

ΕΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ
ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
"ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΚΚΟΚΚΙΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε."

ΜΑΡΤΙΟΣ 2004

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. Εντολή
2. Αντικείμενο Μελέτης
3. Περιορισμοί
4. Μεθοδολογία
5. Δομή της Έκθεσης
6. Συνοπτικά Συμπεράσματα

II. ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

1. Ανάλυση Ιστορικών
 - 1.1 Γενικά Στοιχεία
 - 1.2 Μετοχική Σύνθεση
 - 1.3 Οργάνωση-Διοίκηση-Προσωπικό
 - 1.4 Λογιστική Και Διαχειριστική Οργάνωση
 - 1.5 Σημαντικοί Συνεργάτες Και Σχέσεις
 - 1.6 Ανταγωνισμός
 - 1.7 Λοιπά Θέματα
2. Ιστορικές Οικονομικές Καταστάσεις
 - 2.1 Ισολογισμοί
 - 2.2 Λογαριασμοί Αποτελεσμάτων Χρήσης
3. Θέση της Εταιρείας στο Κλάδο
 - 3.1. Γενικά
 - 3.2 . Κερδοφορία
 - 3.3. Αποδοτικότητα
 - 3.4. Ρευστότητα
 - 3.5. Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας
 - 3.6. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
 - 3.7. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
 - 3.8. Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικού Κινδύνου

III. ΚΛΑΔΟΣ

1. Γενικά Χαρακτηριστικά Του Κλάδου
2. Ζήτηση Εκκοκκισμένου Βάμβακος
3. Προσφορά Εκκοκκισμένου Βάμβακος
4. Δομή Και Διάθρωση Του Κλάδου
5. Εγχώρια Αγορά Εκκοκκισμένου Βάμβακος
6. Συμπεράσματα Και Προοπτικές

IV. BUSINESS PLAN ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΈΛΛΗΝΙΚΑ ΕΚΚΟΚΚΙΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε

1. Ισολογισμοί Χρήσεων (2004-2008)
2. Λογαριασμοί Αποτελεσμάτων Χρήσης
3. Σχέσεις Εξέλιξης Ορισμένων Λογαριασμών

V. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

1. Εισαγωγή
2. Γενικά Για τις Αποτιμήσεις
3. Αναφορικά με τις Μεθόδους Αποτίμησης που εφαρμόστηκαν
4. Υπολογισμοί Αξιών Αποτίμησης

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ
«ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΚΚΟΚΙΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.»

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. Εντολή

Η παρούσα έκθεση, συντάχθηκε ύστερα από την εντολή της Διοίκησης της εταιρείας «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΚΚΟΚΙΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.». Ο σκοπός της εκθέσεως είναι η αποτίμηση της αξίας της τιμής της μετοχής της ανωτέρω εταιρείας, με ημερομηνία 30.6.2003, που είναι η ημερομηνία κλεισίματος των τελευταίων ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της.

2. Αντικείμενο της μελέτης

Αντικείμενο της μελέτης ήταν:

- Η παροχή συνοπτικών πληροφοριών που αφορούν:
 - ο Την ίδρυση και τη δομή της εταιρίας
 - ο Τις δραστηριότητές της
 - ο Το επίπεδο οργάνωσης και λειτουργίας της
 - ο Τη θέση της στην αγορά, τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που αντιμετωπίζει.
 - ο Άλλες πληροφορίες που κρίνονται χρήσιμες για την πληροφόρηση του αναγνώστη.
- Παρουσίαση των προβλέψεων της εταιρίας, για τα αποτελέσματα των επόμενων πέντε χρήσεων
- Η εκτίμηση της αξίας της μετοχής της εταιρίας με βάση διαφορετικές κατάλληλες μεθόδους αποτίμησης.

3. Περιόρισμοί

Η μελέτη μας βασίστηκε σε στοιχεία που μας δόθηκαν από τη διοίκηση της εταιρίας. Σε ότι αφορά τις προβλέψεις της περιόδου από τη χρήση 2003-04 έως 2007-08, αυτές υπολογίστηκαν από την εταιρία και αναλύθηκαν σε ένα ορισμένο βαθμό από εμάς. Επειδή οι μέθοδοι που εφαρμόστηκαν βασίζονται κυρίως ή αποκλειστικά στη μελλοντική προβλεπόμενη αποτελεσματικότητα της εταιρίας, είναι ευνόητο ότι οι αξίες που υπολογίστηκαν, συναρτώνται άμεσα από την υλοποίηση του συγκεκριμένου επιχειρηματικού σχεδίου. Η αξίες που υπολογίσαμε αφορούν την 30^η 6.2003, όταν έληξε η τελευταία χρήση της εταιρίας.

Για τη χρήση 2003-04 οι εκτιμήσεις της διοίκησης της εταιρίας είναι συντηρητικές και έχει λάβει υπόψη της τα ήδη πραγματοποιημένα μέγεθθ για αυτή τη χρήση.

Σε ότι αφορά τις ιστορικές καταστάσεις βασιστήκαμε στα πορίσματα του τακτικού ελεγκτή που τα αναφέρουμε στην έκθεσή μας.

Σε ότι αφορά την ανάλυση της αγοράς, βασιστήκαμε σε εξωτερικές πηγές τις οποίες αναφέρουμε.

4. Μεθοδολογία

Λάβαμε πληροφορίες για τα ιστορικά οικονομικά δεδομένα της εταιρίας, αλλά και το επίπεδο οργάνωσης της και συνοπτικά αναφέρονται στη μελέτη μας.

Εξετάσαμε τον κλάδο και τις προοπτικές του σε συνδυασμό με τη θέση της εταιρίας σε αυτόν και οι σχετικές πληροφορίες αναφέρονται στην έκθεσή μας.

Λάβαμε τις προβλέψεις των οικονομικών μεγεθών από τη διοίκηση της εταιρίας και συνοπτικά τις παρουσιάζουμε.

Επιλέξαμε τρεις μεθόδους αποτίμησης που βασίζονται κυρίως στη μελλοντική κερδοφορία της εταιρίας και τις εφαρμόσαμε.

Σταθμίσαμε τα αποτελέσματά τους και καταλήξαμε σε μία αξία της επιχείρησης, δίκαιη και εύλογη κατά την άποψή μας, με την προϋπόθεση ότι θα υλοποιηθεί το επιχειρηματικό σχέδιο, χωρίς ουσιώδεις αποκλίσεις.

5. Δομή της έκθεσης

Η έκθεση αναπτύσσεται σε πέντε κεφάλαια.

- Στην αμέσως επόμενη παράγραφο αυτού του κεφαλαίου, που αναφέρεται σε εισαγωγικές πληροφορίες, γίνεται μία συνοπτική παράθεση των συμπερασμάτων του ελέγχου μας, ώστε ο αναγνώστης, να διαμορφώσει μία κατ' αρχήν άποψη.
- Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναπτύσσονται πληροφορίες που αφορούν ιστορικά οικονομικά στοιχεία αλλά και αναφορές στο επίπεδο λειτουργίας και οργάνωσης της εταιρίας.
- Στο τρίτο κεφάλαιο, παρέχονται πληροφορίες για τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία.
- Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στο επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρίας για την περίοδο 2003-04 έως 2007-08
- Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται η αποτίμηση της εταιρίας με διάφορες μεθόδους.

6. Συνοπτικά συμπεράσματα

Από τις μεθόδους αποτίμησης που εφαρμόσαμε, προέκυψε, ότι ένα φάσμα αξιών για το σύνολο της επιχείρησης από 44.978.000 € έως 53.477.000 € ή μετά την στάθμιση των αξιών που κάναμε μία αξία 49.448.000 € είναι εύλογη και δίκαιη, με την προϋπόθεση ότι θα υλοποιηθούν οι προβλέψεις του επιχειρηματικού της σχεδίου.

Μέθοδοι Αποτίμησης	Αξία	Discount 10%	Τελικές αξίες	Συντελεστής στάθμισης	Σταθμισμένες αξίες
ΜΕΘΟΔΟΣ DCF	59.419	5.942	53.477	50%	26.739
ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ	50.953	5.095	45.858	25%	11.464
ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΕΡΑΩΝ	49.976	4.998	44.978	25%	11.245
Τελική αποτίμηση				100%	49.448

Η ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

1.1. ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

1.1.1 Πληροφορίες από το Καταστατικό

Ιδρυτικό Καταστατικό

Με βάση το ιδρυτικό καταστατικό της εταιρίας οι βασικές πληροφορίες είναι:

ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ	
Αριθμός Συμβολαίου	3332-26/3/91
Συμβολαιογράφος	ΒΑΝΑ ΜΟΡΦΟΝΙΟΥ
Έδρα	Δήμος Λειβαδιάς
Διάρκεια	Έως 2020
Πρώτη Εταιρική Χρήση	1992
Μετοχικό Κεφάλαιο ίδρυσης	Δρχ. 5.000.000

Η έδρα της εταιρείας με την από 19/7/96 απόφαση της Γενικής Συνέλευσης μεταφέρθηκε στον Δήμο Φαρσάλων του Νομού Λαρίσης.

Ο σκοπός της εταιρείας σύμφωνα με το καταστατικό είναι:

1) η πάσης φύσεως επεξεργασία βάμβακος και παραγωγής νημάτων παντός είδους υφασμάτων και άλλων συναφών προϊόντων, η μεταποίηση, εμπορία και εξαγωγή αυτών.

2) Η εμπορία και εξαγωγή παντός είδους προϊόντων βάμβακος και συναφών υλών.

Στις 29/6/01 με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης (ΦΕΚ 8790-5/10/01) τροποποιήθηκε ο σκοπός ως εξής:

1) Η πάση φύσεως εμπορία, επεξεργασία, παραγωγή, μεταφορά και διακίνηση στο εσωτερικό της χώρας και την αλλοδαπή βάμβακος συσπόρου, βάμβακος εκκοκισμένων νημάτων, υφασμάτων και άλλων συναφών προϊόντων.

2) Η κατασκευή και εμπορία μηχανολογικού εξοπλισμού επεξεργασίας βάμβακος και παραγωγής αυτού.

Σε ότι αφορά δημόσιους φορείς από τους οποίους εποπτεύεται ή έχει σχέση η εταιρία αναφέρουμε τα εξής:

Φορέας	Ορισμός Φορέα	Σχέση με την εταιρία	Σημειώσεις
Υπουργείο Γεωργίας	Ο.Π.Ε.Κ.Ε.Π.Ε.	Παρακολούθηση παραλαβών συσπόρου βάμβακος.	-
Δ.Ο.Υ.		Φορολογικές Υποχρεώσεις	-
ΙΚΑ		Κύρια Ασφάλιση Εργαζομένων	-
Επικουρική Ασφάλιση		Επικουρική Ασφάλιση Εργαζομένων	-
Ασφάλιση Προσωπικού	-	-	Δεν Υπάρχει Επιπλέον Ασφάλιση

1.2. ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ

1.2.1 Ιδρυτές

Η ιδρυτική μετοχική σύνθεση της εταιρείας είναι η εξής:

Μέτοχοι	Αριθμός μετοχών	Ποσοστό %
Λεβεντάκης Γεώργιος	4.500	90%
Χατζηιωαννίδης Κωνσταντίνος	500	10%
Σύνολα	5.000	100%

1.2.2 Εξέλιξη μετοχικού κεφαλαίου

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας έως και την ημερομηνία της αποτίμησής.

Ημερομηνία Αύξησης	Ποσό	Σύνολο
	ΔΡΧ	ΔΡΧ
21-5-1991	5.000.000	5.000.000
11-9-1991	95.000.000	100.000.000
30-12-1991	150.000.000	250.000.000
26-8-1994	350.000.000	600.000.000
1-9-1997	700.000.000	1.300.000.000
3-2-1999	97.000.000	1.397.000.000
	€	€
31-1-2003 Μετατροπή σε Ευρώ		4.093.210,00
31-1-2003 Διαφορά αναπροσαρμογής	307.340,00	4.400.550,00
Το Μετοχικό Κεφάλαιο στις 30/6/03 διαιρείται σε 1.397.000 μετοχές των 3,15 € έκαστη		

1.2.3 ΜΕΤΟΧΟΙ

Η μετοχική σύνθεση της εταιρείας στις 30/6/03 έχει ως εξής:

Μέτοχοι	Αριθμός μετοχών	Ποσοστό %
Λεβεντάκης Γεώργιος	1.332.519	95,38
Χατζηιωαννίδης Κωνσταντίνος	64.481	4,62
Σύνολα	1.397.000	100%

1.3. ΟΡΓΑΝΩΣΗ – ΔΙΟΙΚΗΣΗ - ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ

1.3.1 ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας στις 30/6/03 είναι το εξής:

Ονοματεπώνυμο	Ιδιότητα
---------------	----------

ΛΕΒΕΝΤΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ	Πρόεδρος Δ.Σ. & Διευθύνων Σύμβουλος
ΜΟΥΣΟΥΡΟΥΛΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ	Μέλος Δ.Σ.
ΛΕΒΕΝΤΑΚΗ ΕΛΕΝΗ	Μέλος Δ.Σ.

1.3.2 ΒΑΣΙΚΗ ΥΠΟΔΟΜΗ - ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ

Η εταιρία λειτουργεί υπό το καθεστώς ιδιοκτησίας ή ενοικίασης 8 εγκαταστάσεων βάμβακος τα οποία αναφέρονται κατωτέρω:

Περιοχή		Παρατηρήσεις
ΠΟΛΥΝΕΡΙ	Κεντρικό	Ιδιόκτητο
ΕΡΜΗΤΣΙ	Υποκ/μα	Ιδιόκτητο
ΠΑΛΑΜΑΣ	Υποκ/μα	Ιδιόκτητο
ΑΛΜΥΡΟΣ	Υποκ/μα	Ιδιόκτητο
ΣΕΡΒΩΤΑ	Υποκ/μα	Ενοίκιο
ΝΕΑ ΠΕΛΛΑ	Υποκ/μα	Ενοίκιο
ΓΙΑΝΝΙΤΣΑ	Υποκ/μα	Ενοίκιο
ΡΑΧΟΥΛΑ	Υποκ/μα	Ενοίκιο

1.3.3 ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ

Η συνολική αριθμητική κατανομή του προσωπικού κατά το χρόνο της αποτίμησης ήταν:

Κατηγορία	Αριθμός
Ανώτατα και ανώτερα διευθυντικά στελέχη	5
Διοικητικοί υπάλληλοι	14
Παραγωγικό προσωπικό	77
Πωλήσεων	3
Σύνολο	99

Τα βασικότερα στελέχη της εταιρίας κατά το χρόνο του ελέγχου ήταν:

Α	Στέλεχος	Αρμοδιότητες	Έτος πρόσληψης
1.	Δ. Γεωργαντής	Τεχνικός Διευθυντής	1995
2.	N. Μαργιολάκος	Υπεύθυνος Οικονομικού	1999
3.	Δ.Κώστας	Τεχνική Διεύθυνση	1996
4.	I. Κανέλος	Μηχανοργάνωση	2000

1.4 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΟΡΓΑΝΩΣΗ

1.4.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΟΡΓΑΝΩΣΗ

Σε ορισμένα γενικά ερωτήματα που αφορούν τη λογιστική οργάνωση, οι απαντήσεις έχουν ως εξής:

Ερώτημα	Απάντηση
Τηρείται το ΕΓΛΣ	ΝΑΙ
Οι λογιστικές εργασίες είναι πλήρως μηχανογραφημένες	ΝΑΙ
Είχαν εκτυπωθεί κατά το χρόνο του ελέγχου έγκυρα τα θεωρημένα βιβλία	ΝΑΙ
Τηρούνται τα προβλεπόμενα από τον ΚΒΣ ειδικά βιβλία	ΝΑΙ
Η αρχειοθέτηση των δικαιολογητικών αξιολογήθηκε σαν:	Πολύ Ικανοποιητική
Τα στοιχεία που τηρούνται είναι κανονικά θεωρημένα,	ΝΑΙ
Γίνονται μηνιαίες λογιστικές συμφωνίες :	ΝΑΙ
Α) Μεταξύ ημερολογίων και καθολικών	ΝΑΙ
Β) Λογαριασμών τραπεζών με Extra its	ΝΑΙ
Γ) Μισθοδοσίας με Ταμεία και Φόρους Προσωπικού	ΝΑΙ
Δ) Υποχρεώσεων για	ΝΑΙ

φόρους και ασφαλιστικά ταμεία με αποδόσεις	
Z) Λοιπών Αναλυτικών Εφαρμογών με Γενική Λογιστική	ΝΑΙ

Με βάση τα πιο πάνω η γενική εκτίμηση για τη λογιστική οργάνωση της εταιρίας, είναι ότι αυτή είναι ικανοποιητική.

1.4.2 ΥΠΟΔΟΜΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ

Σε ορισμένα ερωτήματα που αφορούν την υποδομή της λογιστικής οργάνωσης, οι απαντήσεις έχουν ως εξής:

Ερώτημα	Απάντηση
Απασχολούμενοι στο λογιστήριο και στις συναφείς δραστηριότητες	7 Λογιστές και βοηθοί λογιστών
Τυπικά Προσόντα προϊσταμένου λογιστηρίου	Απόφοιτος ΑΣΟΕΕ
Software:	
Γενικής Λογιστικής	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4
Μισθοδοσίας	PAYROLL
Παγίων	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4
Παρακολούθησης Βάμβακος	COTTON

Με βάση τη γενική εκτίμηση μας η υποδομή των λογιστικών υπηρεσιών κρίνεται ικανοποιητική.

1.4.3 ΒΙΒΛΙΑ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Τα λογιστικά βιβλία της εταιρίας, θεωρημένα και αθεώρητα είναι τα εξής:

Είδος Βιβλίου	Οκώρση από:	Σημειώσεις
Ισοζύγιο Γενικών και Αναλυτικών Καθολικών	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ

Ισοζύγιο Γενικών και Αναλυτικών Καθολικών Υποκ/των	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ
Ισολογισμού-Απογραφής	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ
Τεχνικών Προδιαγραφών	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ
Μητρώο Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ
Πρακτικά ΔΣ	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ
Πρακτικά ΓΣ	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ
Πρακτικά ΓΣ	Δ.Ο.Υ. Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙ ΚΟ

Τα λογιστικά στοιχεία της εταιρίας, θεωρημένα και αθεώρητα είναι τα εξής:

Είδος Στοιχείου	Θεώρηση από:	Σημειώσεις
Τιμολόγια Αγοράς-Δελτίο Αποστολής	ΔΥΟ Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚ Ο-ΧΕΙΡΟΓΡΑΦΟ
Δελτίο Ποσοτικής Παραλαβής	ΔΥΟ Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚ Ο-ΧΕΙΡΟΓΡΑΦΟ
Δελτίο Αποστολής Πώλησης	ΔΥΟ Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚ Ο-ΧΕΙΡΟΓΡΑΦΟ
Τιμολόγιο Πώλησης	ΔΥΟ Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚ Ο-ΧΕΙΡΟΓΡΑΦΟ
Τιμολόγιο- Δελτίο Αποστολής	ΔΥΟ Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚ Ο-ΧΕΙΡΟΓΡΑΦΟ
Δελτίο Αποστολής Επιστροφής	ΔΥΟ Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚ Ο-ΧΕΙΡΟΓΡΑΦΟ

Πιστωτικό Τιμολόγιο	ΔΥΟ Φαρσάλων	ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚ Ο-ΧΕΙΡΟΓΡΑΦΟ
---------------------	--------------	------------------------------

1.4.4 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΟΡΓΑΝΩΣΗ

Πιο κάτω παραθέτουμε ορισμένες πληροφορίες που αφορούν τη διαχειριστική οργάνωση της εταιρίας:

Ερώτημα	Απάντηση
Υπάρχει τμήμα εσωτερικού ελέγχου ή εσωτερικός ελεγκτής	ΝΑΙ
Υφίσταται ολοκληρωμένη μελέτη οργάνωσης συστήματος εσωτερικού ελέγχου	ΝΑΙ
Υφίσταται μελέτη οργανογράμματος, περιγραφής καθηκόντων και κανονισμοί λειτουργίας	ΝΑΙ

Με βάση και τα πιο πάνω το επίπεδο διαχειριστικής οργάνωσης της εταιρίας κρίνεται ικανοποιητικό.

1.5. ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΙ ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ ΚΑΙ ΣΧΕΣΕΙΣ

1.5.1 ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ

Οι βασικοί συνεργάτες της εταιρίας είναι:

Αντικείμενο	Συνεργάτης
Τράπεζες	Αγροτική Τράπεζα
Ασφαλιστικές εταιρίες	
Ορκωτοί Ελεγκτές	Χρήστος Γιώργκος-ΣΟΛ ΑΕ

Φορολογικοί Σύμβουλοι	N. Μαργιολάκος
Τεχνικοί Σύμβουλοι	Δ. Γεωργαντής
Νομικοί Σύμβουλοι	Γ. Παπακωνσταντίνου

1.6. ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ

1.6.1 ANALYSE S.W.O.T. (STRENGTHS, WEAKNESSES, OPPORTUNITIES, THREATS)

Από την έρευνα που κάναμε, εκτιμούμε ότι τα βασικά δυνατά και αδύνατα σημεία της εταιρίας είναι τα εξής:

Δυνατά Σημεία (Strengths)	Αδύνατα Σημεία (Weaknesses)
Το γεγονός ότι η Εταιρεία έχει επιτύχει μια πολύ καλή σχέση με το προσωπικό της, αποτελεί τη μεγάλη της δύναμη. Οι εργαζόμενοι της Εταιρείας δουλεύουν με ενσυνειδησία και ζήλο.	Η εταιρεία δεν αποτελεί μέλος κάποιου μεγάλου ομίλου εταιρειών με αποτέλεσμα να λειτουργεί αυτόνομα, αλλά και σύμφωνα με το μέγεθος της.
Το γεγονός ότι η Εταιρεία έχει αναπτύξει πολύ καλές σχέσεις, καθώς και πληθώρα γνωριμιών με πολλές επιχειρήσεις του χώρου.	
Το γεγονός της οικονομικής ευρωστίας της Εταιρείας και η καλή ταμειακή ρευστότητα που διατηρεί συνεχώς, αποτελούν στοιχεία δυναμικής παρουσίας και επιτυχών αγορών 1 ^{ων} υλών.	

Σε συνδυασμό και με τη γενικότερη κατάσταση της αγοράς, στην οποία η εταιρία δραστηριοποιείται, εκτιμούμε ότι οι σημαντικότερες ευκαιρίες και οι σημαντικότεροι κίνδυνοι, που προβάλλουν για το μέλλον, είναι οι εξής:

Ευκαιρίες (Opportunities)	Κίνδυνοι (Threats)
Η δυνατότητα εξαγωγών εκκοκκισμένου βάμβακος σε Ευρωπαϊκές χώρες, καθώς και σε Αραβικές χώρες	Η ύπαρξη ανταγωνισμού από συναφείς εταιρείες του κλάδου και κυρίως από μεγάλους ομίλους εταιρειών
	Το γεγονός ότι η εγχώρια παραγωγή

	βάμβακος συναρτάται σε μεγάλο βαθμό, από τις πολιτικές επιδοτήσεων των αγροτικών προϊόντων από την ΕΕ, σε συνδυασμό με πιθανή μείωση των πόρων από επιδοτήσεις.
--	---

1.7 ΛΟΙΠΑ ΘΕΜΑΤΑ

1.7.3 ΑΣΦΑΛΙΣΗ

Η εταιρία κατά το τέλος της περιόδου του ελέγχου μας, είχε τις πιο κάτω ασφαλιστικές καλύψεις.

