



ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ  
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΑΓΙΟΥ ΝΙΚΟΛΑΟΥ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ

Πτυχιακή Εργασία με θέμα:

Θεμελιώδης ανάλυση μετοχών  
των εταιριών

«Μύλοι Λούλη» & «Μύλοι Κεπένου»

Επιβλέπων Καθηγητής:

Δρ. Μαυράκης Εμμανουήλ

Επιμέλεια:

Αποστολοπούλου Παναγιώτα Α.Μ 581



Έτος, 2011

## Πίνακας Περιεχομένων

<i>Εισαγωγή</i> .....	5
 <i>Κεφάλαιο 1 Παρουσίαση του κλάδου των τροφίμων καθώς επίσης των εταιριών «Μύλοι Λούλη» &amp; «Μύλοι Κεπένου».</i>	
1.1.....	Π
αρουσίαση του κλάδου των τροφίμων.....	7-13
1.1.1.....	Ο
κλάδος των τροφίμων αντιμέτωπος με την κρίση.....	10-11
1.1.2.....	Ε
κτενέστερη ανάλυση του κλάδου της αλευροβιομηχανίας.....	11-13
1.2.....	Ε
ταιρική παρουσίαση της εταιρίας «Μύλοι Λούλη».....	13-18
1.2.1.....	Ι
στορική Αναδρομή .....	15-16
1.2.2.....	Β
ωσιμότητα και προοπτικές.....	16- 17
1.2.3.....	Α
νάλυση θετικών και αρνητικών σημείων μέσω Swot Analysis .....	17
1.2.4.....	Α
νάλυση τρέχουσας κατάστασης.....	18
1.3.....	Ε
ταιρική παρουσίαση της εταιρίας «Μύλοι Κεπένου» .....	18-22
1.3.1.....	Ι
στορική Αναδρομή .....	20-21
1.3.2.....	Β
ωσιμότητα και Προοπτικές .....	21

1.3.3.....	A
νάλυση θετικών και αρνητικών σημείων μέσω Swot Analysis .....	21-22
1.3.4.....	A
νάλυση τρέχουσας κατάστασης.....	22
 <i>Κεφάλαιο 2 Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και εξαγωγή δεικτών των δύο εταιριών.</i>	
2.1.....	E
ισαγωγικά .....	24
2.2.....	
<u>Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....</u>	<u>24-27</u>
2.2.1.....	
Γενικής Ρευστότητας .....	25-26
2.2.2.....	
Άμεσης Ρευστότητας Α.....	26-27
2.3.....	
<u>Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....</u>	<u>27-34</u>
2.3.1.....	Π
εριθώριο Μικτού Κέρδους.....	28-29
2.3.2.....	Π
εριθώριο Καθαρού Κέρδους.....	29-30
2.3.3.....	A
πόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων.....	30-32
2.3.4.....	A
πόδοση Παγίων .....	32-33
2.3.5. Απόδοση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού .....	33-34
2.4.....	
<u>Δείκτες Αποτελέσματος / Δραστηριότητας.....</u>	<u>34-42</u>
2.4.1.....	T
αχύτητα Κεφαλαίου Κίνησης .....	34-35

2.4.2.....	T
αχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων.....	35-37
2.4.3.....	T
αχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού .....	37-38
2.4.4.....	T
αχύτητα Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων.....	38-39
2.4.5.....	M
.Ο Είσπραξης Απαιτήσεων .....	39-40
2.4.6.....	M
.Ο Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων.....	40-41
2.4.7.....	T
αχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού.....	41-42
2.5.....	
<u>Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....</u>	<u>42-48</u>
2.5.1.....	Ξ
ένα Κεφάλαια προς Ίδια Κεφάλαια .....	43-45
2.5.2.....	Ξ
ένα Μακροπρόθεσμα προς Ίδια Κεφάλαια .....	45-46
2.5.3.....	T
δια Κεφάλαια προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό.....	46-47
2.5.4.....	T
δια κεφάλαια προς Σύνολο Ενεργητικού.....	47-48
2.6.....	
<u>Χρηματιστηριακοί Αριθμοδείκτες.....</u>	<u>48-58</u>
2.6.1.....	K
έρδη ανά μετοχή.....	48-50
2.6.2.....	M
έρισμα ανά μετοχή .....	50-51

2.6.3.....	X
ρηματιστηριακή τιμή προς Κέρδη ανά μετοχή .....	51-52
2.6.4.....	T
τιμής προς Λογιστική Αξία μετοχής (P/BV) .....	52-53
2.6.5.....	M
ερισματικής Απόδοσης.....	53-54
2.6.6.....	P
rice Earnings Growth» (P/E/G).....	54-55
2.6.7.....	E
σωτερικής Αξίας Μετοχής (Book Value per share) .....	55-57

**Κεφάλαιο 3 Ανάλυση κινδύνου των μετοχών των δύο εταιριών μέσω της εφαρμογής του υποδείγματος C.A.M.P.**

3.1.....	E
ισαγωγικά .....	59-61
3.2.....	E
φαρμογή.....	61-64

**Κεφάλαιο 4 Αποτίμηση των μετοχών μέσω της εφαρμογής του υποδείγματος GORDON.**

4.1.....	A
ποτίμηση των μετοχών των δύο εταιριών μέσω του υποδείγματος GORDON .....	66-67
4.2.....	A
ποτίμηση των μετοχών των δύο εταιριών μέσω του υποδείγματος P/E.....	67-70

**Κεφάλαιο 5 Έκθεση συμπερασμάτων**

5.1.....	Γ
ενικά Συμπεράσματα .....	72-73

5.2..... Γ  
ενικά Συμπεράσματα και προτάσεις βελτίωσης για τις εταιρίες «Μύλοι  
Λούλη» και «Μύλοι Κεπένου»..... 73-75

*Βιβλιογραφία*..... 76

*Παραρτήματα* ..... 77



## Εισαγωγή

Η παρούσα πτυχιακή εργασία έχει ως σκοπό την θεμελιώδη ανάλυση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιχειρήσεων, «Μύλοι Κεπένου» και «Μύλοι Λούλη» που δραστηριοποιούνται στο κλάδο των τροφίμων. Εφαρμόζεται η θεωρία της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών για την πενταετία 2005 έως 2009 με αντικειμενικό σκοπό τον προσδιορισμό της θέσης, της διάρθρωσης των κεφαλαίων, τις πηγές και τις χρήσεις αυτών. Επίσης, παρουσιάζεται η θέση της επιχείρησης στο χρηματιστήριο εξετάζοντας την χρηματιστηριακή τιμή της με τη χρήση του συστήματος Gordon αλλά και με τον δείκτη P/E. Για την επίτευξη του συγκεκριμένου στόχου, η εργασία χωρίζεται σε πέντε επιμέρους κεφάλαια.

Στο *πρώτο κεφάλαιο* γίνεται, όσο το δυνατόν αναλυτικότερα, η παρουσίαση του κλάδου των τροφίμων καθώς επίσης και η θέση που κατέχουν στο χώρο οι εταιρίες «Μύλοι Λούλη» και «Μύλοι Κεπένου». Επίσης, γίνεται η ανάλυση των θετικών και των αρνητικών σημείων της κάθε εταιρίας ξεχωριστά μέσω SWOT Ανάλυσης.

Στο *δεύτερο κεφάλαιο* ακολουθεί χρηματοοικονομική ανάλυση και εξαγωγή των αποτελεσμάτων βάση σπουδαιότερων αριθμοδεικτών οι κατηγορίες των οποίων είναι α) ρευστότητας, β) αποδοτικότητα, γ) αποτελεσματικότητα, δ) διάρθρωσης κεφαλαίου και ε) χρηματιστηριακοί αριθμοδείκτες.

Στο *τρίτο κεφάλαιο* πραγματοποιείται η ανάλυση του κινδύνου των μετοχών των δυο εταιριών «Μύλοι Λούλη» και «Μύλοι Κεπένου» μέσω του υποδείγματος C.A.M.P.

Στο *τέταρτο κεφάλαιο* γίνεται η αποτίμηση των μετοχών των δύο εταιριών «Μύλοι Λούλη» και «Μύλοι Κεπένου» με τη βοήθεια των υποδειγμάτων GORDON και P/E.

Και τέλος, στο *πέμπτο κεφάλαιο* ολοκληρώνεται ο σκοπός της εργασίας με την έκθεση των γενικών συμπερασμάτων για τις δύο εταιρίες.



*Κεφάλαιο 1ο*



**Κεφάλαιο 1 Παρουσίαση του κλάδου των τροφίμων καθώς επίσης των εταιριών «Μύλοι Λούλη» & «Μύλοι Κεπένου».**

**1.1. Παρουσίαση του κλάδου των τροφίμων.**



**Η** βιομηχανία τροφίμων αποτελεί από τους μεγαλύτερους κλάδους της ελληνικής οικονομίας καθώς καλύπτει πρωτεύουσες και ζωτικές ανάγκες του καταναλωτή. Παράλληλα στηρίζει άμεσα τους παραδοσιακούς ελληνικούς παραγωγικούς τομείς της γεωργίας, της κτηνοτροφίας, της αλιείας του τουρισμού και του εμπορίου.

Για την Ελλάδα ο κλάδος είναι ιδιαίτερα σημαντικός αφού πραγματοποιεί το 24% του κύκλου εργασιών στην αγορά και απασχολεί άμεσα ή έμμεσα 360.000 εργαζόμενους, αριθμός που αντιστοιχεί σχεδόν στο 26% του εργατικού δυναμικού στη βιομηχανία. Τα συγκεκριμένα ποσοστά είναι αποτέλεσμα του έντονα εξωστρεφή χαρακτήρα που διαθέτει το σύνολο των επιχειρήσεων που τον εκπροσωπούν.

Βασικός στόχος λοιπόν, της Ελληνικής Βιομηχανίας Τροφίμων αποτελεί η συνεχή ανάπτυξη και η θωράκιση του κλάδου των τροφίμων στο παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον όπως επίσης και η διατήρηση της ανοδικής πορείας της εξαγωγικής της δραστηριότητας καθώς οι εξαγωγές αποτελούν σανίδα σωτηρίας τόσο για την Ελληνική Βιομηχανία Τροφίμων, όσο και για την εγχώρια οικονομία και τους Έλληνες καταναλωτές.

Σε σχέση με το σύνολο της ελληνικής μεταποίησης ο κλάδος αναπτύσσεται ταχύτερα: Το 2005 η πορεία της παραγωγικής δραστηριότητας ήταν πτωτική, όπως άλλωστε και στο σύνολο της μεταποίησης. Το 2006 όμως ο κλάδος φαίνεται να ανακάμπτει, ενώ βελτιώνονται και οι προσδοκίες των επιχειρήσεων.

Τα τελευταία χρόνια ο κλάδος είναι στο σύνολό του κερδοφόρος. Ο αριθμός των κερδοφόρων επιχειρήσεων είναι περίπου διπλάσιος των ζημιογόνων και συνεχώς αυξάνεται.

Η παραγωγή του Ελληνικού κλάδου τροφίμων φαίνεται να ακολουθεί γενικά τις τάσεις του αντίστοιχου ευρωπαϊκού κλάδου. Η ελληνική βιομηχανία τροφίμων, όπως και η ευρωπαϊκή, χωρίζεται σε οχτώ βασικούς υποκλάδους. Οι υποκλάδοι αυτοί είναι οι εξής:

**ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ  
«ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ» & «ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ»**

- Επεξεργασία και συντήρηση κρέατος και παραγωγή προϊόντων κρέατος,
- Ψάρια, καρκινοειδή και μαλάκια παρασκευασμένα και διατηρημένα ,
- Επεξεργασία και συντήρηση φρούτων και λαχανικών,
- Παραγωγή φυτικών και ζωικών ελαίων και λιπών,
- Παραγωγή προϊόντων αλευρόμυλων, παραγωγή αμύλων και προϊόντων αμύλου
- Παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων,
- Παραγωγή παρασκευασμάτων ζωοτροφών
- Αρτοσκευάσματα, Σνακ, Ζαχαρώδη, Ζυμαρικά

Σημαντικότεροι από αυτούς, από άποψη συμβολής στα συνολικά διαρθρωτικά μεγέθη του κλάδου, είναι οι υποκλάδοι των φρούτων & λαχανικών, των γαλακτοκομικών προϊόντων, και των αρτοσκευασμάτων, σνακ, ζαχαρωδών, ζυμαρικών.

**Ποσοστιαία κατανομή βασικών μεγεθών υποκλάδων Τροφίμων στοιχεία 2007**

ΣΤΑΚΟΔ 2003	Κλάδος	Αριθμός Επιχειρήσεων	Κύκλος Εργασιών	Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία	Αριθμός Απασχολουμένων
151	Επεξεργασία και συντήρηση κρέατος και παραγωγή προϊόντων κρέατος	2,6%	7,0%	6,4%	6,9%
152	Ψάρια, καρκινοειδή και μαλάκια παρασκευασμένα και διατηρημένα	0,5%	1,6%	1,3%	1,7%
153	Επεξεργασία και συντήρηση φρούτων και λαχανικών	3,5%	10,4%	9,3%	10,0%
154	Παραγωγή φυτικών και ζωικών ελαίων και λιπών	12,1%	8,6%	7,0%	6,4%
155	Παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων	5,0%	16,8%	13,3%	12,1%
156	Παραγωγή προϊόντων αλευρόμυλων, παραγωγή αμύλων και προϊόντων αμύλου	1,9%	4,3%	3,6%	3,0%
157	Παραγωγή παρασκευασμάτων ζωοτροφών	1,0%	2,7%	2,0%	1,6%
158	Αρτοσκευάσματα, Σνακ, Ζαχαρώδη, Ζυμαρικά	68,4%	32,1%	33,6%	46,3%

Επιπλέον, οι επιχειρήσεις του κλάδου των τροφίμων έχουν έντονη επενδυτική δραστηριότητα τόσο στις αγορές των Βαλκανίων, της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και των ΗΠΑ. Φυσικά η ενοποιημένη Ευρωπαϊκή αγορά παραμένει ο σημαντικότερος αποδέκτης των Ελληνικών προϊόντων με την Γερμανία να αναδεικνύεται στις αγορές με τις υψηλότερες παραγγελίες.

Στο νέο ανταγωνιστικό περιβάλλον που διαμορφώνεται συνεχώς, οι βιομηχανίες τροφίμων αντιμετωπίζουν ευκαιρίες και προκλήσεις εκ των οποίων η σημαντικότερη από αυτές είναι η αυξανόμενη ζήτηση για ποιοτικώς αναβαθμισμένα και ασφαλή προϊόντα. Αυτό συμβαίνει διότι τα τελευταία χρόνια καταγράφεται μια συνεχώς αυξανόμενη ευαισθητοποίηση των πολιτών για την προστασία του περιβάλλοντος και στροφή προς πιο υγιεινές μορφές διατροφής με αποτέλεσμα να χαράζουν τις κατευθύνσεις της έρευνας και τις ευκαιρίες για καινοτομία και διαφοροποίηση από μέρους των επιχειρήσεων.

Σημαντικό πλεονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις τροφίμων και ποτών έχουν αναπτύξει εκτενές και δυναμικό δίκτυο πωλήσεων και διανομής στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Κύρια προϊόντα εξαγωγής αποτελούν τα λαχανικά, τα φρούτα, το ελαιόλαδο, τα γαλακτοκομικά προϊόντα, τα φρέσκα θαλασσινά, οι κομπόστες φρούτων, οι ελιές, οι σταφίδες, το κρασί και τα προϊόντα τομάτας.

Επιπλέον, η Ελλάδα προσφέρει σημαντικές επιχειρηματικές ευκαιρίες σε πολλές κατηγορίες προϊόντων, ιδίως όσο αυξάνεται διεθνώς το ενδιαφέρον για προϊόντα υγιεινής διατροφής, σνακ και προ-μαγειρεμένα γεύματα. Οι συνταγές με μέλι και ξηρούς καρπούς, τα ζυμαρικά, οι μαρμελάδες, καθώς και τα προϊόντα θαλασσινών και κρέατος παρουσιάζουν επίσης σημαντικές προοπτικές. Παράλληλα, όσο αυξάνεται η κατανάλωση ελαιόλαδου, η Ελλάδα είναι σε θέση να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στον τομέα, ως η **τρίτη** μεγαλύτερη ελαιοπαραγωγός χώρα στον κόσμο.

Κύρια πλεονεκτήματα για τους υποψήφιους επενδυτές αποτελούν τα εξής:

- Χαμηλό λειτουργικό κόστος,
- Άφθονες πρώτες ύλες,
- Παραγωγή σύμφωνα με το ευρωπαϊκό κανονιστικό και νομοθετικό πλαίσιο,
- Πρόσβαση στις αναδυόμενες αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης όπου οι ελληνικές εταιρείες τροφίμων και ποτών έχουν εξαιρετικά ανεπτυγμένο δίκτυο παραγωγής και διανομής,

- Τάση, ιδιαίτερα στις αναπτυγμένες κοινωνίες, για υγιεινή διατροφή βασισμένη στα μεσογειακά διατροφικά χαρακτηριστικά,
- Υψηλά καταρτισμένο και εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό,
- Εξοικείωση των Ελλήνων καταναλωτών με διεθνείς γεύσεις και διεθνή προϊόντα διατροφής.

Επενδυτικές ευκαιρίες παρουσιάζονται επίσης στα «μεσογειακά» προϊόντα διατροφής, καθώς και στον ταχέως αναπτυσσόμενο τομέα των βιολογικών προϊόντων. Αγαθά, όπως ο κρόκος Κοζάνης, η μαστίχα Χίου και η σπιρουλίνα ως διατροφικό συμπλήρωμα, είναι διεθνώς αναγνωρισμένα για την εξαιρετικά υψηλή τους ποιότητα. Επιπλέον, φημισμένα προϊόντα, όπως το ούζο, η φέτα και τα φυστίκια Αιγίνης κερδίζουν συνεχώς νέες αγορές σε παγκόσμιο επίπεδο.

Παρόλα αυτά, ένα από τα βασικότερα προβλήματα, που αντιμετωπίζει ο κλάδος των τροφίμων τα τελευταία χρόνια, σύμφωνα με το IOBE, αποτελεί η έλλειψη αποθηκευτικών χώρων και επενδύσεων εκσυγχρονισμού.

Επίσης, οι ελληνικές επιχειρήσεις υστερούν ακόμη σε καινοτομική συμπεριφορά, γεγονός που οφείλεται κατά κύριο λόγο στο μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων και της αγοράς, σε διοικητικές και οργανωτικές ανεπάρκειες, που δεν επιτρέπουν τις αναγκαίες αναδιαρθρώσεις και στο χαμηλό επίπεδο δικτύωσης των επιχειρήσεων.

Για τη βελτίωση ωστόσο, των παραπάνω προβλημάτων κ την συνεχή ανάπτυξη του κλάδου απαιτούνται συνδυασμένες δράσεις τόσο στο επίπεδο της επιχείρησης, όσο και στο γενικότερο περιβάλλον, όπως ευνοϊκότερη φορολογία, επαρκής κρατική χρηματοδότηση της έρευνας και τεχνολογίας, αποτελεσματική αξιοποίηση των κρατικών πόρων, θέσπιση βραβείων καινοτομίας, και συνεργασίες δημόσιων και ιδιωτικών φορέων για περιορισμό του βαθμού αβεβαιότητας εφαρμογής των ερευνητικών αποτελεσμάτων.

#### **1.1.1.Ο κλάδος των τροφίμων αντιμετώπος με την κρίση**

Η οικονομική ύφεση που αντιμετωπίζει η χώρα έχει οδηγήσει σε μείωση της εγχώριας ζήτησης, γεγονός δυσάρεστο που όμως έχει ευνοήσει, σε ένα βαθμό, την πορεία των εξαγωγών. Τα τρόφιμα αποτελούν την πρώτη κατηγορία προϊόντων από πλευράς αξίας εξαγωγών. Οι ξένες αγορές αποτελούν σημαντική βάση πελατών για την Ελληνική Βιομηχανία Τροφίμων και της παρέχουν τη δυνατότητα να διατηρήσει τα επίπεδα παραγωγής της. Η ανοδική πορεία των εξαγωγών του κλάδου κάνει εμφανή το δυναμισμό αυτής της συγκεκριμένης βιομηχανικής δραστηριότητας και την καθιστά ως έναν από τους πιο ανθεκτικούς και ανταγωνιστικούς κλάδους της ελληνικής επιχειρηματικότητας καθώς η

έντονη επενδυτική δραστηριότητα στα Βαλκάνια, αλλά και σε όλη την Ευρώπη, καλύπτει το 15% των εξαγομένων ελληνικών προϊόντων παρά τις ιδιαίτερα δύσκολες οικονομικές συνθήκες.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις εκπροσώπων της ελληνικής βιομηχανίας τροφίμων, η πτώση της κατανάλωσης στον κλάδο των τροφίμων είναι λιγότερο αισθητή, σε σύγκριση με τους υπόλοιπους. Όσο αναφορά τις πωλήσεις του κλάδου, αυτές πλησιάζουν τα 15 δισ. ευρώ, ετησίως ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης, στο χρονικό διάστημα 2000 μέχρι το 2009, κινήθηκε κατά μέσο όρο στο επίπεδο του 3% το χρόνο.

