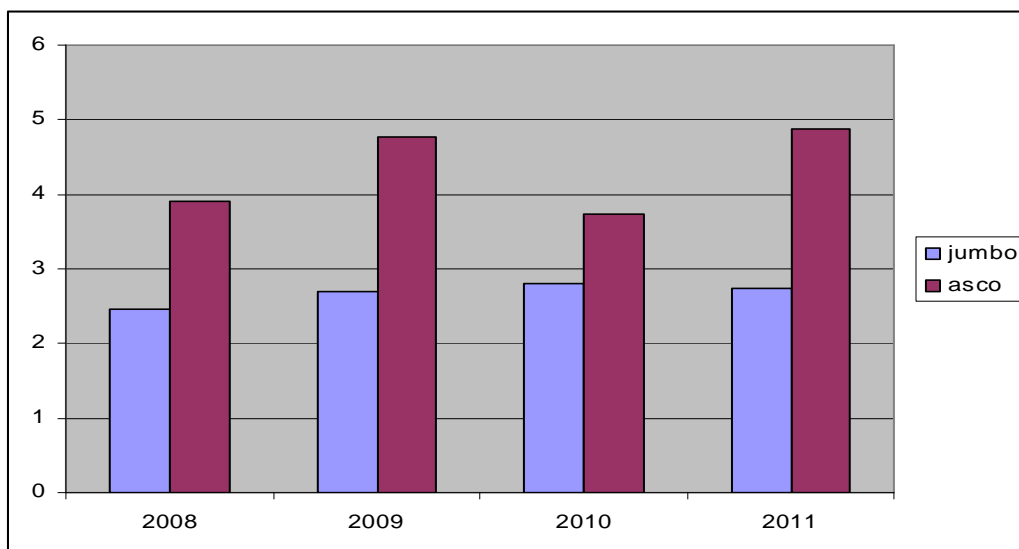
JUMBO	1,15	1,6	1,92	2,25
-------	------	-----	------	------



Παρατηρούμε πως η jumbo με εξαίρεση το 2008 εμφανίζει χαμηλότερο δανεισμό σε σχέση με την ASCO

Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων

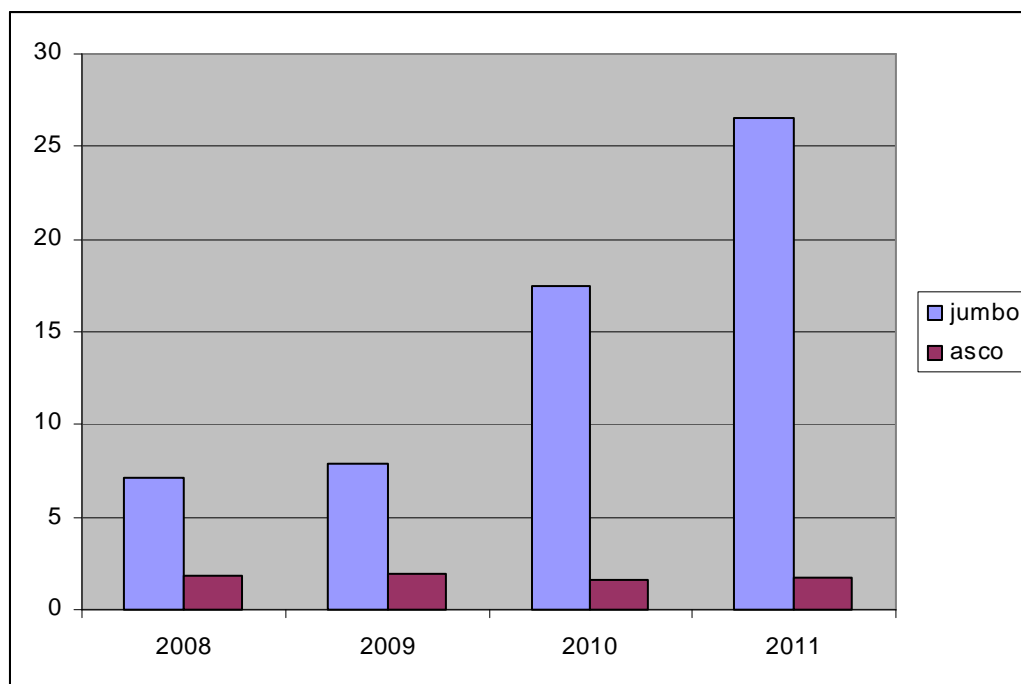
	2008	2009	2010	2011
ASCO	3,9	4,77	3,74	4,88
JUMBO	2,45	2,76	2,81	2,74