α/α	Ασφαλιστική Εταιρία	Περίοδος ασφάλισης	Καλυπτόμενοι Κίνδυνοι	Ασφαλιζόμενο ποσό	Ασφάλιστρα	Εγκαταστάσεις που αφορά
1.	Αγροτική Ασφαλιστ.	10-3-2003	10-3-2004	Πυρός	3.394.377,40	Οικοδομή και μηχανήματα εργ
						Πολυνερίου
						Πρώτες ύλες, προϊόντα εργ
2.	Ασφαλιστ.	1-7-2003	1-7-2004	Πυρός	2.500.000,00	Αλμυρού
					0	3.008,55
						Πρώτες ύλες, προϊόντα εργ
3.	Αγροτική Ασφαλιστ.	1-7-2003	1-7-2004	Πυρός	4.500.000,00	Ερμητισίου
					0	5.415,38

Αγροτική 4. Ασφαλιστ.	1-9-2003	1-9-2004	Πυρός	2.00.000,00	2.406,84	Πρώτες ύλες, προϊόντα εργ Σερβωτών
Αγροτική 5. Ασφαλιστ.	1-7-2003	1-7-2004	Πυρός	5.00.000,00	6.017,11	Πρώτες ύλες, προϊόντα εργ Πολυνερίου
Αγροτική 6. Ασφαλιστ.	1-7-2003	1-7-2004	Πυρός	4.00.000,00	4.813,67	Πρώτες ύλες, προϊόντα εργ Παλαμά
Αγροτική 7. Ασφαλιστ.	1-9-2003	1-9-2004	Πυρός	2.20.000,00	2.647,53	Πρώτες ύλες, προϊόντα εργ N Πελλάς

1.7.4 ΠΕΛΑΤΕΣ

Οι κυριότεροι πελάτες της εταιρείας αναφέρονται στον πίνακα που ακολουθεί:

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑ	ΧΩΡΑ
ΘΕΣΣΑΛΙΚΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ ΑΕ	ΕΛΛΑΔΑ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΕ	ΕΛΛΑΔΑ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΡΟΔΟΠΗΣ ΑΕ	ΕΛΛΑΔΑ
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ ΑΕ	ΕΛΛΑΔΑ
WEIL BROTHERS & STERN LTD	ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ
PLEXUS COTTON LTD	ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ
ICT INTERNATIONAL COTTON TRADING LTD	ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ
DUNAVANT SA	ΓΕΡΜΑΝΙΑ



MISR EL AMRIA SPINNING AND WEAVING SD	ΑΙΓΥΠΤΟΣ
COTTON AND TEXTILE INDUSTRIES	ΑΙΓΥΠΤΟΣ

1.7.5 ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΣΤΙΣ 30/6/03

Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας στις 30/6/03 σύμφωνα με τον δημοσιευμένο Ισολογισμό έχουν ως εξής:

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΗ ΑΞΙΑ 30/6/03	%
ΓΗΠΕΔΑ-ΟΙΚΟΠΕΔΑ	365.347,56	2,26%
ΚΤΙΡΙΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ	2.238.377,39	13,86%
ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ- ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	13.092.336,20	81,09%
ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕΣΑ	328.095,84	2,03%
ΕΠΙΠΛΑ & ΛΟΙΠΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	121.697,35	0,76%
ΣΥΝΟΛΟ	16.145.854,34	100%

1.7.6 ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΜΕΤΑ ΤΙΣ 30/06/03 (POST BALANCE SHEET EVENTS)

Από την ημερομηνία των τελευταίων οικονομικών καταστάσεων μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της αποτίμησής μας σύμφωνα με την Διοίκηση της εταιρείας δεν υφίστανται σημαντικά γεγονότα που να επηρεάζουν την αξία της εταιρείας με 30/6/03.

1.7.7 Τακτικός έλεγχος και παρατηρήσεις

Η εταιρία ελέγχθηκε από τακτικούς ελεγκτές ως εξής:

Χρήση	Ελεγκτής	Ελεγκτική Εταιρία
2001	Χρήστος Γιάγκος	ΣΟΛ ΑΕ
2002	Χρήστος Γιάγκος	ΣΟΛ ΑΕ
2003	Χρήστος Γιάγκος	ΣΟΛ ΑΕ

Οι κυριότερες παρατηρήσεις των ελεγκτών της εταιρίας στις οικονομικές καταστάσεις ήταν:

Χρήση	Παρατηρήσεις
2001	1) Στο κονδύλι για αγορές αποθεμάτων και πελάτες αντίστοιχα περιλαμβάνονται και ακίνητα από προηγούμενες χρήσεις υπόλοιπα συνολικού ύψους 420.000.000 δρχ. περίπου. Η υπάρχουσα πρόβλεψη ποσού δρχ. 210.303.321 κρίνεται από την εταιρεία επαρκής για να καλύψει την ζημιά που θα προκύψει από την ενδεχόμενη μη είσπραξη των παραπάνω καθυστερημένων απαιτήσεων καθώς και αυτών που θα προκύψουν από την ενδεχόμενη μη είσπραξη των επιταγών σε καθυστέρηση. 2) Το υπόλοιπο του λογαριασμού του Ενεργητικού Λοιπά Χρεόγραφα αφορά αμοιβαία κεφάλαια αποτιμημένα στις 30/6/01 στην αξία κτήσης η οποία υπολείπεται της τρέχουσας ίδιας ημερομηνίας κατά δρχ. 394.390.000 3) Το κονδύλι του παθητικού Υποχρεώσεις από Φόρους Τέλη δεν είναι οριστικό δεδομένου ότι η εταιρεία έχει ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και την χρήση 1995 4) Λόγω του ύψους των συσσωρευμένων ζημιών συντρέχει περίπτωση εφαρμογής των αρ. 47 και 48 του ΚΝ 2190/20.
2002	1) Επί των ενσώματων ακινητοποιήσεων λογίσθηκαν λιγότερες αποσβέσεις κατά 1.311.000€ δεδομένου ότι λήφθηκε υπόψη μόνο ο χρόνος της παραγωγικής λειτουργίας. 2) Στο κονδύλι για αγορές αποθεμάτων και πελάτες αντίστοιχα περιλαμβάνονται και ακίνητα από προηγούμενες χρήσεις υπόλοιπα συνολικού ύψους 1.872.000€ περίπου. Η υπάρχουσα πρόβλεψη ποσού

617.177,76 € κρίνεται από την εταιρεία επαρκής για να καλύψει την ζημιά που θα προκύψει από την ενδεχόμενη μη είσπραξη των παραπάνω καθυστερημένων απαιτήσεων καθώς και αυτών που θα προκύψουν από την ενδεχόμενη μη είσπραξη των επιταγών σε καθυστέρηση. 3) Το υπόλοιπο του λογαριασμού του Ενεργητικού Λοιπά Χρεόγραφα αφορά αμοιβαία κεφάλαια αποτιμημένα στις 30/6/02 στην αξία κτήσης η οποία υπολείπεται της τρέχουσας ίδιας ημερομηνίας κατά 2.100.000)Το κονδύλι του παθητικού Υποχρεώσεις από Φόρους Τέλη δεν είναι οριστικό δεδομένου ότι η εταιρεία έχει ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και την χρήση 1995

1.7.8 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

Η εταιρία έχει ελεγχθεί για τακτικό φορολογικό έλεγχο, μέχρι και τη χρήση 2002.

Ο έλεγχος ολοκληρώθηκε στη χρήση 2003 η διανομή αποτελεσμάτων της οποίας επιβαρύνθηκε με ποσό € 3.996.034,00.

Σημειώνεται ότι:

- Με τον τακτικό φορολογικό έλεγχο, οριστικοποιούνται στην πράξη οι οφειλές της εταιρίας προς τις φορολογικές αρχές, μέχρι την τελευταία ελεγχόμενη από αυτές χρήση.
- Θεωρητικά, αν μεταγενέστερα προκύψει από επανέλεγχο ή άλλη διαδικασία όπως καταγγελία κ.λ.π. παράβαση σημαντικών φορολογικών διατάξεων, που δεν εντοπίστηκε από τον έλεγχο, όπως η μη απόδοση παρακρατούμενων φόρων ή η διενέργεια άλλων αξιόποινων πράξεων, το δημόσιο μπορεί να στραφεί κατά της εταιρίας.
- Οι επιβαρύνσεις του φορολογικού ελέγχου, για φόρο εισοδήματος και λοιπούς φόρους, αν αυτές είναι σε «εύλογα» πλαίσια, δεν συνεπάγεται ότι η εταιρία δεν ήταν συνεπής στις φορολογικές της υποχρεώσεις. Η φορολογική αρχή συνηθίζει να μην δέχεται ως φορολογικά εκπαιτώμενες ορισμένες δαπάνες, θεωρώντας αυτές σαν «μη παραγωγικές» και επομένως σαν μη παραδεκτές να αφαιρεθούν από τα έσοδα προκειμένου να προσδιοριστεί η φορολογική ύλη.
- Οι επιβαρύνσεις για φόρο εισοδήματος που προκύπτουν από το φορολογικό έλεγχο, μειώνουν τη διανομή αποτελεσμάτων της χρήσης στην οποία επιβλήθηκαν από το φορολογικό έλεγχο και δεν μειώνουν τα αποτελέσματα προ φόρων της χρήσης.
- Ορισμένοι από τους άλλους φόρους που επιβάλλονται και τα πρόστιμα, κανονικά πρέπει να επιβαρύνουν τα ανόργανα αποτελέσματα της χρήσης, αλλά συνηθίζεται το σύνολο των επιβαρύνσεων από το φορολογικό έλεγχο να εμφανίζεται στη διανομή αποτελεσμάτων.

2. ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

2.1 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ

Τα κονδύλια του ενεργητικού του Ισολογισμού για τις τέσσερις τελευταίες χρήσεις της εταιρίας έχουν ως εξής (σε χιλ. €): Σημειώνεται ότι το έτος που αναγράφεται είναι το έτος λήξης της χρήσης.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

	2000	2001	2002	2003
Οφειλόμενο Κεφάλαιο	1.100,51	4.402,05	0,00	0,00
Έξοδα εγκατάστασης	5.300,21	2.470,55	14,62	14,62
Ασώματες ακινητοποιήσεις	0,00	0,00	0,00	0,00
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	7.409,61	12.067,64	18.085,49	16.145,85
Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	84,94	84,94	84,94	88,42
Σύνολο πάγιου ενεργητικού	7.494,55	12.152,58	18.170,43	16.234,27
Αποθέματα	7.108,17	18.622,50	17.360,31	22.511,02
Απαιτήσεις από πελάτες	7.430,30	4.023,21	11.360,20	9.989,62
Λοιπές απαιτήσεις	20.232,37	22.816,35	15.863,18	21.867,36
Χρεόγραφα	2.883,41	2.635,66	2.635,66	2.635,66
Διαθέσιμα	2.402,36	1.212,65	1.515,63	1.026,41
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	40.056,61	49.310,37	48.734,98	58.030,07
Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	1.002,34	0,00	0,00	0,00
Σύνολο ενεργητικού	54.954,22	68.335,55	66.920,03	74.278,96

Τα κονδύλια του παθητικού για τις ίδιες χρήσεις έχουν ως εξής:

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	2000	2001	2002	2003
Ίδια κεφάλαια	176,18	4.488,77	6.755,02	5.372,97
Προβλέψεις	77,09	0,00	0,00	0,00
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	6.918,48	3.942,78	32.965,97	35.258,75
Δάνεια βραχυπρόθεσμα	39.379,54	47.704,11	14.399,36	19.859,27
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	3.382,24	9.318,81	9.928,58	10.441,10
Λοιπές βραχυχρόνιες υποχρεώσεις	4.360,58	2.881,08	2.871,10	3.092,17
Σύνολο υποχρεώσεων	54.040,84	63.846,78	60.165,01	68.651,29
Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	660,11	0,00	0,00	254,70
Σύνολο παθητικού	54.954,22	68.335,55	66.920,03	74.278,96

2.2 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

Τα αποτελέσματα χρήσης της εταιρίας για τις τέσσερις τελευταίες χρήσεις έχουν ως εξής:

	2000	2001	2002	2003
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ				
Κύκλος εργασιών	38.883,59	28.187,23	40.676,31	39.183,73
Κόστος πωληθέντων	31.932,97	23.469,65	38.689,88	38.778,37
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	6.950,62	4.717,58	1.986,43	405,36
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	26,03	3,52	0,00	51,16
Σύνολο	6.976,65	4.721,10	1.986,43	456,52
Σύνολο εξόδων διοίκησης, διάθεσης και έρευνας	1.778,85	1.344,39	1.693,12	1.482,33
Μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	5.197,80	3.376,71	293,31	-1.025,81
Χρηματοοικονομικά έσοδα		0,00	0,00	0,00
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.897,79	2.898,91	2.323,21	2.745,97
Ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	2.300,01	477,80	-2.029,90	-3.771,78
Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	1.755,92		6.053,36	4.587,08
Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	2.833,39	3.967,72	2.455,93	0,00
Αποτελέσματα χρήσεως προ φόρων	1.222,54	-3.489,92	1.567,53	815,30
Φόροι εισοδήματος				
Λοιποί φόροι		0,00	7,79	6,26
Αποτελέσματα χρήσεως μετά φόρων	1.222,54	-3.489,92	1.559,74	809,04
Αμοιβές Δ.Σ.				
Καθαρά αποτελέσματα μετά τους φόρους και τις αμοιβές του Δ.Σ.	1.222,54	-3.489,92	1.559,74	809,04
Μερίσματα				
Μεταφορά στην Καθαρή Θέση	1.222,54	-3.489,92	1.559,74	809,04

Σύνολο αποσβέσεων παγίων	2.833,39	2.842,56	2.455,93	0,00
--------------------------	----------	----------	----------	------

3. ΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ

3.1 ΓΕΝΙΚΑ

Από τις επιχειρήσεις που παρουσιάζονται στην παρούσα μελέτη, απομονώνονται στη συνέχεια εκείνες για τις οποίες είναι διαθέσιμα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία, με στόχο τον υπολογισμό και την ανάλυση των χρηματοοικονομικών τους δεικτών την περίοδο 1998-2002.

Προκειμένου να υπάρξει καλύτερη αποτύπωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων εκκόκκισης, δεν συμμετέχουν στο δείγμα εκείνες στις οποίες το ποσοστό συμμετοχής του εκκοκκισμένου βάμβακος στη διαμόρφωση του συνολικού κύκλου εργασιών τους είναι χαμηλότερο του 50%. Στην ανάλυση που ακολουθεί δεν έχουν συμπεριληφθεί επίσης εταιρίες με κατετοποτημένη παραγωγή, όπως η Ελληνική Υφαντουργία ΑΕ, η Μουζάκης Ελ. Δ. ΑΕΒΕΜΕ και η Επιλεκτός Κλωστοϋφαντουργία ΑΕΒΕ, διότι η εκκόκκιση βάμβακος αποτελεί ουσιαστικά μέρος της παραγωγικής διαδικασίας των τελικών τους προϊόντων και όχι αυτοτελή δραστηριότητα η οποία αποφέρει έσοδα από την πώληση του εκκοκκισμένου βάμβακος.

Εκτός από τα συγκεντρωτικά στοιχεία που εξάγονται για το σύνολο των επιχειρήσεων του δείγματος, παρουσιάζονται αναλυτικά οι αριθμοδείκτες 12 εταιριών, οι οποίες πραγματοποίησαν πωλήσεις από εκκοκκισμένο βαμβάκι άνω των €10 εκ. το 2002.

Οι συμβολισμοί των επωνυμιών των εταιριών ου χρησιμοποιούνται σε όλα τα διαγράμματα του παρόντος κεφαλαίου παρουσιάζονται στον διπλανό πίνακα.

Συντομογραφίες επωνυμιών για την ανάνωση των διαγραμμάτων	
Επωνυμία	Συντομογραφία
Βιολάρ ΑΕ	BIO
Δακάρ ΑΕΒΕ	ΔΑΚ
Εκκοκκιστήρια Ηράκλειας ΑΕ	EHP
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ	ΕΘΕ
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	ΕΕΚ
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ	ΘΕΚ
Κάπα-Σίγμα Βαμβαουργία ΑΒΕΕ	ΚΣΙ
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	ΚΑΡ
Καφαντάρης-Παπακόστας ΑΒΕΕ	ΚΠΑ
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	ΜΑΡ
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	ΠΑΛ
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	ΣΙΑ

Διευκρινίζεται ότι οι μέσοι όροι της πενταετίας 1998-2002 (ΜΟΔ) αναφέρονται στους αριθμητικούς μέσους των εκάστοτε δεικτών, και κατά συνέπεια επηρεάζονται από τις επιχειρήσεις εκείνες που ενδεχομένως εμφανίζουν ακραία μεγέθη.

Μετά τη χρηματοοικονομική ανάλυση, παρουσιάζεται ο ομαδοποιημένος ισολογισμός επιχειρήσεων εκκόκκισης για την περίοδο 2001-2002.

3.2 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

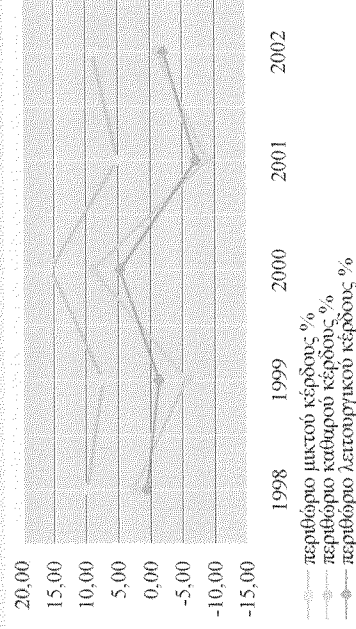
Για την αξιολόγηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων εκκόκκισης χρησιμοποιούνται οι αριθμοδείκτες μικτού (gross), λειτουργικού (operating) και καθαρού περιθωρίου κέρδους (net profit margin), που εκφράζουν το ποσοστό των μικτών, λειτουργικών και προ φόρων κερδών, στο σύνολο του κύκλου εργασιών της κάθε επιχείρησης (Το διάγραμμα Δ1.7.8-1 και απορρέει από τα στοιχεία του πίνακα που παρίσταται στο τέλος του κεφαλαίου με ομώνυμο τίτλο Π1.7.8-1).

Όπως παρατηρείται, τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων παρουσίασαν διακυμάνσεις το χρονικό διάστημα 1998-2002. Ο μέσος όρος του περιθωρίου μικτού κέρδους για το σύνολο του δείγματος ανήλθε σε 9,46% την περίοδο 1998-2002. Ωστόσο, τα υψηλά λειτουργικά και μη έξοδα είχαν ως αποτέλεσμα το λειτουργικό και καθαρό περιθώριο κέρδους να διαμορφωθούν σε αρνητικά επίπεδα (-4,86% και -0,95% αντίστοιχα).

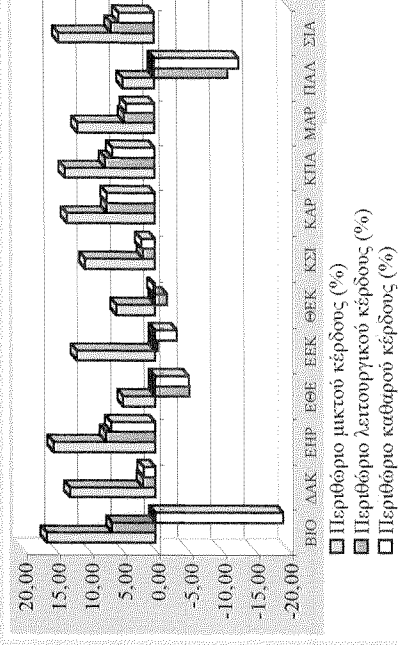
Αν εξαιρεθούν από το δείγμα οι τιμές του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους των εταιριών Εκκοκκιστήρια Στερεάς Ελλάδας ΑΕ (-353,83% το 2001), SKL-Εκκοκκιστήρια ΑΕΒΕ (-107,46% το 1999 και -150,37% το 2000) και Belcot ΑΕ (-207,58% το 1998), οι οποίες αποκλίνουν σημαντικά από το μέσο όρο, ο μέσος όρος του δείκτη για το σύνολο των επιχειρήσεων διαμορφώνεται σε -0,89% για το διάστημα 1998-2002.

Το μικτό περιθώριο κέρδους (μέσος όρος πενταετίας) των εμφανιζόμενων επιχειρήσεων (12) του δείγματος διαμορφώθηκε σε 12,09%, το λειτουργικό περιθώριο κέρδους σε 3,12% και το καθαρό περιθώριο κέρδους σε -0,36%. Τις τρεις πρώτες θέσεις μεταξύ αυτών ως προς την κερδοφορία, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, κατέλαβαν οι εξής επιχειρήσεις:

Α. Εξέλιξη αριθμοδεικτών κερδοφορίας επιχειρήσεων εκκόκκισης (1998-2002)



Β. Αριθμητικοί μέσοι ετήσιων δεικτών κερδοφορίας (1998-2002) για τις 12 κυριότερες επιχειρήσεις



Πηγή: ICAP

• Ως προς το μικό περιθώριο:

Βιολάρ ΑΕ (16,37%), Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ (15,27%) και Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος (14,33%).

• Ως προς το λειτουργικό περιθώριο:

Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ (7,42%), Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ (7,38%) και Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ (7,14%).

• Ως προς το καθαρό περιθώριο:

Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ (7,21%), Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ (6,59%) και Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ (6,31%).

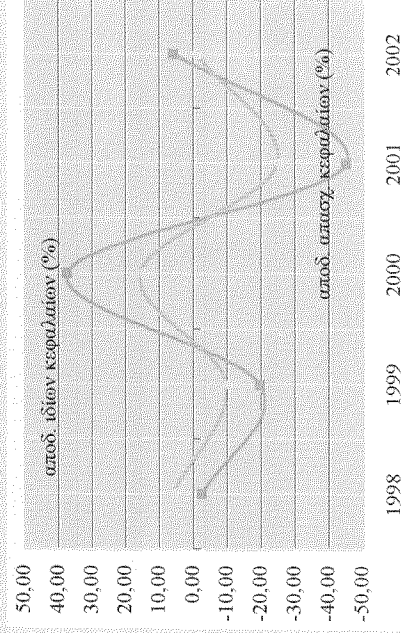
3.3 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ

Το διάγραμμα Δ1.7.8-2, που απορρέει από τα στοιχεία του πίνακα που παρίσταται στο τέλος του κεφαλαίου με ομώνυμο τίτλο Π1.7.8-2, εμφανίζει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (Return to Equity), αλλά και των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων (Return to Assets) των παρουσιάζομενων επιχειρήσεων, καθώς και του συνόλου των επιχειρήσεων του δείγματος.

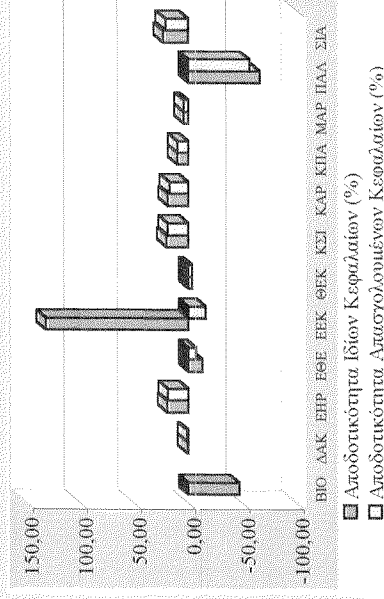
Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων εκφράζεται ως ποσοστό των προ φόρων κερδών στα ίδια κεφάλαια, ενώ η αποδοτικότητα απασχολούμενων κεφαλαίων αποτυπώνει την απόδοση του κεφαλαίου της επιχείρησης ανεξαρτήτως

Διάγραμμα 1.7.8-2

Α. Εξέλιξη αριθμοδεικτών αποδοτικότητας εκκόκκισης (1998-2002)



Β. Αριθμητικοί μέσοι ετήσιων δεικτών αποδοτικότητας (1998-2002) για τις 12 κυριότερες επιχειρήσεις



προέλευσης (ίδια κεφάλαια ή υποχρεώσεις) και υπολογίζεται ως ποσοστό των προφύρων κερδών στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και των μεσομακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και προβλέψεων.

Η μέση αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων για την πενταετία 1998-2002 ανήλθε σε -107,41%, ενώ των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων σε -14,54%.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων διαφοροποιείται, εάν αφαιρεθούν οι ακραίες τιμές που εμφανίζουν οι δείκτες ορισμένων επιχειρήσεων κατά το διάστημα 1998-2002, όπως είναι η Fthiocot AEBE (-19,052% το 2001), η Ουσουλτζόγλου Ν. ΑΕ (-938,9% το 2002) και η Συν. Εκκο. Εβρος ΑΕΒΕ (507,55% το 1998). Κατόπιν τούτου, ο εν λόγω δείκτης για το σύνολο του δείγματος ανέρχεται σε -4,58%.

Κατά τον ίδιο τρόπο, προεκτείνουμε την ανάλυση και στο δείκτη αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων, εξαιρώντας τις ακραίες τιμές, όπως της Βιολάρ ΑΕ (-2.711,22% το 1999 και -266,3% το 2001), της Κλωνναρίδης Χρ. ΑΕ & ΒΕ (437% το 2000 και 259,3% το 2001), της Βιεκάμ ΑΕ (ΜΟΔ: -65,82%) και της Κρουστάλης Ε. ΑΕ (210,5% το 2001), η μέση αποδοτικότητα απασχολούμενων κεφαλαίων διαμορφώνεται σε -2,40% για την τελευταία πενταετία (1998-2002). Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (μέσος όρος πενταετίας) των εμφανιζόμενων επιχειρήσεων (12) του δείγματος διαμορφώθηκε σε 10,88%. Η αποδοτικότητα απασχολούμενων κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένης της Βιολάρ ΑΕ ανήλθε σε -59,87%, ενώ χωρίς αυτήν υπολογίζεται σε 4,58%.