Το βέβαιο είναι, ότι συνυπάρχουν αρνητικά και θετικά στοιχεία για την πορεία του ελληνικού μεταποιητικού τομέα. Δεν πρέπει να υπάρχει αμφιβολία επίσης, ότι οι ακόμα «φτωχές» επιχειρηματικές προσδοκίες του τομέα συνδέονται καθοριστικά με το γεγονός ότι, σύμφωνα με το IOBE ακόμα «δεν έχουν διαμορφωθεί συνθήκες σταθεροποίησης της οικονομίας, καθώς εμμένει η αβεβαιότητα για πλήθος παραμέτρων της οικονομικής πολιτικής».

Αλλά η βιομηχανία, όσο και αν έχει ζωτική ανάγκη από μια τόνωση της εγχώριας ζήτησης, επηρεάζεται καθοριστικά και από το διεθνές περιβάλλον, αποτελώντας τον πλέον ευαίσθητο τομέα στις αλλαγές του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος. «Η βιομηχανία ήταν η πρώτη που επλήγη από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση το 2008», την οποία διαδέχθηκε η δημοσιονομική κρίση στη χώρα μας, θυμίζει ο ερευνητής του IOBE Άγγελος Τσακανίκας. «Η βιομηχανία θα είναι και ο πρόδρομος της εξόδου από την κρίση», διακινδυνεύει την πρόβλεψη ο ίδιος αναλυτής, αφήνοντας να εννοηθεί ότι όταν διαπιστώσουμε ανάκαμψη της ελληνικής βιομηχανίας θα αρχίσει ολόκληρη η ελληνική οικονομία να ανακάμπτει.

Προς το παρόν το 53% των βιομηχανικών επιχειρήσεων της χώρας δηλώνει ότι βρίσκεται αντιμέτωπο με ανεπαρκή ζήτηση και, επιπλέον, ποσοστό 12% δηλώνει ανεπάρκεια κεφαλαίων.

Το ζητούμενο ωστόσο, για την Ελληνική Βιομηχανία Τροφίμων είναι να διατηρήσει την ανοδική πορεία της εξαγωγικής της δραστηριότητας με τη βοήθεια ενός ενιαίου και σταθερού εξαγωγικού σχεδίου και την παροχή κινήτρων.

### 1.1.2. Εκτενέστερη ανάλυση του κλάδου της αλευροβιομηχανίας



Ο κλάδος της αλευροβιομηχανίας αποτέλεσε και εξακολουθεί να αποτελεί, παρά τα προβλήματα τα οποία αντιμετωπίζει, έναν από τους σημαντικότερους τομείς της βιομηχανίας τροφίμων και γενικότερα της Ελληνικής Βιομηχανίας. Η σημαντική ανάπτυξη,

την οποία παρουσίασε κατά την διάρκεια της δεκαετίας του '70 κυρίως λόγω των εξαγωγών της χώρας μας, ( κατείχε διεθνώς την δεύτερη θέση) δε συνεχίστηκε και κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80.

Οι **εξαγωγές αλεύρων** της χώρας μας κυμαίνονται σε 20 - 30 χιλ. τόνους ετησίως καλύπτοντας ποσοστό 4% περίπου, της συνολικής εγχώριας παραγωγής. Οι εξαγωγές σιμιγδαλιού, οι οποίες εμφανίζονται τελευταία ανοδικές ανέρχονται σε 15 χιλ. τόνους ετησίως, καλύπτοντας περίπου το 12% - 15% της συνολικής εγχώριας παραγωγής σιμιγδαλιού.

**Τα προϊόντα του κλάδου της αλευροβιομηχανίας περιλαμβάνουν:**

- Άλευρα από μαλακό σιτάρι, το οποίο χρησιμοποιείται στην αρτοποιία και τατην ζαχαροπλαστική,
- Σιμιγδάλι από σκληρό σιτάρι, το οποίο χρησιμοποιείται στη βιομηχανία ζυμαρικών,
- Υποπροϊόντα άλεσης σίτου όπως κτηνάλευρων πίτυρα, βήτες κλπ τα οποία χρησιμοποιούνται για ζωτροφές,

Η **συνολική παραγωγή αλεύρων** κατά τη διάρκεια των τελευταίων πέντε ετών κυμαίνεται μεταξύ 750 - 890 χίλιους τόνους περίπου.

Το μεγαλύτερο τμήμα της **κατανάλωσης αλεύρων** αφορά την παρασκευή ψωμιού (περίπου ποσοστό 78%) η κατανάλωση του οποίου παρουσιάζει την τελευταία δεκαετία στασιμότητα, η οποία αποδίδεται στην αλλαγή των διατροφικών συνηθειών και στην έλλειψη περαιτέρω περιθωρίων ανόδου.

Παράλληλα πρέπει να σημειωθεί ότι παρατηρείται αύξηση της κατανάλωσης **αρτοσκευασμάτων** και ετοιμών προϊόντων ζύμης, όπως επίσης και της αγοράς κρουασάν.

Με την ένταξη της χώρας μας στην **Ευρωπαϊκή Ένωση** και την αλλαγή του εξαγωγικού καθεστώτος σημειώθηκε σημαντική μείωση των εξαγωγών επιδρώντας στην πορεία του κλάδου. Η προσφερόμενη υψηλότερη τιμή σκληρού σίτου από το κοινοτικό καθεστώς, σε σχέση με την τιμή μαλακού σίτου, έστρεψε τους Έλληνες παραγωγούς στην καλλιέργεια σκληρού σίτου δημιουργώντας έλλειψη μαλακού σίτου, με αποτέλεσμα η κάλυψη των αναγκών των ελληνικών αλευροβιομηχανιών να γίνεται μέσω εισαγωγών. Αποτέλεσμα των μεταβολών αυτών ήταν η **ένταση του ανταγωνισμού** στην εγχώρια αγορά ειδικά μετά την απελευθέρωση των τιμών των αλεύρων, το 1991 και με την κατάργηση του καθεστώτος διατίμησης, το οποίο επέβαλε συγκεκριμένα όρια αγοραπωλησιών (quotas).

Σημειώνεται ότι η εγχώρια παραγωγή σιμιγδαλιού κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών παρουσιάζει ανοδική πορεία, η οποία αποδίδεται στην αυξανόμενη εγχώρια ποσότητα σκληρού σίτου. Οι εισαγόμενες ποσότητες σιμιγδαλιού είναι πολύ μικρές όπως και των άλλων αλεύρων. Επίσης, η χώρα μας είναι πλεονασματική σε σκληρό σίτο, το μεγαλύτερο μέρος του οποίου εξάγεται, χωρίς να μεταποιείται για την παραγωγή σιμιγδαλιού.

Στον κλάδο της αλευροβιομηχανίας δραστηριοποιούνται σήμερα σημαντικός αριθμός μικρού μεγέθους επιχειρήσεων που συνεχώς εκτοπίζονται από την αγορά και ένας μικρός αριθμός μεγάλων βιομηχανικών μονάδων, που καταλαμβάνουν όλο και μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς.

Οι κυριότερες **αλευροβιομηχανίες** με σημαντικά μερίδια στην εγχώρια αγορά είναι οι εξής: Μύλοι Αγίου Γεωργίου Α.Ε., Μύλοι Λούλη Α.Ε., Αλλατίνη Α.Ε. και Κυλινδρόμυλοι Σαραντόπουλος Α.Ε. οι οποίες και είναι εισηγμένες στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, η εταιρία Κυλινδρόμυλοι Παπαφίλη Α.Ε. και οι Μύλοι Κεπένου οι οποίες εισήχθησαν στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. και οι Κυλινδρόμυλοι Κρήτης.

Τέλος, συγκλίνουμε στο συμπέρασμα ότι η αυξανόμενη ένταση του ανταγωνισμού θα συνεχίσει στο μέλλον να ωθεί τις ελληνικές επιχειρήσεις σε συνεχή αναζήτηση νέων κεφαλαίων κυρίως μέσω της κεφαλαιαγοράς, με σκοπό τη δημιουργία έργων υποδομής, την αυτοματοποίηση της παραγωγικής διαδικασίας και τη βελτίωση των δικτύων διανομής. Στόχος δεν είναι μόνο να καλυφθεί η εγχώρια ζήτηση, αλλά και ένα μέρος της ευρύτερης βαλκανικής αγοράς.

## **1.2.Εταιρική παρουσίαση της εταιρίας Μύλοι Λούλη.**



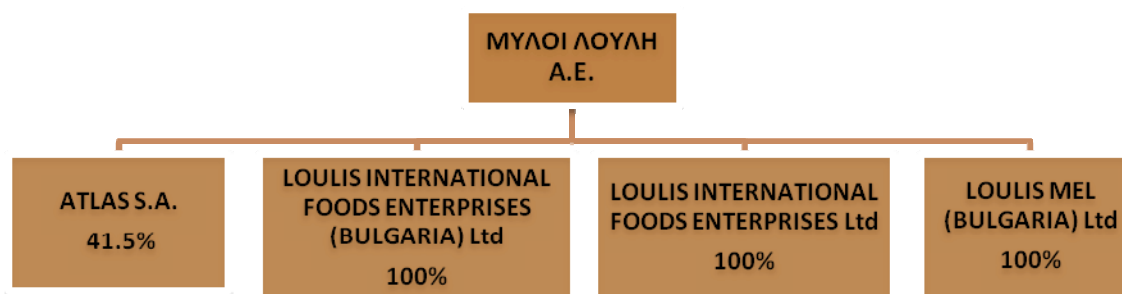
Η εταιρία με την επωνυμία «Μύλοι Λούλη» διανύει αισίως τον 3ο αιώνα δημιουργίας και προόδου στο κλάδο των τροφίμων γράφοντας μέχρι σήμερα μία ιστορία έξι γενεών στα άλευρα που ξεκίνησε από την Ήπειρο το 1782.

Διαθέτει πανελλήνιο δίκτυο διανομής στη κεντρική, νότια και βόρεια Ελλάδα με τη βοήθεια τριών πρότυπων εργοστασίων συνολικής αλεστικής δυνατότητας 1.700 τόνων ημερησίως όπου εφαρμόζεται η πλέον σύγχρονη τεχνολογία και ακολουθούνται τα πλέον αυστηρά συστήματα ποιοτικής διασφάλισης για την παραγωγή 60 διαφορετικών τύπων αλεύρων-σιμιγδαλιών .

Η εταιρία χωρίζει την δραστηριότητας της σε δύο βασικούς τομείς ανάλογα με τον τελικό αποδέκτη. Οι τομείς αυτοί αποτελούν τα *επαγγελματικά προϊόντα* και τα

καταναλωτικά προϊόντα για τα οποία διαθέτει ξεχωριστά κανάλια διανομής. Τα επαγγελματικά προϊόντα διατίθενται σε χύδην μορφή προς αρτοποιούς, ειδικούς συνεργάτες βιομηχανίες, βιοτεχνίες, εξαγωγείς, και δημοσίους οργανισμούς ενώ τα καταναλωτικά προϊόντα διατίθενται σε συσκευασίες τα οποία απευθύνονται προς λιανικό εμπόριο όπως super market, παντοπωλεία σε καταναλωτές για οικιακή χρήση. Επιπλέον, οι Μύλοι Λούλη έχουν παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα μέσω θυγατρικών ή συνδεδεμένων εταιρειών σε Βαλκανικές χώρες, όπως **Βουλγαρία και Αλβανία**.

Συγκεκριμένα, οι θυγατρικές εταιρείες των «Μύλων Λούλη» που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις απεικονίζονται στο παρακάτω διάγραμμα:

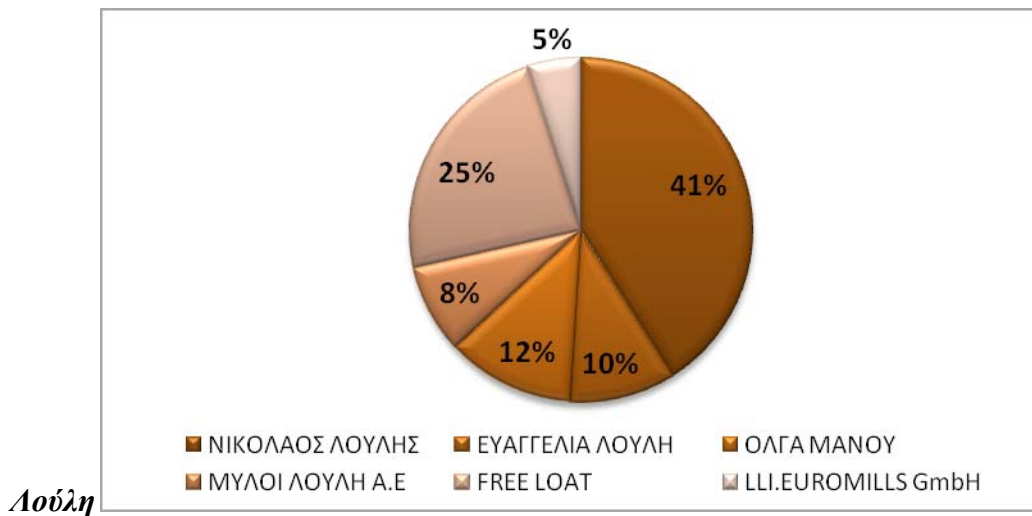


Το αντικείμενο εργασιών της εταιρίας «Μύλοι Λούλη» στην Ελλάδα τη Βουλγαρία και την Αλβανία επικεντρώνεται αποκλειστικά στην παραγωγή και εμπορία αλεύρων από άλεση σίτου αλλά και σίκαλης, καλαμποκιού και κριθαριού.

Οι «Μύλοι Λούλη» κατέχουν ηγετική θέση στον κλάδο των τροφίμων και ειδικότερα στην Ελληνική αγορά. Επιπλέον, η εταιρία έχει πρόσβαση στην οργανωμένη αγορά κεφαλαίων της αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.



*Μετοχική Σύνθεση Μύλων*



Γενικότερα, οι «Μύλοι Λούλη» έχουν υιοθετήσει ένα σύστημα οργάνωσης ικανό να αντιμετωπίσει, τόσο τις απαιτήσεις της επιχειρηματικής της θέσης σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον που διαρκώς μεταβάλλεται, όσο και τη συνεχή ανάπτυξη και ανέλιξη του ανθρώπινου δυναμικού της.

### 1.2.1. Ιστορική Αναδρομή

1782: Ο Ζώης Λούλης κτίζει στην Αετορράχη Ιωαννίνων ένα μικρό πετρόμυλο. Κατά την οπισθοχώρηση των Τούρκων το 1912 η περιουσία της οικογένειας Λούλη καταστρέφεται και ο μύλος καίγεται.

1914: Οι τέσσερις από τους εννέα γιους του Θεμιστοκλή Λούλη, οι αδελφοί Χρήστος, Κωνσταντίνος, Νίκος και Γιώργος Λούλης αποφασίζουν να αγοράσουν μερίδιο του Μύλου Ι. Ξυδή - Ν. Χατζηνίκου στο Βόλο όπου το 1917 ο Μύλος περνάει στη πλήρη ιδιοκτησία των αδελφών Θεμιστοκλή Λούλη και εξελίσσεται στο μεγαλύτερο Μύλο της εποχής του στη Θεσσαλία.

1927: Ο μύλος Λούλη μετατρέπεται σε Ανώνυμη Εταιρία με πρόεδρο τον Χρήστο Θεμ. Λούλη και το 1928 ξεκινά την λειτουργία του.



1928-Κυλινδρόμυλος Λούλη Βόλος

1951: Η Κυλινδρόμυλος Λούλη Α.Ε εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

1969: Αρχίζει να λειτουργεί το Υποκατάστημα του Μύλου Λούλη στην Αττική.

1977: Αρχίζει να κτίζεται ο νέος Μύλος στη Βιομηχανική Περιοχή Βόλου ο οποίος ξεκινά την παραγωγή του στα τέλη του 1978 χρησιμοποιώντας την τελευταία λέξη της τεχνολογίας της εποχής του.



1991: Ο Κωνσταντίνος Ν. Λούλης κάνει το πρώτο βήμα για τη μετεγκατάσταση του Μύλου από τη ΒΙ.ΠΕ. Βόλου με την αγορά παραλιακού οικοπέδου εκτάσεως 100.000 τ.μ. στον Παρασητικό κόλπο (όρμος Σούρπης).

1988-Κυλινδρόμυλος Λούλη Α'ΒΙ.ΠΕ Βόλου

1993: Ιδρύεται Υποκατάστημα Μακεδονίας με έδρα το Καλοχώρι Θεσσαλονίκης.

1996: Αρχίζει να λειτουργεί ο Μύλος Καβάλας.

1999: Η ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. εξαγοράζει μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 52% των μετοχών της εταιρείας ΜΥΛΟΙ ΑΓΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ Α.Ε.

2001: Η επωνυμία της εταιρείας αλλάζει από ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. σε ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.

2004: Η ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. απορροφά κατά 100% τη θυγατρική της ΜΥΛΟΙ ΑΓΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ Α.Ε. Ξεκινά η παραγωγή αλεύρου στο νέο εργοστάσιο της εταιρείας στα Τίρανα Αλβανίας.

2006: Η LOULIS S.A. απορροφά την TITAN S.A.

2008: Μεταβίβαση του 32,97% των μετοχών της θυγατρικής εταιρείας της ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε. στην Βουλγαρία LOULIS MEL BULGARIA S.A., και του 29,52% των μετοχών της θυγατρικής εταιρείας S.C. TITAN S.A. στην Ρουμανία από την κυπριακή εταιρεία LOULIS INTERNATIONAL FOODS ENTERPRISES Ltd, στην αυστριακή εταιρεία LLI EUROMILLS GmbH μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών της Σόφιας και του Βουκουρεστίου αντίστοιχα.

### 1.2.2. Βιωσιμότητα και Προοπτικές Ανάπτυξης

Μετά την ολοκλήρωση ενός μεγάλου κύκλου επενδύσεων τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό οι «Μύλοι Λούλη» με γοργούς ρυθμούς κ μεθοδικότητα θέτουν ισχυρούς στόχους για πρόοδο και ανάπτυξη. Στην ελληνική αγορά ο Μύλος στη Σούρπη Μαγνησίας σε συνδυασμό με τον Μύλο του

Κερατσινίου επιδιώκει την μεγέθυνση της οικονομικής κλίμακας, την ισχυροποίηση της θέσης τους στην εγχώρια αγορά καθώς επίσης και στην αύξηση των μεριδίων στις εξαγωγές στις διεθνείς αγορές.

Βασικό πλεονέκτημα λοιπόν αποτελεί η χωροταξική κατανομή των μονάδων παραγωγής μαζί με το ευρύτατο δίκτυο αποθήκης και υποκαταστημάτων δίνοντας με αυτό τον τρόπο μεγάλες δυνατότητες συνεργασίας μεταξύ των εταιριών. Επιπλέον οι Μύλοι Λούλη αναμένουν σειρά από οφέλη που θα προκύψουν από την αναπτυξιακή πολιτική ανάμεσα στις εταιρίες στο εξωτερικό.

### 1.2.3. Ανάλυση θετικών και αρνητικών στοιχείων μέσω SWOT ANALYSIS

Για να διαμορφωθεί η μακροπρόθεσμη στρατηγική της επιχείρησης πρέπει πρώτα να αναγνωριστούν και να αποτυπωθούν τα δυνατά και αδύνατα σημεία μίας επιχείρησης σε σχέση με τον ανταγωνισμό καθώς και οι ευκαιρίες και οι απειλές που διαφαίνονται στο επιχειρησιακό της περιβάλλον όταν αυτή πρέπει να λάβει μία απόφαση σε σχέση με τους στόχους που έχει θέσει ή με σκοπό την επίτευξή τους.



#### 1.2.4. Ανάλυση τρέχουσας κατάστασης

Παρά την παρατεταμένη κρίση που ταλανίζει το σύνολο της Ελληνικής οικονομίας η εταιρία «Μύλοι Λούλη Α.Ε» αντιστέκεται κλείνοντας ακόμα ένα θετικό εξάμηνο. Κατά την περίοδο Ιανουάριος έως και Ιούνιο 2010 κατέγραψε αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 27,6%. Πιο συγκεκριμένα καταγράφηκε μια άνοδος σε πωλήσεις σε βιομηχανικούς πελάτες κατά 50% σε σχέση με το 2009, και 21% σε καταναλωτικά προϊόντα. Παράλληλα, επισημάνθηκε μια μείωση των εξαγωγών κατά 48% οι οποίες όμως έχουν μικρή συνεισφορά στις συνολικές πωλήσεις. Συμπερασματικά, παρατηρείται μεγέθυνση της εταιρίας παρά τους ιδιαίτερα δυσσώονους καιρούς του οικονομικού περιβάλλοντος.



