

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

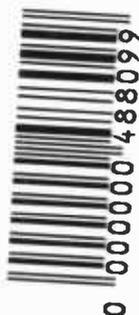
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εισ. 73294
Αρ. C-23.1512
ταξ. X47

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ
ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΜΕΝΩΝ ΕΡΓΩΝ ΥΠΟΔΟΜΗΣ**

ΧΑΡΒΑΤΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ ΑΜ:386

*Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση των απαραίτητων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος*

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ



Αθήνα Ιανουάριος 2003



Εγκρίνουμε τη διατριβή του *Χαρβάτη Χρήστου*

21/01/2003

Κωνσταντίνος Χριστόπουλος
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών



Γεώργιος Λελεδάκης
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών





ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- **ΠΡΟΛΟΓΟΣ**.....σελ 1
- **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**.....σελ 2-3
- 1. ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΚΛΑΔΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ**
- 1.10 ρόλος του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος στην Επίδοση Εταιρειών...σελ 4-5
- 1.2. Μακροοικονομικές Διαστάσεις Επιχειρηματικής Ανταγωνιστικότητας...σελ 6-8
- 1.3.Κλαδική Ανάλυση Επιχειρηματικού Περιβάλλοντος Αγοράς Υποδομής...σελ 9-12
- 1.4 Επιχειρησιακή Στρατηγική και Προστιθέμενη Οικονομική Αξία...σελ 13-16
- 2. ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ-ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ**
- 2.1 Αποτίμηση Ενεργητικού-Επιχειρηματικών Πόρων...σελ 17-19
- 2.2 Αποτίμηση Παθητικού& Συμβάσεις Αυτοχρηματοδότησης...σελ 20-23
- 2.3 Κερδοφορία& Ταμειακές Ροές Επιχειρηματικής Ανάπτυξης...σελ 24-30
- 3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ**
- 3.1. Αριθμοδείκτες Επιχειρηματικής Αποδοτικότητας& Κερδοφορίας...σελ 31-36
- 3.2. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας-Πιστοληπτικής Ικανότητας...σελ 37-41
- 3.3 Αριθμοδείκτες Επιχειρηματικής Παραγωγικότητας-Δραστηριότητας...σελ 42-45
- 4. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ**
- 4.1. Χρηματοοικονομική Θεωρία Χαρτοφυλακίου...σελ 46-48
- 4.2 Μοντέλα Αποτίμηση Επιχειρηματικών Πιστώσεων...σελ 49-52
- 4.3. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων(Dividends Discount Models)...σελ 53-55
- 4.4. Μοντέλο Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών...σελ 56-58
- 4.5. Μοντέλο Προεξόφλησης Υπερκανονικών Κερδών...σελ 59
- 4.6.Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες-Πολλαπλασιαστές...σελ 60
- 4.7. Αποτίμηση Ολικής Προστιθέμενης Αξίας Επιχείρησης...σελ 61-65
- 4.8. Προστιθέμενη Οικονομική Αξία(Economic Value Added)...σελ 66-68



5. ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΜΕΝΩΝ ΕΡΓΩΝ ΥΠΟΔΟΜΗΣ

- 5.1. Διαχείριση Κινδύνων Αυτοχρηματοδοτούμενων Έργων Υποδομής...σελ 69-73
- 5.2. Συμβόλαια Διαχείρισης Κινδύνων & Εταιρική Διακυβέρνηση...σελ 73-77

6. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ LAMDA DEVELOPMENT

- 6.1. Εταιρική Ταυτότητα & Συμμετοχές...σελ 78-80
 - 6.2. Ανταγωνιστικό Περιβάλλον-*Five Forces analysis*...σελ 80-85
 - 6.3 Κλαδική & Μακροοικονομική Ανάλυση...σελ 86-88
 - 6.4 Θεμελιώδης Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων...σελ 89-93
 - 6.5 Μέθοδοι Προεξόφλησης Χρηματοοικονομικής Αξίας (DCF)...σελ 94-98
-
- **ΕΠΙΛΟΓΟΣ**...σελ 99
 - **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ (Ισολογισμοί)**...σελ 100-105
 - **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**...σελ 105-108





ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διατριβή στα πλαίσια της εκπλήρωσης του *Msc Εφαρμοσμένης Οικονομικής και Χρηματοοικονομικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών* ασχολείται με την θεωρητική επισκόπηση των χρηματοοικονομικών εργαλείων αποτίμησης επιχειρήσεων όπως αποτυπώνεται στη σύγχρονη βιβλιογραφία. Παράλληλα ο θεωρητικό χαρακτήρας συμπληρώνεται με τη μελέτη περίπτωσης της εισηγμένης εταιρείας *Lamda Development AE*¹ που εντάσσεται στον κλάδο διαχείρισης υποδομών. Ως αποτίμηση επιχειρήσεων ορίζεται η διαδικασία μετασχηματισμού προβλεπόμενων μελλοντικών χρηματοροών που διαχέονται από την παραγωγική αλυσίδα στο συναλλακτικό κύκλωμα χρηματοδότησης και είναι απαιτητές από μετόχους, πιστωτές, πελάτες κλπ..

Οι ρυθμιστικοί μηχανισμοί του χρηματοπιστωτικού συστήματος όπως περιγράφονται στο **κεφάλαιο 1** διασφαλίζουν την αποτελεσματική κατανομή χρηματοπιστωτικών πόρων και τη μείωση κινδύνων από τη μεγέθυνση του κόστους συναλλαγών και την παρουσία ασύμμετρης πληροφόρησης, υπό το καθεστώς πιστωτικής επέκτασης και αποκλιμάκωσης επιτοκίων. Ο υψηλός βαθμός ανάπτυξης και οι σημαντικές κοινοτικές εισροές για έργα υποδομής σε καθεστώς κινητικότητας παραγωγικών και χρηματοπιστωτικών πόρων υποδεικνύουν στο τόσο τη μέση προσδοκώμενη τάση μεγέθυνσης κερδοφορίας όσο και τις πηγές ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων κεφαλαιακής υπεραξίας του κλάδου. Βέβαια οι στρατηγικές αποφάσεις λαμβάνονται σύμφωνα με τις συνθήκες δομής-συμπεριφοράς- αποδοτικότητας που εξάγονται από τις συνθήκες ισορροπίας της αγοράς υποδομής που λειτουργεί υπό συνθήκες *ρυθμιστικών πολιτικών* και εσωτερίκευσης μηχανισμών αγοράς.

Η επιρροή των *Διεθνών Λογιστικών Προτύπων* στην αποτίμηση των στοιχείων Ενεργητικού-Παθητικού εισάγει τις μεθόδους προεξόφλησης και αποτίμησης με βάση την τρέχουσα αξία στον Ισολογισμό και τα Αποτελέσματα Χρήσεως και αναπτύσσονται συγκριτικά με το ΕΓΛΣ στο **κεφάλαιο 2**. Είναι μια συμβατή πρακτική με την *asset-based* προσέγγιση όπου η *αναπροσαρμοσμένη αξία ενεργητικού-παθητικού* υπολογίζεται με βάση την προσθετικότητα της τρέχουσας αγοραίας αξίας των επιμέρους πόρων και συμβάσεων χρηματοδότησης.

Η συγκριτική στατική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων στο **κεφάλαιο 3** παρέχει πληροφόρηση ως προς τα οικονομικά μεγέθη. Με τους δείκτες *αποδοτικότητας & κερδοφορίας* αναλύεται η βέλτιστη χρήση επενδεδυμένων κεφαλαίων και η κερδοφόρα διαχείριση τους ως προς τους μέσους δείκτες αναφοράς σε κλαδικό επίπεδο, με τμηματοποιημένη αξιολόγηση των πηγών προστιθέμενης αξία/λειτουργία πχ χρηματοοικονομική μόχλευση, κυκλοφορία,

¹ Η θεωρητική θεμελίωση αναπτύσσεται στα κεφάλαια 1-5 και στο κεφάλαιο 6 η εμπειρική εφαρμογή



φορολογία, περιθώρια κέρδους/ ανταγωνισμό κλπ. Οι δείκτες αξιολόγησης της *ρευστότητας* ως προς την κάλυψη λειτουργικών και επεκτατικών δυνατοτήτων συνθέτουν την *πιστοληπτική ικανότητα* ως δείκτης εμπιστοσύνης στην αγορά εμπορικής και τραπεζικής πίστωσης. Τέλος οι δείκτες *κυκλοφορίας* επικεντρώνονται στην παραγωγικότητα σε όρους απόδοσης προϊόντος/δέσμευση πόρων καθώς και στη μεσοσταθμική διάρκεια ροών του χρηματοδοτικού κυκλώματος, προμηθειών, πιστώσεων, αποθεμάτων κλπ.