Στο διάγραμμα 1.7.8-2 δεν περιλαμβάνονται οι δείκτες των εταιριών που εμφανίζουν ακραίες τιμές, προκειμένου να παρέχεται καλύτερα η εικόνα του κλάδου.

Τις τρεις πρώτες θέσεις ως προς την αποδοτικότητα κατά την εξεταζόμενη περίοδο, κατέλαβαν οι εξής επιχειρήσεις:

- **Ως προς την απόδοση ιδίων κεφαλαίων:**

Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ (131,33%), Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος (22,97%), Κάπα-Σίγμα Βαμβα-κουργιά ΑΒΕΕ (19,63%)

- **Ως προς την απόδοση απασχολούμενων κεφαλαίων:**

Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος (20,76%), Εκκοκκιστήρια Ηράκλειας ΑΕ (18,68%) και Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργιά ΑΒΕΕ (18,54%).

3.4 ΠΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Η ρευστότητα των επιχειρήσεων αξιολογείται με τη χρήση των αριθμοδεικτών γενικής (current), άμεσης (quick) και ταμειακής ρευστότητας (cash ratio), οι τιμές των οποίων παρατίθενται στο διάγραμμα 1.7.8-3 και απορρέει από τα στοιχεία του πίνακα Π1.7.8-3 που παρίσταται στο τέλος του κεφαλαίου. Την πενταετία 1998-2002, η μέση γενική ρευστότητα του συνόλου των εταιριών του δείγματος ανήλθε σε 1,48, η άμεση ρευστότητα σε 1,14 και η ταμειακή ρευστότητα σε 0,47. Για τις εμφανιζόμενες επιχειρήσεις (12) οι εν λόγω δείκτες διαμορφώθηκαν σε 1,34, 0,97 και 0,16 αντίστοιχα.

Τις τρεις πρώτες θέσεις βάσει ρευστότητας, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, κατέλαβαν οι εξής επιχειρήσεις:

- **Ως προς τη γενική ρευστότητα:**

Μάρκου Κ. Β. ABEE (2,14), Καφαντάρης-Παπακώστας ABEE (1,85) και Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (1,52)

- **Ως προς την άμεση ρευστότητα:**

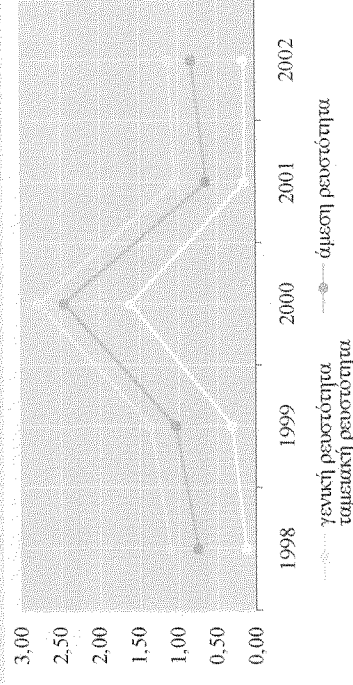
Μάρκου Κ. Β. ABEE (1,44), Καφαντάρης-Παπακώστας ABEE (1,41) και Εκκοκκιστήρια Ηράκλειας ΑΕ (1,17).

- **Ως προς την ταμειακή ρευστότητα:**

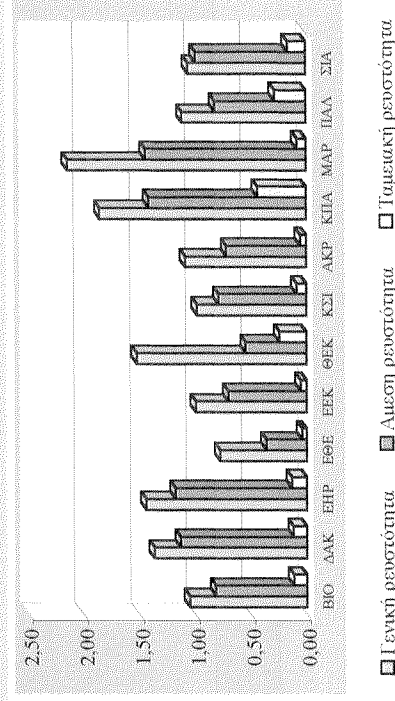
Καφαντάρης-Παπακώστας ABEE (0,43), Παλαιολόγος Α. Π. ABEE (0,28) και Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (0,24).

Διάγραμμα 1.7.8-3

Α. Εξέλιξη αριθμοδεικτών ρευστότητας επιχειρήσεων εκκοκκιστής (1998-2002)



Β. Αριθμητικοί μέσοι ετήσιων δεικτών ρευστότητας (1998-2002) για τις 12 κυριότερες επιχειρήσεις



□ Γενική ρευστότητα ■ Άμεση ρευστότητα □ Ταμειακή ρευστότητα

Πηγή: ICAP

3.4 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΘΡΩΣΗ

Η εκτίμηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί αποκλειστικά μέσω των λογιστικών στοιχείων των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση η παρούσα ανάλυση δεν προσπαθεί παρά να δώσει κάποια βασικά χαρακτηριστικά των εταιριών του δείγματος ως προς το λόγο των συνολικών υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια (total debt to equity), το λόγο των μεσομακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια (debt to equity), αλλά και το δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών (interest coverage), ο οποίος δείχνει πόσες φορές τα κέρδη προ φόρων και τόκων καλύπτουν τις χρηματοοικονομικές δαπάνες της επιχείρησης (Διάγραμμα 1.7.8-4 και απορρέει από τα στοιχεία του πίνακα Π1.7.8-4).

Διευκρινίζεται ότι το ύψος των λόγων χρέους προς ίδια κεφάλαια δεν αποτελεί αμιγώς αρνητική παράμετρο, αφού ενδεχομένως να αντικατοπτρίζει διαφορές στην πιστοληπτική ικανότητα αλλά και τη στρατηγική στη διάρθρωση των πηγών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

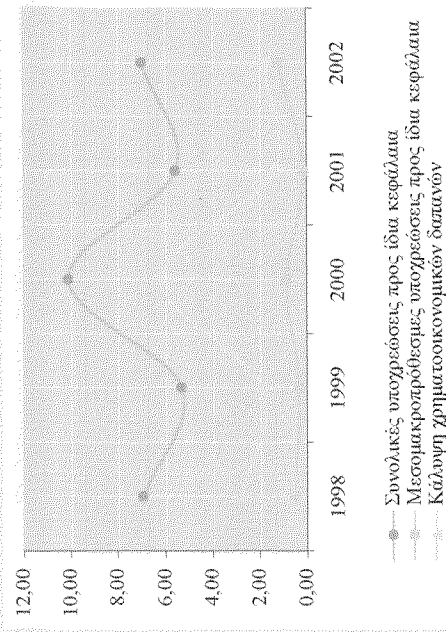
Η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια για το σύνολο του δείγματος ως μέσος όρος της περιόδου 1998-2002 διαμορφώθηκε σε υψηλά επίπεδα (19,37) ενώ ο λόγος των μεσομακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια διαμορφώθηκε σε 1,74, γεγονός που υποδηλώνει την εκτεταμένη συμμετοχή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στα ξένα κεφάλαια. Ο δείκτης κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών, ως μέσος όρος της πενταετίας, ανήλθε σε 2,98.

Ο μέσος όρος του δείκτη συνολικών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια για την πενταετία 1998-2002 ανέρχεται σε 7,01 όταν αφαιρεθεί ο δείκτης της Fthiocot AEBE για το 2001 (2.416,4). Αντίστοιχα, ο δείκτης μεσομακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια διαμορφώνεται σε 0,63.

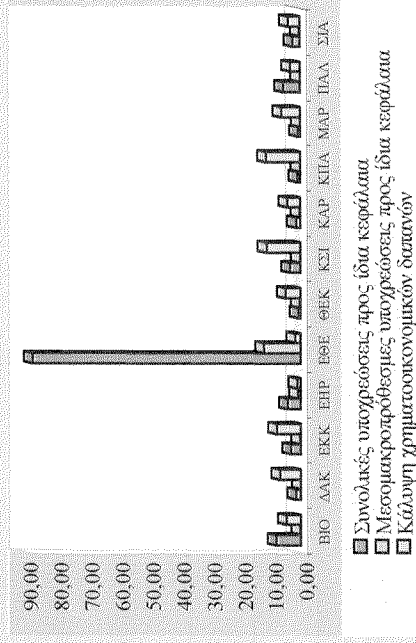
Στο διάγραμμα 1.7.8-4 (Α) παρουσιάζεται η εξέλιξη των δεικτών μετά την εξαίρεση της Fthiocot AEBE.

Για τις 12 παρουσιαζόμενες επιχειρήσεις οι αντίστοιχοι μέσοι όροι των ετήσιων δεικτών διαμορφώθηκαν σε 9,08, 1,01 και 4,70.

Ως προς το λόγο συνολικών υπο-χρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια, το χαμηλότερο δείκτη εμφάνισε η Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (0,54), η Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ (0,56) και η Καφαντάρης-Παπα-κώστας ΑΒΕΕ (0,76) και τον υψηλότερο η Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ (87,13).



Β. Αριθμητικοί μέσοι επίσημων δεικτών χρηματοοικονομικού κινδύνου (1998-2002) για τις 12 κυριότερες επιχειρήσεις



Πηγή: ICAP

Ο λόγος μεσομακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα σε όλες τις επιχειρήσεις, με εξαίρεση την Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ (11,77).

Την υψηλότερη κάλυψη χρηματοοικονομικών δαπανών παρουσίασαν οι εταιρίες: Καφαντάρης-Πατακώστας ΑΒΕΕ (10,93), Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ (10,84 – αφορά μόνο το 2002) και Εκκοκκιστήρια Ηράκλειας ΑΕ (7,61).

3.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

ΠΙ.7.8-1 Αριθμοδείκτες κερδοφορίας (1998-2002)						
Υπονομία	1998	1999	2000	2001	2002	ΜΟΔ*
Περιθώριο Μικτού Κέρδους (%)						
Βιολάρ ΑΕ	20,19	19,95	25,71	-1,21	17,19	16,37
Δακάρ ΑΕΒΕ	15,18	17,46	29,31	-10,8	12,76	12,78
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	15,42	19,49	25,17	0,2	16,09	15,27
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ (1)	-	-	-	-0,44	9,92	4,74
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	7,32	-	17,88	16,74	4,88	11,71
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (2)	13,85	11,19	6,05	-	-7,94	5,79
Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ (3)	-	-	-	0,68	20,15	10,42
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	16,17	13,95	19,36	4,91	11,24	13,13
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ	17,14	14,4	22,98	1,54	11,33	13,48
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	16,15	9,69	22,28	2,64	6,68	11,49
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	13,95	18,05	23,44	-32,83	0,64	4,65
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	16,07	16,55	16,77	3,73	18,54	14,33
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)	15,14	15,64	20,90	-1,35	10,12	12,09
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	9,94	7,48	15,68	5,16	9,06	9,46
Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (%)						
Βιολάρ ΑΕ	6,82	11,87	18,08	-11,77	7,35	6,47
Δακάρ ΑΕΒΕ	-	7,82	19,32	-22,87	2,81	1,77
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	9,5	13	16,25	-8,68	6,85	7,38
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ (1)	-	-	-	-10,51	0,15	-5,18
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	-3,9		5,45	1,88	-4,99	-0,39
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (2)	5	0,47	1,52	-	-14,42	-1,86
Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ (3)	-	-	-	-7,15	10,55	1,70
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	10,21	7,75	12,16	-1,32	6,9	7,14

Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ	12,43	9,86	17,68	-4,81	1,95	7,42
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	9,26	4,72	15,61	-6	-1,16	4,49
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	2,69	3,3	12,62	-65,26	-8,84	-11,10
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	9,13	6,26	9,48	-2,74	9,83	6,39
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)	6,79	7,23	12,82	-12,66	1,42	3,12
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	0,79	-1,20	4,88	-6,93	-2,00	-4,86

Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (%)

Βιολάρ ΑΕ	6,35	-114,51	18	-12,4	6,39	-19,23
Δακάρ ΑΕΒΕ	6,43	6,52	17,46	-23,76	2,08	1,75
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	7,04	11,75	15,57	-8,65	7,25	6,59
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ ⁽¹⁾	-	-	-	-10,43	0,12	-5,16
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	-7,81		3,13	-12,35	3,85	-3,30
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ ⁽²⁾	3,01	3,2	16,95	-	-22,5	0,17
Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ ⁽³⁾	-	-	-	-8,77	12,82	2,03
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	9,34	10,48	9,34	0,03	6,88	7,21
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ	12,88	9,13	13,25	-4,68	0,97	6,31
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	9,08	4	15,32	-6,68	-0,64	4,22
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	3,06	0,29	7,78	-64,24	-10,6	-12,74
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	7,93	5,21	5,07	-0,91	9,02	5,26
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)	5,73	-7,10	12,19	-13,89	1,30	-0,36
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	2,51	-5,68	8,74	-8,97	-1,10	-0,95

ΜΟΔ: Μέσος όρος δεικτών πενταετίας

(1) Τα οικονομικά στοιχεία 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (30/12/99-30/06/01)

(2) Τα οικονομικά στοιχεία του 2000 και του 2002 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (01/07/99-31/12/00 και 01/01/2001-30/06/2002)

(3) Τα οικονομικά στοιχεία του 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (01/01/2000-30/06/2001)

Πηγή: Δημοσιευμένοι ισολογισμοί ICAP

3.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Π1.7.8-2 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητα (1998-2002)						
Επωνυμία	1998	1999	2000	2001	2002	ΜΟΔ*
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (%)						
Βιολάρ ΑΕ	4,66	-	84,33	-340,34	62,75	-47,15
Δακάρ ΑΕΒΕ	16,21	13,16	27,5	-59,93	6,77	0,74
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	29,64	38,63	46,73	-72,18	53,36	19,24
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ (1)	-	-	-	-26,29	0,47	-12,91
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	-114,07	-	693,91	-77,75	23,21	131,33
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (2)	4,52	3,65	29,15	-	-50,89	-3,39
Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ (3)	-	-	-	-37,32	76,57	19,63
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	28,05	26,35	20,35	0,1	17,98	18,57
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ	21,69	15,68	18,62	-7,28	1,44	10,03
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	4,98	4,71	23,34	-12,55	-1,31	3,83
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	13,72	1,2	26,29	-305,34	-	-66,03
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	35,53	18,94	18,48	-6,13	48,01	22,97
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)	4,49	15,29	98,87	-85,91	21,67	10,88
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	14,86	-13,53	37,54	-39,59	6,33	-107,41
Αποδοτικότητα Απασχολουμένων Κεφαλαίων (%)						
Βιολάρ ΑΕ	4,6	- 2.711,22	79,26	-266,28	62,03	-566,32
Δακάρ ΑΕΒΕ	16,21	13,16	27,5	-59,69	6,75	0,79
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	28,33	36,64	43,95	-62,92	47,41	18,68
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ (1)	-	-	-	-14,58	0,3	-7,14
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	-43,3	-	17,05	-41,39	3,95	-15,92
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (2)	4,01	3,35	28,7	-	-50,4	-3,59

Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ (3)	-	-	-	-37,32	74,4	18,54
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	26,73	25,81	19,99	0,08	13,34	17,19
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ	21,33	15,42	18,32	-7,15	1,41	9,87
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	4,98	4,7	23,3	-12,43	-1,28	3,85
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	13,72	1,2	25,88	-266,97	-	-56,54
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	31,75	17,3	17,27	-5,6	43,09	20,76
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)	16,85	-288,18	31,57	-73,29	19,71	-59,87
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	6,42	-76,95	26,24	-28,01	-0,46	-14,54
<i>ΜΟΔ: Μέσος όρος δεικτών πενταετίας</i>						
<i>(1) Τα οικονομικά στοιχεία 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (30/12/99-30/06/01)</i>						
<i>(2) Τα οικονομικά στοιχεία του 2000 και του 2002 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (01/07/99-31/12/00 και 01/01/2001-30/06/2002)</i>						
<i>(3) Τα οικονομικά στοιχεία του 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (01/01/2000-30/06/2001)</i>						
<i>Πηγή: Δημοσιευμένοι ισολογισμοί ICAP</i>						

3.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

7.8-3 Αριθμοδείκτες ρευστότητας (1998-2002)						
Επωνυμία	1998	1999	2000	2001	2002	ΜΟΔ*
Γενική Ρευστότητα						
Βιολάρ ΑΕ	1,45	0,60	1,21	0,92	1,05	1,05
Δακάρ ΑΕΒΕ	1,21	1,67	1,99	0,95	0,99	1,36
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	1,21	1,76	1,93	1,04	1,26	1,44
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ (1)	-	-	-	0,74	0,8	0,77
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	0,98	-	0,68	0,66	1,64	0,99
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (2)	1,21	1,84	1,44	-	1,58	1,52
Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ	-	-	-	0,9	1,06	0,98

(3)									
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ		1,11	1,21	0,86	1,03	1,19			1,08
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ		1,99	2,38	2,00	1,39	1,48			1,85
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ		2,34	2,46	2,29	1,51	2,08			2,14
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ		1,06	1,16	1,66	0,95	0,71			1,11
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος		1,06	1,12	1,12	0,97	1,01			1,06
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)		1,36	1,58	1,52	1,01	1,24			1,34
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ		1,10	1,35	2,78	1,04	1,12			1,48
Άμεση Ρευστότητα									
Βιολάρ ΑΕ		0,67	0,60	1,18	0,78	0,84			0,81
Δακάρ ΑΕΒΕ		1,15	1,51	1,67	0,59	0,71			1,13
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ		1,13	1,48	1,60	0,6	1,06			1,17
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ (1)		-	-	-	0,13	0,59			0,36
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ		0,92	-	0,51	0,35	1,01			0,70
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (2)		0,4	0,6	0,22	-	0,94			0,54
Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ (3)		-	-	-	0,63	0,94			0,79
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ		1,04	1,03	0,25	0,25	0,99			0,71
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ		1,63	2,00	1,53	0,83	1,05			1,41
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ		1,11	2,01	1,68	1,07	1,33			1,44
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ		0,95	0,68	1,43	0,31	0,68			0,81
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος		1,04	1,09	1,03	0,85	0,91			0,98
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)		1,00	1,22	1,11	0,58	0,92			0,97
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ		0,75	1,03	2,46	0,64	0,82			1,14
Ταμειακή Ρευστότητα									
Βιολάρ ΑΕ		0,00	0,09	0,27	0,05	0,16			0,11
Δακάρ ΑΕΒΕ		0,01	0,14	0,34	0,02	0,07			0,12
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ		0,29	0,03	0,21	0,00	0,13			0,13
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ		-	-	-	0,00	0,07			0,04

(1)									
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	0,08	-	0,05	0,02	0,06	0,05			
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ ⁽²⁾	0,17	0,39	0,05	-	0,34	0,24			
Κάπα-Σίγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ ⁽³⁾	-	-	-	0,04	0,13	0,09			
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	0,05	0,02	0,02	0,02	0,14	0,05			
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ	0,35	0,76	0,73	0,05	0,26	0,43			
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	0,02	0,17	0,04	0,02	0,16	0,08			
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	0,06	0,03	1,15	0,01	0,15	0,28			
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	0,24	0,27	0,20	0,00	0,09	0,16			
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)	0,13	0,21	0,31	0,02	0,15	0,16			
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	0,13	0,31	1,61	0,15	0,16	0,47			
ΜΟΔ: Μέσος όρος δεικτών πενταετίας									
(1)	Τα οικονομικά στοιχεία 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (30/12/99-30/06/01)								
(2)	Τα οικονομικά στοιχεία του 2000 και του 2002 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (01/07/99-31/12/00 και 01/01/2001-30/06/2002)								
(3)	Τα οικονομικά στοιχεία του 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (01/01/2000-30/06/2001)								
Πηγή: Δημοσιευμένοι ισολογισμοί ICAP									

3.8 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

ΠΙ.7.8-4 Αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικού κινδύνου για τις επιχειρήσεις εκκόκκισης (1998-2002)						
Επωνυμία	1998	1999	2000	2001	2002	ΜΟΔ*
Συνολικές Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια						
Βιολάρ ΑΕ	1,10	-	1,65	24,17	4,49	7,85
Δακάρ ΑΕΒΕ	1,10	0,43	0,37	3,02	1,55	1,29
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	2,36	0,80	0,74	8,33	2,76	3,00
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ	-	-	-	3,98	4,04	4,01

(1)																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																					
-----	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Βιολάρ ΑΕ	1,74	-	7,56	-	4,26	4,52
Δακάρ ΑΕΒΕ	5,3	4,44	15,01	-	1,75	6,63
Εκκοκκιστήρια Ηρακλείας ΑΕ	5,43	6,16	13,16	-	5,68	7,61
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ (1)	-	-	-	-	1,02	1,62
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	-	-	1,38	-	1,67	1,53
Θρακικά Εκκοκκιστήρια ΑΕ (2)	1,61	1,5	15,66	-	-	4,69
Κάπα-Σύγμα Βαμβακουργία ΑΒΕΕ (3)	-	-	-	-	10,84	10,84
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΒΕΕ	5,96	4,65	4,73	1,01	3,87	4,04
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ	19,45	6,76	15,97	-	1,54	10,93
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ	4,22	4,94	13,79	-	-	5,88
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ	2,26	1,06	5,84	-	-	3,05
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος	5,69	2,04	3,62	0,44	6,34	3,63
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (12)	5,74	3,94	9,67	0,73	3,41	4,70
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	2,88	2,00	6,26	1,84	1,92	2,98

ΜΟΔ: Μέσος όρος δεικτών πενταετίας

(1) Τα οικονομικά στοιχεία 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση (30/12/99-30/06/01)

(2) Τα οικονομικά στοιχεία των 2000 και των 2002 αφορούν

υπερδωδεκάμηνη χρήση (01/07/99-31/12/00 και 01/01/2001-30/06/2002)

(3) Τα οικονομικά στοιχεία των 2001 αφορούν υπερδωδεκάμηνη χρήση

(01/01/2000-30/06/2001)

Πηγή: Δημοσιευμένοι ισολογισμοί ICAP

Η ποιότητα είναι ο βασικός παράγοντας που επηρεάζει τη ζήτηση βάμβακος στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Η ποιότητα είναι συνάρτηση, τόσο του τρόπου επεξεργασίας του σύσπορου και της τεχνολογίας που χρησιμοποιείται στη διαδικασία

παραγωγής, όσο και της ποιότητας της πρωτογενούς ύλης (σύσπορο), η οποία με τη σειρά της εξαρτάται άμεσα από τις καιρικές συνθήκες, το βαθμό έντασης άρδευσης, την ποιότητα του χώματός, των καλλιεργούμενων εκτάσεων, τη μορφολογία του εδάφους, το είδος του σπόρου, κλπ. Οι καλλιεργούμενες εκτάσεις έχουν μεγαλύτερη απόδοση σε παραγωγή σύσπορου βάμβακος όσο λιγότερες είναι οι βροχές και η υγρασία και περισσότερη η ηλιοφάνεια.

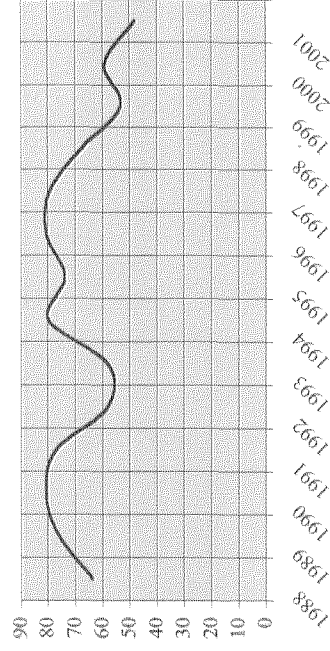
Η τιμή είναι ένας από τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες της ζήτησης. Το βαμβάκι είναι χρηματιστηριακό προϊόν και η τιμή του διαπραγματεύεται στο

χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και επηρεάζεται από το Δείκτη Λίβερπουλ ανάλογα με την προσφορά, τη ζήτηση και τα αποθέματα των χωρών (διάγραμμα Β.1).