#### 1.3. Εταιρική παρουσίαση της εταιρίας Μύλοι Κεπένου

---

Η εταιρία με την επωνυμία «Μύλοι Κεπένου» αποτελεί από τις πλέον μεγαλύτερες αλευροβιομηχανίες της χώρας μας καθώς σχεδόν μισό αιώνα πριν το 1952 τέθηκαν οι βάσεις της με χαρακτηριστικό γνώρισμα την εξασφάλιση της ποιότητας και της παράδοσης.

Η δυναμική και αδιάκοπη πορεία της προς τη κορυφή στηρίχθηκε στην παράδοση του ονόματος της, στη πολύχρονη βιομηχανική εμπειρία, στην υψηλή τεχνολογική επένδυση αλλά κυρίως στον παράγοντα άνθρωπο.

Με έδρα την πόλη Πάτρα του νομού Αχαΐας διατηρώντας υποκαταστήματα στην βιομηχανική περιοχή Πατρών της κοινότητας Αγίου Στεφάνου Πατρών. Επίσης, διαθέτει και υποκατάστημα στον Ασπρόπυργο Αττικής το οποίο αποτελεί κέντρο διανομής.

Η εταιρία Μύλοι Κεπένου δραστηριοποιείται στον τομέα των αλεύρων και συγκεκριμένα παράγει και διαθέτει στην αγορά άλευρα κ υποπροϊόντα αλευροποιίας προκειμένου να καλύψουν τις νέες καταναλωτικές τάσεις. Συμπληρωματικά εμπορεύεται κ κάποια σχετικά προϊόντα με την δραστηριότητας της όπως δημητριακά κ άλλα.

Επίσης, αποδίδει μεγάλη σημασία στην κάλυψη των αυξημένων απαιτήσεων της σύγχρονης αγοράς παράγοντας καινοτόμα προϊόντα συνδυάζοντας αρμονικά τις τρεις βασικές αρχές που διέπουν την φιλοσοφία της. Αυτές αποτελούν την προσήλωση στην ποιότητα, τις παραδοσιακές μεθόδους παραγωγής και την συνένωση και συνεχή βελτίωση των ικανοτήτων και τεχνογνωσίας των ανθρώπων της.

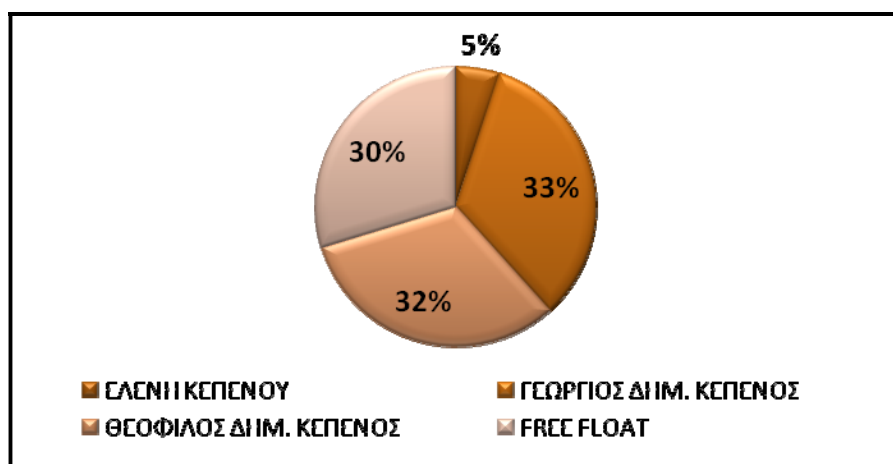
Τα είδη που παράγονται από την εταιρία μπορούν να ομαδοποιηθούν στις εξής κατηγορίες:

- **Άλευρα κίτρινα:** Είναι άλευρα που παράγονται από σκληρό σιτάρι.

- **Άλευρα πολυτελείας:** Είναι άλευρα που χρησιμοποιούνται κυρίως στη ζαχαροπλαστική και την αρτοποιία.
- **Άλευρα αρτοποιίας:** Εκλεκτού τύπου άλευρα που διακρίνονται ανάλογα με το βαθμό άλεσης.
- **Άλευρα ειδικά:** Είναι άλευρα που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή ειδικών τύπων αρτοποιημάτων και ειδών ζαχαροπλαστικής.
- **Άλευρα ολικής Άλεσης**
- **Σιμιγδάλι ψιλό και χοντρό**
- **Μίγματα:** Αποτελούνται από σμίξεις διαφόρων αλεύρων και βοηθητικών υλών, και χρησιμοποιούνται αυτούσια για παραγωγή ειδικών τύπων άρτου. Αυτό απαλλάσσει τον αρτοποιό από μίξεις με συνέπεια την σταθερή ποιότητα των παραγομένων προϊόντων.
- **Υποπροϊόντα:** Αποτελούνται από σμίξεις διαφόρων αλεύρων και βοηθητικών υλών, και χρησιμοποιούνται αυτούσια για παραγωγή ειδικών τύπων άρτου. Αυτό απαλλάσσει τον αρτοποιό από μίξεις με συνέπεια την σταθερή ποιότητα των παραγομένων προϊόντων.

Οι Μύλοι Κεπένου αποτελούν από την σημαντικότερες επιχειρήσεις στο κλάδο των τροφίμων. Η εταιρία παρακολουθώντας τις ανάγκες της αγοράς παρέχει ένα καλά οργανωμένο δίκτυο διανομής για την καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών της. Επιπλέον, η εταιρία έχει πρόσβαση στην οργανωμένη αγορά κεφαλαίων της αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

#### *Μετοχική Σύνθεση Μύλων Κεπένου*



Γενικότερα, οι «Μύλοι Κεπένου» σήμερα αποτελεί μία οικονομικά ισχυρή επιχείρηση, με σύγχρονη οργάνωση και δομή, με άριστο ανθρώπινο δυναμικό και με βλέμμα σταθερά στραμμένο προς τον ευρύτερο χώρο που την περιβάλλει.

### 1.3.1. Ιστορική Αναδρομή

1952: Ξεκίνησε η δραστηριότητα της εταιρίας όπου δημιουργήθηκε από τον Δημήτριο Κέπενο ο πρώτος νερόμυλος στην Περιβόλα Πατρών εξυπηρετώντας τις ανάγκες των κατοίκων της περιοχής.

1967: Δημιουργήθηκε ο πρώτος ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ της περιοχής, δυναμικότητας 130 κιλών άλεσης σίτου ανά ώρα. Η εταιρία αρχικά λειτούργησε ως ατομική επιχείρηση με την επωνυμία «ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ Δ. ΚΕΠΕΝΟΣ».



1978: Πραγματοποιείται το πρώτο σημαντικό επενδυτικό βήμα, με την κατασκευή ενός κτιρίου 450 τ.μ. και 2 ορόφων, με αποτέλεσμα η παραγωγή να φθάνει τους 25 τόνους το 24ωρο, ενώ αρχίζει η παραγωγή και εμπορία αλεύρου από σκληρό σιτάρι καλύπτοντας τις ανάγκες της ευρύτερης περιοχής.

1981: Επεκτείνεται ο μηχανολογικός εξοπλισμός της εταιρίας και η παραγωγική δυναμικότητα φθάνει τους 48 τόνους το 24ωρο. Παράλληλα, ενδυναμώνεται η παρουσία της Εταιρίας στους γειτονικούς Νομούς, ως παραγωγού αλεύρων από σκληρό σιτάρι.

1986: Η εταιρία μετατρέπεται σε Α.Ε. με την επωνυμία «ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.» στην οποία συμμετέχουν τα τέκνα του Δημητρίου Κεπένου.

1987: Η παραγωγική δυναμικότητα φθάνει τους 80 τόνους /24ωρο και αρχίζει πλέον η παραγωγή και άλλων έξι (6) τύπων αλεύρων.

1990: Πραγματοποιείται και η τελευταία επέκταση του μηχανολογικού εξοπλισμού και η δυναμικότητα φθάνει πλέον τους 120 τόνους / 24ωρο. Η ποικιλία των προϊόντων αυξάνεται σημαντικά και φθάνει τα 16.

1995: Εξαγοράζεται από την Εταιρία ο κυλινδρόμυλος «ΖΩΟΔΟΧΟΣ ΠΗΓΗ» αντί ποσού Δρχ. 20 εκατ. Η δυναμικότητα του ανωτέρω κυλινδρόμυλου ανέρχεται σε 100 τόνους / 24ωρο. Λόγω του γεγονότος ότι η συγκεκριμένη μονάδα ήταν εγκατεστημένη σε περιοχή αμιγούς κατοικίας (οικισμός), η Εταιρία προκειμένου να επιτύχει τον

ανωτέρω στόχο προέβη στη μετεγκατάσταση και των δύο μονάδων στη Βιομηχανική Περιοχή (ΒΙ.ΠΕ.) Πατρών όπου η διαδικασία ολοκληρώθηκε το 1998.

2001: Κατόπιν αδειας του Λιμενικού Ταμείου Πατρών, η Εταιρία ολοκλήρωσε την εγκατάσταση πνευματικού συγκροτήματος εκφόρτωσης δημητριακών στο λιμάνι της Πάτρας δυναμικότητας 160 τόνων δημητριακών ανά ώρα.



2002: Ολοκληρώθηκε το εγκεκριμένο από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. πρόγραμμα επενδύσεων και αποφασίστηκε η εγκατάσταση μίας ακόμα γραμμής άλεσης σίτου συνολικού ποσού € 1.540.000.

2003: Λειτουργεί και η νέα γραμμή άλεσης σίτου.

### **1.3.2. Βιωσιμότητα και Προοπτικές Ανάπτυξης**

Η εταιρία «Μύλοι Κεπένου» μετά από μια μακροχρόνια παρουσία στον χώρο της παραγωγής των αλεύρων έχει αναδειχθεί σε έναν από τους πρωταγωνιστές στον κλάδο της αλευροβιομηχανίας. Η επιτυχημένη αυτή εξέλιξη οφείλεται στην έμφαση στην ποιότητα, στην επένδυση στο κατάλληλο ανθρώπινο δυναμικό, στην ευελιξία καθώς και στην υιοθέτηση νέων τεχνολογιών. Επιδίωξη της εταιρίας αποτελεί η διερεύνηση της πελατειακής της βάσης, η εδραίωση σχέσεων αμοιβαίας εμπιστοσύνης με τους πελάτες η οποία βασίζεται στην τεχνική υποστήριξη στην εξυπηρέτηση και άμεση ανταπόκριση στις ανάγκες τους.

Η εταιρία συνεχίζει να επενδύει σημαντικά ποσά για την αύξηση παραγωγικής ικανότητας, την βελτίωση της ποιότητας των παραγόμενων προϊόντων κ τη στροφή της παραγωγής προς προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας στη προσπάθεια να διαδραματίσει όλο και πιο σημαντικό ρόλο στην εγχώρια αγορά των αλεύρων.

### **1.3.3. Ανάλυση θετικών και αρνητικών στοιχείων μέσω SWOT ANALYSIS**

Η αναγνώριση και αποτύπωση των δυνατών και αδύνατων σημείων προκύπτει από μια ανάλυση του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης. Μια επιχείρηση π.χ. μπορεί να έχει πολύ ικανά στελέχη και προσωπικό (δυνατό σημείο) αλλά περιορισμένη χρηματοδότηση (αδύνατο σημείο που πρέπει να βελτιωθεί).



#### 1.3.4. .... Α νάλυση τρέχουσας κατάστασης

Σήμερα η εγχώρια αγορά των αλεύρων χαρακτηρίζεται ως ένα βαθμό κορεσμένη. Ο ανταγωνισμός εξακολουθεί να είναι έντονος κα βαίνει εντεινόμενος. Με τα μέχρι τη σύνταξη της παρούσης στοιχεία οι πωλήσεις της τρέχουσας χρήσης 2010 προβλέπεται να είναι στα ίδια επίπεδα με αυτά της προηγούμενης χρήσης 2009 λόγω του δυσμενούς κοινωνικοοικονομικού περιβάλλοντος που έχει διαμορφωθεί. Με δεδομένο τη ραγδαία άνοδο των τιμών των δημητριακών δηλαδή της Α΄ Ύλης και του οξύτατου ανταγωνισμού καταβάλλεται κάθε προσπάθεια ώστε το 2010 να είναι μία αποδοτική χρονιά.



## Κεφάλαιο 2ο

**Κεφάλαιο 3 Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και εξαγωγή δεικτών των δύο εταιριών.**

**2.1.Εισαγωγικά**



Στη παρούσα ενότητα ακολουθεί η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των δύο εταιριών που αφορούν τις χρήσεις 2005-2009, με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών δεικτών οι οποίοι αποτελούν από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσεως.

Επιλέξαμε να προβούμε στη χρηματοοικονομική ανάλυση με χρήση ιστορικών στοιχείων πενταετίας, ούτως ώστε να αποκομίσουμε όσο το δυνατό καλύτερη εικόνα για τη μέχρι τώρα πορεία των εταιριών κάτι που θα προέλθει μέσα από τον υπολογισμό των σημαντικότερων αριθμοδεικτών και την αποτύπωση των χρονοσειρών σε γραφήματα.

Ο λόγος που οδήγησε στην καθιέρωση της χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών προέρχεται από την ανάγκη να γίνεται αμέσως αντιληπτή η πραγματική αξία και η σπουδαιότητα των απόλυτων μεγεθών μιας επιχείρησης με σκοπό τον προσδιορισμό της ικανότητας της να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Ιδιαίτερα στις περιπτώσεις όπου ο αναλυτής δεν έχει στη διάθεση του λεπτομερείς πληροφορίες για τις συνθήκες χρηματοοικονομικής λειτουργίας της εξεταζόμενης επιχείρησης.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι ο υπολογισμός και η παρουσίαση των διαφόρων αριθμοδεικτών αποτελεί μια μέθοδο ανάλυσεως, η οποία πολλές φορές παρέχει μόνο ενδείξεις. Γι' αυτό το λόγο ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν μπορεί να δώσει πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσεως μιας επιχείρησης αν δεν συγκριθεί με άλλους αντιπροσωπευτικούς αριθμοδείκτες ή δε συσχετισθεί με τους αντίστοιχους προηγούμενων χρήσεων.

**2.2.....Α**

**ΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Οι δείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσεως μιας επιχειρήσεως όσο και για την ικανότητά της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Υποδηλώνει δηλαδή τη δυνατότητα μετατροπής ενεργητικών στοιχείων σε διαθέσιμα με σκοπό να είναι σε

θέση να εξοφλεί τους εκάστοτε βραχυπρόθεσμους πιστωτές, προμηθευτές, οφειλόμενους τόκους, μερίσματα και γενικότερα να εξασφαλίζει τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για να διατηρεί μια υγιή πιστοληπτική ικανότητα ρευστοποιώντας τα κυκλοφοριακά της στοιχεία.

## 2.2.1 .....Α

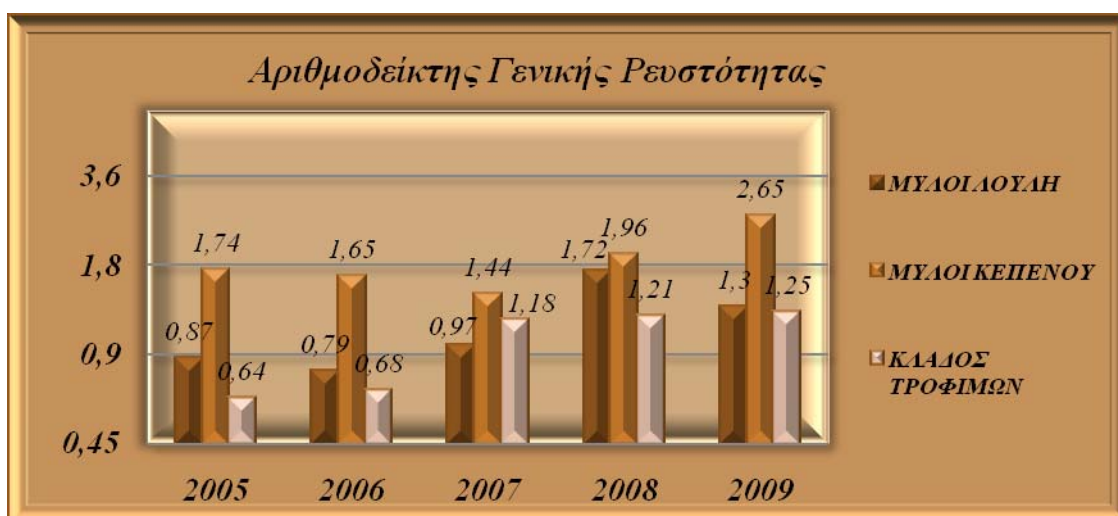
### ριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης *γενικής ρευστότητας* είναι ο πλέον χρησιμοποιούμενος δείκτης και παρουσιάζει το μέτρο της ρευστότητας μιας επιχείρησης αλλά και το περιθώριο ασφαλείας που διατηρεί η διοίκηση της για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει κάποια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των Κεφαλαίων Κίνησης. Επιπλέον, αποτελεί ένδειξη βαθμού ασφαλείας με τον οποίο βραχυχρόνιες πιστώσεις μπορούν να χορηγηθούν στη επιχείρηση από τους πιστωτές της. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμ. Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 1  
Αριθμοδεικτών Γενικής Ρευστότητας

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.87	0.79	0.97	1.72	1.30
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.74	1.65	1.44	1.96	2.65
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	1.21	1.13	1.18	1.21	1.25



Από τις τιμές των δεικτών διαχρονικά προκύπτει ότι οι συνθήκες κυκλοφοριακής ρευστότητας της εταιρίας Μύλοι Κεπένου κατά τα έτη 2005-2007 βρίσκεται σε σχετικά

ικανοποιητικά και καλύτερα επίπεδα σε σχέση με την εταιρία Μύλοι Λούλη και τον κλάδο παρά τη σχετική μείωση των ετών 2006,2007. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει τη δυνατότητα της διοίκησης της εταιρίας Μύλοι Κεπένου να είναι σε θέση να επωφεληθεί από διάφορες ευκαιρίες που τυχόν προκύψουν, όπως οι αγορές πρώτων υλών σε προνομιακές τιμές ή πληρωμή των υποχρεώσεων της προς τους προμηθευτές μέσα σε περίοδο εκπτώσεων.

Σε αντίθεση με εταιρία Μύλοι Λούλη, ο δείκτης της είναι μικρότερος της μονάδας πράγμα που σημαίνει ότι μπορεί να δυσκολευτεί να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες ή ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τη χρήση των διαθέσιμων και λοιπών κυκλοφοριακών στοιχείων της .

Το έτος 2008 κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα περίπου και οι δύο εταιρίες υψηλότερα του κλάδου ενώ το έτος 2009 η τιμή του δείκτη της εταιρίας Μύλοι Κεπένου αυξάνεται στο 2.65 το οποίο αποτελεί ένδειξη θετικής εικόνας προς τους μετόχους αλλά και προς τους πιστωτές της όσον αφορά στη βραχυχρόνια επιβίωση της.