Παρατηρούμε πως η jumbo εμφανίζει χαμηλότερους δείκτες σε σχέση με την ASCO. Η πρώτη θα πρέπει να διαχειριστεί τα αποθέματα της με πιο αποτελεσματικό τρόπο. Να σημειώσουμε πάντως πως οι δείκτες είναι χαμηλοί και για τις 2 εταιρείες

Ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων

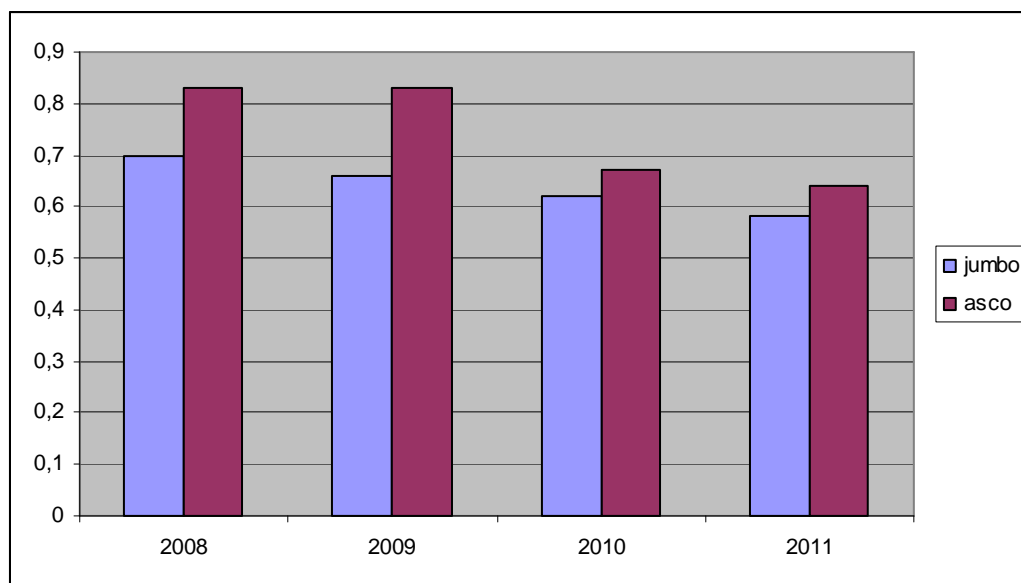
	2008	2009	2010	2011
ASCO	1,81	1,98	1,65	1,73
JUMBO	7,09	7,86	17,5	26,58



Παρατηρούμε πως η jumbo είναι σαφώς πιο αποτελεσματική στην είσπραξη των απαιτήσεων της σε σχέση με την ASCO

Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού

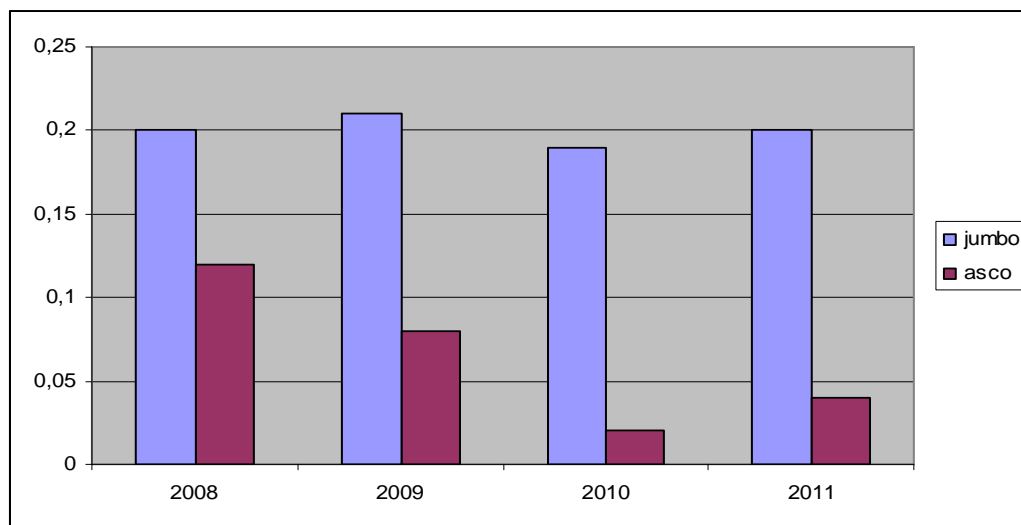
	2008	2009	2010	2011
ASCO	0,83	0,83	0,67	0,64
JUMBO	0,7	0,66	0,62	0,58



Παρατηρούμε πως η Asco χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία πιο αποδοτικά σε όρους πωλήσεων σε σχέση με την Jumbo

ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ

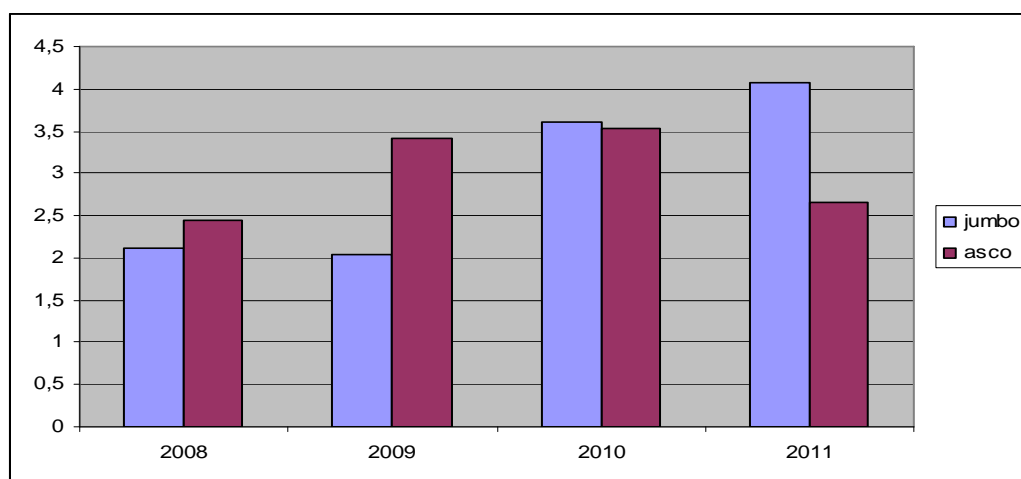
	2008	2009	2010	2011
ASCO	0,12	0,08	0,02	0,04
JUMBO	0,2	0,21	0,19	0,2



Η Jumbo έχει σαφώς υψηλότερο περιθώριο κέρδους το οποίο μάλιστα δεν επηρεάζεται από την κρίση σε αντίθεση με την Asco

ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

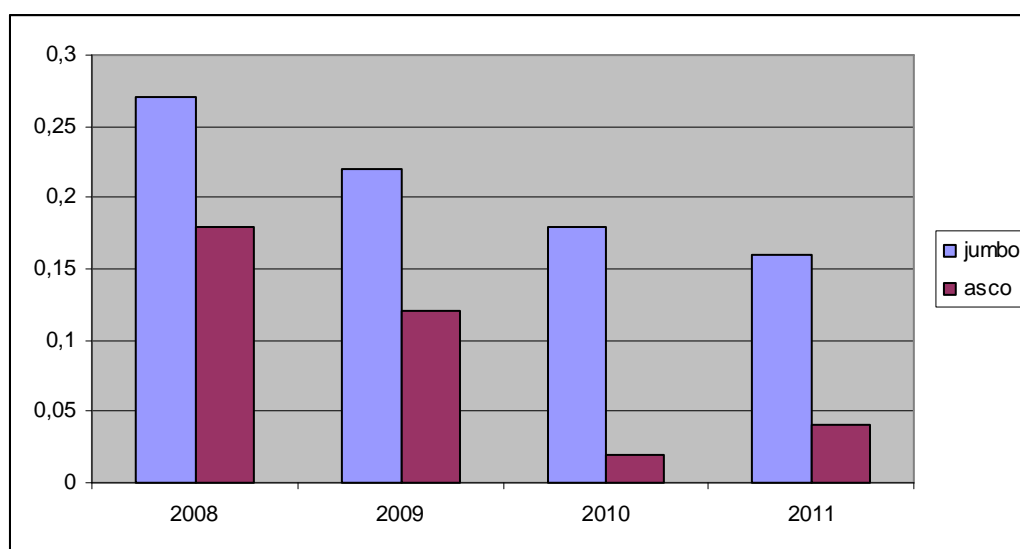
	2008	2009	2010	2011
ASCO	2,44	3,41	3,53	2,66
JUMBO	2,11	2,03	3,61	4,07



Και οι 2 εταιρείες παρουσιάζουν υψηλή ρευστότητα με την Jumbo όμως να υπερτερεί την τελευταία διετία.

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

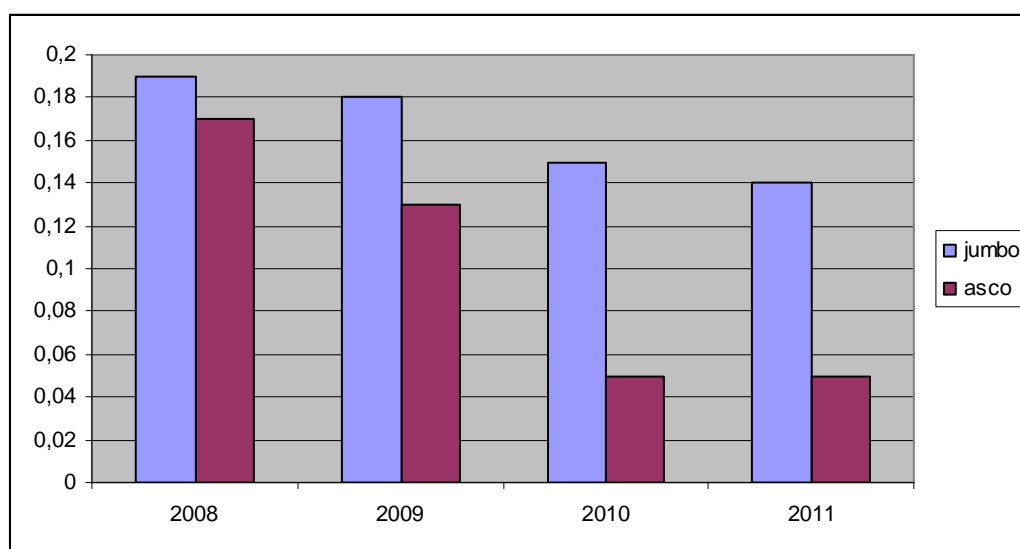
	2008	2009	2010	2011
ASCO	0,18	0,12	0,02	0,04
JUMBO	0,27	0,22	0,18	0,16



Η Jumbo έχει υψηλότερους δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ενώ η πτώση τους διαχρονικά είναι ποιο ήπια σε σχέση με την περίπτωση της Asco

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

	2008	2009	2010	2011
ASCO	0,17	0,13	0,05	0,05
JUMBO	0,19	0,18	0,15	0,14



Ισχύει περίπου ότι και στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων

Συμπερασματικά και για τις 2 εταιρείες μπορούμε να πούμε ότι

Η Jumbo είναι εταιρεία με σαφώς μεγαλύτερο μέγεθος σε σχέση με την Asco αλλά και με μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς

Η κερδοφορία της Jumbo δεν φαίνεται να επηρεάζεται από την κρίση σε αντίθεση με την Asco όπου από το 2009 σημειώνει ραγδαία πτώση. Το ίδιο ισχύει και για τις πωλήσεις.