Οι τιμές των υποκατάστατων νημάτων φυτικής ή συνθετικής προέλευσης, είναι σημαντικός παράγοντας που συντελεί στην αύξηση ή μείωση της ζήτησης εκκοκκισμένου βάμβακος. Η τιμή του μαλλιού, της κάνναβης, του μεταξιού και άλλων ινών που σχετίζονται με τις συνθετικές πρώτες ύλες όπως ραγιόν κ.λ.π., επηρεάζουν ως κάποιο βαθμό τη ζήτηση. Η μέση τιμή χονδρικής πώλησης του βάμβακος στην αγορά Αθηνών-Πειραιώς το 2001 διαμορφώθηκε **€1052** ανά χιλιόγραμμο, σημειώνοντας αύξηση 21,6% σε σχέση με τη μέση τιμή του προηγούμενου έτους (διάγραμμα Β.2, πίνακας).

Διάγραμμα Β.1

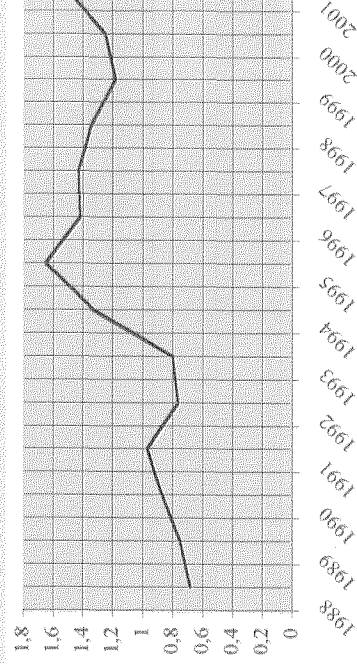
Εξέλιξη δείκτη Λίβερπουλ (1988-2001)



Πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος

Διάγραμμα Β.2

Εξέλιξη μέσης τιμής χονδρικής πώλησης βάμβακος στην αγορά Αθηνών-Πειραιώς (1998-2001)



Η διαθεσιμότητα εκκοκκισμένου βάμβακος στο εξωτερικό και η τιμή πώλησης, καθώς και η πορεία της νηματοργίας διεθνώς, επιδρά στη ζήτηση, καθώς το μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας παραγωγής κατευθύνεται στο εξωτερικό.

Τέλος, η ευαισθητοποίηση πολλών καταναλωτών σε οικολογικά θέματα, η μόδα, οι προτιμήσεις των καταναλωτών για τα βαμβακερά νήματα και υφάσματα ευνοούν τη ζήτηση του βάμβακος.

3 Η Προσφορά Εκκοκκισμένου Βάμβακος

Σε συνέχεια της παρουσίασης των βασικών χαρακτηριστικών και προσδιοριστικών παραγόντων της ζήτησης εκκοκκισμένου βάμβακος στο προηγούμενο κεφάλαιο, αναφέρονται τα στοιχεία που σκιαγραφούν την προσφορά των εν λόγω προϊόντων, περιγράφοντας τη δομή και διάρθρωση του κλάδου και πραγματοποιώντας συνοπτική αναφορά στις κυριότερες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην εκκόκκιση βάμβακος. Επίσης, γίνεται ανάλυση των χρηματοοικονομικών στοιχείων των εν λόγω εταιριών με τη χρήση αριθμοδεικτών.

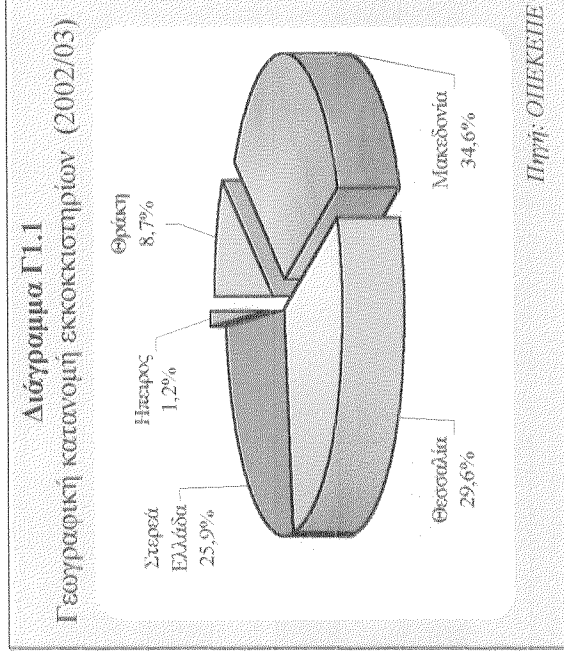
4. Δομή και Διάρθρωση του Κλάδου

Ο αριθμός των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο διαφοροποιείται ανά έτος, ανάλογα με τη διαθεσιμότητα σύσπορου βάμβακος και τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Κατά τη διάρκεια της εκκοκκιστικής περιόδου 2002/03 λειτούργησαν 57 εταιρίες οι οποίες διαθέτουν 81 μονάδες εκκόκκισης, σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία του ΟΠΕΚΕΠΕ. Σε αυτές δεν συμπεριλαμβάνονται οι εγκαταστάσεις των επιχειρήσεων εκκοκκισμού που παρήγαγαν για λογαριασμό τρίτων, καθώς δεν λαμβάνουν οι ίδιες την επιδότηση, αλλά η επιχείρηση που εκχωρεί το δικαίωμα παραγωγής και τους προμηθεύει με σύσπορο βαμβάκι.

Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων είναι ανώνυμες, ενώ σημαντική παρουσία στον κλάδο έχουν και οι ενώσεις αγροτικών συνεταιρισμών. Ορισμένες από τις επιχειρήσεις που εντάσσονται στον εξεταζόμενο κλάδο, ασχολούνται και με άλλα αγροτικά προϊόντα.

Ένας παράγοντας που επηρεάζει τη χωροταξική κατανομή των εκκοκκιστικών μονάδων είναι η γεωγραφική απόσταση των προμηθευτών (βαμβακοκαλλιεργητές) από τις εγκαταστάσεις εκκόκκισης. Η ευαίσθητη φύση της πρώτης ύλης (μικρός χρόνος ζωής, καθώς «ανάβει») που δεν επιτρέπει να παραμένει για ημέρες εκτός επεξεργασίας, εξηγεί τη γεωγραφική συγκέντρωση των εκκοκκιστικών μονάδων κοντά σε περιοχές προμήθειας σύσπορου βαμβάκος.

Οι περισσότερες εκκοκκιστικές επιχειρήσεις είναι συγκεντρωμένες στη Μακεδονία, σε ποσοστό 34,6% περίπου του συνόλου την περίοδο 2002/03.



Ακολ.

ούθησ

ς η

Θεσσ

αλία

(29,6

%) η

Ανατίμητ

Πίνακας Γ1.1						
Γεωγραφική κατανομή των εκκοκκιστικών μονάδων (1999/00-2002/03)			Ποσοστιαία κατανομή			
Γεωγραφικό Διαμέρισμα	1999/00	2000/01	2002/03	1999/00	2000/01	2002/03
Μακεδονία	26	29	28	32,5%	34,1%	30,5%
Θεσσαλία	19	22	24	23,7%	25,9%	28,0%
Στ.	25	24	21	31,2%	28,2%	29,3%
Ελλάδα	7	8	7	8,8%	9,4%	9,8%
Θράκη	3	2	1	3,8%	2,4%	2,4%
Ηπείρος	30	85	81	100,0%	100,0%	100,0%
Σύνολο	80	85	81	100,0%	100,0%	100,0%

Πηγή: ΟΠΕΚΕΠΕ, Οργανισμός Βαμβακός

III. Ο ΚΛΑΔΟΣ

1. Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου¹

Η εκκόκκιση βάμβακος αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας, καθώς παρέχει μία από τις βασικές πρώτες ύλες για τον κλάδο της νηματοουργίας. Το μεγαλύτερο μέρος της παραγωγής εξάγεται σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και σε Τρίτες Χώρες.

Η προσφορά εκκοκκισμένου βάμβακος και η ανάπτυξη του κλάδου επηρεάζεται κατά κύριο λόγο από το μέγεθος και την ποιότητα της εγχώριας πρωτογενούς παραγωγής βάμβακος (το βαμβάκι καλλιεργείται σε 27 νομούς). Όλη η επιτρεπόμενη και επιλέξιμη (επιδοτούμενη) παραγωγή, απορροφάται πλήρως από τα εκκοκκιστήρια της χώρας.

Οι καιρικές συνθήκες, εφόσον είναι ευνοϊκές, βοηθούν στη μεγαλύτερη και καλύτερη ποιοτικά γεωργική παραγωγή.

Ορισμένες επιχειρήσεις προβαίνουν σε παραγωγή εκκοκκισμένου βάμβακος για λογαριασμό τρίτων έναντι αμοιβής, όταν οι συνθήκες δεν ευνοούν την οικονομική λειτουργία των εκκοκκιστηρίων. Η πρώτη ύλη δίνεται σε αυτές από τους τρίτους, οι οποίοι εισπράττουν την επιδότηση.

Οι παραγωγικές μονάδες εκκόκκισης είναι γεωγραφικά εγκατεστημένες πλησιέστερα στις πηγές προμήθειας πρώτης ύλης (σύσπορο βαμβάκι). Η χωροταξική κατανομή των εκκοκκιστικών μονάδων είναι σχεδιασμένη έτσι ώστε να μην μεσολαβεί μεγάλη απόσταση από την παραλαβή σύσπορου βάμβακος και το στάδιο της εκκόκκισης, προκειμένου να διαφυλαχθούν τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του βάμβακος στο μέγιστο βαθμό. Παράλληλα, επιτυγχάνεται μείωση στο κόστος μεταφοράς και αποθήκευσης.

Η εκμετάλλευση της παραγωγικής δυναμικότητας των μονάδων εκκόκκισης είναι σχετικά χαμηλή και σε αρκετές επιχειρήσεις κυμαίνεται στο επίπεδο του 50%. Ο βαθμός εκμετάλλευσης επηρεάζεται από το νεκρό χρόνο (χρόνος για επισκευή βλαβών, συντήρηση των μηχανημάτων, καθυστερήσεις στην παραλαβή πρώτης ύλης κλπ) και από το χρόνο προετοιμασίας για την εισροή της πρώτης ύλης.

¹ Η παρούσα έρευνα έχει βασιστεί στην κλαδική μελέτη εκκοκκιστηρίων της ICAP, τον Ιούνιο του 2003.

Οι επιχειρήσεις εκκόκκισης βάμβακος λειτουργούν κυρίως με εποχικό προσωπικό λόγω της φύσης του προϊόντος. Ο αριθμός των απασχολούμενων κυμαίνεται κατά τη διάρκεια του έτους και είναι αυξημένος κατά την εκκοκκιστική περίοδο. Το μόνιμο προσωπικό είναι κυρίως διοικητικοί υπάλληλοι, ενώ το εποχικό προσωπικό είναι μη ειδικευμένο (εργάτες), με κύρια καθήκοντα τον εφοδιασμό των μηχανημάτων παραγωγής με πρώτη ύλη και τη συσκευασία του προϊόντος σε δέματα ή «μπάλες».

Η τεχνολογία είναι σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει το μέγεθος της παραγωγής κάθε επιχείρησης εκκόκκισης, αλλά κυρίως την ποιότητα του παραγόμενου προϊόντος. Η διατήρηση ειδικών αποθηκευτικών χώρων είναι μείσσης σημασίας για την καλύτερη εκμετάλλευση της πρώτης ύλης. Η εκκόκκιση πρέπει να ξεκινά αμέσως μετά την παραλαβή του σύσπορου, καθώς η ποιότητά του υποβαθμίζεται μετά το πέρας κάποιων ημερών.

Το προϊόν είναι ομοιογενές και επομένως οι επιχειρήσεις μπορούν να διαφοροποιηθούν μόνο ως προς το κόστος παραγωγής, τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του προϊόντος, την ταχύτητα εξυπηρέτησης παραγγελιών στην εγχώρια αγορά και στο εξωτερικό. Η προσπάθεια των περισσοτέρων επιχειρήσεων για αναβάθμιση της παραγωγής και της ποιότητας του τελικού προϊόντος εστιάζεται στην παραγωγική διαδικασία με επέκταση ή βελτίωση της αυτοματοποίησης ή/και καθετοποίηση για μείωση του κόστους ανά μονάδα παραγομένου προϊόντος. Εκτιμώντας το οικονομικό αποτέλεσμα από την πώληση των προϊόντων τους και το κόστος παραγωγής, αποφασίζεται από τις επιχειρήσεις ο χρόνος πώλησης για την επίτευξη ικανοποιητικού κέρδους.

Χαρακτηριστικό του εξεταζόμενου κλάδου είναι η χορήγηση κοινοτικής ενίσχυσης στους μεταποιητές, προκειμένου να τη μεταβιβάσουν στους βαμβακοπαραγωγούς, στο στάδιο της αγοράς (εμπορική τιμή συν επιδότηση). Με το τέλος του εκκοκκισμού και την ολοκλήρωση των διαδικασιών που απαιτούνται μέχρι τέλη Μαΐου κάθε εμπορικής περιόδου, πραγματοποιείται εκκαθάριση των ενισχύσεων και επιστρέφεται ενδεχομένως μέρος του ποσού στην περίπτωση που κάποια ποσότητα «πρώτης ύλης» δεν θεωρηθεί επιδοτούμενη (υπέρβαση στον όγκο της επιτρεπόμενης αγροτικής πρωτογενούς παραγωγής).

Οι εκκοκκιστικές επιχειρήσεις, ανεξάρτητα από το αν θα προχωρήσουν στην παραγωγική διαδικασία απαιτείται να είναι κάτοχοι **άδειας έναρξης** λειτουργίας, διαδικασία η οποία επαναλαμβάνεται κάθε έτος. Το εκκοκκιστήριο καταθέτει αίτηση

ενίσχυσης στον ΟΠΕΚΕΠΕ (1^η Ιουλίου μέχρι 31^{ης} Μαρτίου), προσκομίζοντας **εγγυητική επιστολή** καλής εκτέλεσης αξίας €12 ευρώ ανά 100 χιλιόγραμμα (η αίτηση περιλαμβάνει μεταξύ άλλων και την ποσότητα του μη εκκοκκισμένου βαμβακιού για την οποία ζητείται η ενίσχυση).

Η τιμή διάθεσης του σύσπορου βάμβακος λειτουργεί σύμφωνα με το νόμο της διεθνούς προσφοράς και ζήτησης και την κοινή αγροτική πολιτική μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ. Το ποσό της ενίσχυσης στην παραγωγή σύσπορου βάμβακος καθορίζεται βάσει της διαφοράς της τιμής-στόχου που θέτει ο κοινοτικός κανονισμός για την προφύλαξη των εισοδημάτων των αγροτών και της τιμής της διεθνούς αγοράς.

Οι εκκοκκιστικές μονάδες υπόκεινται καθημερινά σε κρατική εποπτεία λόγω της ιδιαιτερότητας της πρώτης ύλης που χρησιμοποιούν που απορρέει από το καθεστώς κοινοτικής ενίσχυσης στην παραγωγή βαμβακιού. Ο ΟΠΕΚΕΠΕ διενεργεί συχνά έλεγχο (έκτακτο ισοζύγιο) για να μετρηθούν οι ποσότητες παραλαβής σε σύσπορο. Κατά τη διάρκεια εξέτασης, διακόπτεται η παραλαβή σύσπορου βαμβακιού και επιτρέπεται η εξαγωγή δεμάτων τελικού προϊόντος και βαμβακόσπορου, έπειτα από προειδοποίηση και παρουσία αρμόδιων ελεγκτών. Η άμεση καταγραφή στο βιβλίο παραλαβών κατά την εισαγωγή σύσπορου βάμβακος, η άμεση καταγραφή των παραχθέντων στο βιβλίο πρέσας, το βιβλίο αποθήκης, η τήρηση των διαδικασιών παραλαβής με πληρεξούσιο και λοιπά, πρέπει να τηρούνται από κάθε επιχείρηση. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης στους κανόνες επιβάλλονται κυρώσεις και πρόστιμα.

Ο τρόπος συλλογής του βάμβακος (με μηχανήματα ή με το χέρι), ο ποιοτικός έλεγχος κατά την παραλαβή του σύσπορου βάμβακος, που αφορά τα επίπεδα υγρασίας (όχι πάνω από 10%), το χρώμα κλπ, ο μικρότερος χρόνος παρέλευσης από την παραλαβή μέχρι τον εκκοκκισμό, οι ειδικοί αποθηκευτικοί χώροι βαμβακόσπορου αποτελούν μερικές μεθόδους που συντελούν στη διαμόρφωση της **ποιότητας** του τελικού προϊόντος. Το συγκριτικό πλεονέκτημα των εγχώριων επιχειρήσεων του κλάδου στο εξωτερικό, βασίζεται κυρίως στα ποιοτικά χαρακτηριστικά του προϊόντος.

Ο αριθμός των επιχειρήσεων που ακολουθούν τη στρατηγική της καθετοποίησης είναι σχετικά μικρός. Μερικές έχουν πετύχει καθετοποίηση παραγωγής προς τα εμπρός, δηλαδή διαθέτουν και εγκαταστάσεις παραγωγής νημάτων, ενώ άλλες εντάσσονται σε ομίλους που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας.

Η ζήτηση για εκκοκκισμένο βαμβάκι από τις κλωστοϋφαντουργικές επιχειρήσεις καλύπτεται από την εγχώρια παραγωγή. Οι εισαγωγές που πραγματοποιούνται από τις κλωστοϋφαντουργικές επιχειρήσεις είναι ιδιαίτερα χαμηλές και, αφορούν βαμβάκι με ειδικές τεχνικές προδιαγραφές που δεν παράγεται εγχώρια ή παράγεται σε μικρές ποσότητες (π.χ. για νήματα ραφής απαιτείται πολύ μακρόνους τύπος βαμβακιού).

Το μεγαλύτερο μέρος της παραγωγής, όπως έχει ήδη αναφερθεί, κατευθύνεται στο εξωτερικό. Η ανάπτυξη και η διεύρυνση αγορών του εξωτερικού είναι ζωτικής σημασίας για την οικονομική ευρωστία των επιχειρήσεων. Η στρατηγική που ακολουθούν οι επιχειρήσεις του κλάδου δεν διαφοροποιείται σημαντικά, καθώς οι περισσότερες αναμένουν την αύξηση της τιμής του βαμβάκος για να εξάγουν ποσότητες στο εξωτερικό με στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών τους.

Κατόπιν της προηγούμενης ανάλυσης, προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις του κλάδου δραστηριοποιούνται σε ένα περιβάλλον αβέβαιο, όπου η παραγωγή τους, η τιμή αγοράς της πρώτης ύλης και η τιμή πώλησης του προϊόντος τους, βασίζεται σε εξωγενείς παράγοντες. Ο υψηλός ανταγωνισμός στις αγορές του εξωτερικού, επίσης επιδρά στη διαμόρφωση της στρατηγικής ανάπτυξης των εν λόγω επιχειρήσεων.

2 Ζήτηση Εκκοκκισμένου Βάμβακος

Το βαμβάκι χρησιμοποιείται κυρίως για την παραγωγή νημάτων, υφασμάτων και σε μικρότερες ποσότητες, για την παραγωγή φαρμακευτικού βάμβακος. Επομένως, οι πελάτες των εκκοκκιστηρίων είναι τα κλωστήρια-υφαντήρια και γενικότερα ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας.

Ειδικότερα, η ζήτηση εκκοκκισμένου βάμβακος επηρεάζεται άμεσα από την πορεία του κλάδου της νηματοργίας. Σύμφωνα με την Κλαδική Μελέτη της ICAP «Νηματοργία» (Οκτώβριος 2001), η εγχώρια παραγωγή νημάτων ακολουθούσε ανοδική πορεία το χρονικό διάστημα 1996-2000, με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της τάξης του 2%. Ειδικότερα, εντός του 2000 λειτούργησαν νέες παραγωγικές μονάδες νημάτων, γεγονός που οδήγησε σε αύξηση της παραγωγής κατά 7,8% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ο κύριος όγκος της εγχώριας παραγωγής νημάτων αφορά στα βαμβακερά, τα οποία κάλυψαν το 77,5% του συνόλου το 2000. Η παραγωγή βαμβακερών νημάτων το 2000 αυξήθηκε κατά 9% περίπου έναντι του 1999.

Στερεά Ελλάδα (25,9%), η Θράκη (8,7%) και η Ήπειρος (1,2%). Στις αναφερόμενες περιοχές ευδοκμεί η παραγωγή βαμβάκος, λόγω της μορφολογίας του εδάφους και των ιωματολογικών συνθηκών (διάγραμμα Γ1.1).

Συγκεκριμένα, στη Μακεδονία δραστηριοποιήθηκαν 28 εκκοκκιστήρια την περίοδο 2002/03, στη Θεσσαλία 24, στη Στερεά Ελλάδα 21, στη Θράκη επτά (7) και στην Ήπειρο ένα (1).

Σε επίπεδο νομών, τον μεγαλύτερο αριθμό εκκοκκιστικών μονάδων, συγκέντρωσε ο νομός Βοιωτίας με 16% του συνόλου. Οι νομοί Καρδίτσας και Λαρίσης συγκέντρωσαν το 11,1% των εκκοκκιστηρίων έκαστος, ο νομός Σερρών το 98% και ο νομός Θεσσαλονίκης το 8,6% (πίνακας Γ1.1).

Μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων προσλαμβάνει κατά μέσο όρο 30 άτομα κατά την εκκοκκιστική περίοδο και η εργασιακή σχέση διαρκεί όσο και η εκκοκκιστική περίοδος.

Ορισμένες από τις επιχειρήσεις του κλάδου διαθέτουν καθετοποιημένη παραγωγική διαδικασία ή εντάσσονται σε ομίλους του ευρύτερου κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας, προμηθεύοντας με τα προϊόντα τους τις συγγενείς επιχειρήσεις.

Η διαχείριση παραγωγής για λογαριασμό τρίτων (φασόν ή outsourcing), έχει επεκταθεί και στον κλάδο των εκκοκκιστηρίων. Η ενοικίαση των χώρων και των μηχανημάτων, σε περιόδους αιχμής στη ζήτηση εκκοκκισμένου βαμβάκος, χρησιμοποιείται εκτενώς τα τελευταία έτη στον κλάδο. Τα θέματα εμπορίας του παραχθέντος εκκοκκισμένου βαμβάκος τα αναλαμβάνει ο άμεσος παραγωγός, δηλαδή αυτός που έδωσε εντολή ή αλλιώς εκχώρηση δικαιώματος παραγωγής, αυξάνοντας με τον τρόπο αυτό την ποσότητα που θα εμπορευτεί. Οι επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν την παραγωγή για λογαριασμό τρίτων δεν προβαίνουν σε αγορές σύσπορου και συνεπώς δεν εισπράττουν προκαταβολικά την κοινοτική επιδότηση. Επίσης, σε άλλες περιπτώσεις οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε ενοικίαση των εγκαταστάσεων άλλων εταιριών.

Συχνές είναι οι περιπτώσεις των επιχειρήσεων που αναγκάζονται να επιλέξουν την αποθεματοποίηση των προϊόντων τους κρίνοντας ως μη συμφέρουσα την πώληση, στοχεύοντας ή/και προσδοκώντας σε υψηλότερη μελλοντική τιμή. Το έτοιμο προϊόν (εκκοκκισμένο βαμβάκι) μπορεί να παραμείνει στις αποθήκες των επιχειρήσεων για μεγάλο χρονικό διάστημα χωρίς να μεταβληθεί στα αρχικά ποιοτικά χαρακτηριστικά του, αν και εφόσον έχουν ληφθεί τα κατάλληλα μέτρα προστασίας

Ο βαθμός εμπλοκής των επιχειρήσεων του κλάδου στην εξαγωγική διαδικασία δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλος. Οι εξαγωγές πραγματοποιούνται κυρίως μέσω αντιπροσώπων (agents) ή εμπόρων, οι οποίοι αγοράζουν τα προϊόντα κατευθείαν από τους μεταποιητές. Σε ορισμένες περιπτώσεις διενεργούνται πωλήσεις προς το εξωτερικό μέσω ξένων αγοραστών οι οποίοι έρχονται στην Ελλάδα, προκειμένου να ελέγξουν την ποιότητα του τελικού προϊόντος. Επίσης, εξαγωγικοί οίκοι μεσολαβούν μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή και το περιθώριο κέρδους τους είτε ενσωματώνεται στην τιμή, είτε εμφανίζεται ως ξεχωριστή αμοιβή.