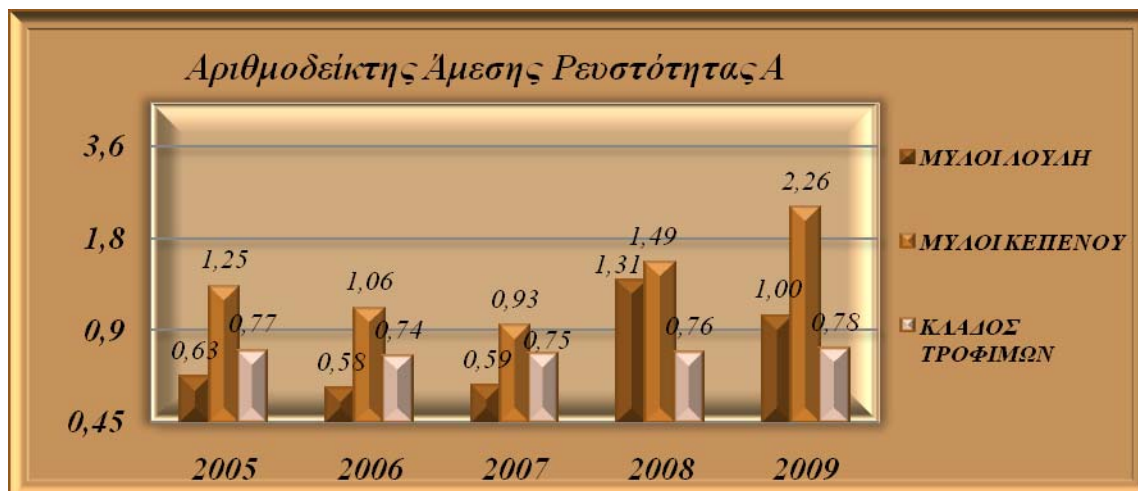
## 2.2.2 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας Α

Ο αριθμοδείκτης *άμεσης ρευστότητας Α* αποτελεί πιο αυστηρό κριτήριο ρευστότητας καθώς επινοήθηκε για να περιλάβει όλα εκείνα τα στοιχεία τα οποία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά. Δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία (Διαθέσιμα & Απαιτήσεις) καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Ένας αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας Α μεγαλύτερος της μονάδας θεωρείται ικανοποιητικός. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας Α} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθλίματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 2  
Αριθμοδεικτών Άμεσης Ρευστότητας

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.63	0.58	0.58	1.31	1.00
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.25	1.06	0.93	1.49	2.26
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	0.77	0.74	0.75	0.76	0.78



Στο παραπάνω γράφημα παρατηρείται ότι οι τιμές του δείκτη για την εταιρία Μύλοι Κεπένου κατά τα έτη 2005-2006 είναι αρκετά καλές και υψηλότερες σε σχέση με τον κλάδο και την εταιρία Μύλοι Λούλη παρά την πτωτική τάση που ακολουθεί γεγονός που αποδεικνύει την δυνατότητα της εταιρίας να εξακολουθεί να ικανοποιεί τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της εξαιρώντας τα αποθέματα τα οποία θεωρούνται τα δυσκολότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Το 2007 λόγω της αύξησης των τιμών Α' υλών συνεπώς αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών έχουμε μείωση του δείκτη της εταιρίας Κεπένου στο 0.93 και μια σταθερή αλλά εξίσου χαμηλή πορεία των Μύλων Λούλη.

Ωστόσο το 2008-2009 παρατηρείται αύξηση του δείκτη και των δύο εταιριών παρά της μείωσης των τιμών Α' υλών συνεπώς σταθεροποίηση μεταβλητότητας των τιμών του έτους 2008 πράγμα που οφείλεται στις πολύ καλές σχέσεις με τους προμηθευτές τους προσαρμόζοντας με αυτόν τον τρόπο γρήγορα την πολιτική τους.

### 2.3. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Οι δείκτες αποδοτικότητας αποτελούν σημαντικά κριτήρια, βάση των οποίων εξάγουμε συνολικά συμπεράσματα για την αποτελεσματική ή όχι άσκηση της διοικήσεως, όπως αυτή κρίνεται εκ του αποτελέσματος με βάση το επίπεδο των κερδών της και την αποτελεσματική αξιοποίηση των βασικών δραστηριοτήτων της. Η διοίκηση με βάση την αποδοτικότητα της προγραμματίζει τις μελλοντικές επενδύσεις της, καθώς και την ανταμοιβή που θα λάβουν τα στελέχη της. Συνεπώς, η έννοια της

αποδοτικότητας αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Τα βασικά στοιχεία που συνθέτουν τους αριθμοδείκτες αυτούς είναι το οικονομικό αποτέλεσμα, το κεφάλαιο και οι πωλήσεις.

### 2.3.1. Δείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχειρήσεως καθώς και τη πολιτική των τιμών αυτής. Δείχνει δηλαδή την ικανότητα της διοίκησης της εταιρίας να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Μια επιχείρηση για να θεωρηθεί **επιτυχημένη** θα πρέπει να έχει **αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους** που να τις επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα έξοδα της και συγχρόνως να αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις και τα Ίδια Κεφάλαια που απασχολεί. Σύμφωνα με τον αυτών τον αριθμοδείκτη γίνεται η σύγκριση όμοιων επιχειρήσεων. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτό Κέρδος}}{\text{Κύκλο Εργασιών}} * 100$$

Πίνακας 3  
Αριθμοδεικτών Περιθωρίου Μικτού Κέρδους

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	22.93%	21.98%	25.20%	24.78%	30.34%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	17.00%	16.61%	15.97%	13.48%	21.20%
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	24.45%	23.49%	23.70%	22.91%	24.39%



Όπως παρατηρούμε από το γράφημα η πορεία του δείκτη των Μύλων Λούλη παρά τις διακυμάνσεις κατά μέσο όρο βαίνει ανοδική κατά τα έτη 2005-2009 και κυμαίνεται σε αρκετά υψηλότερα επίπεδα από το 2007 κ μετά σε σχέση με τον κλάδο κάτι που όπως γίνεται κατανοητό επιδρά θετικά στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Ωστόσο, η εταιρία Μύλοι Κεπένου καθ' όλη τη διάρκεια των ετών βρίσκεται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα από τον κλάδο και ακολουθεί πτωτική πορεία κατά τα έτη 2006-2008 γεγονός που οδηγεί σε στασιμότητα πωλήσεων με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται φθηνές αγορές, που θα μπορούσαν να επιτευχθούν με υψηλές τιμές.

Επίσης σημαντικό αναφοράς αποτελεί το έτος 2008 που υπήρξε μια γενική πτωτική πορεία αλλά επηρέασε περισσότερο τους Μύλους Κεπένου σε σχέση με τον κλάδο και τους Μύλους Λούλη με μείωση της τάξεως του 16% λόγω των αυξήσεων στις τιμές των Α' υλών και στην εντυπωσιακή άνοδο του πετρελαίου (άνοδος κόστους μεταφορών, ενέργειας κλπ) πράγμα που επίσης δείχνει την όχι καλή πολιτική της διοικήσεως στον τομέα αγορών και πωλήσεων.

Τέλος, παρατηρείται έντονη αύξηση το έτος 2009 γεγονός που οφείλεται στην μείωση των τιμών πώλησης αλεύρων απόρροια της ίδιας μείωσης της τιμής των σιτηρών.

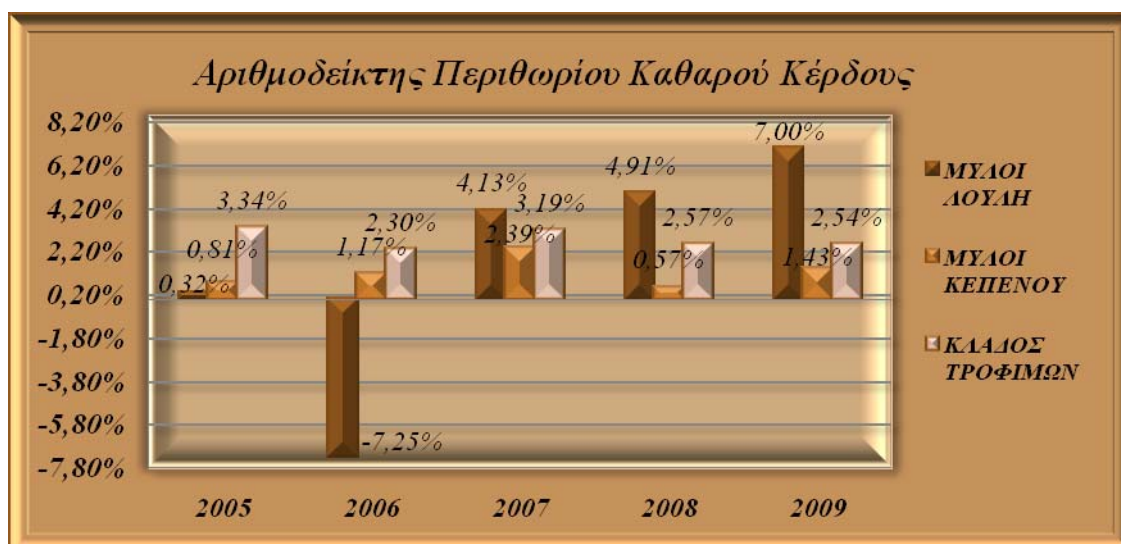
### 2.3.2. Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους αποτελεί έναν εξίσου σημαντικό δείκτη καθώς απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του καθαρού κέρδους και των πωλήσεων ή αλλιώς την αποδοτικότητα των πωλήσεων σε καθαρά κέρδη. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Κύκλο Εργασιών}} * 100$$

Πίνακας 4  
Αριθμοδείκτων Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.32%	-7.25%	4.13%	4.91%	7.00%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.81%	1.17%	2.39%	0.57%	1.43%
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	3.34%	2.30%	3.19%	2.57%	2.54%



Ο δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους παρουσιάζει μια κάμψη στον κλάδο των τροφίμων. Οι Μύλοι Λούλη τα έτη 2005-2006 κυμαίνεται σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα του κλάδου με έντονη μείωση το έτος 2006 λόγω *έκτακτων ζημιών* από 11.712,00€ σε 28.153,00€, *εξόδων προηγούμενων χρήσεων* από 16.924,00€ σε 104.027,00€ και τέλος *χρεωστικών τόκων και συναφή εξόδων* από -4.788.186€ σε -7.774.097€. Στην συνέχεια, από το έτος 2007 έχουμε σταδιακή αύξηση του καθαρού περιθωρίου κέρδους κρατώντας τα επίπεδα υψηλότερα του κλάδου η οποία κορυφώνεται το 2009 λόγω αύξησης των *εσόδων από προβλέψεις των προηγούμενων χρήσεων* από 27.255,00€ σε 1.279.477,00€.

Ωστόσο οι Μύλοι Κεπένου ακολουθούν μια πορεία με διακυμάνσεις σχετικά μικρές κατά την διάρκεια των ετών 2005-2009 και αρκετά χαμηλότερες του κλάδου. Η βελτίωση όμως που παρουσιάζει το έτος 2007 οφείλεται στην αύξηση χρηματοοικονομικών εσόδων (πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα) και άλλων εσόδων



(έσοδα από αποσβέσεις κρατικών επιχορηγήσεων, λοιπά έκτακτα έσοδα) καθώς και μείωση άλλων εξόδων (πρόβλεψη επισφαλών πελατών, λοιπών εξόδων). Η έντονη πτωτική πορεία όμως που ακολουθεί τα δύο τελευταία έτη κυρίως το έτος 2008 οφείλεται στο χρηματοοικονομικό κόστος(τόκοι και συναφή έξοδα από 619.315,66 το έτος 2007 σε 964.390,55 το έτος 2008 χαρακτηρίζοντας την όχι και τόσο επικερδή.

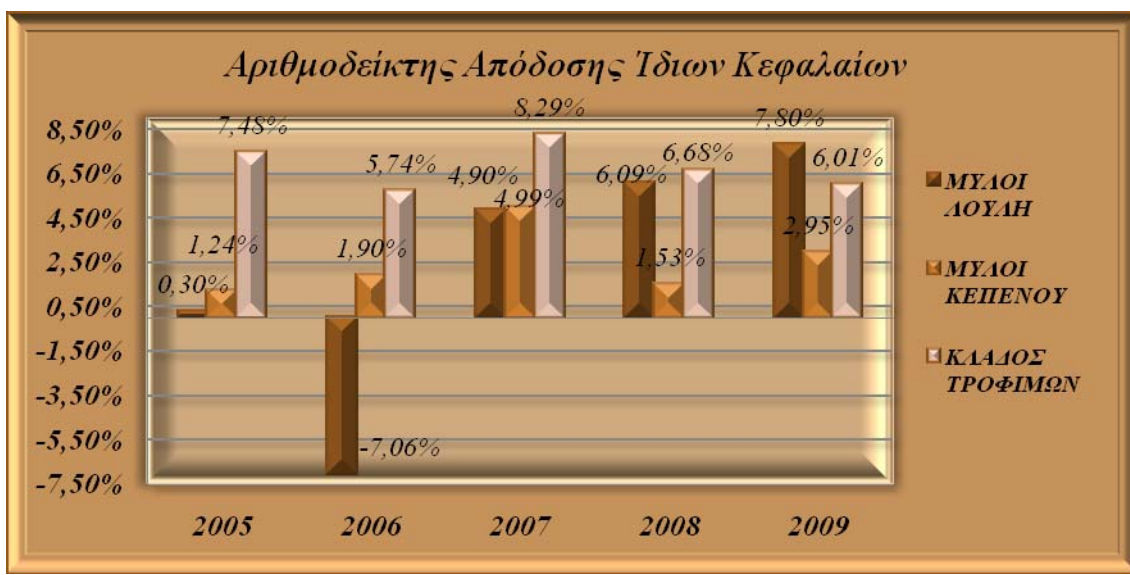
### 2.3.3.Δείκτης Απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης *αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων* απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Συνεπώς, παρέχει πληροφορίες για την σωστή ή όχι τοποθέτηση και απόδοση των κεφαλαίων τους ως αποτέλεσμα των αποφάσεων της Διοίκησης. Φυσικά αποτελεί πολύ σημαντικό εργαλείο στα χέρια των τρίτων ενδιαφερόμενων (Τραπεζών, Προμηθευτών, Πιστωτών, Πελατών, Αναλυτών κ.λπ.) για την εκτίμηση της γενικότερης πορείας της επιχείρησης. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} * 100$$

Πίνακας 5  
Αριθμοδεικτών Απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.30%	-7.06%	4.90%	6.09%	7.80%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.24%	1.90%	4.99%	1.53%	2.95%
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	7.48%	5.74%	8.29%	6.68%	6.01%



Η πορεία του δείκτη, για την εταιρία Μύλοι Λούλη όπως φαίνεται και από το διάγραμμα από το έτος 2005-2006 ήταν καθοδική και σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα από τον κλάδο και αυτό οφείλεται στα χρηματοοικονομικά έξοδα (αύξηση χρεωστικών τόκων και συναφή εξόδων ) που επιβαρύνθηκαν με το ποσό των 2.083 εκατομμύρια ευρώ που αφορούσε το τερματισμό call option. Παρουσιάζεται μεγάλη μείωση των καθαρών κερδών από 216.417€ το 2005 σε - 4.841.902€ το 2006 ενώ τα έτη 2007-2009 έχουμε σημαντική αύξηση των καθαρών κερδών συνεπώς και του δείκτη πράγμα που αποτελεί ένδειξη ικανής διοίκησης, αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων ή επωφελή χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Όσον αφορά την εταιρία Μύλοι Κεπένου παρατηρείται μια διακύμανση των τιμών του δείκτη έχοντας την υψηλότερη τιμή το έτος 2007 λόγω αύξησης των καθαρών κερδών κρατώντας όμως τα επίπεδα πολύ χαμηλότερα από του κλάδου.

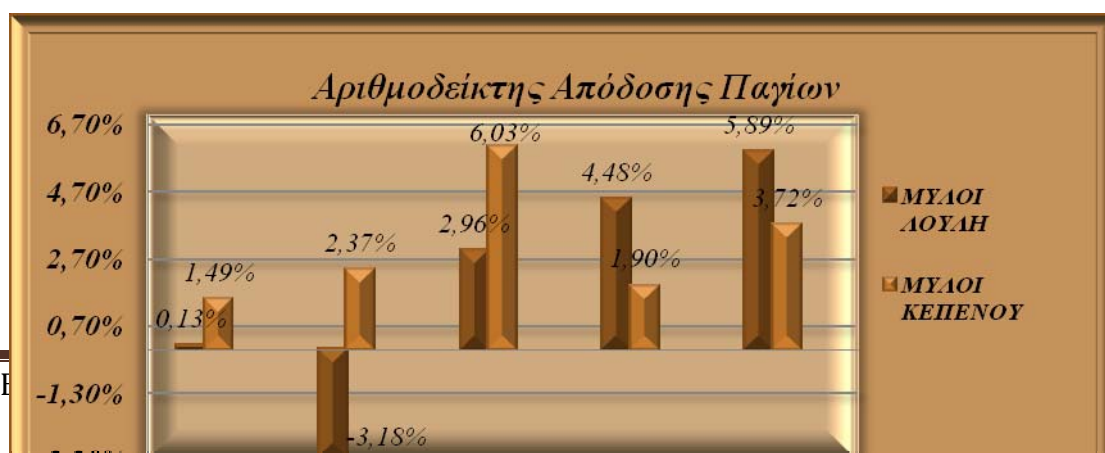
#### 2.3.4.Δείκτης Απόδοσης Παγίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας παγίων χρησιμοποιείται ως μέτρο αξιολόγησης των στελεχών της επιχείρησης που προϊστανται εμπορικών η μεταποιητικών τομέων θυγατρικών εταιριών. Δείχνει το *βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων από την επιχείρηση σε σχέση με τα καθαρά κέρδη από τις πωλήσεις της*. Επίσης παρέχει ένδειξη του αν υπάρχει υπερεπένδυση σε πάγια. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμ. Απόδοσης Παγίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πάγιο Ήνεργητικό}} * 100$$

Πίνακας 6  
Αριθμοδεικτών Απόδοσης Παγίων

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.13%	-3.18%	2.96%	4.48%	5.89%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.49%	2.37%	6.03%	1.90%	3.72%



Σύμφωνα με το δείκτη απόδοσης Παγίων Ενεργητικού διαπιστώνεται ότι η εταιρία Μύλοι Λούλη σε αντίθεση με την εταιρία Μύλοι Κεπένου κατά τη διάρκεια των ετών 2005 έως 2006 παρουσιάζει σημαντική μείωση της τάξεως 25% περίπου για τους προαναφερθείσας λόγους ενώ αύξηση παρουσιάζει από τα έτη 2007-2009 γεγονός που δηλώνει τη σωστή χρησιμοποίηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της.

Ωστόσο στους Μύλους Κεπένου παρατηρείται πολύ μεγάλη μείωση από το 2007 έως το 2008 λόγω αυξημένων εξόδων(καταβληθείσας αποζημίωσης προσωπικού, φόροι – τέλη, έξοδα προβολής και διαφήμισης, ΕΤΑΚ/φόρος Φ.Α.Π, απομείωση επισφαλών πελατών).

### 2.3.5. Δείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού

Ο Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης.

Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδη}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}} * 100$$

Πίνακας 7  
Αριθμοδεικτών Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.50%	-10.40%	5.92%	8.52%	14.25%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.23%	1.58%	3.40%	1.00%	1.72%



Ο δείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού στην εταιρία Μύλοι Λούλη παρουσιάζει ανοδική πορεία με εξαίρεση το 2006 που ο δείκτης έφτασε το -10.40% λόγω έντονης μεταβολής των καθαρών κερδών. Ωστόσο, στους Μύλους Κεπένου βλέπουμε μια ασταθής πορεία σημειώνοντας το 2007 την υψηλότερη τιμή του δείκτη στο 3.40% γεγονός που οφείλεται στην έντονη μεταβολή των καθαρών κερδών.

## 2.4. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ / ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

---

Οι δείκτες δραστηριότητας αποτελούν κριτήρια με τα οποία μετράμε το βαθμό αποτελεσματικής χρήσης των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων που έχει στην κατοχή της η επιχείρηση. Επιπλέον, όσο πιο συχνή είναι η χρησιμοποίηση των διαθέσιμων επιχειρηματικών πόρων τόσο πιο αποτελεσματική (κερδοφόρα) είναι η εκμετάλλευση της επιχείρησης.

Γενικά η σημασία των αριθμοδεικτών αυτών είναι πολύ μεγάλη γιατί μας βοηθάει να προσδιορίσουμε την ταχύτητα με την οποία κινείται το συνολικό κύκλωμα της επιχείρησης, κάτι το οποίο αποτελεί και τον κύριο αντικειμενικό σκοπό για την μεγιστοποίηση του κέρδους της.

### 2.4.1. Δείκτης Ταχύτητα Κεφαλαίου Κίνησης

Εξετάζοντας τον αριθμοδείκτη αυτό, μας δίδονται πληροφορίες για το εάν η επιχείρηση διατηρεί μεγάλα κεφάλαια κίνησης, σε σχέση με τις πωλήσεις και μας δείχνει πόσες φορές χρησιμοποιήθηκαν τα κεφάλαια κίνησης για την επίτευξη πωλήσεων.

Όσο αυξάνουν οι πωλήσεις μιας επιχείρησης τόσο πιο απαραίτητα γίνονται για αυτήν τα κεφάλαια κίνησης της και αυτό συμβαίνει γιατί οι ανάγκες για αποθέματα αυξάνονται καθώς αυξάνονται και οι πιστώσεις προς τους πελάτες της.

Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης} = \frac{\text{Κύκλος εργασιών}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες υποχ}}.$$

Πίνακας 8  
Αριθμοδείκτων Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης



Όσο αναφορά την εταιρία Μύλοι Λούλη η τιμή του εν λόγω δείκτη σημειώνει έντονη πτώση και μάλιστα διαμορφώνεται σε αρνητικό επίπεδο από το έτος 2005 με κορύφωση το έτος 2007. Αυτό συνέβηκε διότι το ύψος των κυκλοφοριακών στοιχείων της εταιρείας διαμορφώθηκε σε μικρότερα επίπεδα από το ύψος του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα το καθαρό κεφάλαιο κίνησης να διαμορφωθεί σε αρνητικά επίπεδα. Στη συνέχεια των ετών 2008, 2009 έχουμε σταδιακή αύξηση και έναν υψηλό δείκτη το 2009 ο οποίος αποτελεί ένδειξη ανεπάρκειας κεφαλαίων κινήσεως και χαμηλή ταχύτητα εισπράξεως των απαιτήσεων (Γραμμάτια σε καθυστέρηση και Επιταγές σε καθυστέρηση από 8.500€ το έτος 2008 ανήλθε στις 39.517€ το έτος 2009 και 867.499€ το έτος 2008 ανήλθαν στο 1.096.155€ το έτος 2009 αντίστοιχα.