Η Jumbo έχει σαφώς υψηλότερους δείκτες αποδοτικότητας

Η μόχλευση και των 2 εταιρειών είναι χαμηλή γεγονός ιδιαίτερα σημαντικό σε μια περίοδο όπου η κρίση μαστίζει τον κλάδο

Οι δύο εταιρείες έχουν ικανοποιητική ρευστότητα με την Jumbo να υπερτερεί ελαφρώς

Η ASCO διαχειρίζεται καλύτερα τα αποθέματά της κρίνοντας από τον αντίστοιχο δείκτη.

Το γενικότερο συμπέρασμα είναι ότι και οι 2 εταιρείες είναι κερδοφόρες σε μια περίοδο όπου πολλές ομοειδής επιχειρήσεις απειλούνται ακόμα και με πτώχευση. Η Jumbo είναι σαφώς πιο ανθεκτική στην κρίση και δεν είναι τυχαίο ότι η εταιρεία βρίσκεται διαρκώς στο στόχαστρο των ξένων επενδυτικών κεφαλαίων. Η ASCO είναι μια πολλά υποσχόμενη εταιρεία με ικανοποιητική ρευστότητα αλλά σε καμία περίπτωση η εν λόγω εταιρεία δεν μπορεί να συγκριθεί με την Jumbo. Η τελευταία συνιστά ηγέτη στον κλάδο της ενώ σημαντική είναι και η επέκτασή της σε χώρες όπως η Βουλγαρία , Κύπρος κ.α

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΔΕΙΚΤΗ Z-SCORE

	JUMBO	ASCO
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	494,288.00	17,737.00
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	97,304.00	673.00
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	148,581.00	12,372.00
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	856,086.00	27,800.00
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	592,912.00	18,234.00
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ		
ΤΟΚΩΝ	113,420.00	1,033.00
ΧΡΗΜΑΤ. ΑΞΙΑ	550,000.00	5,600.00

$$Z' = 6.56T_1 + 3.26T_2 + 6.72T_3 + 1.05T_4 + 0T_5$$

Όπου $T_1 = \text{ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ}$

$T_2 = \text{ΠΑΡΑΚΡΑΤΟΥΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ}$

$T_3 = \text{ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΤΟΚΩΝ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ}$

$T_4 = \text{ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ} / \text{ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ}$

$T_5 = \text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ}$

	jumbo	ASCO
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	494,288.00	17,737.00
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	97,304.00	673.00
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	148,581.00	12,372.00
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	856,086.00	27,800.00
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	592,912.00	18,234.00
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΤΟΚΩΝ	113,420.00	1,033.00
ΧΡΗΜΑΤ. ΑΞΙΑ	550,000.00	5,600.00

Κάνοντας τους υπολογισμούς βλέπουμε ότι ο δείκτης για την asco είναι 3,56 και ο δείκτης για την jumbo είναι 3,36. Και οι 2 εταιρείες απέχουν αρκετά από την κρίσιμη τιμή του 2,9 συνεπώς δεν διατρέχουν κίνδυνο χρεοκοπίας. Αξιοσημείωτο είναι ότι η Asco έχει υψηλότερο δείκτη από την jumbo λόγω του ότι διαθέτει ιδιαίτερα ισχυρή ρευστότητα. Ο δείκτης αυτός υπολογίστηκε σε μια περίοδο όπου οι αποτιμήσεις των εταιρειών είναι ιδιαίτερα χαμηλές. Σε μια