Ο άμεσος τρόπος εξαγωγών έχει μεγαλύτερο κόστος και περισσότερη αβεβαιότητα από ό,τι τα προηγούμενα κανάλια διανομής.

5. Η Εγχώρια Αγορά Εκκοκκισμένου Βάμβακος

Μετά την παρουσίαση της ζήτησης του εκκοκκισμένου βάμβακος και την ανάλυση των βασικότερων στοιχείων της προσφοράς στις προηγούμενες ενότητες, το παρόν κεφάλαιο εξετάζει το προϊόν της αλληλεπίδρασης ζήτησης και προσφοράς, δηλαδή το μέγεθος της αγοράς.

Στα πλαίσια αυτά, στην ενότητα Γ.1 παρουσιάζεται αρχικά η πρωτογενής εγχώρια αγροτική παραγωγή σύσπορου βάμβακος, η παραγωγή εκκοκκισμένου βάμβακος σύμφωνα με τα στοιχεία του Οργανισμού Ήληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ) του Υπουργείου Γεωργίας, καθώς και τα μερίδια παραγωγής των κυριότερων επιχειρήσεων. Ακολουθεί η ενότητα Γ.2, στην οποία παρουσιάζεται το εξωτερικό εμπόριο βάμβακος, για τη χρονική περίοδο 1997-2002, σύμφωνα με τα στοιχεία της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας Ελλάδος (ΕΣΥΕ). Στην ενότητα 4.3 εμφανίζεται το μέγεθος της εγχώριας αγοράς, καθώς και τα μερίδια αγοράς των κυριότερων επιχειρήσεων.

5.1 Εγχώρια Παραγωγή Σύσπορου και Εκκοκκισμένου Βάμβακος – Μερίδια Παραγωγής Εκκοκκισμένου Βάμβακος

Η βαμβακοκαλλιέργεια υπόκειται σε καθεστώς στήριξης. Η ενίσχυση στην παραγωγή στηρίζεται στο πλαίσιο των εθνικών εγγυημένων ποσοτήτων, σε ένα σύστημα που αφενός εγγράφει μια ελάχιστη τιμή στον παραγωγό και αφετέρου αντισταθμίζει στο

επίπεδο της ενίσχυσης που χορηγείται στον εκκοκκιστή τη διαφορά μεταξύ της τιμής στόχου και της τιμής της διεθνούς αγοράς.

Πέραν της στήριξης του εισοδήματος των αγροτών, η εφαρμογή του εν λόγω καθεστώτος γίνεται για τον περιορισμό της περιβαλλοντολογικής επιβάρυνσης από τη βαμβακοκαλλιέργεια, την υπεράδρευση και υπερίλιανση.

Η εκκοκκιστική περίοδος αρχίζει τον Σεπτέμβριο ή τον Οκτώβριο κάθε έτους, ενώ η ημερομηνία λήξης καθορίζεται από τα αρμόδια κρατικά όργανα συνήθως τον Μάρτιο του επομένου έτους, προκειμένου να ελεγχθούν οι ποσότητες που έχουν συλλεχθεί από τις καλλιεργούμενες εκτάσεις και βρίσκονται στις αποθήκες των αγροτών. Ο σκοπός του ελέγχου αυτού είναι να καταγραφεί η συνολική εγχώρια πρωτογενής παραγωγή και να χαρακτηριστούν ή όχι επιδοτούμενα τα προϊόντα.

Τους καλοκαιρινούς μήνες υπολείπουν οι εκκοκκιστικές μονάδες. Η περίοδος εμπορίας του σύσπορου βάμβακος διαρκεί από την 1^η Σεπτεμβρίου έως την 31^η Δεκεμβρίου, ενώ του εκκοκκισμένου είναι συνεχής καθ' όλη τη διάρκεια του οικονομικού έτους, με εμπορεύματα τα οποία είτε έχουν παραχθεί εντός της περιόδου, είτε αποτελούν παραγωγή προηγούμενων εκκοκκιστικών περιόδων (αποθέματα).

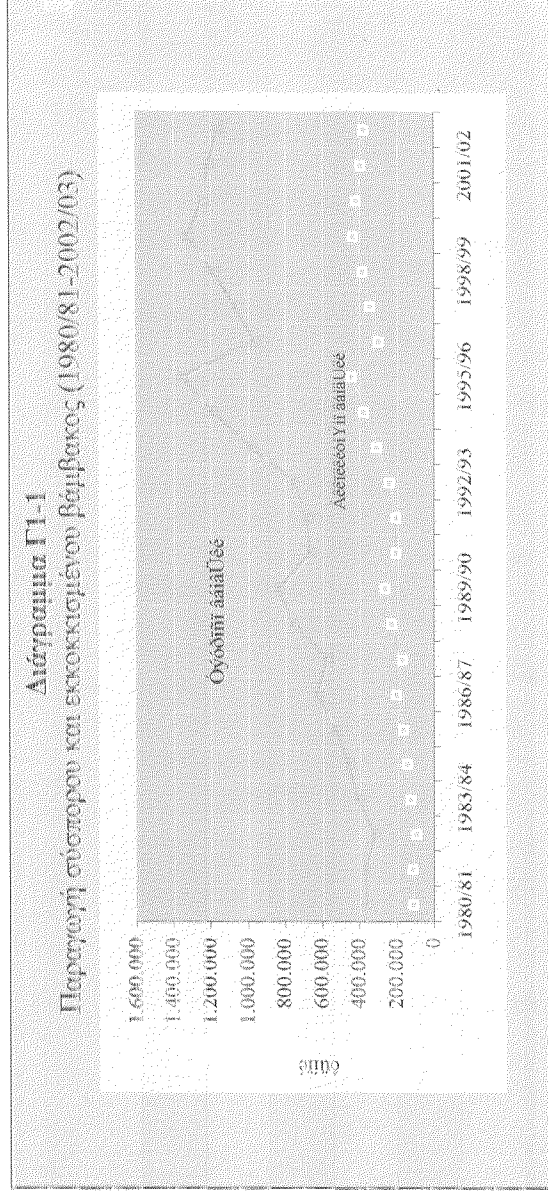
Οι καλλιεργούμενες εκτάσεις βάμβακος εμφάνισαν διακυμάνσεις το χρονικό διάστημα 1980/81 – 1999/00, σημειώνοντας μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της τάξης του 6%, σύμφωνα με τα στοιχεία του Οργανισμού Βάμβακος (πίνακας Γ.1-1). Την περίοδο 2002/03 οι καλλιεργούμενες εκτάσεις διαμορφώθηκαν σε 3.578.000 στρέμματα από 3.806.000 στρέμματα την προηγούμενη περίοδο, με βάση τα στοιχεία του ΟΠΕΚΕΠΕ, σημειώνοντας μείωση κατά 6%.

Η απόδοση του ακατέργαστου βαμβακιού σε εκκοκκισμένο κυμαίνεται από 31,2% έως και 33,2% και είναι συνάρτηση της ποιότητας του σπόρου και των μηχανημάτων κατεργασίας. Ενδεικτικά, οι συνήθεις αναλογίες απόδοσης από ένα (1) κίλο ακατέργαστο βαμβάκι είναι 32,5% ίνες, 53,5% βαμβακόσπορος, 0,5% υποπροϊόντα και 13,5% φύρα.

Η παραγωγή σύσπορου βαμβακος ακολουθήσε σε γενικές γραμμές ανοδική πορεία την περίοδο 1980/81 – 1999/00, με μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου 7,2%, σύμφωνα με τα στοιχεία του Οργανισμού Βάμβακος. Το χρονικό διάστημα 2000/01-2002/03 κυμάνθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα, μεταξύ 1.150-1.235 χιλ. τόνων, σύμφωνα με τον ΟΠΕΚΕΠΕ. Συγκεκριμένα, την περίοδο 2002/03 η παραγωγή

σύσπορου βάμβακος διαμορφώθηκε σε 1.156.000 τόνους, σημειώνοντας μείωση κατά 4,3% σε σχέση με το 2001/02 (1.208.000 τόνους).

Η ημερομηνία λήξης της τελευταίας εκκοκκιστικής περιόδου ορίστηκε ουσιαστικά η 31^η Δεκεμβρίου 2002, τις τελευταίες πέντε μέρες του Μαρτίου 2003 δόθηκαν στα εκκοκκιστήρια της χώρας 43.700 τόνοι σύσπορου οι οποίοι αναγνωρίστηκαν ως επιδοτούμενοι από την Ευρωπαϊκή Κοινότητα και επιπλέον



5.000-6.000 τόνοι μη επιδοτούμενοι. Συνολικά η παραγόμενη ποσότητα σύσπορου ανήλθε σε 1.156.015 τόνους, εκ των οποίων 1.131.257 τόνοι χαρακτηρίστηκαν επιλέξιμοι και 24.778 τόνοι μη επιλέξιμοι.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Υπουργείου Γεωργίας, την περίοδο 2001/02 η Θεσσαλία συγκέντρωσε το 40,1% της συνολικής πρωτογενούς παραγωγής σύσπορου βάμβακος. Ειδικότερα, τη μεγαλύτερη συγκομιδή είχε ο Νομός Λάρισας (19% περίπου του συνόλου παραγωγής) και ο Νομός Καρδίτσας (14% του συνόλου). Ακολούθησε η Μακεδονία με ποσοστό συμμετοχής 30,9% στο σύνολο της παραγωγής σύσπορου βάμβακος, με κυριότερο το νομό Σερρών (10,2% του συνόλου). Η Στερεά Ελλάδα και η Εύβοια συγκέντρωσε το 17,2%, με το νομό Βοιωτίας να καταλαμβάνει το 7,5% της συνολικής παραγωγής και το νομό Φθιώτιδας το 7%.

Η παραγωγή εκκοκκισμένου βάμβακος το διάστημα 1980/81-1999/00 παρουσίασε μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 7,2%, φθάνοντας τους 436.925 τόνους το 1999/00. Εκτοτε εμφάνισε μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης 4,4% και την περίοδο 2002/03 διαμορφώθηκε σε 381.500 τόνους (διάγραμμα Γ.1-1).

• **Μερίδια παραγωγής εκκοκκισμένου βάμβακος**

Πίνακας Γ.1-1		
Μερίδια παραγωγής εκκοκκισμένου βάμβακος των κυριότερων επιχειρήσεων		
Επωνυμία		2002/03
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΕΒΕ		5,8%-6,9%
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ		6,3%-6,4%
Εκκοκκιστήρια Ηράκλειας ΑΕ		5,2%-5,3%
Εκκοκκιστήρια Αιβαδειάς Μίνας ΑΕΒΕ		3,9%-4,0%
Βαμβακουργά Βοιωτίας ΑΕΒΕ		3,2%-3,3%
Δακάρ ΑΕΒΕ		3,0%-3,1%
Επύλεκτος Κλωστοϋφαντουργία ΑΕΒΕ		3,0%-3,1%
Σιάρκος ΑΕ Εκκοκκιστήρια Βάμβακος		2,6%-2,7%
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ		2,5%-2,6%
Κόλα-Σίγμα Βαμβακουργά ΑΒΕΕ		2,2%-2,3%
Παλαιολόγος Α. Π. ΑΒΕΕ		2,2%-2,3%
Ελληνική Υφαντουργία ΑΕ		2,1%-2,2%
Ένωση Αγροτ. Συνετ. Τρικάλων ΣΥΝΕΠΕ		2,1%-2,2%
Καφαντάρης-Παπακώστας ΑΒΕΕ		2,1%-2,2%
Ένωση Αγροτ. Συνετ. Ροδόλης ΣΥΝΠΕ		2,0%-2,1%
Εκκοκκιστήρια Γιαννιτσών ΑΕ		1,9%-2,0%
Αγροβίαι ΑΕ		1,8%-1,9%
Βιολάρ ΑΕ		1,8%-1,9%
Μουζάκης ΕΛ. Δ. ΑΕΒΕ		1,8%-1,9%
SKI-Εκκοκκιστήρια ΑΕΒΕ		1,7%-1,8%
Εκκοκκιστήρια Θράκης ΑΒΕΕ		1,7%-1,8%
Ένωση Αγροτ. Συνετ. Λάρισας Τυρνάβου Αγίας		1,7%-1,8%
Έξι Άλφα ΑΕ		1,7%-1,8%
Λιναρδούτσος Π. Γ. ΑΒΕΕ		1,6%-1,7%
Μάρκου Κ. Β. ΑΒΕΕ		1,5%-1,6%
Μουζάκης ΕΛ. Α. ΑΕΒΕΜΕ		1,5%-1,6%
Ελληνικά Κλωστήρια Πέλλης ΑΕ		1,4%-1,5%

τρίτους (φασόν), για λογαριασμό της

Όπως παρατηρείται, η εγχώρια παραγωγή είναι κατακερματισμένη, με αποτέλεσμα τα μερίδια των επιχειρήσεων να κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα.

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται τα μερίδια που καταλαμβάνουν ορισμένες από τις κυριότερες επιχειρήσεις στην παραγωγή εκκοκκισμένου βάμβακος την περίοδο 2002/03 (πίνακας Γ.1-1). Επισημαίνεται ότι τα μερίδια έχουν υπολογιστεί βάσει της παραγωγής που πραγματοποιήσαν οι εταιρίες έως τις 31/12/02 και δεν περιλαμβάνουν την παραγωγή που πραγματοποιήσαν τις τελευταίες 5 ημέρες του Μαρτίου, η οποία όπως ήταν περιορισμένη δεν διαφοροποιεί ουσιαστικά το ποσοστό συμμετοχής τους. Διευκρινίζεται ότι, στο μερίδιο παραγωγής εκκοκκισμένου βάμβακος κάθε εταιρίας έχει συμπεριληφθεί και η ποσότητα που παρήχθη από

Πίνακας Γ.1-1 (συνέχεια)	
Επωνυμία	2002/03
Βαϊτσου Κ. Αφοί ABEE	1,3%-1,4%
Ένωση Αγροτ. Συνετ. Μεσολογγίου Ναυπακτίας	1,3%-1,4%
Ένωση Γεωργ. Συν. Λαμίας ΣΥΝΠΕ	1,3%-1,4%
Πυραμίδα ΑΕ	1,2%-1,3%
<i>Πηγή: Εκτιμήσεις Αγοράς, ICAP</i>	

Οι παρουσιαζόμενες επιχειρήσεις στον πίνακα κάλυψαν από κοινού το 74,4%-77,5% της

συνολικής παραγωγής εκκοκκισμένου βάμβακος την περίοδο 2002 / 03. Η εταιρία Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΕΠΕ απέσπασε το μεγαλύτερο μερίδιο (6,8%-6,9%) και ακολούθησε η Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ (6,3%-6,4%) και η Εκκοκκιστήρια Ηράκλειας ΑΕ (5,2%-5,3%).

5.2 Εξωτερικό Εμπόριο Εκκοκκισμένου Βάμβακος

Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζεται η εξέλιξη του εξωτερικού εμπορίου του εκκοκκισμένου βάμβακος κατά την τελευταία εξαετία (1997-2002), σύμφωνα με τα στοιχεία της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας Ελλάδος (ΕΣΥΕ).

Το εμπορικό ισοζύγιο της χώρας μας παρέμεινε θετικό σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (1997-2002), παρουσιάζοντας διακυμάνσεις ανά έτος (πίνακας Γ.2). Σημαντική αύξηση εμφάνισε το 1999 έναντι του 1998, οπότε οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 91,3% (σε ποσότητα). Το 2002 μειώθηκε κατά 30,4%

Πίνακας Γ.2									
Εμπορικό ισοζύγιο βάμβακος (1997-2002)									
Ετος	Εισαγωγές			Εξαγωγές			Εμπορικό Ισοζύγιο		
	Αξία	Ποσό-τητα	Ετήσια Μεταβολή	Αξία	Ποσό-τητα	Ετήσια Μεταβολή	Αξία	Ποσό-τητα	Ετήσια Μεταβολή
1997	15.841.596	10.272	-	251.486.859	193.848	-	235.645.262	183.576	-
1998	9.638.245	5.288	-48,5%	203.034.650	164.106	-15,3%	193.396.405	158.818	-13,5%
1999	9.688.802	5.468	3,4%	303.325.106	313.938	91,3%	293.636.304	308.470	94,2%
2000*	9.049.455	5.991	9,6%	310.391.266	279.877	-10,8%	301.341.811	273.886	-11,2%
2001*	5.509.882	3.099	-48,3%	293.712.814	321.829	15,0%	288.202.932	318.730	16,4%
2002*	3.752.079	2.067	-33,3%	214.748.465	223.895	-30,4%	210.996.386	221.828	-30,4%
<i>Αξία: €</i> <i>Ποσότητα: τόνοι</i> <i>* Προσωρινά στοιχεία</i>									
								<i>Πηγή: ΕΣΥΕ</i>	

έναντι του προηγούμενου έτους.

5.2.1 Εισαγωγές βάμβακος

Οι εισαγόμενες ποσότητες βάμβακος είναι περιορισμένες και αφορούν ορισμένες ποικιλίες που δεν παράγονται στη χώρα μας ή δεν επαρκούν για την κάλυψη της ζήτησης. Κατά το διάστημα 1997-2002, οι εισαγωγές βαμβακιού παρουσίασαν διακυμάνσεις, (διάγραμμα Γ.2). Σημαντική μείωση στην ποσότητα εισαγωγής βάμβακος παρατηρήθηκε το 1998 (μείωση κατά 48,5% σε σχέση με το 1997) και το

2001 (μείωση κατά 48,3%). Το 2002 οι εισαγόμενες ποσότητες βάμβακος διαμορφώθηκαν σε 2.067 τόνους από 3.099 τόνους το 2001.

Την περίοδο 2001-2002, το μεγαλύτερο μέρος των εισαγωγών προήλθε από τις Τρίτες χώρες, ενώ το χρονικό διάστημα 1999-2000 οι μεγαλύτερες ποσότητες βάμβακος προήλθαν από τις χώρες της ΕΕ. Το 2002 οι εισαγωγές από τις Τρίτες χώρες κάλυψαν το 78,7% της

συνολικής ποσότητας εισαγωγών. Η κυριότερη χώρα προέλευσης εκκοκκισμένου βάμβακος το 2002 ήταν η Τουρκία, από την οποία προήλθε το 49,5% των εισαγωγών και ακολούθησε το Πακιστάν με 28,7%. Το 2001 το ποσοστό συμμετοχής του Πακιστάν ανήλθε σε 20,4%, του Ηνωμένου Βασιλείου σε 19,9%, της Τουρκίας σε 19% και της Βραζιλίας σε 16% περίπου.

Η μέση τιμή εισαγωγής του βάμβακος διαφοροποιείται ανάλογα με τις χώρες από τις οποίες πραγματοποιούνται οι μεγαλύτερες εισαγωγές. Το 2002 το βαμβάκι με προέλευση τις χώρες της ΕΕ εισήχθη με τιμή €3,07 ανά κιλό από €1,84 ανά κιλό το 2001, ενώ από τις Τρίτες Χώρες η τιμή διαμορφώθηκε σε €1,47 ανά κιλό από €1,74 ανά κιλό το 2001.

5.2.2 Εξαγωγές βάμβακος

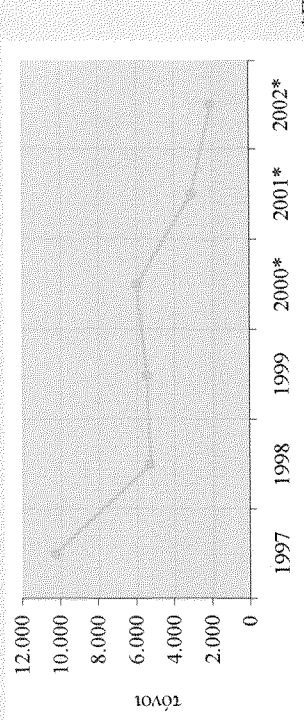
Οι εξαγωγές βάμβακος κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο (1997-2002), εμφανίζουν αυξομειώσεις.

Συγκεκριμένα, το 2002 οι εξαγόμενες ποσότητες βάμβακος ανήλθαν σε 223.895 τόνους από 321.829 τόνους το προηγούμενο έτος, σημειώνοντας μείωση κατά 30,4%.

Το εξεταζόμενο διάστημα 1997-2002 οι εξαγωγές βάμβακος προς τις χώρες της ΕΕ κάλυψαν το 21%-36%

Διάγραμμα Γ.2.1

Εξέλιξη εισαγωγών βάμβακος (1997-2002)

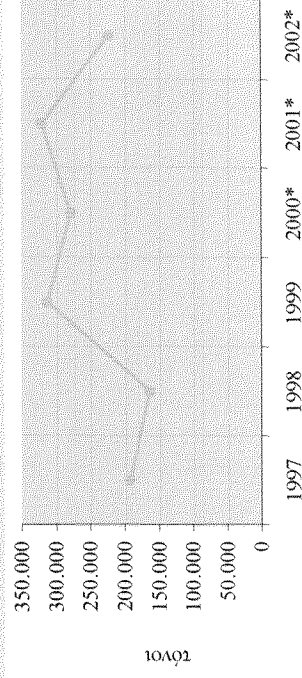


Πηγή: ΕΣΥΕ
*Προσωρινά στοιχεία

*Π

Διάγραμμα Γ.2.2

Εξέλιξη εξαγωγών βάμβακος (1997-2002)



Πηγή: ΕΣΥΕ
* Προσωρινά στοιχεία

των συνολικών εξαγωγών. Το 2002, διαμορφώθηκαν σε 47.546 τόνους από 113.489 τόνους το 2001 (μείωση κατά 58%). Το ίδιο έτος εξήχθησαν προς τις Τρίτες Χώρες 176.438 τόνοι, σημειώνοντας μείωση κατά 15,3% σε σχέση με το 2001 (208.340 τόνοι).

Το μεγαλύτερο μέρος των εξαγωγών βάμβακος κατευθύνεται προς την Τουρκία. Συγκεκριμένα, η εν λόγω χώρα το 2002 απορρόφησε το 48,5% των συνολικών εξαγόμενων ποσοτήτων. Ακολούθησε η Ιταλία με ποσοστό συμμετοχής 11,8% (από 26,9% το 2001), η Βουλγαρία με 6% περίπου, και η Ιαπωνία με 4% περίπου.

Η μέση τιμή εξαγωγής βάμβακος προς τις Τρίτες Χώρες διαμορφώθηκε σε €0,98/κilo το 2002 €1,08/κilo το 2001) και προς τις χώρες της ΕΕ €0,90/κilo (€0,60/κilo το 2001).

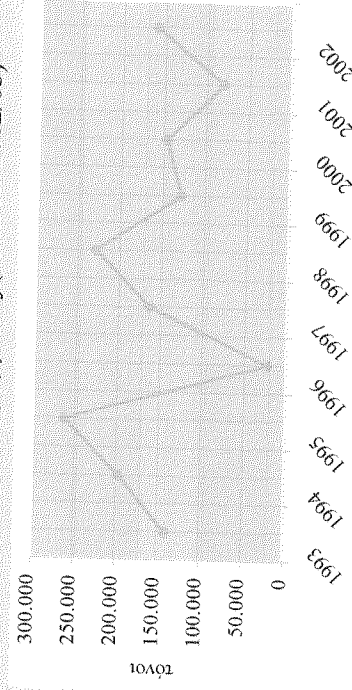
5.3 Εγχώρια Αγορά Εκκοκκισμένου Βάμβακος – Μερίδια Αγοράς

Πίνακας Γ.3-1					Η εγχώρια φαινομενική κατανάλωση εκκοκκισμένου βάμβακος
Εγχώρια φαινομενική κατανάλωση βάμβακος (1993-2002)					
Έτος	Παραγωγή	Εισαγωγές	Εξαγωγές	Φαινομενική Κατανάλωση	Εκκοκκισμένος βάμβακος παρουσίασε κατά τη χρονική περίοδο 1993-2002(πίνακας Γ.3-1, διάγραμμα Γ.3.-2) που οφείλονται στη φύση
1993	310.000	8.478	177.670	140.808	
1994	380.000	7.054	189.729	197.325	
1995	446.724	8.979	193.188	262.515	
1996	301.000	7.566	286.762	21.804	
1997	347.213	10.272	193.848	163.637	
1998	387.329	5.288	164.106	228.511	
1999	436.925	5.468	313.938	128.455	
2000	420.665	5.991	279.877	146.779	
2001	399.000	3.099	321.829	80.270	
2002	381.500	2.067	223.895	159.672	
Ποσότητα: τόνοι					Πηγή: ΟΠΕΚΕΠ, ΕΣΥΕ

του εξεταζόμενου προϊόντος και στις αυξομειώσεις των αποθεμάτων. Ειδικότερα, οι καιρικές συνθήκες επηρεάζουν την στρεμμα-τική απόδοση σε σύσπορο βαμβάκι, με αποτέλεσμα την αυξομείωση της παραγωγής εκκοκκισμένου βάμβακος. Επίσης, οι τιμές που ισχύουν στη διεθνή αγορά επηρεάζουν το ύψος των εξαγωγών, οι οποίες απορροφούν το μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας παραγωγής.