Ωστόσο οι Μύλοι Κεπένου παρουσιάζουν μικρές αυξομειώσεις κατά την διάρκεια των ετών 2005 έως 2008 κ σχετικά υψηλό δείκτη η τιμή του οποίου οφείλεται στην χαμηλή ταχύτητα εισπράξεως απαιτήσεων ( 2005: 4.304.327,62 και 2008: 16.654.260,80) όπως επίσης και στις αυξημένες τρέχουσες υποχρεώσεις συγκεκριμένα τρέχον φόρος εισοδήματος από 0.00 το έτος 2006 ανήλθε στις 72.153,85 το έτος 2008.

Αντίθετα το έτος 2009 ο δείκτης παρουσιάζει μείωση λόγω μείωσης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ( βραχυπρόθεσμο δάνειο) και αύξησης

κυκλοφορούντος ενεργητικού (ταμειακά διαθέσιμα λόγω εκδόσεως ομολογιακού δανείου).

#### 2.4.2. Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Ο δείκτης ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις μέσα στη χρήση. Συμπερασματικά μας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να πουλάει τα αποθέματα της γρήγορα. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο αποτελεσματική είναι η επιχείρηση καθώς όσο λιγότερες ημέρες παραμονής αποθεμάτων στην επιχείρηση τόσο το καλύτερο. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Αποθέματα}}{\text{Κύκλο Εργασιών}} * 365$$

Πίνακας 7  
Αριθμοδεικτών Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	65	64	99	49	41
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	68	96	90	49	43
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	92	88	90	89	90



Εξετάζοντας τον δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων παρατηρείται ότι και οι δύο εταιρίες κυμαίνονται στα ίδια σχεδόν επίπεδα χαμηλότερα του κλάδου έκτος των ετών 2007 και 2006 συνεπώς έχει ως αποτέλεσμα να μετατρέπει τα αποθέματά της σε πωλήσεις γρηγορότερα από το μέσο όρο του κλάδου ένδειξη αποτελεσματικής λειτουργίας της επιχείρησης.

Σημαντικό γεγονός υπήρξε το έτος 2007 για την εταιρία Μύλοι Λούλη όπου αύξησε τις ημέρες αποθήκευσης των αποθεμάτων της στις 99 ημέρες αυξάνοντας το χρόνο αποθήκευσης κατά 35 ημέρες σε σχέση με το έτος 2006. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ραγδαία αύξηση των τιμών των πρώτων & βοηθητικών υλών, (σιτηρών) από 9.514.848€ το 2006 σε 20.169.406€ το 2007.

Ωστόσο υψηλές τιμές για την η εταιρία Μύλοι Κεπένου παρουσιάζονται το 2007 αλλά και το έτος 2006 αυξάνοντας τις ημέρες αποθήκευσης των αποθεμάτων κατά 6 περίπου ημέρες και 28 αντίστοιχα.

### 2.4.3. Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητα κυκλοφορίας παγίου ενεργητικού δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επίσης παρέχει ένδειξη του αν υπάρχει υπερεπένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Παγιο Ενεργητικό}}$$

Πίνακας 6  
Αριθμοδεικτών Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.42	0.44	0.72	0.91	0.84
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.82	2.03	2.52	3.33	2.60



Οι τιμές του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας παγίου ενεργητικού στην εταιρία Μύλοι Κεπένου είναι αρκετά υψηλότερες σε σχέση με την εταιρία Μύλοι Λούλη ωστόσο και οι δύο βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα γεγονός που δείχνει ότι και οι δύο εταιρίες δεν χρησιμοποιούν σε μεγάλο βαθμό τα πάγια περιουσιακά στοιχεία τους σε σχέση με τις πωλήσεις τους. Επομένως και οι δύο εταιρίες πάνε πολύ καλά.

#### 2.4.4. Δείκτης Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητα κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των Ιδίων Κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις. Έχει περιορισμένη αξία ως προς την αξιοπιστία και την σπουδαιότητα των πληροφοριών που δίνει γιατί είναι ένας σύνθετος δείκτης.

Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 7  
Αριθμοδεικτών Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ίδιων Κεφαλαίων

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.93	0.97	1.19	1.24	1.11
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.52	1.63	2.08	2.70	2.06
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	2.24	2.50	2.60	2.60	2.36



Η πορεία του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων των δυο εταιριών κινείται ανοδικά μέχρι το έτος 2008 και βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα από του



κλάδου με εξαίρεση το έτος 2008 της εταιρίας Μύλοι Κεπένου που ξεπέρασε τον κλάδο κατά 0.10 μονάδες. Αυτό σημαίνει ότι και οι δυο εταιρίες χρόνο με το χρόνο πραγματοποιούν μεγάλο αριθμό πωλήσεων χρησιμοποιώντας σχετικά μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων πράγμα που μας δείχνει ότι βρίσκονται σε καλή θέση.

Από πλευράς ασφάλειας όμως, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο λιγότερο ευνοϊκή είναι η θέση των εταιριών καθώς αποτελεί σημάδι λειτουργίας βασιζόμενων σε ξένα κεφάλαια.

#### 2.4.5. Δείκτης Μ.Ο Εισπράξεων Απαιτήσεων

Ο δείκτης μέσος όρος εισπράξης απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές κατά μέσο όρο εισπράττονται κατά την διάρκεια της λογιστικής χρήσεως οι απαιτήσεις της επιχειρήσεως. Επιπλέον, παρέχει ένδειξη της ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων μιας επιχειρήσεως καθώς και το κατά πόσο επιτυχής υπήρξε η διοίκηση αυτής στην είσπραξη των απαιτήσεών της. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Μ.Ο Εισπράξεων Απαιτήσεων} = \frac{\text{Απαιτήσεις από πελάτες}}{\text{Κύκλο Εργασιών}} * 365$$

Πίνακας 8  
Αριθμοδεικτών Μ.Ο Εισπράξεων Απαιτήσεων

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	141	137	136	114	116
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	165	166	157	142	183
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	122	127	127	124	127



Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων και των δυο εταιριών κατά τα έτη 2005 έως 2007 κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα του κλάδου. Συνεπώς, η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι πολύ μεγάλη που σημαίνει όχι καλή θέση των εταιριών από απόψεως χορηγούμενων πιστώσεων καθώς προμηνύει μεγάλους κινδύνους για τη δημιουργία επισφαλών απαιτήσεων. Στη συνέχεια των ετών όμως 2008, 2009 για την εταιρία Μύλοι Λούλη παρατηρείται βελτίωση της ικανότητας εισπράξεως των απαιτήσεων καθώς οι μέρες μειώνονται στις 114 και 116 αντίστοιχα χαμηλότερες τιμές ακόμα κ σε σχέση με το κλάδο.

Αντίθετα η εταιρία Μύλοι Κεπένου όχι μόνο παρουσιάζουν αύξηση των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων σε 142 και 183 τα έτη 2008 και 2009 αντίστοιχα αλλά εξακολουθεί να βρίσκεται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τον κλάδο. Γεγονός που αποτελεί ένδειξη του κατά πόσο μη επιτυχής υπήρξε η διοίκηση της στην είσπραξη των απαιτήσεων της.

#### 2.4.6.Δείκτης Μ.Ο Πληρωμών Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

Ο αριθμοδείκτης μέσου όρου πληρωμών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δείχνει πόσες φορές μέσα στη χρήση ανανεώθηκαν οι ληφθείσες από τη επιχείρηση πιστώσεις. Η παρακολούθηση του αριθμοδείκτη αυτού δείχνει την πολιτική της επιχείρησης ως προς η χρηματοδότηση των αγορών της. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Μ.Ο Πληρωμών Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Κύκλο Εργασιών}} \cdot 360$$

Πίνακας 9  
Αριθμοδεικτών Μ.Ο Πληρωμών Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	271	323	262	123	137
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	139	163	179	106	59
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	102	99	100	94	90



Η παρακολούθηση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη για μια σειρά ετών δείχνει την πολιτική της εταιρίας ως προς τη χρηματοδότηση των αγορών της. Από το έτος 2005 έως και το 2008 και οι δύο εταιρίες παρουσιάζουν μέτρια πορεία, αφού όπως διαπιστώνουμε παρουσιάζουν σημαντική υστέρηση σε σχέση με τον κλάδο. Όσο αναφορά την εταιρία Μύλοι Κεπένου αν και η υστέρηση αυτή φαίνεται να διευρύνεται διαχρονικά παρόλα αυτά το έτος 2009 παρουσιάζει μια τάση αντιστροφής της πορείας αυτής. Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι κατά τη χρήση του 2005 η τιμή του δείκτη ανερχόταν στις 139 ημέρες ενώ κατά τη χρήση 2009 ανήλθε στις 59 ημέρες. Εν τούτοις παρά την μέτρια εικόνα και των δύο εταιριών όσον αφορά την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους μπορούμε να ισχυριστούμε ότι τελικά αυτό δεν αποτελεί γεγονός που προκαλεί ανησυχία. Αυτό ισχύει διότι αν μελετήσουμε το δείκτη ταχύτητας κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε συνδυασμό με το δείκτη ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων, θα διαπιστώσουμε ότι ο δεύτερος είναι μικρότερος από τον πρώτο. Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις των δυο εταιριών σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, εξοφλούνται με ρυθμούς βραδύτερους από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις από τους πελάτες. Κατόπιν τούτου, και οι δύο έχουν τη δυνατότητα να χαίρει μια κάποιας χρηματοδότησης από τους πιστωτές της.

#### 2.4.7. Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού εκφράζει αν υπάρχει η όχι υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιεί. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμ. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού} = \frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 10  
Αριθμοδεικτών Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.36	0.35	0.40	0.48	0.53
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.82	0.81	0.91	1.15	0.82



Η τάση της χρονοσειράς του δείκτη αυτού και των δύο εταιριών διαγράφεται ανοδική κατά τη πενταετία που εξετάζουμε χωρίς να παρατηρούνται έντονες διακυμάνσεις με εξαίρεση το έτος 2008 για τους Μύλους Κεπένου. Το αποτέλεσμα του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού της εταιρίας Μύλοι Λούλη κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με την εταιρία Μύλοι Κεπένου, και στις δύο εταιρίες όμως γίνεται ελάχιστη χρήση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού τους σε σχέση με τις πωλήσεις τους, κάτι που ουσιαστικά παραπέμπει σε υπερεπένδυση κεφαλαίων σε στοιχεία ενεργητικού.

## 2.5. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Η ανάλυση της διάρθρωσης κεφαλαίου, έχει ως βασικό σκοπό τον προσδιορισμό της ικανότητας μιας επιχείρησης να επιβιώσει μακροχρόνια κ το βαθμό προστασίας που

απολαμβάνουν οι πιστωτές της . Δηλαδή ασχολείται με τις διάφορες πηγές κεφαλαίων, τα οφέλη και τους κινδύνους που δημιουργούν.

Οι πιο συνηθισμένες μορφές που προέρχονται τα κεφάλαια, είναι οι μέτοχοι, οι τράπεζες και οι διάφοροι πιστωτές. Λέγοντας λοιπόν, διάρθρωση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης εννοούμε τα διάφορα είδη και μορφές των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για την χρηματοδότησή της. Δηλαδή έχουμε τα ίδια κεφάλαια τις βραχυπρόθεσμες και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Από τη διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων προκύπτει η σπουδαιότητα της διάρθρωση των κεφαλαίων.

Το κύριο χαρακτηριστικό των Ιδίων Κεφαλαίων είναι ότι δεν εγγυώνται κάποιες αποδόσεις, ούτε και έχουν ορισμένο χρόνο επιστροφής, δηλαδή είναι μόνιμα δεσμευμένα στην επιχείρηση. Έτσι, επειδή θεωρούνται μόνιμα, επενδύονται κατά κύριο λόγο σε μακροχρόνιες επενδύσεις και εκτίθενται σε πιο μεγάλους κινδύνους σε σχέση με τα δανειακά κεφάλαια.

Τα ξένα κεφάλαια ωστόσο σε μια επιχείρηση, απαιτούν την πληρωμή των τόκων σε συγκεκριμένες ημερομηνίες, ακόμα και όταν η επιχείρηση βρίσκεται σε δυσμενή οικονομική θέση. Εάν μια επιχείρηση δεν μπορεί να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές της, τότε οι μέτοχοι μπορεί να χάσουν τον έλεγχο της, καθώς και μέρος ή το σύνολο της επένδυσης τους στην επιχείρηση. Σε περίπτωση που τα ίδια κεφάλαια δεν αρκούν για την κάλυψη των ζημιών της επιχείρησης, τότε οι πιστωτές ενδέχεται να χάσουν το ποσό που έχουν δανείσει.

### 2.5.1. Ξένα Κεφάλαια προς Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης ξένων προς ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει υπερδανεισμός ή όχι σε μία επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) προς το σύνολο ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Απεικονίζει δηλαδή, το βαθμό της οικονομικής αυτάρκειας, της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένα μέτρο της ασφάλειας που παρέχει προς τους δανειστές της, η εκάστοτε επιχείρηση. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αριθμητής Ξένα Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 11  
Αριθμοδεικτών Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	1.82	1.90	1.48	1.08	0.87
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.85	1.00	1.30	1.34	1.50
ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΗΜΩΝ	1.76	1.88	1.98	1.95	1.80



Μέσα από τον υπολογισμό του συγκεκριμένου δείκτη παρατηρούμε ότι οι δύο εταιρίες ακολουθούν αντίθετες πορείες. Σκοπός είναι η μείωση του δείκτη αυτού για την ασφαλή λειτουργία της εταιρίας.

Για την εταιρία Κεπένου διαπιστώνουμε μια σημαντική ανοδική πορεία γεγονός που οφείλεται στην αύξηση τραπεζικού δανείου λόγω αύξησης πιστώσεων καθώς επίσης και εκδόσεως κοινού ομολογιακού δανείου 12 εκ. ευρώ για αναχρηματοδότηση υφιστάμενου τραπεζικού δανεισμού ενισχύοντας τις υποψίες για υπερδανεισμό. Το φαινόμενο του υπερδανεισμού λοιπόν είναι έντονης μορφής σε σημείο που προκαλεί τη μείωση της ασφάλειας που παρέχει στους πιστωτών της καθώς ο μέσος όρος της πενταετίας των ξένων προς ίδιων κεφαλαίων διαμορφώνεται στις 1.20 φορές. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της με δανεισμό 1.20 φορές περισσότερο από τα ίδια κεφάλαιά της.

Αντιθέτως, η εταιρία Μύλοι Λούλη παρουσιάζει πτωτική πορεία πράγμα που φανερώνει την ολοένα και περισσότερο στήριξη στα ίδια της κεφάλαια με το πέρασμα των χρόνων κυρίως από το 2008 και μετά. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην εισροή κεφαλαίων από την ολοκλήρωση της πώλησης του ποσοστού των εταιριών σε Ρουμανία

και Βουλγαρία και στην σύναψη κοινών ομολογιακών δανείων, συνολικού ύψους 25 εκ. ευρώ με στόχο την ανανέωση του υφιστάμενου βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού με ευνοϊκότερους για την εταιρεία όρους. Ωστόσο, ο μέσος όρος της πενταετίας των ξένων προς ίδιων κεφαλαίων διαμορφώνεται στο 1.43 φορές. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της με δανεισμό 1.43 φορές περισσότερο από τα ίδια κεφάλαιά της γεγονός που περιορίζει την εξασφάλιση προς τους πιστωτές της.

Τέλος η θέση και των δύο εταιριών στο κλάδο είναι αρκετά καλή και σημαντικά χαμηλότερη του μέσου όρου του κλάδου.

### 2.5.2. Δείκτης Ξένων Μακροπρόθεσμων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια είναι το μέτρο του ποσοστού συμμετοχής των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων (δανείων) στην διάρθρωση των ίδιων κεφαλαίων της εταιρίας. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Ξένων Μακροπρόθεσμων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 12  
Αριθμοδεικτών Ξένων Μακροπρόθεσμων Κεφαλαίων προς Ίδια Κεφάλαια

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	1.12	1.04	0.63	0.66	0.45
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.27	0.27	0.27	0.55	1.17



ακολουθούν οι δύο εταιρίες.

Για την εταιρία Μύλοι Λούλη διαπιστώνουμε ότι υπάρχει μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων καθώς η τιμή του δείκτη μειώνεται συνεχώς καθ' όλη την διάρκεια των ετών 2005 έως 2009 σε αντίθεση με την εταιρία Μύλοι Κεπένου που αυξάνονται ολοένα και περισσότερο καθώς ο δείκτης σημείωσε αύξηση της τάξεως κατά μέσο όρο 53.1%.

### 2.5.3. Δείκτης Ίδιων Κεφαλαίων προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό

Ο αριθμοδείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης εκφράζει το βαθμό ποσοστού του συνολικού κυκλοφορούντος ενεργητικού που χρηματοδοτείται από τα ίδια κεφάλαια. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\frac{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 13  
Αριθμοδεικτών Ίδιων Κεφαλαίων προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	1.67	1.47	1.21	1.39	1.80
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.99	0.83	0.68	0.65	0.59



Κατά την τελευταία πενταετία ο δείκτης των ιδίων κεφαλαίων προς το κυκλοφορούν ενεργητικό παρουσιάζει τάση υποχώρησης για την εταιρία Μύλοι Κεπένου και κατά μέσο όρο διαμορφώνεται στο 75%. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι κατά μέσο όρο μέσα στην τελευταία πενταετία τα ίδια κεφαλαία διαμορφώνονταν σε



μικρότερα επίπεδα από τα κυκλοφορούντα στοιχεία. Συνεπώς το κυκλοφορούν ενεργητικού δεν στηρίζεται τόσο στα ίδια κεφάλαια.

Ωστόσο η εταιρία Μύλοι Λούλη παρουσιάζει υψηλότερες τιμές σε σχέση με την εταιρία Μύλοι Κεπένου γεγονός που δηλώνει ότι το κυκλοφορούν χρηματοδοτείται σε μεγάλο βαθμό από τα ίδια κεφάλαια.

#### 2.5.4. Δείκτης Ίδια Κεφάλαια προς Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης ίδιων κεφαλαίων προς σύνολο ενεργητικού απεικονίζει το ποσοστό των στοιχείων του ενεργητικού που έχει αποκτηθεί με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Επομένως, όσο πιο υψηλό το ποσοστό αυτό τόσο πιο μεγάλη ασφάλεια παρέχεται στους πάσης φύσεως πιστωτές, ιδίως σε αυτούς που έχουν εμπράγματα ασφάλειες.

Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\frac{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Πίνακας 14  
Αριθμοδεικτών Σύνολο Ενεργητικό προς Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.36	0.35	0.40	0.48	0.53
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.54	0.50	0.44	0.43	0.40



Όπως είναι γνωστό μέσα από τον υπολογισμό του δείκτη αυτού επιχειρείται να διαπιστωθεί το ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού το οποίο έχει αποκτηθεί από τα ίδια κεφάλαια.

Όπως παρατηρούμε η τάση του δείκτη για την εταιρία Μύλοι Κεπένου είναι καθοδική κάτι που σηματοδοτεί ότι διαχρονικά τα ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούνται ολοένα και λιγότερο για την απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού πράγμα που δηλώνει λιγότερη ασφάλεια προς τους πάσης φύσεως πιστωτές της ιδίως σε αυτούς που έχουν εμπράγματα ασφάλειες.

Ωστόσο για την εταιρία Μύλοι Λούλη παρατηρούμε ότι διαγράφει μια ανοδική πορεία. Παρόλα αυτά, ο δείκτης θεωρείται ικανοποιητικός καθώς κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα.

## 2.6.ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

---

Για την ανάλυση των επενδύσεων, χρησιμοποιούμε τους επενδυτικούς αριθμοδείκτες οι οποίοι έχουν επινοηθεί για να χρησιμοποιούνται από τους ενδιαφερομένους για τη μέτρηση των επιδόσεων και τις προοπτικές των επιχειρήσεων οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Οι περισσότεροι από τους ευρύτατα χρησιμοποιούμενους επενδυτικούς αριθμοδείκτες συσχετίζουν την τρέχουσα τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης με κατά μετοχή μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης. Επιπλέον, αν η ρευστότητα της επιχείρησης, η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων και οι δείκτες απόδοσης είναι ικανοποιητικοί, τότε οι δείκτες αγοραίας αξίας θα είναι υψηλοί και πιθανόν η τιμή της μετοχής θα είναι η υψηλότερη δυνατή.