κάπως ποιο ευνοϊκή χρηματιστηριακή συγκυρία ο δείκτης z – score θα ήταν υψηλότερος και για τις 2 εταιρείες.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία συγκρίναμε 2 εταιρείες όπως η Jumbo και η ASCO που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των παιχνιδιών. Οι δύο αυτές εταιρείες διαθέτουν ισχυρή ρευστότητα ενώ διατηρούν την κερδοφορία τους σε μια περίοδο όπου η ζήτηση των καταναλωτών έχει πέσει κατακόρυφα. Ειδικά η Jumbo αποδεικνύεται ιδιαίτερα ανθεκτική στην κρίση διατηρεί σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης και αξιολογείται ως σαφώς ποιο ισχυρή εταιρεία από την asco. Στην ανάλυσή μας ενώ αναφέραμε πως γίνεται η αποτίμηση μιας εταιρείας δεν προχωρήσαμε στην αποτίμηση των 2 εταιρειών που εξετάζουμε λόγω των δυσκολιών που παρουσιάζει αυτό το εγχείρημα. Υπολογίζοντας τον δείκτη z score είδαμε πως και οι 2 εταιρείες δεν διατρέχουν κίνδυνο χρεοκοπίας λόγω της ισχυρής ρευστότητάς τους. Βέβαια ο εν λόγω δείκτης έχει και πολλές αδυναμίες αφού δεν λαμβάνει υπόψη απρόσμενα γεγονότα ενώ ενσωματώνει και τα μειονεκτήματα των λογιστικών καταστάσεων, δεν παύει όμως να συνιστά ένα χρήσιμο εργαλείο αναφορικά με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αρτίκης Γ. Π. (1999). *Αποφάσεις Επενδύσεων*, Εκδόσεις Σταμούλης ΔΕΝ ΥΠΑΡΧΕΙ ΜΕΣΑ ΣΤΟ ΚΕΙΜΕΝΟ
- Bodie Z., Merton R. C. (2000), *Finance*, Prentice Hall ΔΕΝ ΥΠΑΡΧΕΙ ΜΕΣΑ ΣΤΟ ΚΕΙΜΕΝΟ
- Benninga Simon (2008). *Corporate Finance a valuation approach*, Mc Grew Hill Companies
- CFA Level 1 (Handbook of chartered financial analyst) Financial Reporting and Analysis
- Ευθύμογλου Π. Γ. (2000) *Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων*, Εκδόσεις Παπαζήση
- Haugen R.A. (1992) *Investment Theory*, Prentice Hall ΔΕΝ ΥΠΑΡΧΕΙ ΜΕΣΑ ΣΤΟ ΚΕΙΜΕΝΟ
- Ναούμ Χ. Β. (1994), *Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική*, Εκδόσεις Σταμούλης
- Νιάρχος Ν. Α. (1997), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Εκδόσεις Σταμούλης ΔΕΝ ΥΠΑΡΧΕΙ ΜΕΣΑ ΣΤΟ ΚΕΙΜΕΝΟ

- Πάγγειος Γ. Κ. (1993), *Θεωρία Κόστους*, Τεύχος Ι", Εκδόσεις Σταμούλης
- Πάγγειος Γ. Κ. (1993), *Θεωρία Κόστους*, Τεύχος ΙΙ", Εκδόσεις Σταμούλης
- Revsine, Collins, Johnson (2001), *Financial Reporting & Analysis*, Prentice Hall ΔΕΝ ΥΠΑΡΧΕΙ ΜΕΣΑ ΣΤΟ ΚΕΙΜΕΝΟ
- Σαρσέντης Β. Ν. (1993), *Λογισμός Επιχειρηματικής Δραστηριότητας*, Εκδόσεις Σταμούλης
- Titman S. (1992) *Financial Markets and Corporate Strategy*, Mc Graw Hill

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- **CIMA, 22 Σεπτεμβρίου 2011, <http://www.cimaglobal.com/>**
- **www.blurtit.com**
- **www.provenmodels.com/597/z-score/edward-i.-altman**
- **www.tobima.gr**
- **www.jumbo.gr**

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ (Θα πρέπει να μπουν οι ισολογισμοί)