Διάγραμμα Γ.3-2

Εξέλιξη της εγχώριας φαινομενικής κατανάλωσης εκκοκκισμένου βάμβακος (1993/94-2002/03)



Grant Thornton

Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι, η σημαντική μείωση της φαινομενικής κατανάλωσης το 1996 οφείλεται αφενός στη μείωση

της παραγωγής (λόγω καιρικών συνθηκών, απεργίας των αγροτών και των εργαζομένων στον Οργανισμό Βάμβακος) και αφετέρου στη σημαντική αύξηση των εξαγωγών, μεγάλο μέρος των οποίων αφορούσε αποθέματα του προηγούμενου έτους. Επίσης, το 2001 η φαινομενική κατανάλωση διαμορφώθηκε και πάλι σε χαμηλά επίπεδα, γεγονός που οφείλεται μεταξύ άλλων στην αύξηση των εξαγωγών, καθώς οι εταιρίες διέθεσαν τα υψηλά αποθέματα που διατηρούσαν από το προηγούμενο έτος κατά το οποίο η τιμή διάθεσης του εκκοκκισμένου βάμβακος ήταν χαμηλή. Το 2002 η εγχώρια φαινομενική κατανάλωση εκκοκκισμένου βάμβακος ανήλθε σε 159.672 τόνους, έναντι 80.270 τόνων την προηγούμενη περίοδο.

Οι εισαγωγές σε εκκοκκισμένο βαμβάκι είναι πολύ περιορισμένες και πραγματοποιούνται από κλωστοϋφαντουργικές μονάδες για την κάλυψη ειδικών αναγκών. Το μεγαλύτερο μέγεθος εισαγωγών σημειώθηκε το 1997 (10.272 τόννοι), ενώ το 2002 εισήχθησαν 2.067 τόννοι σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΣΥΕ.

Η πραγματική κατανάλωση εκκοκκισμένου βάμβακος διαφέρει από τη φαινομενική και δεν παρουσιάζει μεγάλες αυξομειώσεις μεταξύ των ετών. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Οργανισμού Βάμβακος, η πραγματική εγχώρια κατανάλωση κυμάνθηκε μεταξύ 125.000-135.000 τόνων το χρονικό διάστημα 1993/94-2000/01 (πίνακας Π4.7 παραρτήματος). Για τις περιόδους 2001/02 και 2002/03 δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία από επίσημο φορέα.

5.4 Μερίδια Αγοράς

Στον πίνακα Γ.4 παρουσιάζονται τα μερίδια αγοράς των κυριότερων επιχειρήσεων του κλάδου βάσει της εγχώριας φαινομενικής κατανάλωσης, για την εκκοκκιστική περίοδο 2002/03.

Πίνακας Γ.4		
Μερίδια αγοράς εκκοκκισμένου βάμβακος		
Των κυριότερων επιχειρήσεων (2002/03)		
Επωνυμία	2002/03	
Εκκοκκιστήρια Λιβαδειάς Μίχας ΑΕΒΕ	6,5%-7,0%	
Επiλεκτος Κλωστοϋφαντουργία ΑΕΒΕ	6,0%-6,5%	
Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒ&ΕΕ	5,5%-6,5%	
Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΕΒΕ	5,5%-6,0%	
Βαμβακουργία Βοιωτίας ΑΕΒΕ	5,0%-5,5%	
Ελληνική Υφαντουργία ΑΕ	4,5%-5,5%	
Ελληνικά Εκκοκκιστήρια ΑΒΕΕ	3,0%-3,5%	
Εξί Άλφα ΑΕ	3,0%-3,5%	
Εκκοκκιστήρια Θράκης ΑΒΕΕ	2,5%-3,5%	
Πυραμίδα ΑΕ	2,5%-3,5%	
Εκκοκκιστήρια Βάμβακος Λιβαδειάς ΑΕ	2,5%-3,0%	
Ενωση Αγροτ. Συνετ. Ροδόπης ΣΥΝΠΠΕ	2,5%-3,0%	
Συν. Εκκο. Εβρος ΑΒΕΕ	2,5%-3,0%	
Εκκοκκιστήρια Δυτικού Πέλλας ΑΕ	2,0%-3,0%	
Εκκοκκιστήρια Σοφάδων ΑΕ	2,0%-2,5%	
Πηγή: Εκτιμήσεις Αγοράς - ICAP		

Τα μερίδια υπολογίζονται βάσει της παραγωγής και των εξαγωγών που είχαν πραγματοποιήσει οι επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας μελέτης, καθώς η εμπορική περίοδος βρίσκεται σε εξέλιξη. Με τη λήξη της περιόδου ενδέχεται τα εν λόγω μερίδια να διαφοροποιηθούν, αλλά εκτιμάται ότι δεν θα υπάρξουν σημαντικές αλλαγές, καθώς οι περισσότερες επιχειρήσεις είχαν καθορίσει το ύψος των εξαγωγών τους. Σημειώνεται ότι, αρκετές από τις αναφερόμενες επιχειρήσεις πραγματοποιούν μεγάλο ύψους εξαγωγές, με αποτέλεσμα τα μερίδια που καταλαμβάνουν στο σύνολο της εγχώριας αγοράς εκκοκκισμένου βάμβακος να παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις σε σχέση με τα μερίδια παραγωγής.

Τις πρώτες θέσεις κατέλαβαν οι εταιρίες Εκκοκκιστήρια Λιβαδειάς Μίχας ΑΕΒΕ και Επιλεκτος Κλωστοϋφαντουργία ΑΕΒΕ με αντίστοιχα μερίδια αγοράς 6,5%-7% και 6%-6,5% και ακολούθησαν οι επιχειρήσεις Εκκοκκιστήρια Θεσσαλίας ΑΒΕΕ (5,5%-6,5%), Καραγιώργου Ν. Αφοί ΑΕΒΕ (5,5%-6%), Βαμβακουργία Βοιωτίας ΑΕΒΕ (5%-5,5%) και Ελληνική Υφαντουργία ΑΕ (4,5%-5,5%).

Οι 15 επιχειρήσεις του πίνακα κάλυψαν από κοινού το 55,5%-66% της εγχώριας φαινομενικής κατανάλωσης εκκοκκισμένου βάμβακος το 2002.

6. Συμπεράσματα-Προοπτικές

Το παρόν κεφάλαιο ολοκληρώνει την εξέταση των χαρακτηριστικών του κλάδου εκκόκκισης βάμβακος στην Ελλάδα, όπως αυτά σκιαγραφήθηκαν στις προηγούμενες ενότητες. Στόχος του κεφαλαίου δεν είναι η σύνοψη των ευρημάτων της μελέτης σε κάθε ενότητα, αλλά η αναπαραγωγή των κυριότερων συμπερασμάτων σε συνδυασμό με τις εκτιμήσεις για την μελλοντική πορεία του κλάδου. Άλλωστε, μία συμπτωνόμενη εικόνα των βασικών παρατηρήσεων κάθε ενότητας, προσφέρεται στη σύνοψη που παρατίθεται στην αρχή της μελέτης.

Το κοινωνικό καθεστώς ενίσχυσης στηρίζει τη βαμβakoπαραγωγή και το εισόδημα των αγροτών και συνίσταται σε μια ελάχιστη τιμή που καταβάλλεται στον παραγωγό σύσπορου βάμβακος μέσω του μεταποιητή, ο οποίος λαμβάνει ως αντιστάθμισμα ενίσχυση που του επιτρέπει να πωλήσει το εκκοκκισμένο βαμβάκι στην τιμή της παγκόσμιας αγοράς.

Η τιμή αγοράς του σύσπορου βάμβακος από τα εκκοκκιστήρια επηρεάζει το κόστος παραγωγής τους το οποίο, σε συνδυασμό με την τιμή πώλησης του εκκοκκισμένου βάμβακος, καθορίζει την κερδοφορία των επιχειρήσεων του κλάδου. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι, την περίοδο 2000/2001 κατά την οποία υπήρξε αύξηση της τιμής του σύσπορου βάμβακος και πτώση της τιμής του εκκοκκισμένου βάμβακος κατά την περίοδο διάθεσής του, πολλές επιχειρήσεις εμφάνισαν ζημιολόγona αποτελέσματα. Επίσης, υπήρξε σημαντική αύξηση των αποθεμάτων, καθώς αρκετές εκκοκκιστικές μονάδες προτίμησαν να μην διαθέσουν τα προϊόντα τους στην αγορά. Την επόμενη περίοδο (2001/2002) υπήρξε βελτίωση της οικονομικής κατάστασης των περισσότερων επιχειρήσεων, καθώς πραγματοποιήσαν σημαντικές εξαγωγές.

Η αγροτική παραγωγή σύσπορου βάμβακος και κατά συνέπεια η διαθεσιμότητα πρώτης ύλης για τα εκκοκκιστήρια υπόκειται σε περιορισμούς. Οι ισχύουσες διατάξεις που εφαρμόζονται γενικότερα αποθαρρύνουν το μεγάλο όγκο παραγωγής, που θα συνεπαγόταν αφενός αρνητικές επιπτώσεις στο περιβάλλον και αφετέρου τη μείωση των τιμών διάθεσης του σύσπορου βάμβακος. Στα πλαίσια αυτά, το Υπουργείο Γεωργίας προωθεί το μοντέλο που βασίζεται στην υποχρεωτική αμειψισπορά, δηλαδή στην αλλαγή της καλλιέργειας ενός ποσοστού των καλλιεργούμενων από κάθε παραγωγό στρεμμάτων. Η ποσοστιαία μείωση των καλλιεργούμενων εκτάσεων θα είναι μεγαλύτερη για τους μεγάλους παραγωγούς και

σχετικά χαμηλότερη για τους μικρούς. Το μοντέλο αυτό βασίζεται σε υπολογισμούς που έχουν γίνει με βάση το νέο κοινοτικό κανονισμό, προσδιορίζοντας τη βέλτιστη παραγωγή στους 1.100 χιλ. τόνους η οποία θα εξασφαλίζει στη χώρα μας την είσπραξη των μεγαλύτερων δυνατών επιδοτήσεων.

Η επιβολή κυρώσεων σε ορισμένες περιπτώσεις είναι απαραίτητη για την ομαλή λειτουργία του συστήματος ενίσχυσης, σύμφωνα με τον Κοινοτικό Κανονισμό. Η νόμιμη λειτουργία των εκκοκκιστηρίων συντελεί στη μη επιβολή κυρώσεων και ποινών που συνεπάγονται ανάκληση αδειών κλπ. Έλεγχοι διενεργούνται και σε βαμβακοπαραγωγούς που παραδίδουν σύσπορο βάμβάκι, των οποίων οι αποδόσεις κρίνονται υπερβολικές (άνω των 400 κλών ανά στρέμμα).

Η πρωτογενής παραγωγή επηρεάζεται επίσης από αστάθμητους παράγοντες, όπως είναι οι καιρικές συνθήκες, γεγονός που προκαλεί αβεβαιότητα στις επιχειρήσεις του κλάδου και δυσχεραίνει τον προγραμματισμό. Επίσης, οι κλιματολογικές συνθήκες έχουν άμεση επίδραση στην ποιότητα του σύσπορου βάμβακος, γεγονός που καθορίζει την ποιότητα και την τιμή πώλησης του εκκοκκισμένου βάμβακος. Η ποιότητα της πρώτης ύλης εξαρτάται επίσης από τη χρήση φαρμάκων η οποία όταν είναι υπέρμετρη έχει αρνητικές επιπτώσεις στο προϊόν, από τις συνθήκες συλλογής του σύσπορου βάμβακος, από την αποφλοίωση η οποία όταν πραγματοποιείται αναβαθμίζει την ποιότητα και από το είδος της συσκευασίας κατά την μεταφορά.

Η ποιότητα του εκκοκκισμένου βάμβακος καθορίζει και την εμπορευσιμότητά του ιδίως στις αγορές του εξωτερικού, όπου κατευθύνεται το μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας παραγωγής. Ιδιαίτερη σημασία έχουν οι συνθήκες αποθήκευσης του σύσπορου βάμβακος πριν την επεξεργασία, καθώς όταν είναι ακατάλληλες ενδέχεται να υποβαθμίσουν σημαντικά την ποιότητα του εκκοκκισμένου βάμβακος. Επίσης, ο μηχανολογικός εξοπλισμός που χρησιμοποιείται στην παραγωγική διαδικασία προσδιορίζει την ποιότητα του τελικού προϊόντος. Ωστόσο, η έλλειψη κονδυλίων δεν επιτρέπει στις μικρότερου κυρίως μεγέθους επιχειρήσεις να ανανεώνουν συχνά τον εξοπλισμό τους, με αποτέλεσμα να είναι λιγότερο ανταγωνιστικές σε σχέση με τις μεγάλου μεγέθους παραγωγικές μονάδες.

Ο ανταγωνισμός είναι ιδιαίτερα αυξημένος στον κλάδο. Η αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας είτε μέσω ενοικίασης εγκαταστάσεων, είτε με αγορά παγίου κεφαλαίου, είτε με παραγωγή με τη μέθοδο του φασόν, καθώς επίσης και οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό με σκοπό τη βελτίωση της ποιότητας των

παραγομένων προϊόντων, αποτελούν ενέργειες που πραγματοποιούνται από επιχειρήσεις του κλάδου με σκοπό τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς τους.

Ορισμένες από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου διαθέτουν κατετοπομημένη παραγωγική δραστηριότητα, είτε εντάσσονται σε κλωστοϋφαντουργικούς ομίλους. Τα φαινόμενα συνεργασιών, συγχωνεύσεων και εξαγορών στον κλάδο αναμένεται να συνεχιστούν και τα προσεχή έτη, στα πλαίσια της προσπάθειας των επιχειρήσεων για την εξασφάλιση και τον έλεγχο της πρώτης ύλης, καθώς και για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας.

Η διατύπωση προβλέψεων για την εξέλιξη της εγχώριας αγοράς εκκοκκισμένου βάμβακος τα προσεχή έτη καθίσταται δυσχερής, λόγω των αστάθμητων παραγόντων που επιδρούν στην βαμβακοκαλλιέργεια και των συνθηκών που θα ισχύσουν στη διεθνή αγορά, οι οποίες θα καθορίσουν το ύψος των εξαγωγών και των αποθεμάτων. Επίσης, η έκταση που έχει δικαίωμα να καλλιεργήσει κάθε παραγωγός ενδέχεται να διαφοροποιείται ανά εσοδεία και επηρεάζεται από τις εκάστοτε υπουργικές αποφάσεις. Σύμφωνα με υπουργική απόφαση, για την καλλιεργητική περίοδο 2003/04 θα δοθεί δικαίωμα καλλιέργειας 80 στρεμμάτων βάμβακος σε κάθε νέο αγρότη που ξεκινά για πρώτη φορά το επάγγελμα.

Η κατάλληλη επιλογή προμηθευτών, η οργανωμένη διεύθυνση του πελατολογίου στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, η τυποποίηση και η εφαρμογή συστημάτων ποιοτικού ελέγχου στην παραγωγή αποτελούν ενέργειες στις οποίες αναμένεται να επικεντρώσουν περισσότερο το ενδιαφέρον τους οι επιχειρήσεις του κλάδου τα επόμενα έτη.

Η ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων στο εξωτερικό αποτελεί σημαντικό παράγοντα για τη βιωσιμότητα και την περαιτέρω ανάπτυξή τους, εφόσον η συντριπτική πλειοψηφία προωθεί τα προϊόντα της σε ξένες αγορές. Η ποιότητα του προϊόντος, η επικοινωνιακή ικανότητα των υπευθύνων, οι καλές δημόσιες σχέσεις και τα δίκτυα διανομής είναι οι σπουδαιότεροι παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν στην περαιτέρω διείσδυση των επιχειρήσεων σε αγορές του εξωτερικού.

IV BUSINESS PLAN THE ΕΤΑΡΙΑΣ "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΚΚΟΚΚΙΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε."

1. Ισολογισμοί χρήσεων με λήξη από 2004 έως 2008

Πιο κάτω παρατίθενται τα μεγέθη των Ισολογισμών του Business Plan.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Εξόδα εγκατάστασης	15	0	0	0	0	0
Ασώματες ακινητοποιήσεις	0	0	0	0	0	0
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	16.146	15.684	15.199	14.704	14.198	13.683
Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	88	388	2.388	4.388	4.388	4.388
Σύνολο πάγιου ενεργητικού	16.234	16.073	17.587	19.092	18.587	18.072
Αποθέματα	22.511	14.558	16.461	17.430	19.521	23.426
Απαιτήσεις από πελάτες	9.990	8.060	9.083	10.899	13.079	15.695
Λοιπές απαιτήσεις	21.867	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Χρεόγραφα	2.636	0	0	0	0	0
Διαθέσιμα	1.026	6.441	5.394	6.538	10.156	13.808
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	58.030	37.059	38.937	42.866	50.756	60.928
Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	0	0	0	0	0	0
Σύνολο ενεργητικού	74.279	53.132	56.525	61.958	69.343	79.000

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Ίδια κεφάλαια	5.373	7.027	10.778	15.847	22.093	29.744
Προβλέψεις	0	0	0	0	0	0
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	35.259	32.321	29.627	27.158	24.895	22.820
Δάνεια βραχυπρόθεσμα	19.859	1	1	1	1	1
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές	10.441	11.836	14.171	17.005	20.406	24.487
Λοιπές βραχυρόνιες υποχρεώσεις	3.092	1.948	1.948	1.948	1.948	1.948
Σύνολο υποχρεώσεων	68.651	46.105	45.747	46.112	47.250	49.256
Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	255	0	0	0	0	0
Σύνολο παθητικού	74.279	53.132	56.525	61.959	69.343	79.000

2. Λογαριασμοί αποτελεσμάτων χρήσης

Οι λογαριασμοί αποτελεσμάτων χρήσης για το ίδιο διάστημα έχουν ως εξής:

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Κύκλος εργασιών	39.184	36.000	43.102	51.723	62.067	74.480
Κόστος πωληθέντων	38.778	30.616	36.462	43.553	52.058	62.261
Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	405	5.384	6.640	8.170	10.009	12.220
Άλλα έσοδα	51	0	0	0	0	0
εκμετάλλευσης						
Σύνολο	457	5.384	6.640	8.170	10.009	12.220
Σύνολο εξόδων						
διοίκησης, διάθεσης και	1.482	1.200	1.320	1.452	1.597	1.757
έρευνας						
Μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	-1.026	4.184	5.320	6.718	8.412	10.463
Χρηματοοικονομικά	0	8	2.000	2.500	2.500	2.500
έσοδα						
Χρηματοοικονομικά	2.746	2.147,75	1.549	1.420	1.301	1.193
έξοδα						
Ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	-3.772	2.044	5.771	7.798	9.610	11.770
Εκτακτα και ανόργανα	4.587	500	0	0	0	0
έσοδα						
Εκτακτα και ανόργανα	0	0	0	0	0	0
έξοδα						
Αποτελέσματα	815	2.544	5.771	7.798	9.610	11.770
χρήσεως προ φόρων						
Φόροι εισοδήματος	0	891	2.020	2.729	3.364	4.120
Λοιποί φόροι	6	0	0	0	0	0
Αποτελέσματα						
χρήσεως μετά φόρων	809	1.654	3.751	5.069	6.247	7.650
Αμοιβές μελών Δ.Σ.	0	0	0	0	0	0
Καθαρά						
αποτελέσματα μετά						
τους φόρους και τις						
αμοιβές του Δ.Σ.	809	1.654	3.751	5.069	6.247	7.650
Μερίσματα			0	0	0	0
Μεταφορά στην						
Καθαρή Θέση	809	1.654	3.751	5.069	6.247	7.650
Σύνολο αποσβέσεων						
παγίων και εξόδων		1.096	1.118	1.141	1.163	1.187

Στοιχειώδης

3. Σχέσεις εξέλιξης ορισμένων λογαριασμών

Για ορισμένους από τους βασικούς λογαριασμούς των προβλέψεων, στους πιο κάτω πίνακες εμφανίζονται πρόσθετες πληροφορίες.

3.1 Κύκλος εργασιών

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
--	------	------	------	------	------	------

Κύκλος εργασιών την τελευταία χρήση	39.184						
Μεταβολή την τελευταία χρήση	-3,67%						
Μέση μεταβολή περιόδου	19,51%						
Στόχος για Business Plan	39.184	36.000	43.102	51.723	62.067	74.480	
Ετήσια μεταβολή		-8,13%	19,73%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%

Η διοίκηση της εταιρίας εκτιμά, ότι με μία μέση αύξηση του κύκλου εργασιών την τελευταία τριετία ((κύκλος εργασιών 2003/κύκλος εργασιών 2001/2) της τάξης του 20%, θα έχει μία σημαντική κάμψη το 2004 της τάξης του 8% ενώ τα επόμενα χρόνια θα έχει σταθερή αύξηση 20%.

3.2 Κόστος πωληθέντων

2003	2004	2005	2006	2007	2008
------	------	------	------	------	------

[illegible]

Η διοίκηση της εταιρίας εκτιμά, ότι με μία μέση σχέση του κόστους πωληθέντων με τις πωλήσεις την τελευταία τριετία 90%, και για την τελευταία χρήση 99%, θα επιτύχει σχέση για το 2004 85%, που θα βραίνει ελαφρά μειούμενη στις επόμενες χρήσεις.

3.3 Έξοδα διοίκησης και διάθεσης

2003	2004	2005	2006	2007	2008
------	------	------	------	------	------

Ποσοστό εξόδων στις πωλήσεις την προηγούμενη χρήση	3,78%
Μέσο ποσοστό περιόδου	4,29%

Κύκλος εργασιών	39.184	36.000	43.102	51.723	62.067	74.480
Προβλεπόμενα έξοδα διοίκησης και διάθεσης	1.482	1.200	1.320	1.452	1.597	1.757
Ποσοστό στον κύκλο εργασιών	3,78%	3,33%	3,06%	2,81%	2,57%	2,36%
Μεταβολή	80,95 %	110,00%	110,00%	%	%	%

Η διοίκηση της εταιρίας εκτιμά ότι με μία μέση σχέση την τελευταία τριετία αυτών των εξόδων προς τον κύκλο εργασιών της τάξης του 4,3%, που μειώθηκε όμως στην τελευταία χρήση σε 3,8%, θα επιτύχει σημαντική αναλογική μείωσή τους από 3,3% στην πρώτη χρήση των προβλέψεων, μέχρι 2,4% στην τελευταία χρήση.

3.4 Πελάτες

2003	2004	2005	2006	2007	2008
------	------	------	------	------	------

Μέση σχέση απαιτήσεων από πελάτες ιστορικής περιόδου με κύκλο εργασιών	22,33%
Μέσο ποσοστό ΦΠΑ στις πωλήσεις	18,00%
Μέση κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων από πελάτες ιστορικής περιόδου σε μήνες	2,27

Απαιτήσεις από πελάτες - στόχοι από το BP	9.990	8.060	9.083	10.899	13.079	15.695
Μεταβολή σε απόλυτα μεγέθη		19,31 %	12,69%	20,00%	20,00%	20,00%
Κύκλος εργασιών	39.184	36.000	43.102	51.723	62.067	74.480
Κύκλος εργασιών πλέον ΦΠΑ	46.237	42.480	50.860	61.033	73.239	87.887
Ποσοστό στον κύκλο εργασιών της χρήσης	25,49 %	22,39 %	21,07%	21,07%	21,07%	21,07%
Ποσοστό στον κύκλο εργασιών της χρήσης πλέον το ΦΠΑ	21,61 %	18,97 %	17,86%	17,86%	17,86%	17,86%
Κυκλοφοριακή	2,59	2,28	2,14	2,14	2,14	2,14

ταχύτητα σε μήνες

Η διοίκηση της εταιρίας εκτιμά ότι θα υπάρξει οριακή βελτίωση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των απαιτήσεων από πελάτες.