### 2.6.1.Δείκτης Κερδών ανά Μετοχή

Ο αριθμοδείκτης κερδών ανά μετοχή χρησιμοποιείται στη μακροοικονομική ανάλυση ώστε να δείξει το ύψος των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης και επηρεάζεται τόσο από το συνολικό ύψος των κερδών της επιχείρησης όσο και από το αριθμό των μετοχών της. Το ύψος των κερδών κατά μετοχή αντανάκλα τη κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης με βάση τη μια μετοχή της και χρησιμοποιείται ευρύτερα. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Κερδών ανά Μετοχή} = \frac{\text{Συνολικά Κέρδη (μ.φ)}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε Κυκλοφορία}}$$

Πίνακας 15  
Αριθμοδείκτων Κερδών ανά Μετοχή

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.00	0.00	0.16	0.36	0.31
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.01	0.01	0.04	0.07	0.05



Έχοντας υπόψη μας ότι ο δείκτης κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους πλέον διαδεδομένους δείκτες χρηματοοικονομικής ανάλυσης, δε θα μπορούσαμε να μην προχωρήσουμε στον υπολογισμό του.

Ειδικότερα, μέσα από τον υπολογισμό του για την εταιρία Μύλοι Λούλη, όσον αφορά την τελευταία πενταετία, παρατηρούμε ότι η τιμή του διαμορφώνεται κατά μέσο όρο στα 0.17€/ μετοχή. Βέβαια, αν παρατηρήσουμε προσεκτικά το παραπάνω γράφημα θα διαπιστώσουμε ότι ενώ αρχικά η πορεία του εν λόγω δείκτη είναι στάσιμη και κυμαίνεται σε μηδενικά επίπεδα στη συνέχεια κατά τα έτη 2006 έως 2008 παρουσιάζει άνοδο πράγμα που σημαίνει ότι αύξησε τα κέρδη ανά μετοχή από 0.00€ σε 0.36€ ενώ το έτος 2009 παρουσιάζει μια ελαφρά τάση υποχώρησης.

Μια απόλυτα σταθερή κατά μέσο όρο πορεία διέγραψε η τιμή του δείκτη κερδών ανά μετοχή της εταιρίας Μύλοι Κεπένου τα τελευταία πέντε χρόνια κινούμενος κατά μέσο όρο στην τιμή των 0.036€/μετοχή. Όπως μπορούμε να συμπεράνουμε από το παραπάνω γράφημα ο δείκτης διέγραψε μια άνοδο κατά την περίοδο 2005-2008 ενώ συνέχισε με μια πτωτική πορεία το 2009

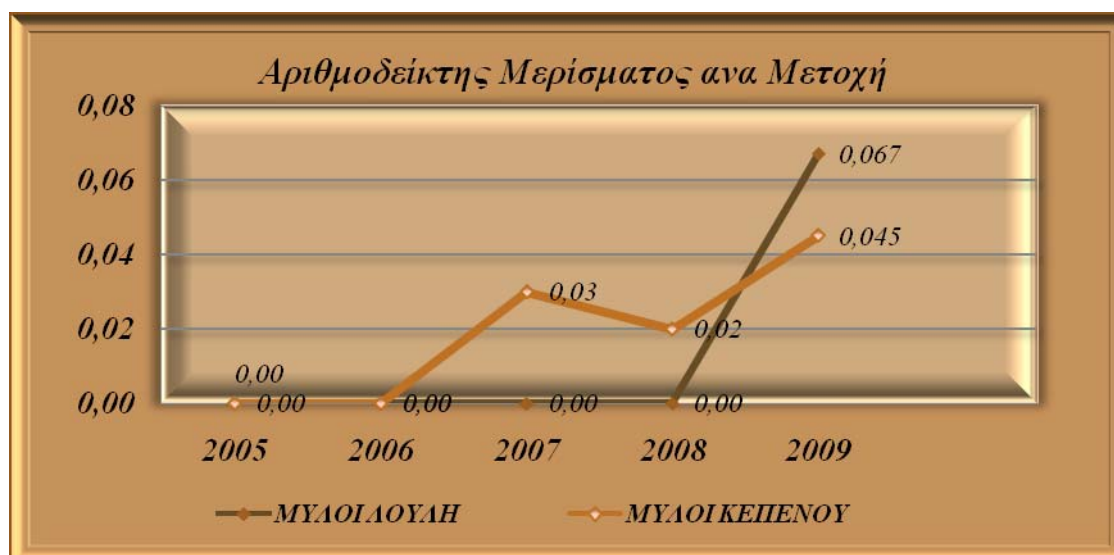
## 2.6.2.Δείκτης Μερίσματος ανά Μετοχή

Ο αριθμοδείκτης μερίσματος ανά μετοχή παρέχει ένδειξη του ποσοστού των μετοχών που μοιράζονται στους μετόχους και αυτό που παρακρατείται από την επιχείρηση με τη μορφή διαφόρων αποθεματικών. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Μερίσματος ανά Μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων}}{\text{Αριθμό Μετοχών σε Κυκλοφορία}}$$

Πίνακας 16  
Αριθμοδεικτών Μερίσματος ανά Μετοχή

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.00	0.00	0.03	0.02	0.04



Μέσα από τον υπολογισμό του εν λόγω δείκτη κατά το χρονικό διάστημα 2005-2008 για την εταιρία Μύλοι Λούλη παρατηρείται η μη διανομή μερίσματος, κάτι που σηματοδοτεί ότι η το ποσοστό των κερδών δεν διανέμεται ως μέρισμα στους μετόχους. Επίσης, μας παρέχει ένδειξη ότι η μερισματική πολιτική της εταιρίας Μύλοι Λούλη είναι σταθερή η οποία εφαρμόζει πολιτική μη απόδοσης στους μετόχους ενός σταθερού μερίσματος κάθε χρόνο, ανεξάρτητα τα κέρδη τα οποία έχουν. Κατά το έτος 2009 ωστόσο διαπιστώνουμε τη διανομή μερίσματος γεγονός που μπορούμε να προβούμε στο συμπέρασμα αλλαγής της μερισματικής πολιτικής της εταιρίας.

Για την εταιρία Μύλοι Κεπένου κατά το χρονικό διάστημα 2005-2009 παρατηρείται διανομή μερίσματος στους μετόχους παρά τα χαμηλότερα κέρδη ανά μετοχή που έχει σε σχέση με τους Μύλους Λούλη. Έχουμε άνοδος στην τιμή του

δείκτη, κάτι που σηματοδοτεί ότι η το ποσοστό των κερδών που διανέμεται ως μέρισμα στους μετόχους αυξάνεται. Επίσης, μας παρέχει ένδειξη ότι η μερισματική πολιτική της εταιρίας Μύλοι Κεπένου κινείται με γνώμονα την ικανοποίηση των μετόχων της.

### 2.6.3. Δείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E)

Ο αριθμοδείκτης τιμή προς κέρδη ανά μετοχή παρουσιάζει το ποσό πληρωμής ενός επενδυτή όταν αγοράζει μια μετοχή για κάθε ένα ευρώ των κερδών ανά μετοχή της εταιρίας όπως επίσης και τη συχνότητα εμφάνισης της τιμής της μετοχής που είναι μεγαλύτερη από τα κέρδη της χρήσης μιας εταιρίας τα οποία αναλογούν σε κάθε μετοχή. Παράλληλα ο δείκτης αυτό χρησιμοποιείται από πολλούς επενδυτές ως βασικό κριτήριο προκειμένου να αποφασιστεί αν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

Πίνακας 17  
Αριθμοδεικτών Χρηματιστηριακή τιμή προς Κέρδη ανά μετοχή

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.00	0.00	14.55	4.70	5.52
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	117.00	129.00	28.26	7.59	14.97



Υπολογίζοντας το αριθμοδείκτη P/E η εταιρία Μύλοι Λούλη διαπραγματεύεται 5.52 φορές τα κέρδη του 2009 ή ένας επενδυτής στο τέλος του 2009 θα έπρεπε να καταβάλει 5.52€ για κάθε 1€ κέρδους της εταιρίας. Στην συνέχεια, θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι η μετοχή της εταιρίας Μύλοι Λούλη αποτελεί μια ιδιαίτερα ελκυστική περίπτωση αγοράς, αφού με τα ισχύοντα δεδομένα ένας επενδυτής χρειάζεται κατά μέσο όρο πέντε έτη για να αποσβέσει το κεφάλαιο που θα τοποθετήσει σε μετοχές της εταιρίας, βάση του κέρδους ανά μετοχή.

Η εταιρία Μύλοι Κεπένου ωστόσο, διαπραγματεύεται 14.97 φορές τα κέρδη του 2009 ή ένας επενδυτής στο τέλος του 2009 θα έπρεπε να καταβάλει 14.97€ για κάθε 1€ κέρδους της εταιρίας. Επίσης, για την εταιρία Μύλοι Κεπένου θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι η μετοχή της εταιρίας Μύλοι Λούλη δεν αποτελεί μια ιδιαίτερα ελκυστική περίπτωση αγοράς, αφού με τα ισχύοντα δεδομένα ένας επενδυτής χρειάζεται κατά μέσο όρο εξήντα έτη για να αποσβέσει το κεφάλαιο που θα τοποθετήσει σε μετοχές της εταιρίας, βάση του κέρδους ανά μετοχή.

#### 2.6.4. Δείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής προς Λογιστική Αξία μετοχής

Ο λόγος  $P/BV$  παρουσιάζει πόσες φορές η εσωτερική αξία μιας μετοχής διαπραγματεύεται στην αγορά και παρέχει ένδειξη περί του εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία.

Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Λογιστική Αξία μετοχής}}$$

Πίνακας 18  
Αιθμοδεκτών Χρηματιστηριακής τιμής προς Λογιστική αξία μετοχής

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.48	0.52	0.56	0.34	0.34
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.71	0.60	0.51	0.24	0.34



όλη τη διάρκεια που εξετάζουμε είναι μικρότερος της μονάδας. Ένας επενδυτής λοιπόν που θα επιλέξει να αγοράσει τη μετοχή της εταιρίας Μύλοι Λούλη ή της εταιρίας Μύλοι Κεπένου σήμερα, αγοράζει ουσιαστικά ένα περιουσιακό στοιχείο το οποίο σε λίγο καιρό ενδεχομένως να πωλείται ακριβότερα από όσο πωλείται σήμερα, με συνέπεια ο επενδυτής να έχει κέρδος. Λαμβάνοντας, λοιπόν υπόψη ότι η τιμή του δείκτη και για τις δυο εταιρίες διαμορφώνεται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι αποτελεί μια σαφώς ελκυστικότερη – ασφαλέστερη περίπτωση επένδυσης.

### 2.6.5. Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης

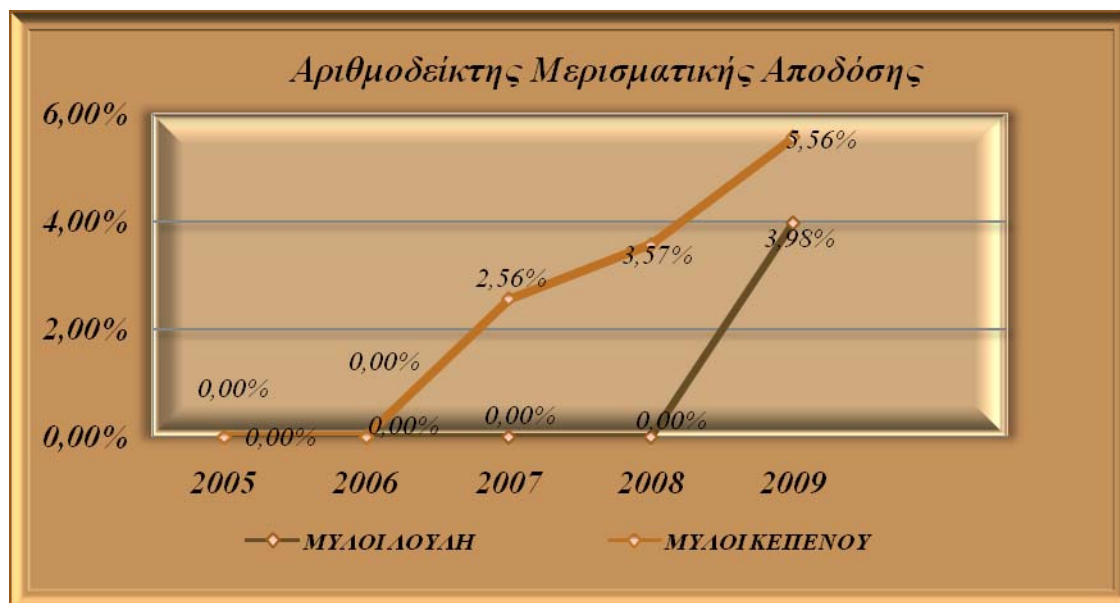
Ο αριθμοδείκτης μερισματικής απόδοσης δείχνει την *απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από μερίσματα των μετοχών* στις οποίες έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους.

Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης} = \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής στο Χρηματιστήριο}} * 100$$

Πίνακας 19  
Αριθμοδείκτων Μερισματικής Απόδοσης

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.98%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	0.00%	0.00%	2.56%	3.57%	5.56%



Εξετάζοντας το δείκτη μερισματικής απόδοσης για την εταιρία Μύλοι Λούλη παρατηρούμε ότι κατά τα έτη 2005-2008 είναι μηδενική πράγμα που σημαίνει ότι δεν είναι καθόλου ελκυστική για τους επενδυτές ενώ το έτος 2009 αποκτά σιγά σιγά έδαφος διαμορφώνοντας την τιμή του δείκτη στο 3.98%. Οι Μύλοι Κεπένου ωστόσο από το έτος 2007 έως κ το 2009 ακολουθεί μια ανοδική πορεία έχοντας ως αποτέλεσμα να γίνεται ολοένα κ πιο ανταγωνιστική χρόνο με το χρόνο.

#### 2.6.6. Δείκτης «Price Earnings Growth» (P/E/G)

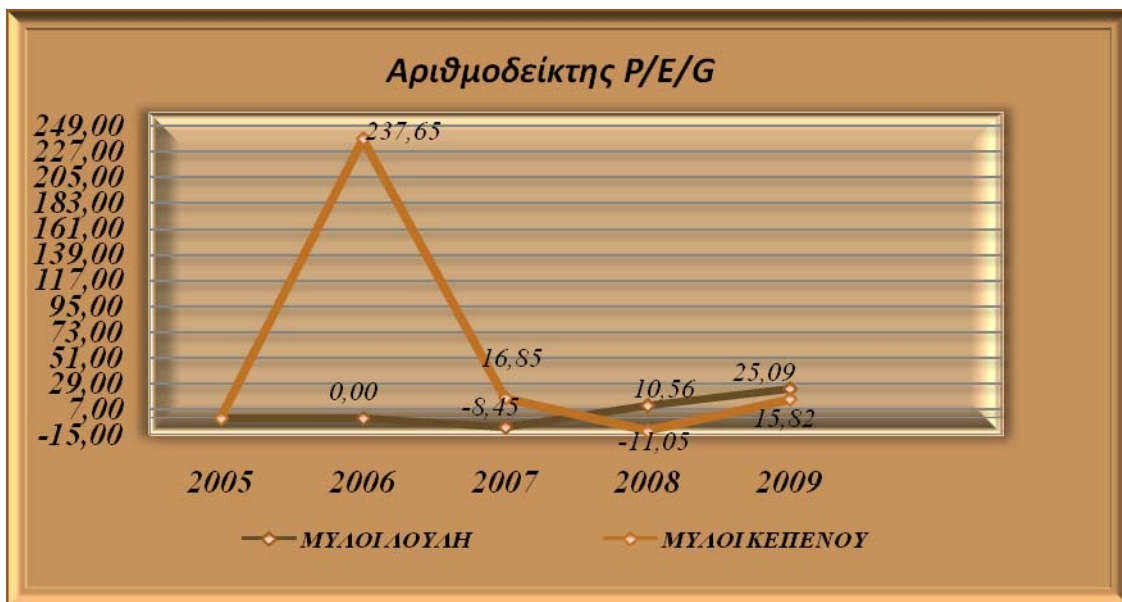
Ο αριθμοδείκτης «Price Earnings Growth» (P/E/G) δείχνει την σχέση του δείκτη τιμή προς κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας και του ρυθμού αύξησης των κερδών αυτής. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται ως κριτήριο για την επιλογή των μετοχών. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$PEG = \frac{\frac{P}{E}}{\text{Ετήσιο ρυθμό αύξησης κερδών της εταιρίας σε μια συγκεκριμένη περίοδο}}$$



Πίνακας 20  
Αριθμοδείκτων P/E/G

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-	0.00	-8.45	10.56	25.09
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-	237.65	16.85	-11.05	15.82



Ο εν λόγω δείκτης παρέχει μια εκτίμηση για τη σχέση του ρυθμού αύξησης των κερδών προ φόρου με τη σχέση τιμή προς κέρδη ανά μετοχή. Όπως παρατηρούμε η τάση του δείκτη αυτού για την εταιρία Μύλοι Λούλη από το έτος 2005-2006 παραμένει σταθερή. Όμως, από το 2006 έως και 2007 βαίνει πτωτική κάτι που σηματοδοτεί ότι ο ρυθμός αύξησης των κερδών προ φόρου είναι μεγαλύτερος κατά μέσο όρο από τον αντίστοιχο της τιμής προς κέρδη ανά μετοχή. Στη συνέχεια ακολουθεί ανοδική πορεία σύμφωνα με την οποία αντιστρέφει τα πράγματα.

Οι Μύλοι Κεπένου από την άλλη μεριά παρουσιάζουν μια σημαντικά ανοδική πορεία κατά το διάστημα 2005-2006 και στη συνέχεια ακολουθεί άκρως πτωτική πορεία μέχρι και το 2009.

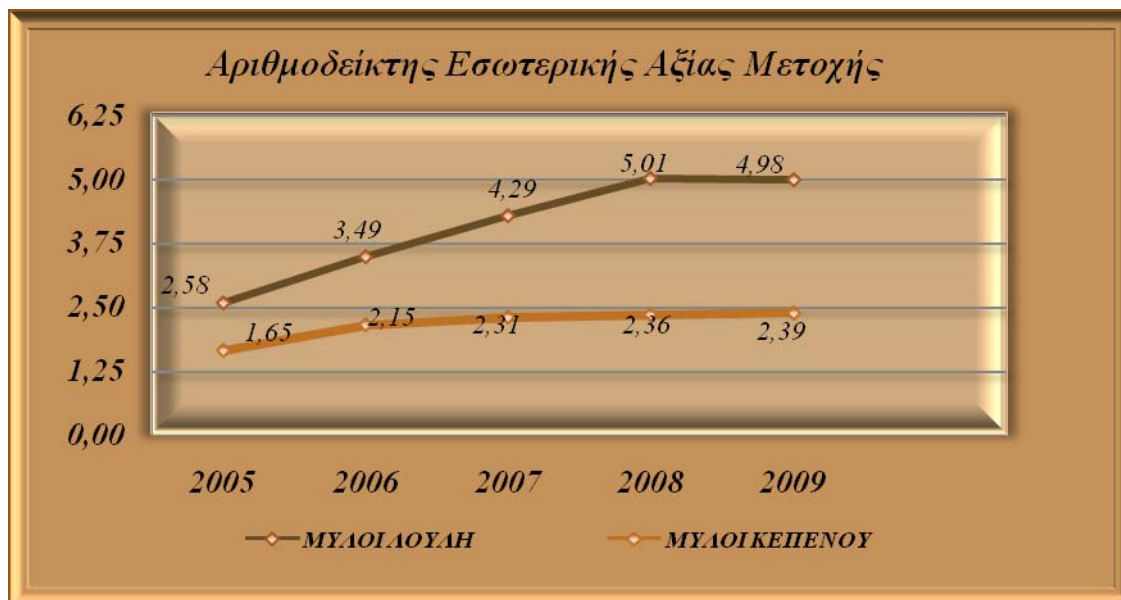
#### 2.6.7.Εσωτερικής Αξίας μετοχής

Ο αριθμοδείκτης εσωτερικής αξίας μετοχής είναι η αξία της μετοχής όπως προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών κερδών της εταιρείας. Δίδεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Δείκτης Εσωτερικής Αξίας Μετοχής} = \frac{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Πίνακας 21  
Αριθμοδείκτών Εσωτερικής Αξίας Μετοχής

ΕΤΗ	2005	2006	2007	2008	2009
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	2.58	3.49	4.29	5.01	4.98
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	1.65	2.15	2.31	2.36	2.39



Σημαντικά ανοδική εμφανίζεται η πορεία του δείκτη εσωτερικής αξίας της μετοχής της εταιρίας Μύλοι Λούλη κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2008. Όπως παρατηρούμε από το γράφημα της χρονοσειράς των τιμών του δείκτη αυτού από το έτος 2008 έως 2009 παρουσιάζει μια πτωτική πορεία. Βέβαια, όπως είναι φυσικό η πορεία του εν λόγω δείκτη είναι τέτοια αφού το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας αυξήθηκαν με ρυθμό μεγαλύτερο από τον αντίστοιχο του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία. Όσο αναφορά την εταιρία Μύλοι Κεπένου αν και κατά την τελευταία πενταετία η πορεία του δείκτη εσωτερικής αξίας της μετοχής παρουσιάζει διακυμάνσεις τελικά κατά μέσο όρο βαίνει ανοδική, αφού τελικώς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων του ομίλου αυξήθηκαν με ρυθμό μεγαλύτερο από τον αντίστοιχο του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία.