Στο *κεφάλαιο 4* η *θεωρία προεξόφλησης χρηματοροών*(DCF) και χαρτοφυλακίου ως τεχνική αποτίμησης μελλοντικών προοπτικών με βάση πάντα το κόστος ευκαιρίας δέσμευσης παραγωγικών πόρων (κόστος κεφαλαίου). Με βάση την τμηματοποιημένη αποτίμηση των συστατικών χρηματοδοτικών μερών, οι μέθοδοι *αποτίμησης αγοράς ομολόγων* (fixed income) συμβάλουν στην *πιστοληπτική αξιολόγηση* για λήψης πιστώσεων. Η αποτίμηση μετοχών με το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων και υπεραξιών επικεντρώνεται στις άμεσες προσδοκώμενες χρηματοροές από τις μετοχικές επενδύσεις. Περαιτέρω οι *αδέσμευτες ταμειακές ροές* υποδεικνύουν το μέγιστο επίπεδο χρηματοοικονομικής απόδοσης, αδιάφορα από τη διακριτική μερισματική πολιτική, ενώ η λογιστική προσέγγιση γίνεται μέσω των *υπερκανονικών κερδών* ως προς το κόστος κεφαλαίου σε όρους κεφαλαιοποίησης. Η συγκριτική μέθοδος αγοράς (market relative valuation) αντιπροσωπεύεται με τους *επενδυτικούς αριθμοδείκτες-πολλαπλασιαστές*.

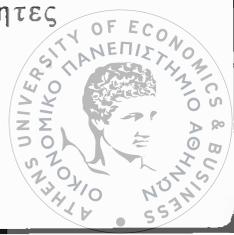
Η αποτίμηση της ολικής επιχειρηματικής αξίας πραγματοποιείται είτε με τη μέθοδο *κόστους κεφαλαίου* βάσει των αδέσμευτων ταμειακών ροών στην επιχείρηση, είτε με την *προσαρμοσμένη παρούσα αξία*, όπου εναλλακτικά της προσθετικότητας αξίας μετοχών και χρέους, προσθέτουμε την υποθετική αξία μη μοχλευμένης επιχείρησης με τη σχέση κόστους-οφέλους χρέους ως προς την *άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση*. Τέλος η τεχνική *προστιθέμενης οικονομικής αξίας* (EVA) συνθέτει τα ανωτέρω, ως εργαλείο αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας αποφάσεων για την αύξηση αξίας. Η ιδιαιτερότητα των *συμβάσεων αυτοχρηματοδότησης* συνίσταται στη συμβολαιακή δομή υποχρεώσεων, την αξία ενυπόθηκων εγγυήσεων και τις επιδράσεις στη λήψη αποφάσεων που έχουν ασύμμετρες επιδράσεις κινδύνων που διασφαλίζονται από εξειδικευμένες συμβάσεις *διαχείρισης κινδύνων* όπως περιγράφονται στο *κεφάλαιο 5*.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ



Η αποτίμηση προστιθέμενης αξίας επιχειρήσεων λόγω του ιδιαίτερου βάρους για ποικίλες ομάδες συμφερόντων έχει αναχθεί σε ανερχόμενο εξειδικευμένο κλάδο της χρηματοοικονομικής, που στις ΗΠΑ και την ΕΕ αντιπροσωπεύεται από επαγγελματικές ενώσεις όπως η *American Society of Appraisers* (ASA) με χρήση εξειδικευμένων προτύπων, *Business Valuation Standards*. Κάθε επιχειρηματική οντότητα αποτελείται από σύνθετα συμβόλαια κατανομής ευθυνών και σύγκλισης συμφερόντων μέσω μηχανισμών ελέγχου και κινήτρων σύγκλισης αποφάσεων μεταξύ πιστωτών, μετόχων, προμηθευτών, εργαζομένων, πελατών (stakeholders). Μέσω ορθολογικών αποτιμήσεων επιμερίζεται το κοινωνικά άριστο τμήμα της προστιθέμενης αξίας σε όρους οριακής ωφελιμότητας ανάλογα με την δέσμευση παραγωγικών, ανθρωπίνων και τεχνολογικών-γνωστικών πόρων των ανωτέρω ομάδων σε περιβάλλον *στενότητας πόρων και αβεβαιότητας*. Η άριστη χρηματοοικονομική αξία μετοχών, εταιρικών ομολόγων, συμμετοχών, τραπεζικών πιστώσεων κλπ συμβάλουν στη μεγιστοποίηση αποδόσεων-άριστης επιλεκτικότητας χαρτοφυλακίων που τα συνθέτουν. Επιπλέον ενισχύουν στρατηγικές χρηματοοικονομικές αποφάσεις, σε θέματα όπως συγχωνεύσεις-εξαγορές, πιστοληπτική αξιολόγηση πελατών, υπολογισμού ενυπόθηκων εγγυήσεων και μεταβολών τρέχουσας αξίας στοιχείων ενεργητικού-παθητικού, βέλτιστης χρηματοδοτικής διάρθρωσης κλπ

Η ανάλυση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος οφείλει να τεκμηριώνεται υπό το πρίσμα των υποθέσεων τέλει κινήτικότητας χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων, μηχανισμών ταχύτατης διάχυσης πληροφόρησης και τεχνολογικών αναδιαρθρώσεων στο μεταβιομηχανικό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον. Στην Ελλάδα που οι εισροές Κοινοτικών πόρων και η διαρθρωτική ένταξη στην Ευρωζώνη διαχέονται στην επιχειρηματική ανταγωνιστικότητα με χρονικές υστερήσεις και χαμηλές προσδοκίες, η προστιθέμενη αξία οφείλει να προέρχεται από την ενδογενή αναπροσαρμογή και εύρεση καινοτομικών πλεονεκτημάτων από τις εταιρείες, μέσω της επιτυχούς ένταξης τους στα διεθνή δίκτυα των επιμέρους αγορών. Οι αγορές υποδομών λειτουργούν ταυτόχρονα ως μηχανισμοί υποστήριξης επιχειρηματικού περιβάλλοντος και ως προωθητική βιομηχανία. Η αυτοχρηματοδότηση συνθέτει την προσπάθεια ουδετεροποίησης της χρηματοδότησης δημοσίων υποδομών μέσω δημοσιονομικών πιστώσεων (πολιτική μείωσης χρέους) καθώς την εισαγωγή νέων τεχνικών management και διαχείρισης πόρων, συμβάλλοντας ταυτόχρονα στη θωράκιση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος από χρηματοδοτήσεις με υψηλές αδιαίρετες κόστους και κινδύνους εκπλήρωσης προσδοκιών



1. ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΚΛΑΔΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

1.1 Ο ρόλος του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος Επίδοση Επιχειρήσεων



Η ανάπτυξη του επιχειρηματικού περιβάλλοντος χαρακτηρίζεται από τη συγκροτημένη σύνθεση επιχειρησιακών πόρων μέσω των κατάλληλων μηχανισμών τεχνολογικής οργάνωσης παραγωγής και τις οργανωσιακές ικανότητες που επιτυγχάνουν εφικτές συμβολαικές σχέσεις διαμεσολάβησης. Η συμβολαιακή θεώρηση της επιχείρησης υποδεικνύει ως πρωταρχικό στόχο επιχειρηματικής βιωσιμότητας την μεγιστοποίηση προστιθέμενης οικονομικής αξίας μέσω βέλτιστων και αυτοπροσαρμοζόμενων συμβολαίων διαμεσολάβησης στο πλέγμα των εταιρικών συναλλαγών, που αναπτύσσονται σε ποικίλες αγορές κατά τη διάρκεια προς τεχνολογικής ολοκλήρωσης προϊόντος στην αλυσίδα παραγωγής.