3.5 Προμηθευτές

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
--	------	------	------	------	------	------

Μέση σχέση υποχρεώσεων σε προμηθευτές ιστορικής περιόδου με κύκλο εργασιών	22,51%					
Μέση σχέση υποχρεώσεων σε προμηθευτές ιστορικής περιόδου με κόστος πωληθέντων	24,89%					
Υποχρεώσεις σε προμηθευτές - στόχοι από το BP	10.441	11.836	14.171	17.005	20.406	24.487
Μεταβολή σε απόλυτα μεγέθη		13,36 %	19,73%	20,00%	20,00%	20,00%
Κύκλος εργασιών	39.184	36.000	43.102	51.723	62.067	74.480
Κόστος πωληθέντων	38.778	30.616	36.462	43.553	52.058	62.261
Ποσοστό στον κύκλο εργασιών της χρήσης	26,65 %	32,88 %	32,88%	32,88%	32,88%	32,88%
Ποσοστό στο κόστος πωληθέντων της χρήσης	26,93 %	38,66 %	38,86%	39,04%	39,20%	39,33%

Η διοίκηση της εταιρίας εκτιμά ότι θα επιτύχει στα επόμενα πέντε χρόνια σημαντική αύξηση της χρηματοδότησής της από τους προμηθευτές της.

3.6 Επενδύσεις

Επενδύσεις	Σύνολο	2004	2005	2006	2007	2008
Επενδύσεις	3.227,74	620,24	632,64	645,30	658,20	671,36

Η διοίκηση της εταιρίας εκτιμά ότι με συνολικές επενδύσεις της τάξης των 3,2 εκ. € στην επόμενη πενταετία, θα επιτύχει τους στόχους αύξησης του κύκλου εργασιών που έχει θέσει.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Περιρισμοί στη μελέτη

Ο προσδιορισμός της ακριβούς αξίας μίας επιχείρησης, είναι ένα εξαιρετικά σύνθετο πρόβλημα.

Η αιτία βρίσκεται στο γεγονός ότι αφενός υπάρχουν αντικειμενικές δυσκολίες στη διαμόρφωση μαθηματικών μοντέλων που να περιλαμβάνουν όλες τις παραμέτρους που επιδρούν στη διαμόρφωση της αξίας μίας επιχείρησης, λόγω του πλήθους, της μεταβλητότητας και της αδυναμίας παραμετροποίησής τους και αφετέρου ότι υπεισέρχεται ο υποκειμενικός παραγοντας των επιθυμιών, προσδοκιών και εκτιμήσεων της διοίκησης, που ενισχύονται από την αδυναμία διαμόρφωσης αδιαμφισβήτητων μοντέλων εκτίμησης.

Επομένως οι όποιοι υπολογισμοί και εκτιμήσεις γίνουν για την αξία μίας επιχείρησης, αποτελούν προσεγγίσεις που πρέπει να εξετάζονται κριτικά.

Ο εκτιμητής, με βάση τα δεδομένα που έχει στη διάθεσή του, εφαρμόζοντας κοινά αποδεκτά μαθηματικά μοντέλα, επιδιώκει την καλύτερη δυνατή προσέγγιση, αξιολογώντας τις ιδιομορφίες της επιχείρησης και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτών των μοντέλων, ώστε να επιλέξει τα πλέον κατάλληλα για την εκτίμηση, σταθμίζοντας πολλές φορές τα αποτελέσματά τους, για να καταλήξει σε μία αποδεκτή και τεκμηριωμένη αξία.

Το κάθε ένα από τα μαθηματικά μοντέλα, επειδή κατά τεκμήριο προσεγγίζει το πρόβλημα από ιδιαίτερη σκοπιά, οδηγεί σε διαφορετικές αξίες, που πολλές φορές απέχουν σημαντικά η μία από την άλλη.

Στο τέλος, η τελική απόφαση για την αξία της επιχείρησης, είναι επιχειρηματική απόφαση λαμβάνεται, με βάση ασφαλώς και τη μελέτη εκτίμησης, αλλά μετά από συνεκτίμηση και άλλων αντικειμενικών παραμέτρων ή υποκειμενικών βλέψεων, ώστε να επιτευχθεί μια σχέση ισορροπίας σε δεδομένη χρονική στιγμή.

1.2 Πηγές πληροφόρησης

Οι βασικές πηγές πληροφόρησής μας για τους υπολογισμούς της αποτίμησης, βρίσκονται στα ιστορικά στοιχεία για την προηγούμενη τετραετία με λήξη της τελευταίας χρήσης την 30^η 6.2003 και στο επιχειρηματικό σχέδιο για την επόμενη πενταετία, με λήξη της τελευταίας χρήσης την 30^η 6.2008.

Σε ότι αφορά τα ιστορικά στοιχεία, δεν πραγματοποιήθηκε έλεγχος από την πλευρά μας, αλλά με δεδομένο ότι η εταιρία ελέγχεται τακτικά από Ορκωτούς Ελεγκτές, θεωρήσαμε σαν δεδομένο ότι οι παρατηρήσεις που αναφέρονται στα σχετικά πιστοποιητικά ελέγχου, καλύπτουν όλες τις ουσιώδεις επιδράσεις, στην καθαρή θέση και τα αποτελέσματα της του παρελθόντος.

Σε ότι αφορά το επιχειρηματικό σχέδιο, όλες οι προβλέψεις του είναι προβλέψεις της διοίκησης.

Στα πλαίσια της έρευνάς μας αναλύσαμε ορισμένα μεγέθη και υπολογίσαμε ορισμένες σχέσεις μεταξύ τους και με αντίστοιχα ιστορικά μεγέθη.

Η εργασία μας αυτή δεν συνιστά εργασία αξιολόγησης του επιχειρηματικού σχεδίου της εταιρίας και πιστοποίηση της δυνατότητάς της να επιτύχει τα μεγέθη που αναφέρονται σε αυτό.

Στα πλαίσια της έρευνάς μας, παραθέσαμε πληροφορίες για τον κλάδο και για τη θέση της εταιρίας σε αυτόν σε σχέση με ορισμένους ανταγωνιστές της, αντλώντας στοιχεία από εξωτερικές πηγές που αναφέρονται.

Επιπλέον για την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης που επιλέξαμε, χρησιμοποιήσαμε και ορισμένες πηγές εξωτερικής πληροφόρησης, που αφορούν κυρίως προσδιορισμούς επιτοκίων ή ανάλυση οικονομικών καταστάσεων άλλων εταιριών.

1.3 Μεθοδολογία

Για την επίτευξη του σκοπού της παρούσας εργασίας, ακολουθήσαμε την εξής μεθοδολογία:

Λάβαμε υπόψη τα οικονομικά μεγέθη του Business Plan της εταιρίας, για την περίοδο των χρήσεων 2003-04 έως 2007-08.

Σαν συντελεστή BETA της εταιρίας λάβαμε το 1,40 που αξιολογώντας τα δεδομένα που είχαμε στη διάθεσή μας εκτιμούμε ότι εκφράζει σωστά τη συγκεκριμένη επιχείρηση.

Για τον προσδιορισμό διαφόρων άλλων μεταβλητών, όπως το risk free rate, το risk premium και το ρυθμό προβλεπόμενης ανάπτυξης της εταιρίας (growth) μετά την περίοδο που εξετάζεται στο Business Plan, λάβαμε υπόψη δεδομένα της αγοράς ή προβήκαμε σε εκτιμήσεις που αναφέρονται στην εργασία.

Εξετάσαμε διάφορους μεθόδους αποτίμησης, αλλά με βάση τα δεδομένα και τη φύση της εταιρίας, επιλέξαμε τελικά μεθόδους, που θεωρήσαμε ότι μπορεί να προσεγγίσουν καλύτερα την εκτίμηση της αξίας της εταιρίας, ανάλογα με το σενάριο εξέλιξης των οικονομικών μεγεθών.

Οι μέθοδοι τις οποίες γενικά χρησιμοποιήσαμε είναι:

- Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- Η μέθοδος της υπερπροσόδου
- Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης των κερδών

Οι αξίες που υπολογίστηκαν με βάση τις πιο πάνω μεθόδους σταθμίστηκαν προκειμένου να καταλήξουμε σε μία προσέγγιση της αξίας της εταιρίας.

Κατά τους υπολογισμούς με βάση τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, υπολογίσαμε και εναλλακτικές αξίες, διενεργώντας ανάλυση ευαισθησίας των βασικών υπολογισμών μας, με τη διαφοροποίηση του προβλεπόμενου ρυθμού ανάπτυξης μετά τη λήξη της πενταετίας του επιχειρηματικού σχεδίου και του επιτοκίου προεξόφλησης.

2. ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ

2.1 Υπεραξία της επιχείρησης

Η επιχείρηση είναι ένας οργανισμός, που εμφανώς συντίθεται από ορισμένα στοιχεία «ενεργητικού» και «παθητικού», από τα οποία άλλα έχουν υλική υπόσταση

ή ενσωματώνουν απαιτήσεις (πάγια, αποθέματα, χρεόγραφα, αξιόγραφα, διαθέσιμα) και άλλα συνιστούν απαιτήσεις ή υποχρεώσεις.

Η ιδιωτική επιχείρηση έχει σαφείς στόχους, που σε τελική ανάλυση επικεντρώνονται στις μεγαλύτερες δυνατές αποδόσεις των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σε αυτήν, αλλά και στη σταθερότητα και τη μακροχρόνια ύπαρξή της.

Για να πετύχει τους στόχους της, δεν αρκεί μόνο η ύπαρξη των περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικών και παθητικών), αλλά τεράστια σημασία έχουν ο τρόπος που αυτά τα στοιχεία λειτουργούν σαν οργανωμένο σύνολο, που συνεπάγεται ένα πλήθος άλλων παραγόντων που δεν αποτυπώνονται στη λογιστική, όπως το στελεχικό δυναμικό της και ο τρόπος που λειτουργεί οργανωμένα, η διείσδυσή της στην αγορά και η δυναμική διείσδυσης που έχει αναπτύξει, η διαμορφωμένη τεχνογνωσία σε συγκεκριμένους τομείς που της δίνουν συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι του ανταγωνισμού, ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται και οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές του, τυχόν συμβάσεις ή παραχωρήσεις που έχει υπογράψει ή επιτύχει κ.λ.π.

Επομένως στην αξία των περιουσιακών στοιχείων, που αποτυπώνονται λογιστικά, αποτιμημένων σε τρέχουσες τιμές, πρέπει να συνυπολογιστεί μία επιπλέον αξία, εφόσον υπάρχει, η οποία να εκφράζει όλα τα πιο πάνω στοιχεία και δυνατότητες.

Αυτή η παραπάνω αξία, ονομάζεται «υπεραξία» της επιχείρησης ή «αξία υπερπροσόδου» ή “Goodwill”.

Η υπεραξία είναι «άυλο» στοιχείο, μπορεί να έχει δημιουργηθεί από έναν ή περισσότερους παράγοντες, από αυτούς που πιο πάνω αναφέρθηκαν, ή πιθανά από άλλους που δεν αναφέρθηκαν, μεταξύ των οποίων πολλές φορές είναι οι ιδιαίτερες οργανωτικές ή άλλες ικανότητες του management.

Η εκτίμηση της «υπεραξίας» είναι το κύριο ζητούμενο των εκτιμήσεων, λόγω των δυσκολιών που έχει η εκτίμηση των παραμέτρων που τη δημιουργούν.

Αν όμως οι παράμετροι που τη δημιουργούν είναι δύσκολο να σταθμιστούν, είναι πρακτικά εφικτό να αξιολογηθούν τα αποτελέσματά τους.

Με δεδομένο ότι οι στόχοι όλων των επιχειρήσεων έχουν μία κοινή συνισταμένη, που είναι η μεγαλύτερη δυνατή απόδοση κερδών, σε σχέση με τα επενδυμένα κεφάλαια, η εξέταση των «πέραν των κανονικών» κερδών μιας επιχείρησης, μπορεί να δώσει τη δυνατότητα προσέγγισης της «υπεραξίας» της, αφού προϋποτίθεται ότι όλοι οι παράγοντες ορθής οργανωτικής συγκρότησης, αποδοχής από την αγορά και άλλων συγκριτικών πλεονεκτημάτων, τείνουν στο να αυξήσουν την κερδοφορία της.

Όταν αγοράζει όμως μία επιχείρηση ή τμήμα της ένας επενδυτής, το κύριο που τον ενδιαφέρει είναι σε πόσο χρόνο θα εισπράξει τα χρήματα που επένδυσε.

Σε αυτήν την περίπτωση η επιχείρηση μπορεί να εξετάζεται κυρίως σαν ένας μηχανισμός παραγωγής κερδών ή καλύτερα καθαρών ταμειακών ροών στον επενδυτή.

Η αξία της επομένως πρέπει να υπολογιστεί με την κεφαλαιοποίηση σε παρούσες αξίες αυτών των αναμενόμενων κερδών ή ροών για ένα προβλεπτό μέλλον και να ληφθεί υπόψη η υπολειμματική αξία της εταιρίας στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου.

2.2 Βασικές προσεγγίσεις

Επομένως μία επιχείρηση, σε ότι αφορά την εκτίμηση της αξίας της, μπορεί να αντιμετωπιστεί:

- A) Σαν ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων, που σε μία δεδομένη στιγμή, έχουν μία συγκεκριμένη αξία, ανεξάρτητα αν η επιχείρηση συνεχίσει να λειτουργεί ή όχι.
- B) Σαν ένα σύνθετο σύνολο, που έχει μία αξία αυτή καθεαυτή, από τα επιμέρους στοιχεία της, αλλά που λαμβάνεται σοβαρά υπόψη η απόδοση της και επομένως η «υπεραξία» που τυχόν εκφράζεται μέσα από αυτήν.
- Γ) Σαν ένας μηχανισμός παραγωγής καθαρών ταμειακών ροών ή κερδών, ανεξάρτητα από την «πραγματική» αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

Έτσι οι βασικές προσεγγίσεις τείνουν να εξετάσουν:

Την πραγματική περιουσία της εταιρίας, που εκφράζεται καλύτερα με την αποτίμηση των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων της, σε τρέχουσες τιμές.

Την πραγματική περιουσία της ή την περιουσιακή της διάρθρωση γενικότερα και παράλληλα την κερδοφορία της, με σκοπό να προσδιοριστεί η «αξία» και η «υπεραξία» της.

Την προσοπτική της κερδοφορίας της ή των καθαρών ταμειακών ροών της, προκειμένου να υπολογιστεί η αξία της ανεξάρτητα από την αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

Με βάση τις πιο πάνω προσεγγίσεις, έχουν διατυπωθεί και εφαρμόζονται διάφορα μοντέλα αποτίμησης.

Το ποια θα χρησιμοποιηθούν κατά περίπτωση, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό και από τη φύση της επιχείρησης.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι:

Μία ξενοδοχειακή επιχείρηση με τεράστιες επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό, μπορεί να έχει η να προβλέπεται να έχει μικρή κερδοφορία και ταμειακές ροές, και επομένως η εκτίμηση της πραγματικής της περιουσίας (Net Asset Value) αποκτά ιδιαίτερη βαρύτητα, ενώ οι μέθοδοι που βασίζονται στην κερδοφορία μικρότερη.

Μία εταιρία παροχής υπηρεσιών με πολύ υψηλά κέρδη και μικρά σχετικά επενδυμένα κεφάλαια, πρέπει να εκτιμηθεί κυρίως με βάση την αναμενόμενη κερδοφορία και τις ταμειακές της ροές και όχι με βάση την τρέχουσα αξία του καθαρού ενεργητικού της, που κατά τεκμήριο οδηγεί σε πολύ μικρότερες αξίες αποτίμησης από την πραγματική αξία της εταιρίας.

2.3 Χρονικές προσεγγίσεις

Η πρώτη βασική προσέγγιση, που αναφέρεται στην τρέχουσα αξία του καθαρού ενεργητικού, δεν δημιουργεί σημαντικά μεθοδολογικά προβλήματα από χρονική άποψη, αφού εξαντλείται σε εκτιμήσεις των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων, με βάση τα δεδομένα της αγοράς στη δεδομένη στιγμή και κατά τεκμήριο οι υπολογισμοί και τα στοιχεία που την αφορούν, μπορούν να ελεγχθούν ικανοποιητικά. Άλλωστε μία τέτοια προσέγγιση, από χρονική άποψη είναι σαφώς προσδιορισμένη και αφορά το παρόν.

Όταν όμως χρειάζεται να εξεταστεί η κερδοφορία, γεννάται ένα πρόβλημα χρονικής προσέγγισης.

Ή πρέπει να εξεταστεί με βάση τα κέρδη του παρελθόντος

Ή πρέπει να εξεταστεί με βάση τα προβλεπόμενα κέρδη.

Η πρώτη επιλογή, έχει το πλεονέκτημα ότι μπορεί να βασιστεί σε ιστορικά στοιχεία, ο έλεγχος των οποίων είναι κατά τεκμήριο δυνατός.

Έχει όμως το μειονέκτημα ότι αναφέρεται στο παρελθόν, αλλά για τον αγοραστή το κύριο είναι το μέλλον, ενώ το παρελθόν μόνο ενδεικτικά τον ενδιαφέρει. Η κερδοφορία, όπως αναπτύχθηκε πιο πάνω, εξαρτάται από ένα πλήθος παραγόντων, οι οποίοι διαρκώς μεταβάλλονται.

Επομένως παράγοντες που λειτουργήσαν θετικά ή αρνητικά στο παρελθόν, μπορεί να μην λειτουργήσουν στο μέλλον, ενέργειες οργανωτικού ή παραγωγικού π.χ. χαρακτήρα που έγιναν στο παρελθόν και δεν απέδωσαν ακόμη, μπορεί να αναμένεται να αποδώσουν στο άμεσο μέλλον κ.λ.π.

Ο αγοραστής, κατά τεκμήριο αγοράζει «το μέλλον» και μάλιστα υπολογίζοντας τις δικές του δυνατότητες παρέμβασης και καλύτερης αξιοποίησης της επιχείρησης.

Επομένως η δεύτερη επιλογή, παρουσιάζει αυτό το πλεονέκτημα, δηλαδή υπολογισμούς με βάση το μέλλον, που ενδιαφέρει τον αγοραστή, αλλά φυσικά και τον πωλητή.

Η αδυναμία της βρίσκεται στη δυσκολία πρόβλεψης του μέλλοντος, που πολλές φορές έχει ένα έντονο στοιχείο υποκειμενισμού.

2.4 Βασικά δεδομένα των εκτιμήσεων

Η εκτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης, γίνεται με την εφαρμογή διάφορων μαθηματικών τύπων.

Ο εκτιμητής, ανάλογα με την περίπτωση, μπορεί να επιλέξει τις πλέον πρόσφορες για την απεικόνιση της αξίας της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Το ζήτημα είναι ότι τα αποτελέσματα των μαθηματικών υπολογισμών, που κατ' αρχήν δεν μπορούν να αμφισβητηθούν, σε ποια δεδομένα βασίζονται.

Με βάση τις προσεγγίσεις που προαναφέρθηκαν, τρεις είναι οι κατηγορίες των δεδομένων που απαιτούνται:

Η πρώτη αφορά τα λογιστικά στοιχεία του παρελθόντος, κυρίως για τα αποτελέσματα.

Η δεύτερη αφορά τις προβλέψεις του μέλλοντος, επίσης κυρίως για τα οικονομικά αποτελέσματα.

Η τρίτη αφορά τις αποτιμήσεις σε τρέχουσες τιμές των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων, κατά το χρόνο διενέργειας της εκτίμησης.

Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να συντάσσονται με βάση ορισμένες λογιστικές αρχές, που κατά τεκμήριο στη χώρα μας, είναι προσαρμοσμένες στην αρχή της συντηρητικότητας και επομένως απεικονίζουν με ένα συντηρητικό τρόπο τα αποτελέσματα και την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Οι αξίες που προκύπτουν με βάση τις ορθά συνταγμένες οικονομικές καταστάσεις, οι «λογιστικές αξίες», αποτελούν μία ένδειξη για την αξία της επιχείρησης, αλλά κατά τεκμήριο εμφανίζουν μία μικρότερη αξία από την τρέχουσα.

Το ζήτημα είναι αν για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων του παρελθόντος, εφαρμόστηκαν ορθά οι ισχύουσες λογιστικές αρχές.

Για να διαπιστωθεί αυτό, κανονικά πρέπει να διενεργηθεί ένας ειδικός έλεγχος, όπου θα αναλύονται τα οικονομικά μεγέθη του παρελθόντος, θα συγκρίνονται, θα ελεγχονται και θα προκύπτουν οι αναμορφώσεις στα αποτελέσματα και τη λογιστική καθαρή θέση της εταιρίας, για το διάστημα που εξετάζεται.

Σε αυτό το τμήμα της εργασίας, μπορούν να αναφέρονται και άλλες σημαντικές πληροφορίες, που σχετίζονται με την οργάνωση και τη λειτουργία της εταιρίας, καθώς και με την ιστορική της διαδρομή, που είναι χρήσιμες για το σχηματισμό γνώμης από τον αναγνώστη.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση παρατέθηκαν πληροφορίες για τα ιστορικά οικονομικά δεδομένα, τη δομή και την κατάσταση της επιχείρησης, αλλά κυρίως αρκεστήκαμε στις παρατηρήσεις του τακτικού ελεγκτή, τις οποίες λάβαμε υπόψη στους υπολογισμούς μας.

Οι προβλέψεις για το μέλλον, μπορεί να είναι συνοπτικές και να αναφέρονται σε ορισμένες βασικές κατηγορίες εσόδων, εξόδων και αποτελεσμάτων, ή μπορεί να είναι αναλυτικές και να καλύπτουν όλο το φάσμα δραστηριοτήτων και επομένως τη διαμόρφωση όλων των οικονομικών μεγεθών (επενδύσεις, μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης, δάνεια, μερισματική πολιτική κ.λ.π.).

Επομένως αν υπάρχει αναλυτικό Business Plan, υπάρχουν κατά τεκμήριο αναλυτικές τεκμηριωμένες πληροφορίες για όλα τα μεγέθη των μελλοντικών οικονομικών καταστάσεων.

Σε διαφορετική περίπτωση λαμβάνονται υπόψη οι προβλέψεις των βασικών κινδύνων των προβλεπόμενων αποτελεσμάτων και η αιτιολόγηση αυτών των προβλέψεων.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση μας δόθηκαν προβλέψεις από τη διοίκηση για όλα τα βασικά μεγέθη των αποτελεσμάτων και των Ισολογισμών της επόμενης πενταετίας.

Είναι προφανές ότι οι μέθοδοι που μπορούν να χρησιμοποιηθούν είναι ανάλογες με το είδος των βασικών πληροφοριών που είναι διαθέσιμες και φυσικά γίνονται κατά περίπτωση ορισμένες παραδοχές, οι οποίες και αναφέρονται στην έκθεση εκτίμησης.

Η εκτίμηση των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων σε τρέχουσες αξίες, αποτελεί αντικείμενο ειδικών κάθε φορά εκτιμητών, ή χρησιμοποίηση αξιόπιστων άλλων δεδομένων (π.χ. εκτιμήσεις ακινήτων ή εξοπλισμού από τράπεζες ή ασφαλιστικές εταιρίες κ.λ.π.).

Στη συγκεκριμένη δεν έγινε αποτίμηση σε τρέχουσες αξίες του πάγιου εξοπλισμού της εταιρίας.

Στη μέθοδο της υπερπροσόδου, σαν καθαρή θέση λήφθηκε η αναμορφωμένη καθαρή θέση με βάση τις παρατηρήσεις του τακτικού ελεγκτή.

2.5 Η αξία της επιχείρησης σαν σύνολο

Οι μέθοδοι που εφαρμόζονται για την εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων, σκοπό έχουν κατ' αρχήν να προσδιορίσουν την αξία τους συνολικά.

Οι τιμές κατά μετοχή που προκύπτουν από αυτές τις εκτιμήσεις, δεν μπορούν να θεωρηθούν αυτονόητες, αν πρόκειται να μεταβιβαστεί ένα μέρος μόνο της επιχείρησης.

Σε αυτές τις περιπτώσεις, πρέπει να εκτιμηθούν και άλλοι παράγοντες, από τους οποίους οι σημαντικότεροι είναι ο βαθμός επίδρασης στις στρατηγικές αποφάσεις ή στην τρέχουσα διοίκηση και η ταχύτητα μεταβίβασης των τίτλων ιδιοκτησίας της εταιρίας (μετοχών κ.λ.π.) εφόσον θα χρειαστεί.