*Κεφάλαιο 3ο*

**Κεφάλαιο 3 Ανάλυση κινδύνου των μετοχών των δύο εταιριών μέσω της εφαρμογής του υποδείγματος C.A.M.P.**

### 3.1 Εισαγωγικά

Το υπόδειγμα CAPM (capital asset pricing model) έχει καταξιωθεί στη σύγχρονη εφαρμοσμένη χρηματοοικονομική ως ένα ιδιαίτερα ευέλικτο, απλό και εύχρηστο υπόδειγμα για την εκτίμηση της σχέσης που διέπει την απόδοση και τον συνεπαγόμενο συνολικό κίνδυνο που χαρακτηρίζει ένα επενδυτικό στοιχείο και κατ' επέκταση την αποτίμηση της αξίας του στοιχείου αυτού.

Το CAPM βασίζεται στη θεμελιώδη αρχή ότι τόσο οι ιδιώτες όσο και οι θεσμικοί επενδυτές πρέπει να διαμορφώνουν ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο για να επιτύχουν περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου.

Το υπόδειγμα CAPM υποθέτει ότι:

- Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί (rational) οι επενδυτές επιθυμούν υψηλότερη απόδοση / χαμηλότερο κίνδυνο,
- Είναι δυνατό να προσδιορισθεί ένα 'άριστο χαρτοφυλάκιο' (optimal portfolio) ένα 'άριστο χαρτοφυλάκιο' είναι εκείνο που παρέχει τον καλύτερο δυνατό συνδυασμό απόδοσης-κινδύνου για τον επενδυτή,
- Το 'άριστο χαρτοφυλάκιο' δύναται να βελτιωθεί είναι δυνατό να αναδιαμορφωθεί το 'άριστο' χαρτοφυλάκιο συμπεριλαμβάνοντας και επενδυτικά στοιχεία μηδενικού κινδύνου,
- Η σχέση απόδοσης μετοχής-κινδύνου αγοράς είναι γραμμική ο συνδυασμός των ανωτέρω παράγει την γραμμή της κεφαλαιαγοράς (security market line).

Κεντρικό στοιχείο της εξειδίκευσης του υποδείγματος είναι η θεώρηση ότι ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο (μετοχή) χαρακτηρίζεται από δύο κατηγορίες κινδύνου, τον **Συστηματικό κίνδυνο** και τον **Μη-Συστηματικό κίνδυνο**.

Ο Συστηματικός Κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς (market risk) εκφράζει το βαθμό στον οποίο οι μεταβολές των αποδόσεων της μετοχής επηρεάζονται από τις μεταβολές των αποδόσεων της αγοράς οι οποίες μπορεί να προέρχονται από τη γενική κατάσταση της οικονομίας, τις πληθωριστικές τάσεις που υπάρχουν, τις δραστηριότητες των εταιριών γενικά, τα επίπεδα των επιτοκίων και την φορολογία.

Ο συντελεστής  $\beta$  σύμφωνα με τον οποίο εκφράζεται ο συστηματικός κίνδυνος μετρά τη σχετική μεταβλητότητα στην αναμενόμενη απόδοση της υποκείμενης μετοχής ως την συνδιακύμανση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση με τη διακύμανση της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο συντελεστής  $\beta$  του χαρτοφυλακίου της αγοράς είναι ίσος με την μονάδα εφόσον η διακύμανση της απόδοσής του με τον εαυτό του είναι ίση με την διακύμανση της απόδοσής του. Ενώ το  $\beta$  του στοιχείου χωρίς κίνδυνο είναι ίσο με το μηδέν.

Συνεπώς μια μετοχή με συντελεστή  $\beta$  0.5 τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 5% σε μια αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη κατά 10% (είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω). Ενώ μια μετοχή με συντελεστή  $\beta$  1.5 τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 15% σε μια αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη κατά 10% (είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω). Η πρώτη μετοχή χαρακτηρίζεται σαν αμυντική μετοχή ενώ η δεύτερη σαν επιθετική.

Πρακτικά ο συντελεστής  $\beta$  μπορεί να αποτελέσει για τον επενδυτή ένα απλό τρόπο προσέγγισης του συστηματικού κινδύνου (κινδύνου της αγοράς) στηρίζοντας τις επιλογές του σε μετοχές επικουρικά. Έτσι αν ο επενδυτής εκτιμά ότι η αγορά βρίσκεται σε ανοδική φάση να επενδύει σε μετοχές με συντελεστή  $\beta$  μεγαλύτερο από την μονάδα (υπεραπόδοση επένδυσης), ενώ αν εκτιμά ότι η αγορά βρίσκεται σε πτωτική φάση να επενδύει σε μετοχές με συντελεστή μικρότερο από την μονάδα (υποαπόδοση επένδυσης).

Ο Μη Συστηματικός Κίνδυνος ή ειδικός κίνδυνος είναι το μέρος του κινδύνου το οποίο δεν οφείλεται στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς (σε περιπτώσεις όπου η διασπορά των δραστηριοτήτων δεν είναι σωστή παρουσιάζεται υψηλός ειδικός κίνδυνος).

Από την στιγμή λοιπόν που επενδυτές μπορούν να εξαλείψουν τον μη συστηματικό κίνδυνο ή ειδικό κίνδυνο μιας μετοχής με διαφοροποίηση δεν ανταμείβονται (με την έννοια της επιπλέον απόδοσης για αυτόν).

Συνεπώς το υπόδειγμα CAPM συγκεκριμένα ορίζεται ως:  $E(r) = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$  όπου:

$E(r)$  = απαιτούμενη απόδοση μετοχής,

$r_f$  = επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate),

$\beta$  = συντελεστής κινδύνου  $\beta$  μετοχής

$r_m$  = απόδοση αγοράς (market return),

$(r_m - r_f)$  = ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (market risk premium).

Το στοιχείο χωρίς κίνδυνο  $r_f$  είναι το μέρος της απόδοσης που ανταμείβει τον επενδυτή για την καθυστέρηση της κατανάλωσης, προκειμένου να επενδύσει.

Το γινόμενο  $(r_m - r_f)\beta$  είναι το μέρος της απόδοσης που ανταμείβει τον επενδυτή για την ανάληψη του συστηματικού κινδύνου.

Ο όρος  $r_m - r_f$  αποτελεί το  $\beta$  για τον κίνδυνο και το  $\beta$  μπορεί να μεταφραστεί σαν ένα μέτρο του κινδύνου για μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία.

### 3.2 Εφαρμογή του υποδείγματος C.A.M.P

---

Δεδομένου ότι οι επενδυτές που κρατούν καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια είναι εκτεθειμένοι μόνο στο συστηματικό κίνδυνο η εύρεση του συντελεστή  $\beta$  αποτελεί ένα απλό τρόπο προσέγγισης του συστηματικού κινδύνου (κινδύνου της αγοράς).

Ο συντελεστής  $\beta$  αποτελεί ένα μέτρο της ευαισθησίας των μεταβολών της απόδοσης των μετοχών, ως προς τις μεταβολές κάποιου δείκτη της αγοράς.

Η εξαγωγή του συντελεστή  $\beta$  μπορεί να γίνει είτε διαγραμματικά, είτε με στατιστικές παρατηρήσεις πάνω στην απόδοση (π.χ. ημερήσια) ενός αξιόγραφου σε σχέση με την απόδοση (στην αντίστοιχη χρονική βάση) της αγοράς (δηλαδή του Γενικού Δείκτη) για μια συγκεκριμένη περίοδο.

Ο τρόπος υπολογισμού για την μέτρηση  $\beta$  εξαγωγή του συντελεστή  $\beta$  των εταιριών Μύλοι Λούλη και Μύλοι Κεπένου αντίστοιχα έγινε με βάση *ιστορικών τιμών τους*.

Αρχικά, για να αναλύσουμε τον συντελεστή  $\beta$  πήραμε τις τιμές κλεισίματος από τις 01/01/2006 έως 31/12/2009 των εταιριών Μύλοι Λούλη, Μύλοι Κεπένου και του Γενικού Δείκτη ΧΑΑ. Η συλλογή των δεδομένων έγινε από τη από το site [naftemporiki.gr](http://naftemporiki.gr).

Στη συνέχεια, υπολογίσαμε τις ημερήσιες αποδόσεις της μετοχής Μύλοι Λούλη και του Γενικού Δείκτη της αγοράς όπως επίσης και της μετοχής Μύλοι Κεπένου και του Γενικού Δείκτη της αγοράς ξεχωριστά για κάθε εταιρία δίνοντας βάση στην παρακάτω εξίσωση :

$$R = \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

Τέλος, προκειμένου να αναλύσουμε τον συστηματικό κίνδυνο προβήκαμε στην εκτίμηση της παλινδρόμησης της ακόλουθης εξίσωσης:  $R_i = \alpha_i + \beta_i(R_m) + e_i$  όπου:

$R_i$  : η απόδοση της μετοχής ή του χαρτοφυλακίου

$R_f$  : η απόδοση της μετοχής χωρίς κίνδυνο

$R_m$  : η απόδοση της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς

$\beta_i$  : το μέτρο του κινδύνου (κίνδυνος beta).

Με την εφαρμογή λοιπόν της γραμμικής παλινδρόμησης με τη χρήση του προγράμματος Excel για την εταιρία Μύλοι Λούλη συγκλίνουμε στο εξής συμπέρασμα:

#### ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0.409021811
R Τετράγωνο	<b>0.167298842</b>
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0.166223001
Τυπικό σφάλμα	0.022380522
Μέγεθος δείγματος	776

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	Βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	1	0.077890621	0.077890621	155.5051321	1.181E-32
Υπόλοιπο	774	0.387687144	0.000500888		
Σύνολο	775	0.465577765			

	Τυπικό			
	Συντελεστές	σφάλμα	t-Statistic	τιμή-P
Τεταγμένη επί την αρχή	-0.00013561	0.000804611	-0.168541285	0.8662015
Μεταβλητή X 1	<b>0.514139355</b>	0.04122954	<b>12.47016969</b>	1.181E-32

Για να ισχύει το υπόδειγμα CAMP βασική προϋπόθεση αποτελεί ο συντελεστής του εκτιμητή  $\alpha$  να είναι μη στατιστικά σημαντικός δηλαδή μικρότερος της σταθερά 1,96 και ο

συντελεστής του εκτιμητή  $\beta$  να είναι στατιστικά σημαντικός δηλαδή μεγαλύτερος της σταθερά 1.96.

Αναλυτικότερα από το παραπάνω διάγραμμα μέσω της *t-Statistics* διαπιστώνουμε ότι το υπόδειγμα CAMP *ισχύει* καθώς η τεταγμένη επί την αρχή (εκτιμητής  $\alpha$ ) ισούται με 0.16 μικρότερη από τη σταθερά 1.96 συνεπώς είναι μη στατιστικά σημαντική και η μεταβλητή  $X_1$  (εκτιμητής  $\beta$ ) ισούται με 12.47 μεγαλύτερη της σταθεράς 1.96 συνεπώς είναι στατιστικά σημαντική.

Ο *συντελεστής  $\beta$*  ισούται με **0,51** μικρότερο της μονάδας γεγονός που δηλώνει ότι η μετοχή έχει συστηματικό κίνδυνο μικρότερο από τον κίνδυνο της αγοράς συνεπώς χαρακτηρίζεται ως *αμυντική μετοχή*.

Ο *συντελεστής προσδιορισμού ( $R^2$ )* παίρνει τιμές μεταξύ 0 και 1. Μετράει το ποσοστό των μεταβολών της απόδοσης των μετοχών που οφείλεται σε μεταβολές της συνολικής απόδοσης της αγοράς. Συνεπώς  $R^2=0.1672$  πράγμα που δηλώνει ότι το 16.72% της συνολικής διακύμανσης ερμηνεύεται από τις κινήσεις της αγοράς (συστηματικός κίνδυνος) ενώ το υπόλοιπο 83.28% (1-0.1672) από άλλους παράγοντες (μη συστηματικός κίνδυνος).

Επίσης, με την εφαρμογή της γραμμικής παλινδρόμησης με τη χρήση του προγράμματος Excel για την εταιρία Μύλοι Κεπένου συγκλίνουμε στο εξής συμπέρασμα:

#### ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0.278763418
R Τετράγωνο	<b>0.077709043</b>
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0.076517453
Τυπικό σφάλμα	0.035247763
Μέγεθος δείγματος	776

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	Βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	1	0.081022882	0.081022882	65.21456039	2.56853E-15
Υπόλοιπο	774	0.961621301	0.001242405		



Σύνολο	775	1.042644183		
			<i>Τυπικό</i>	
	<i>Συντελεστές</i>	<i>σφάλμα</i>	<i>t-Statistics</i>	<i>τιμή-P</i>
Τεταγμένη επί την αρχή	0.000724355	0.001267207	0.57161566	0.567748337
Μεταβλητή X 1	<b>0.524375157</b>	0.064933651	<b>8.075553256</b>	2.56853E-15

Για να ισχύει το υπόδειγμα CAMP βασική προϋπόθεση αποτελεί ο συντελεστής του εκτιμητή  $\alpha$  να είναι μη στατιστικά σημαντικός δηλαδή μικρότερος της σταθερά 1,96 και ο συντελεστής του εκτιμητή  $\beta$  να είναι στατιστικά σημαντικός δηλαδή μεγαλύτερος της σταθερά 1.96.

Αναλυτικότερα από το παραπάνω διάγραμμα μέσω της *t-Statistics* διαπιστώνουμε ότι το υπόδειγμα CAMP **ισχύει** καθώς η τεταγμένη επί την αρχή (εκτιμητής  $\alpha$ ) ισούται με 0.57 μικρότερη από τη σταθερά 1.96 συνεπώς είναι μη στατιστικά σημαντική και η μεταβλητή X 1 (εκτιμητής  $\beta$ ) ισούται με 8.07 μεγαλύτερη της σταθεράς 1.96 συνεπώς είναι στατιστικά σημαντική.

Ο **συντελεστής  $\beta$**  ισούται με **0,52** μικρότερο της μονάδας γεγονός που δηλώνει ότι η μετοχή έχει συστηματικό κίνδυνο μικρότερο από τον κίνδυνο της αγοράς συνεπώς χαρακτηρίζεται ως **αμυντική μετοχή**.

Ο **συντελεστής προσδιορισμού ( $R^2$ )** παίρνει τιμές μεταξύ 0 και 1. Μετράει το ποσοστό των μεταβολών της απόδοσης των μετοχών που οφείλεται σε μεταβολές της συνολικής απόδοσης της αγοράς. Συνεπώς  $R^2=0.0777$  πράγμα που δηλώνει ότι το 7.77% της συνολικής διακύμανσης ερμηνεύεται από τις κινήσεις της αγοράς (συστηματικός κίνδυνος) ενώ το υπόλοιπο 92.23% (1-0.0777) από άλλους παράγοντες (μη συστηματικός κίνδυνος).



*Κεφάλαιο 4ο*

**Κεφάλαιο 4 Αποτίμηση των μετοχών των δυο εταιριών μέσω της εφαρμογής του υποδείγματος GORDON & P/E.**

**4.1.Εφαρμογή του υποδείγματος GORDON**

---

Δεδομένου ότι η εταιρία *Μύλοι Λούλη* μοίρασε μέρισμα μόνο το ένα έτος από τα πέντε που εξετάζουμε (έτος 2009) και η εταιρία *Μύλοι Κεπένου* μοίρασε τα τρία έτη από τα πέντε, (έτη 2007 2008 2009) συνεπώς η εκτίμηση Gordon δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί.

Ωστόσο, η ανάλυση του υποδείγματος θα γίνει σε θεωρητικό υπόβαθρο.

Το υπόδειγμα Gordon αποτελεί μια από τις πιο γνωστές μεθόδους αποτίμησης μετοχών η οποία στηρίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας μετοχής πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων της μετοχής προεξοφλημένων με την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοσή. Συγκεκριμένα το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, έχει ως εξής:

$$P_t^* = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

Όπου,

$P_t^*$  : η τιμή της μετοχής

$D_t$  : το αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή για τη χρονιά t.

$r_s$  : το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Η ανωτέρω εξίσωση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση της αξίας μιας μετοχής μόνο αν γνωρίζουμε ή μπορούμε να προβλέψουμε με βεβαιότητα τα μελλοντικά μερίσματα η τους παράγοντες που επηρεάζουν τις μελλοντικές ΚΤΡ της εταιρίας. Επειδή όμως αυτό είναι αρκετά δύσκολο, μπορούμε να κάνουμε ορισμένες υποθέσεις αναφορικά με τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων ανά μετοχή.

Σύμφωνα λοιπόν με το υπόδειγμα αποτίμησης Gordon εάν το μέρισμα ανά μετοχή αναμένεται να αυξάνει κατά  $g$  ετησίως, στο διηνεκές, τότε η δίκαιη τιμή μιας μετοχής δύναται να υπολογιστεί ως ακολούθως:

$$P_t^* = \frac{D_{t+1}}{r_s - g}$$

Όπου,

$P_t^*$  : η τιμή της μετοχής

$D_{t+1}$  : το αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή για τη χρονιά  $t+1$ . [Τρόπος υπολογισμού:  $D_{2009} = D_{2008} \cdot (1+g)$ ]

$r_s$  : το κόστος ιδίων κεφαλαίων. [Τρόπος υπολογισμού:  $r = r_f + \beta (r_m - r_f)$  ]

$g$  : ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων.  
[Τρόπος υπολογισμού:  $g$

$$= \frac{\frac{D_{2006} - D_{2005}}{D_{2005}} + \frac{D_{2007} - D_{2006}}{D_{2006}} + \frac{D_{2008} - D_{2007}}{D_{2007}} + \frac{D_{2009} - D_{2008}}{D_{2008}}}{5}]$$

Στη συνέχεια κατά τους Elton και Gruber υπάρχουν δυο τρόποι χρήσης του υποδείγματος Gordon προκειμένου να αποφανθούμε περί της ελκυστικότητας μιας μετοχής.

**Πρώτον**, έχοντας εκτιμήσει την τιμή της μετοχής της εκάστοτε εταιρίας και εν συνεχεία συγκρίνοντας την παραπάνω τιμή με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή  $P_t$  μπορούμε να αποφανθούμε κατά η υπό ανάλυση μετοχή κρίνεται υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Στη περίπτωση που η χρηματιστηριακή τιμή είναι μεγαλύτερη από την θεωρητική τότε η μετοχή είναι υπερτιμημένη διαφορετικά αν η χρηματιστηριακή τιμή είναι μικρότερη από τη θεωρητική τότε είναι υποτιμημένη.

**Δεύτερον**, λύνοντας τη σχέση,

$P_t^* = \frac{D_{t+1}}{r_s - g}$  ως προς το κόστος ιδίων κεφαλαίων ( $r_s$ ) που συνεπάγεται η τρέχουσα τιμή

της μετοχής λαμβάνουμε τα εξής:  $r_s = \frac{D_{t+1}}{P_t} + g$ .

Κατόπιν μπορούμε να συγκρίνουμε το κόστος κεφαλαίου που υπολογίσαμε παραπάνω δια του παραπάνω τρόπου με το κόστος κεφαλαίου που προκύπτει από τη χρήση του υποδείγματος CAMP ( $r = r_f + \beta (r_m - r_f)$ ).

#### 4.2. Εφαρμογή του υποδείγματος P/E

---

Μια άλλη μέθοδος αποτίμησης της αξίας μιας μετοχής είναι με τη σχέση:

$$P_m = \frac{P_k}{E_k} * E_m$$

Όπου ο λόγος  $P_k / E_k$  είναι ο πολλαπλασιαστής κερδών του κλάδου που ανήκει η εταιρία και  $E_m$  τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας.

Δείχνει τη σχέση της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα κέρδη αυτής από την πιο πρόσφατη δημοσίευση.

Χρησιμοποιείται στη διαπίστωση του αν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Είναι από τους δημοφιλέστερους δείκτες μεταξύ των αναλυτών και των επενδυτών στα χρηματιστήρια. Χρησιμοποιείται για την πρόβλεψη της εξέλιξης της τιμής μιας μετοχής αφού ένας χαμηλός τέτοιος δείκτης αφήνει περιθώρια για αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Ένας υψηλός δείκτης P/E σημαίνει μεν ότι η αγορά της έχει εμπιστοσύνη και την αγοράζει με προσδοκίες διατήρησης των κερδών της αλλά και ότι τούτο έχει ήδη προεξοφληθεί και αντανακλάται στην τιμή της μετοχής και η μετοχή να είναι πιθανόν υπερτιμημένη.

**Θεωρητικά όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης P/E τόσο υποτιμημένη (φθηνότερη) είναι η μετοχή και όσο ψηλότερος είναι ο δείκτης P/E τόσο υπερτιμημένη (ακριβότερη) είναι η μετοχή, πράγμα που μας οδηγεί στο συμπέρασμα να αγοράσουμε(όταν είναι υποτιμημένη) και να πουλήσουμε(όταν είναι υπερτιμημένη).**

Για την αποτίμηση της μετοχής της εταιρίας Μύλοι Λούλη με την παραπάνω σχέση, βρίσκουμε το μέσο όρο του P/E των εταιριών που βρίσκονται στο κλάδο των τροφίμων για το έτος 2009 όπως φαίνεται στο παρακάτω πίνακα και στη συνέχεια το πολλαπλασιάζουμε με τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας Μύλοι Λούλη και Μύλοι Κεπένου αντίστοιχα το έτος 2009.

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ  
«ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ» & «ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ»

A/A	ΕΤΑΡΙΕΣ ΚΛΑΔΟΥ	Κέρδη/μετοχή έτος 2009	Τιμή μετοχής έτος 2009	ΔΕΙΚΤΗΣ Ρ/Ε έτος 2009	Μ.Ο
1	ELBISCO ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	0.003	0.73	0.73/0.003=243.33	
2	<u>NUTRIART (ΚΟ)</u>	-0.268	-	-	
3	<u>VIVARTIA (ΚΟ)</u>	-0.320	-	-	
4	<u>EBZ (ΚΑ)</u>	-1.348	-	-	
5	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ (ΚΟ)	0.006	0.77	0.77/0.006=128.33	
6	ΕΛΓΕΚΑ (ΚΟ)	0.013	0.80	0.80/0.013=61.54	
7	ΚΑΝΑΚΗΣ Σ. (ΚΟ)	0.251	1.34	1.34/0.251=5.34	
8	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ (ΚΟ)	0.207	0.91	0.91/0.207=4.40	
9	<u>ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ &amp; ΥΙΟΙ (ΚΟ)</u>	-0.338	-	-	
10	ΚΕΠΕΝΟΥ ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	0.054	0.81	0.81/0.054=15.00	
11	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ (ΚΟ)	0.080	7.50	7.50/0.080=93.75	
12	ΚΡΙ - ΚΡΙ (ΚΟ)	0.141	0.89	0.89/0.141=6.31	
13	ΛΟΥΛΗ ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	0.376	1.69	1.69/0.376=4.49	
14	ΝΙΚΑΣ (ΚΟ)	0.101	1.56	1.56/0.101=15.45	
15	ΠΕΡΣΕΥΣ (ΚΟ)	0.034	0.69	0.69/0.034=20.29	
16	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΥΛ/ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	0.103	3.75	3.75/0.103=36.41	
18	<u>ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Ε.ΥΙΟΙ (ΚΟ)</u>	-0.070	-	-	
	<b><u>ΣΥΝΟΛΟ</u></b>				<b>52.89</b>

Συνεπώς, το μέσο όρο P/E των εταιρειών που βρίσκονται στον κλάδο των τροφίμων(εξαιρουμένου των εταιριών που είναι υπογραμμισμένες καθώς παρουσιάζουν ζημίες το έτος 2009) είναι **52.89**. Πολλαπλασιάζοντας τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας Μύλοι Λούλη για το έτος 2009 με το μέσο όρο P/E η μετοχή αποτιμάται προς **16,40€**.

Ομοίως, και για την εταιρία Μύλοι Κεπένου η μετοχή αποτιμάται προς **2.89€**

**Τύπος:**

Μύλοι Λούλη:

$$P_m = \frac{P_k}{E_k} * E_m = 52.89 * 0.31 = 16.40€$$

Μύλοι Κεπένου:

$$P_m = \frac{P_k}{E_k} * E_m = 52.89 * 0.05 = 2.64€$$

Σύμφωνα με την τελευταία τιμή κλεισίματος 31/12/2009 η τιμή της μετοχής της εταιρίας Μύλοι Λούλη αντιστοιχεί σε 1.69€ και της εταιρίας Μύλοι Κεπένου σε 0.81€ που σημαίνει ότι η τιμή των μετοχών και των δύο εταιριών είναι υποτιμημένες.

Συγκλίνουμε στο συμπέρασμα λοιπόν ότι θα πρέπει να αγοράσουμε μερίδια και της μετοχής των Μύλων Λούλη και της μετοχής των Μύλων Κεπένου.



*Κεφάλαιο 5ο*



## **Κεφάλαιο 6 Έκθεση συμπερασμάτων**

### **5.1.Γενικά συμπεράσματα**

---

Μέσα από την παρούσα εργασία επιδιώξαμε αρχικά να παρουσιάσουμε δύο από τις μεγαλύτερες εταιρίες τροφίμων, τους Μύλους Λούλη και τους Μύλους Κεπένου καθώς και τον κλάδο στον οποίο ανήκουν. Στη συνέχεια ακολούθησε η εφαρμογή επιλεγμένων μεθόδων που άπτονται του τομέα της χρηματοοικονομικής και πιο συγκεκριμένα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης των επιχειρήσεων.

Ειδικότερα, αφού έγινε μια περιεκτική περιγραφή της υπόστασης των εν λόγω εταιριών, προχωρήσαμε στην χρηματοοικονομική ανάλυση αυτών, με χρήση των σπουδαιότερων αριθμοδεικτών. Η εφαρμογή των αριθμοδεικτών έγινε σε περιβάλλον Microsoft Excel με γραφική αναπαράσταση όλων των αριθμητικών μεγεθών – χρηματοοικονομικών στοιχείων των δύο εταιριών τα οποία αντλήθηκαν από τις επίσημες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις αυτών, δηλαδή τον ισολογισμό δωδεκάμηνης χρήσης, τον πίνακα αποτελεσμάτων χρήσης, τον πίνακα διάθεσης κερδών καθώς επίσης και τις ετήσιες δημοσιευμένες εκθέσεις αυτών.

Σε κάθε περίπτωση εφαρμογής ενός από τους επιλεγμένους αριθμοδείκτες έχει πραγματοποιηθεί ανάλυση και σχολιασμός του αριθμητικού αποτελέσματος και σε ορισμένες περιπτώσεις προσπάθεια μελλοντικών εκτιμήσεων για τα αριθμητικά μεγέθη αυτά.

Μετά την ολοκλήρωση της χρηματοοικονομικής ανάλυσεως και των δύο εταιρειών περάσαμε στο τελευταίο κομμάτι της παρούσας εργασίας, που είναι η ανάλυση κινδύνου και η αποτίμηση των δύο εταιρειών. Προσεγγίσαμε θεωρητικά σημαντικές και πολύ διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης επιχειρήσεων, παρουσιάζοντας τις βάσεις αυτών, το περιεχόμενο τους και τους τρόπους εφαρμογής τους.

Όσο αναφορά την αποτίμηση των δύο εταιρειών, έγινε παρουσίαση των μοντέλων GORDON και P/E για την εκάστοτε εταιρεία ενώ για την ανάλυση κινδύνου έγινε παρουσίαση του υποδείγματος C.A.M.P.

Στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε παρουσίαση των αποτελεσμάτων από την εφαρμογή των παραπάνω μοντέλων αποτίμησης και ανάλυσης κινδύνου για την εκάστοτε εταιρεία, με παράλληλο σχολιασμό μετ' αποδείξεως του τρόπου εκτιμήσεως και υπολογισμού των μεγεθών της εκάστοτε υποτιμώμενης εταιρείας.

Τέλος, στην παρούσα ενότητα της εργασίας μας και στις σελίδες που θα ακολουθήσουν, θα παρουσιάσουμε σύντομα πλην όμως περιεκτικά τα γενικά συμπεράσματα στα οποία οδηγούμαστε κατόπιν της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης και ανάλυσης κινδύνου των δύο αυτών επιχειρήσεων.

## **5.2.Γενικά συμπεράσματα και προτάσεις βελτίωσης για τις εταιρίες Μύλοι Λούλη και Μύλοι Κεπένου.**

---

Η χρηματοοικονομική ανάλυση παρέχει τη δυνατότητα στη επιχείρηση να εντοπίσει πιθανά προβλήματα της από την οικονομική οπτική γωνία. Προφανώς αν μια επιχείρηση δεν πηγαίνει καλά, η κατάσταση της αποτυπώνεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Μέσα από τις συγκριτικές καταστάσεις, τους αριθμοδείκτες, τον προσδιορισμό κεφαλαίου κίνησης, τις προβλέψεις των πωλήσεων, τις εφαρμογές μοντέλων πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας αλλά προπάντων τη σωστή ανάλυση τους, η επιχείρηση μπορεί να βρει σωστές εφαρμόσιμες και γρήγορες λύσεις σε είδη υπάρχουσα πιθανά αλλά και μελλοντικά προβλήματα. Για την ολοκλήρωση της ανάλυσης απαραίτητη διαδικασία είναι η σύγκριση των παραπάνω αποτελεσμάτων με μια ανταγωνίστρια επιχείρηση ίδιου αντικειμένου κ με τον κλάδο στον οποίο ανήκει.

Για να γίνουν περισσότερο κατανοητά τα παραπάνω επιλέχθηκε να εφαρμοστούν όλα αυτά τα μέσα μιας χρηματοοικονομικής ανάλυσης σε δύο ανώνυμες επιχειρήσεις

και στον κλάδο στον οποίο ανήκουν για το χρονικό διάστημα 2005 έως 2009. Οι επιλεγθείσες επιχειρήσεις ήταν η Μύλοι Λούλη και η Μύλοι Κεπένου. Η ανάλυση βασίστηκε κυρίως σε χρηματοοικονομικές καταστάσεις που βρέθηκαν μέσα από τις ιστοσελίδες της κάθε εταιρίας αντίστοιχα ακόμα κ μέσα από τη βάση δεδομένων της Hellastat.

Αξιοσημείωτο γεγονός που πρέπει να αναφερθεί καθώς βρίσκεται μέσα στο χρονικό διάστημα που εξετάζουμε, αποτελεί η χρονιά του 2008 η οποία δεν ήταν εύκολη για τις ελληνικές επιχειρήσεις και ουσιαστικά ήταν πρόδρομος για την ακόμα δυσκολότερη χρονιά που διανύουμε. Λογικό και επόμενο λοιπόν ακόμα και οι εταιρείες του κλάδου των τροφίμων δύσκολα επηρεάζονται και που είχαν ραγδαία ανάπτυξη τα προηγούμενα έτη, να υποστούν κρίση και να δεχτούν ισχυρούς κλυδωνισμούς στις πωλήσεις τους και στην κερδοφορία τους. Η εταιρία Μύλοι Λούλη και η εταιρία Μύλοι Κεπένου θέλοντας να αποκτήσουν ξανά το κύρος που είχαν ως ηγέτιδες εταιρείες, στον συγκεκριμένο κλάδο, επιστράτευσαν όλα τα διαθέσιμα όπλα αντιμετώπισης της νέας κατάστασης.

Από την διαχρονική και διαστρωματική ανάλυση λοιπόν που έγινε για τις δύο εταιρίες Μύλοι Λούλη και Μύλοι Κεπένου κατά τη διάρκεια των ετών 2005-2009 από βραχυχρόνια σκοπιά, παρατηρούμε ότι σε γενικές γραμμές η εταιρία Μύλοι Κεπένου έχει καλύτερους *δείκτες ρευστότητας* από την εταιρία Μύλοι Λούλη με αποτέλεσμα να βρίσκεται σε καλύτερη θέση, ώστε αν χρειαστεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της να μην υπάρξει κάποιο πρόβλημα. Ωστόσο κ οι δύο εταιρίες βρίσκονται σε επίπεδα υψηλότερα του κλάδου. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι παρά τους υφισταμένους χαμηλούς αριθμοδείκτες ρευστότητας η εταιρία Μύλοι Λούλη δεν έχει ουσιαστικά προβλήματα στην αντιμετώπιση των υποχρεώσεων της. Τούτο ενδέχεται να συνδέεται με την ακολουθούμενη πολιτική της. Επιδίωξε την πώληση μέρους του ποσοστού των εταιριών στο εξωτερικό με αποτέλεσμα να αντιμετωπίσει επιτυχώς την εξόφληση των υποχρεώσεων της κατά την υπό κρίση περίοδο.

Στην συνέχεια, όσο αναφορά τους *δείκτες αποτελέσματος/δραστηριότητας* των επιχειρήσεων συμπεραίνουμε ότι για τους δείκτες Παγίου Ενεργητικού και Ιδίων Κεφαλαίων οι δύο εταιρίες κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα αρκετά ικανοποιητικά εξασφαλίζοντας μια καλή θέση σε σχέση κ με τον κλάδο, δηλαδή δεν χρησιμοποιούν εντατικά το πάγιο ενεργητικό τους για την πραγματοποίηση πωλήσεων και ταυτοχρόνως χρησιμοποιούν σχετικά μικρό αριθμό ιδίων κεφαλαίων για την πραγματοποίηση των πωλήσεων αυτών. Επίσης, οι εταιρείες εξοφλούν τις υποχρεώσεις τους με ρυθμό

βραδύτερο απ' ότi εισπράττονται οι απαιτήσεις τους έχοντας ως αποτέλεσμα μια μη επιτυχής διοίκηση στην είσπραξη των απαιτήσεων για τα έτη 2005-2007 κρατώντας τα επίπεδα αρκετά υψηλότερα του κλάδου. Από το έτος 2008 κ μετά, όμως οι Μύλοι Λούλη παρουσιάζουν βελτίωση στην ικανότητα είσπραξης των απαιτήσεων τους. Αντίθετα, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων και των δυο εταιριών σημείωσε άνοδο κατά τα έτη 2005-2007 με αποτέλεσμα την αύξηση του χρόνου παραμονής των αποθεμάτων στις αποθήκες τους λόγω ραγδαίας αύξησης των τιμών των α' υλών, στη συνέχεια όμως των ετών 2008 κ έπειτα ακολούθησε σημαντική μείωση σε επίπεδα κατά πολύ χαμηλότερα του κλάδου κατορθώνοντας αποτελεσματική λειτουργία μετατροπής αποθεμάτων σε πωλήσεις.

Μετά την εξέταση της βραχυχρόνιας οικονομικής καταστάσεως των εταιριών Μύλοι Λούλη και Μύλοι Κεπένου ακολουθεί η μακροχρόνια οικονομική θέση τους. Για τους **δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίου** των εταιριών διαπιστώνουμε ότi οι τιμές τους κυμαίνονται σε κοντινά επίπεδα. Όπως φαίνεται από τους σχετικούς πίνακες διαπιστώνουμε ότi η εταιρία Μύλοι Λούλη στηρίζεται ολοένα κ περισσότερο στα ίδια της κεφάλαια χρόνο με το χρόνο όπως επίσης έχουμε κ μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της σε σχέση με τα ίδια της κεφάλαια. Γεγονός που παρέχει ένδειξη ασφάλειας ως προς τους πιστωτές της. Αντιθέτως, οι Μύλοι Κεπένου δείχνουν να έχουν το προβάδισμα όσο αφορά το κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια καθώς χρηματοδοτείται σε μεγάλο βαθμό από τα ίδια κεφάλαια.

Στη συνέχεια, όσο αναφορά τους **δείκτες αποδοτικότητας** παρατηρούμε ότi η εταιρία Μύλοι Λούλη έχει το προβάδισμα κατά τα έτη 2007-2009 καθώς αποδεικνύουν καλύτερη και πιο ικανή διοίκηση με εξαίρεση την κατακόρυφη πτώση του έτους 2006 λόγω αυξημένων χρεωστικών τόκων εκτάκτων ζημιών και τερματισμού call option.

Οι τελευταίοι δείκτες που μας απασχόλησαν σε αυτή την ανάλυση ήταν οι **επενδυτικοί αριθμοδείκτες**, για τους οποίους είδαμε ότi η εταιρία Μύλοι Κεπένου έχει καλύτερα αποτελέσματα εκτός από τον δείκτη Εσωτερικής Αξίας Μετοχής, όπου και για τις πέντε χρήσεις η εταιρία Μύλοι Λούλη έχει πολύ καλύτερα αποτελέσματα.

Με βάση του υποδείγματος CAMP για την ανάλυση κινδύνου των δύο εταιριών όπως επίσης κ των υποδειγμάτων αποτίμησης GORDON και P/E της μετοχής της κάθε εταιρίας ξεχωριστά συγκλίνουμε στο συμπέρασμα ότi ο κίνδυνος των μετοχών των δύο εταιριών κυμαίνεται σχεδόν στα ίδια επίπεδα και είναι μικρότερος της μονάδας

χαρακτηρίζοντας τις μετοχές ως αμυντικές και οι τιμές τους θεωρούνται υποτιμημένες συνεπώς προτείνεται η αγορά μεριδίων των μετοχών τους.

Τέλος, έχοντας υπολογίσει τους δείκτες των δύο αυτών εταιριών και μετά την ανάλυση τους διαχρονικά και διαστρωματικά υπάρχουν κάποια πράγματα τα οποία οι δύο εταιρείες μπορούν να κάνουν έτσι ώστε να έχουν καλύτερα αποτελέσματα.

Κατ' αρχήν πρέπει να αυξηθεί ο κύκλος εργασιών τους (δηλαδή να προσελκύσουν περισσότερο κόσμο) αλλά και να συνεχιστεί ο ανταγωνισμός μεταξύ τους και αυτό μπορεί να γίνει είτε με μείωση των τιμών είτε να προσθέσουν κάποιες προσφορές. Επίσης θα μπορούσαν να προσπαθήσουν να μειώσουν το κόστος πωληθέντων τους και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους μετατρέποντας τις σε μακροπρόθεσμες. Άλλο μέτρο που μπορούν να λάβουν είναι να χρησιμοποιήσουν διαφορετικά τα κεφάλαιά τους ώστε να είναι πιο αποτελεσματικά και τέλος μπορούν να μειώσουν τις επενδύσεις στα στοιχεία του ενεργητικού και έτσι θα μειωθούν οι υποχρεώσεις για πληρωμή τόκων, δαπανών συντήρησης και όποιες άλλες πιθανές δαπάνες έχουν προκύψει.

### **Βιβλιογραφία**

- ΝΙΑΡΧΟΣ Ν. Α., (2002), «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ», ΕΚΤΗ ΕΚΔΟΣΗ: ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, ΑΘΗΝΑ.
- Καραθανάσης Γ. Α., (1999), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», 3η Έκδοση, Εκδόσεις Μπένος.
- Γεωργιάδης Ν. Η., Λιβάνης Ε. Σ.,(2003), «Μέθοδοι Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών - Τεχνικά & Θεμελιώδη Κριτήρια», Εκδόσεις ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
- Γεωργιάδης Ν. Η., (2001), «Super Stocks - Η Καλύτερη Επενδυτική Επιλογή και Πώς να τη Διακρίνετε», Εκδόσεις ΜΕΤΑΡΕΥΣΕΙΣ.
- Αλεξιάκης Χ., (2003), «Χρηματιστήριο: Το "παιχνίδι" της λογικής και της παρόρμησης», Εκδόσεις Κριτική
- Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών. Μελέτη με τίτλο “ Ο κλάδος της αλευροβιομηχανίας”.
- Ελληνική Εταιρεία Στατιστικών και Οικονομικών Πληροφοριών (Hellastat)
- Ετήσια Οικονομικά Δελτία 2005,2006,2007,2008 Μύλων Λούλη
- Ετήσια Οικονομικά Δελτία 2005,2006,2007,2008 Μύλων Κεπένου

### **e-Βιβλιογραφία**

- <http://www.ase.gr/>
- <http://www.capital.gr>
- <http://www.euro2day.gr/>
- <http://www.naftemporiki.gr/>

- <http://www.in.gr>
- [http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_mc1\\_7\\_20/03/2008\\_140328](http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_mc1_7_20/03/2008_140328)
- <http://www.proactive.com>
- <http://www.sofokleous10.gr/portal2/top-story/top-story/2011-05-30-14-43-47-2011053037367/>
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- <http://www.loulisgroup.com/site/content.php?sel=1>
- <http://www.kepenos.gr/>

### **Παραρτήματα**