Αν π.χ. κάποιος αποκτήσει ένα μικρό πακέτο μετοχών Ανώνυμης Εταιρίας που δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο και δεν έχει καμία δυνατότητα με αυτό το ποσοστό να παρεμβαίνει στις καταστατικές αποφάσεις ή στο τρέχον διοικητικό έργο, διαφορετικά θα πρέπει να εκτιμήσει την αξία της μετοχής, από την περίπτωση που θα αποκτούσε πακέτο που μπορεί να μπλοκάρει καταστατικές αποφάσεις ή να αποκτήσει την απόλυτη πλειοψηφία και επομένως τον έλεγχο της διοίκησης.

Επίσης αν κάποιος αποκτήσει το σύνολο των μετοχών μίας ανώνυμης εταιρίας, διαφορετική αξία κατά μετοχή θα πρέπει να καταβάλλει, από την περίπτωση που θα αποκτούσε το 51% μόνο και επομένως θα μπορούσε να την ελέγχει από άποψη διοίκησης.

Η αξία των μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, όπως είναι γνωστό, μπορεί να παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις, επηρεασμένη από την προσφορά και τη ζήτηση και από άλλους παράγοντες που σχετίζονται με την πληροφόρηση των επενδυτών ή τη συγκυρία.

Επομένως η αξία αυτή ενδεικτικά μπορεί να ληφθεί υπόψη κατά τις εκτιμήσεις.

Όμως και αν υποτεθεί ότι η λειτουργία του χρηματιστηρίου είναι πάντα ομαλή και η συμπεριφορά των επενδυτών ορθολογική, ο επενδυτής αποκτά ένα μικρό μέρος των μετοχών και προσδοκά κυρίως σε μία υψηλή απόδοση μέσω των μερισμάτων ή σε μία χαμηλότερη αλλά σταθερή απόδοση, σε κάθε περίπτωση όμως, μεγαλύτερη από αυτήν που θα του παρείχαν οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος.

Κατά τεκμήριο, οποτεδήποτε, μπορεί να εκποιήσει τις μετοχές του με κέρδος ή ζημιά, αλλά δεν έχει καμία από τις ευθύνες που συνεπάγεται η διοίκηση της επιχείρησης.

Κατά συνέπεια, είναι λογικό, οι τιμές που διαμορφώνονται στο χρηματιστήριο και αφορούν τις «λιανικές» πωλήσεις μετοχών, να είναι υψηλότερες από την τιμή της μετοχής που θα προκύψει από την εκτίμηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης.

Με αυτήν την έννοια όμως, η αξία και του συνόλου των μετοχών μίας εταιρίας που είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ, σε σχέση με μία αντίστοιχη εταιρία η οποία δεν είναι εισηγμένη, έχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα, που αφορά την δυνατότητα της πιο εύκολης ρευστοποίησής τους.

Το πλεονέκτημα αυτό θα μπορούσε να επιδράσει στην αξία της επιχείρησης.

Η συγκεκριμένη εταιρία δεν είναι εισηγμένη σε χρηματιστήριο, η αποτίμηση που έγινε αφορά το σύνολο της αξίας της, ενώ στις αξίες που υπολογίσαμε με διάφορες μεθόδους, για να καταλήξουμε σε τελική αξία υπολογίσαμε «έκπτωση» (Discount) 10%, λόγω της μικρής εμπορευσιμότητας των μετοχών της.

3. ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΜΕΘΟΔΟΥΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΣΤΗΚΑΝ

3.1 Μέθοδος των προεξοφλούμενων ελεύθερων ταμειακών ροών (Discounted Free Cash Flows)

3.1.1 Αναφορά στη μέθοδο

Είναι από τις πλέον αποδεκτές μεθόδους, εξαιτίας του γεγονότος ότι προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης, με βάση τη διαχρονική πορεία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών εισπράξεων του επενδυτή.

Δηλαδή στη μέθοδο αυτή η επιχείρηση προσεγγίζεται σαν ένας μηχανισμός παραγωγής κερδών και στην ουσία αγνοείται η περιουσιακή της διάρθρωση.

Από πρακτική άποψη παρουσιάζει δυσκολίες στον σχετικά ακριβή προσδιορισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών και δευτερευόντως στην επιλογή του επιτοκίου κεφαλαιοποίησης.

Ανάλογα και με τα δεδομένα που τίθενται υπόψη του εκτιμητή, αλλά και στον απαιτούμενο χρόνο για την ολοκλήρωση της εκτίμησης, η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, μπορεί να εμφανιστεί ως εξής:

Η αδέσμευτη ταμειακή ροή, είναι τα χρήματα που κατά τεκμήριο μπορούν να δοθούν στους μετόχους της εταιρείας, αφού ληφθούν υπόψη οι ανάγκες για τη λειτουργία και την ανάπτυξη της.

Καθαρά κέρδη (μετά από φόρους) Πλέον:

Έξοδα που δεν αντιστοιχούν σε ταμειακές ροές - Αποσβέσεις

Μείον:

Μερίσματα προνομιούχων μετοχών

Αύξηση κεφαλαίου κίνησης

Δαπάνες επενδύσεων κεφαλαίου

Πληρωμές Μακροπρόθεσμων Δανείων

Πλέον

Νέα μακροπρόθεσμα Δάνεια

Μείωση κεφαλαίου κίνησης

Αδέσμευτη ταμειακή ροή

Οι αδέσμευτες μελλοντικές ταμειακές ροές μίας περιόδου π.χ. πέντε ετών, προεξοφλούνται με ένα **προεξοφλητικό επιτόκιο** που ορίζεται ως εξής:

$R = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf)$ όπου:

R = Προεξοφλητικό επιτόκιο

Rf = Απόδοση επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (Risk Free Rate), που είναι το καθαρό επιτόκιο (μετά τους φόρους) μακροχρόνιων τίτλων σταθερής απόδοσης

β = ο συντελεστή beta της εταιρείας, που εκφράζει την εξάρτηση της απόδοσης της μετοχής της εταιρείας, από την απόδοση του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και υπολογίστηκε με τη μέθοδο της παλινδρόμησης.

$(Rm - Rf)$ = Η διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου όλης της κεφαλαιαγοράς, από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

Η **υπολειμματική αξία**, με την προϋπόθεση ότι οι βασικές παράμετροι του οικονομικού περιβάλλοντος (επιτόκια κ.λ.π.) θα παραμείνουν σταθερές, υπολογίζεται σαν η διηλεκτής αξία για το μετά την εξεταζόμενη περίοδο διάστημα, όπου θεωρείται σαν προϋπόθεση ότι η εταιρεία θα συνεχίζει επ' άπειρον να πραγματοποιεί ταμειακές ροές αυξανόμενες με ένα σταθερό συντελεστή, προεξοφλημένη κατά το χρόνο πραγματοποίησης της εκτίμησης:

Υπολειμματική αξία = Ταμειακές ροές της τελευταίας χρήσης της υπό εξέταση περιόδου / $(R - g)$

Όπου:

R = Το προεξοφλητικό επιτόκιο που πιο πάνω αναπτύχθηκε

g = ο ρυθμός σταθερής αύξησης των ταμειακών ροών μετά την περίοδο που εξετάζεται

Ο συντελεστής προεξοφλησης είναι πάντα πρόσκαιρη μίας δραχμής με επιτόκιο το προεξοφλητικό επιτόκιο (**R**) και χρόνο, τον επόμενο από την εξεταζόμενη περίοδο.

Οι κύριες αδυναμίες της μεθόδου σχετίζονται με την αξιοπιστία των προβλέψεων των ταμειακών ροών και κυρίως με το γεγονός ότι η υπολειμματική αξία βασίζεται στην παραδοχή διαρκούς λειτουργίας της εταιρίας και αυξητικής τάσης των καθαρών ταμειακών ροών της.

Δευτερευόντως επηρεάζεται από τις επιλογές του επιτοκίου προεξόφλησης και κυρίως από το risk premium και το δείκτη beta, που είναι απαραίτητα για τον υπολογισμό του.

Παρόλ αυτά είναι η πλέον χρησιμοποιούμενη και αποδεκτή μέθοδος, ειδικά για εταιρίες παροχής υπηρεσιών.

3.1.2 Παραδοχές που έγιναν

Καθαρές ταμειακές ροές

Υπολογίστηκαν με βάση τα προβλεπόμενα κέρδη προ φόρων, τόκων και προβλέψεων, από τα οποία αφαιρέθηκε ο φόρος εισοδήματος που αναλογεί, προστέθηκαν οι αποσβέσεις, αφαιρέθηκαν οι προβλεπόμενες επενδύσεις σε πάγια και αφαιρέθηκε ή προστέθηκε αντίστοιχα, τυχόν αύξηση ή μείωση του κεφαλαίου κίνησης.

Προεξοφλητικό επιτόκιο

Το προεξοφλητικό επιτόκιο (κόστος συνολικών κεφαλαίων) υπολογίστηκε σε 9,02%, ενώ το κόστος των ιδίων κεφαλαίων υπολογίστηκε σε 13,48%.
Για το υπολογισμό τους θεωρήθηκε ότι:

- Η απόδοση μηδενικού κινδύνου (Risk Free Rate) ανέρχεται σε 4,44%.
- Το Risk Premium ορίστηκε σε 6,5%, το οποίο είναι σχετικά υψηλό σε σχέση με τις αποδόσεις στις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην οποία ανήκει η χώρα μας, αλλά αυξήθηκε λόγω του μεγέθους της εταιρίας και του γεγονότος ότι δεν είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ.
- Σαν δείκτης λήφθηκε Beta το 1,4 που με βάση τους υπολογισμούς μας θεωρήθηκε ότι αποτελεί ικανοποιητικά συντηρητική προσέγγιση για τη συγκεκριμένη εταιρία.
- Σαν σχέση των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια λήφθηκε το 45%, που είναι συντηρητική προσέγγιση με βάση τα δεδομένα του επιχειρηματικού σχεδίου

Λοιπές παραδοχές

Θεωρήσαμε ότι η αύξηση των καθαρών ταμειακών ροών της εταιρίας για τη χρήση 2008-09 σε σχέση με τη χρήση 2007-08 θα ανέλθει σε 10%.

Στο διηλεκές ο ρυθμός μεγέθυνσης των καθαρών ταμειακών ροών θεωρήσαμε ότι θα είναι 2%.

Αξίες

Στο ποσό που προκύπτει από την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της περιόδου του επιχειρηματικού σχεδίου και της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας, προστίθεται το ποσό των ταμειακών διαθεσίμων και των χρεογράφων κατά το χρόνο της αποτίμησης και προκύπτουν οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές στην καθαρή θέση.

Αν από αυτό το ποσό αφαιρεθούν τα διαθέσιμα τα χρεόγραφα και τα δάνεια προκύπτουν οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές της επιχείρησης σαν σύνολο.

3. 2 Κεφαλαιοποίηση της υπερπροσόδου

3.2.1 Αναφορά στη μέθοδο

Κατά την μέθοδο αυτή η αξία υπολογίζεται σαν το άθροισμα της κεφαλαιοποιημένης υπερπροσόδου ορισμένου χρονικού διαστήματος και της Πραγματικής Καθαρής Θέσης

Η υπερπρόσόδος

Η υπερπρόσόδος υπολογίζεται σαν η διαφορά μεταξύ του Λειτουργικού Αποτέλεσματος και της απόδοσης του απασχολούμενου κεφαλαίου σε επένδυση μηδενικού κινδύνου

Πραγματική Καθαρή Θέση

Με βάση αυτή τη μέθοδο, στο αρχικό στάδιο, γίνεται διόρθωση των λογιστικών υπολοίπων, με τις παρατηρήσεις του ελέγχου, σε ότι αφορά την ορθότητα εφαρμογής των παραδειγμένων λογιστικών αρχών.

Το αποτέλεσμα που προκύπτει είναι η αναμορφωμένη λογιστική καθαρή θέση της εταιρίας.

Αυτή η θέση αναπροσαρμόζεται με τις προβλεπόμενες τυχόν υπεραξίες των ενεργητικών στοιχείων, ενώ οι προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους και υποτιμήσεις στοιχείων ενεργητικού έχουν υπολογιστεί κατά τη φάση διαμόρφωσης της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής καθαρής θέσης.

Η αξία που προκύπτει αναφέρεται στο αποτέλεσμα που θα προκύψει μετά τη ρευστοποίηση των ενεργητικών στοιχείων και την εξόφληση των υποχρεώσεων της εταιρίας μιας συγκεκριμένης ημερομηνίας, χωρίς όμως να διακοπεί η λειτουργία της. Στη συγκεκριμένη εργασία, σαν πραγματική καθαρή θέση λάβαμε την αναπροσαρμοσμένη λογιστική καθαρή θέση.

Επιτόκιο Προεξόφλησης

Τα αποτελέσματα από την μέθοδο της υπερπροσόδου π.χ. πέντε ετών, προεξοφλούνται με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που ορίζεται ως εξής:

$$R = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) \text{ όπου:}$$

R = Προεξοφλητικό επιτόκιο

R_f = Απόδοση επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (Risk Free Rate), που είναι το επιτόκιο (μετά τους φόρους) μακροχρόνιων τίτλων σταθερής απόδοσης

β = ο συντελεστή beta της εταιρίας, που εκφράζει την εξάρτηση της απόδοσης της μετοχής της εταιρίας, από την απόδοση του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και υπολογίστηκε με τη μέθοδο της παλινδρόμησης.

(R_m - R_f) = Η διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου όλης της κεφαλαιαγοράς, από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

Υπολειμματική αξία

Η υπολειμματική αξία, με την προϋπόθεση ότι οι βασικές παράμετροι του οικονομικού περιβάλλοντος (επιτόκια κ.λ.π.) θα παραμείνουν σταθερές, υπολογίζεται σαν η διηνεκής αξία για το μετά την εξεταζόμενη περίοδο διάστημα, όπου θεωρείται σαν προϋπόθεση ότι η εταιρία θα συνεχίζει επ' άπειρον να πραγματοποιεί ταμειακές ροές αυξανόμενες με ένα σταθερό συντελεστή, προεξοφλημένη κατά το χρόνο πραγματοποίησης της εκτίμησης:

Υπολειμματική αξία = Υπερπρόσδοος της τελευταίας χρήσης της υπό εξέταση περιόδου / $(R - g)$

Όπου:

R = Το προεξοφλητικό επιτόκιο που πιο πάνω αναπτύχθηκε
 g = ο ρυθμός σταθερής αύξησης των ταμειακών ροών μετά την περίοδο που εξετάζεται

Ο συντελεστής προεξόφλησης είναι ράντα πρόσκαιρη μίας δραχμής με επιτόκιο το προεξοφλητικό επιτόκιο (R) και χρόνο, τον επόμενο από την εξεταζόμενη περίοδο.

Τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι παρόμοια με αυτά της προεξόφλησης των καθαρών ταμειακών ροών, στο βαθμό που η κερδοφορία είναι υψηλή σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια και οι καθαρές ταμειακές ροές δεν διαφέρουν σημαντικά από τα λειτουργικά κέρδη.

Είναι όμως και αυτή μία ευρέως χρησιμοποιούμενη και αποδεκτή μέθοδος αποτίμησης.

Το γεγονός ότι λαμβάνεται υπόψη στους υπολογισμούς η καθαρή θέση της εταιρίας, μπορεί να λειτουργεί σε ορισμένες περιπτώσεις εξισορροπητικά.

3.2.2 Παραδοχές που έγιναν

Σαν πραγματική καθαρή θέση της εταιρίας την 30.6.2003, λήφθηκε η αναμορφωμένη από τον έλεγχο λογιστική καθαρή θέση.

Σε ότι αφορά τα επιτόκια προεξόφλησης και τους ρυθμούς εξέλιξης των κερδών, έγιναν οι ίδιες παραδοχές που αναφέρονται και στην προηγούμενη μέθοδο.

3.3 Κεφαλαιοποίηση των μελλοντικών κερδών

3.3.1 Αναφορά στη μέθοδο

Με αυτή τη μέθοδο η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως το άθροισμα της Παρούσας Αξίας των προβλεπόμενων οργανικών κερδών της επιχείρησης, όπως προκύπτουν από το Business Plan συν την προεξοφλημένη υπολειμματική αξία.

Η κεφαλαιοποίηση αυτών των κερδών γίνεται με βάση το επιτόκιο που υπολογίζεται σε συνδυασμό με το beta της εταιρείας και την υπεραπόδοση της αγοράς.

Η μέθοδος αυτή, εφαρμόζεται συχνά κατά την εκτίμηση των εταιριών που εισάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο ή σε συναλλαγές αγοραπωλησιών.

Είναι ίδιες με αυτές που αναφέρονται στις προηγούμενες μεθόδους σε ότι αφορά τα επιτόκια προεξόφλησης.

4.1 Μέθοδος των προεξοφλημένων μελλοντικών ταμειακών ροών

Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών της περιόδου του επιχειρηματικού σχεδίου και οι συντελεστές προεξόφλησής τους εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΚΚΟΚΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕΒΕ	2004	2005	2006	2007	2008	
				10.911,50		
EBITA	4.692,17	7.320,19	9.217,50		12.962,93	
Tax (35%)	1.642,26	2.562,07	3.226,13	3.819,03	4.537,03	
E.B.I.	3.049,91	4.758,12	5.991,38	7.092,48	8.425,90	
EB.I.D.A	4.146,18	5.876,31	7.131,94	8.255,85	9.612,53	
Free Operating Cash Flows	4.146,18	5.876,31	7.131,94	8.255,85	9.612,53	
Div						
Changes in working Capital	11.277,19	-591,17	49,27	-870,47	-2.438,94	
Investments	620,24	632,64	645,30	658,20	671,36	
						11.607,72
FCF	-7.751,25	5.834,84	6.437,37	8.468,11	11.380,12	
Disc Factor	0,9172	0,8413	0,7717	0,7078	0,6492	0,5954
Discounted FCF	-7.109,61	4.908,82	4.967,42	5.993,53	7.387,84	

Τα ποσά των αξιών που προέκυψαν από την προεξόφληση εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Discounted Operating Free Cash Flows	16.148
Horizon Value	165.236
Discounted Horizon Value	98.389
Cash and Marketable Securities	3.662
Equity Value	118.199
Corporate Value	59.419

Η ανάλυση ευαισθησίας και οι αξίες που προέκυψαν από αυτήν εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Αποτίμηση αξίας με διαφορετικές παραδοχές όσο αφορά το ποσοστό αύξησης των καθαρών ταμιακών ροών και του μέσου κόστους κεφαλαίου

ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	1,500%	2,000%	2,500%
ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	Equity Values		
8,02%	120.000	128.618	138.797
9,02%	111.662	118.199	125.739
10,02%	95.636	100.588	106.199

Corporate Value

ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	1,500%	2,000%	2,500%
ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	Corporate Values		
8,02%	61.220	69.838	80.017
9,02%	52.882	59.419	66.959
10,02%	36.856	41.808	47.419

Τα δεδομένα και οι υπολογισμοί για το προεξοφλητικό επιτόκιο, εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Κόστος συνολικών κεφαλαίων		9,02%
Επιτόκιο εικασματούς κρατικού ομολόγου	4,44%	
Απόδοση επιχειρηματικού κινδύνου (Market Risk Premium)	6,5%	
Συντελεστής κινδύνου εταιρείας (Beta)	1,40	
Κόστος ιδίων κεφαλαίων		13,48%
Κόστος Ξένων Κεφαλαίων		5,50%
Φόρολογικός Συντελεστής		35,00%
Ξένα / Ίδια		45,00%
Κόστος ιδίων κεφαλαίων		13,48%

4.2 Μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων κερδών

Οι υπολογισμοί της μεθόδου εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΚΚΟΚΚΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕΒΕ

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Καθαρά Κέρδη μετά φόρων	1.654	3.751	5.069	6.247	7.650	8.416
Επιτ. Προεξόφλησης	13,48%					
Συντελεστής	0,88	0,78	0,68	0,60	0,53	
<i>Παρούσα αξία Καθαρών Κερδών</i>	1.457	2.913	3.468	3.766	4.065	
Συνολική Π.Α Καθαρών Κερδών	15.669					
Προεξ. Υπολειμματική Αξία	73.281	0,47	34.307			
		Αξία επιχείρησης	49.976			

4.3 Μέθοδος της Υπερπροσόδου

Οι βασικές παραδοχές που έγιναν εμφανίζονται στον πιο κάτω πίνακα.

ΕΠΙΤΟΚΙΟ

Risk Free Rate	4,44%
Φόροι	10,00%
Καθαρή απόδοση	4,00%
Επιτόκιο προεξόφλησης	9,02%
r Bonds (after Tax)	4,00%
Growth	2,00%

Οι υπολογισμοί που αφορούν τη μέθοδο, εμφανίζονται στον πιο κάτω πίνακα.

	2004	2005	2006	2007	2008	Υπολ. Αξία 2009...η
Μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης	4.184	5.320	6.718	8.412	10.463	
Απασχολούμενο κεφάλαιο	53.132	56.525	61.958	69.343	79.000	
Τόκος απασχολούμενου κεφαλαίου	2.123	2.259	2.476	2.771	3.157	
Υπερπρόσδοος	2.061	3.061	4.242	5.641	7.306	8.037
Συντελεστές προεξόφλησης	0,88	0,78	0,68	0,60	0,53	13,48%
Παρούσα αξία υπερπρόσόδου	1.816	2.377	2.902	3.401	3.882	69.982
					PV0 =A*B	32.763

Η τελική αξία της επιχείρησης που υπολογίστηκε με αυτή τη μέθοδο, εμφανίζεται στον πιο κάτω πίνακα.

Συνολική αξία υπερπρόσόδου	47.140
Πλέον: Πραγματική Καθαρή Θέση στην αρχή της περιόδου (2001)	3.813
Αξία επιχείρησης	50.953

5. ΤΕΛΙΚΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ

Στις τιμές που προέκυψαν από τις τρεις πιο πάνω μεθόδους, υπολογίστηκε έκπτωση 10%.

Πρόεκυψε ένα εύρος αξιών από 44.978.000 € έως 53.477.000 €.

Οι τιμές σταθμίστηκαν με συντελεστές που κατά την άποψή μας είναι ικανοποιητική και προέκυψε μία τελική αξία για την επιχείρηση ποσού 49.448.000 €.

Οι υπολογισμοί εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Μέθοδοι Αποτίμησης	Αξία	Discount 10%	Τελικές αξίες	Συντελεστής στάθμισης	Σταθμισμένες αξίες
ΜΕΘΟΔΟΣ DCF	59.419	5.942	53.477	50%	26.739
ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ	50.953	5.095	45.858	25%	11.464
ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	49.976	4.998	44.978	25%	11.245
Τελική αποτίμηση				100%	49.448

Οι αξίες που υπολογίστηκαν με την κάθε μέθοδο, συγκρίθηκαν με το μέσο όρο των μελλοντικών κερδών προ φόρων και μετά φόρων.
Το ίδιο έγινε και για το μέσο όρο των κερδών των τελευταίων δύο χρήσεων (στην τρίτη προηγούμενη χρήση το αποτέλεσμα ήταν ζημιολόγο).

Οι υπολογισμοί αυτοί που σκοπό έχουν να ελέγξουν τις υπολογισμένες αξίες με βάση εμπειρικές μεθόδους, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι εφόσον οι προβλέψεις του επιχειρηματικού σχεδίου για την κερδοφορία της επιχείρησης θα υλοποιηθούν, οι αξίες που υπολογίστηκαν είναι εύλογες.

Σε σχέση όμως με την παρελθούσα κερδοφορία, οι τιμές που υπολογίστηκαν είναι μεγάλες, αφού αυτή κυμάνθηκε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα.

	Μελλοντικά Κέρδη		Παρελθόντα Κέρδη	
	P/E	P/E	P/E	P/E
	Πριν φόρους	Μετά φόρους	Πριν φόρους	Μετά φόρους
	7.499	4.874	1.191	1.184
ΜΕΘΟΔΟΣ				
ΜΕΘΟΔΟΣ DCFE	7,13	10,97	44,89	45,15
ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ	6,12	9,41	38,49	38,72
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ	6,00	9,23	37,75	37,98
Τελική αποτίμηση	6,59	10,14	41,50	41,75

Αθήνα 3 Μαρτίου 2004

Με Εκτίμηση

Δρ Δημήτρης Ντζανάτος
Ορκωτός Ελεγκτής