Η βιωσιμότητας των επιχειρήσεων διασυνδέεται με αποτυχίες του μηχανισμού προς αγοράς που κατά προς Coase και Williamson εξειδικεύονται στην ενδογενή ατέλεια συμβολαίων-διαπραγματεύσεων αγοράς (competitive bidding). Οι συνθήκες αγοράς αναδιατάσσονται ταχύτατα, άρα οι προβλέψεις δυναμικών καταστάσεων είναι ανέφικτες, ενώ παράλληλα τα κόστη παρακολούθησης και ελέγχου συμβολαίων συναλλαγών είναι υψηλό. Κάθε οργανωμένη αγορά ή εταιρεία αποτελεί έναν πυρήνα οικονομικών συμβολαίων, ανάμεσα σε μετόχους, διοίκηση, εργαζομένους, πιστωτές, προμηθευτές, κράτος κλπ όπου η ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος συναλλαγών προέρχονται από το ηθικό κίνδυνο και τη δυσμενή επιλογή.

Η ύπαρξη ηθικού κινδύνου (moral hazard) οικονομικών συναλλαγών προκύπτει από την ενδογενή ατέλεια των συμβολαίων διακανονισμού μεταξύ πιστωτών-μετόχων ώστε διαμορφώνονται περιπτώσεις επενδύσεων υπερβάλλουσας διακινδύνευσης, αρνητικής παρούσας αξίας, έλλειψης πιστωτικών περιορισμών και επιμερισμού κινδύνου πιστοδοτήσεων. Η δυσμενή επιλογή (adverse selection) έναντι συμβολαιακών εμπράγματων (δικαιωμάτων) και ενοχικών (υποχρεώσεων) σχέσεων που προκύπτουν από τις αρχές εταιρικής



διακυβέρνησης. Η δυσμενής επιλογή αιτιολογεί τα κόστη συναλλαγών, καθώς δεν υπάρχουν άριστα μοντέλα πιστοληπτικής αξιολόγησης, τιμολόγησης βάσει αποτίμησης κινδύνων και επαλήθευσης εναλλακτικής διαχείρισης χρηματοδοτικών πόρων.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται από το σύνολο των θεσμών, συμβολαιακών σχέσεων και οργανωμένων αγορών όπου διαπραγματεύονται πιστωτικές απαιτήσεις έναντι χρηματοδοτικών ροών, συνδεδεμένων με την προστιθέμενη αξία επιχειρήσεων. Οι λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος επικεντρώνονται στον πυρήνα της ατελούς πληροφόρησης και κόστους συναλλαγών. Η διεκπεραίωση και διακανονισμός συναλλαγών υποβοηθά την παροχή ρευστότητας στις ανταλλαγές προϊόντων και περιουσιακών στοιχείων ώστε με την εξειδίκευση και την καινοτομικότητας νέων μέσων συναλλαγών προωθείται η οικονομική μεγέθυνση. Η συγκέντρωση και τμηματοποίηση πόρων συγκροτούν τον οργανωτικό μηχανισμό των αγορών χρήματος και κεφαλαίου καθώς απαλείφονται οι αδιαιρετότητες ανάπτυξης επενδυτικών σχημάτων με παροχή εγγυημένων συμβάσεων, συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και αξιολόγησης πληροφόρησης. Επιπλέον διευκολύνεται η μεταφορά οικονομικών πόρων διαχρονικά, διακλαδικά και διασυνοριακά.

Η διαχείριση, διάχυση και αποφυγή κινδύνων, συνδέεται με τις απαιτήσεις ρευστότητας εναλλακτικών χρηματοδοτικών πηγών λειτουργικών και επενδυτικών προγραμμάτων με την έκδοση ρευστοποιήσιμων χρεογράφων και την ανάπτυξη δευτερογενών αγορών. Οι αδιαιρετότητες διασποράς κινδύνων σε επίπεδο αγορών, αντισταθμίζονται από την πολιτική πιστοδοτήσεων σε αγορές ατελούς συσχέτισης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Η βελτίωση κατανομής χρηματοδοτικών πόρων σχετίζεται με τις απαιτήσεις ενυπόθηκων εγγυήσεων, και συστημάτων ελέγχου και παρακολούθησης των επιχειρήσεων, που βελτιώνουν την αποδοτικότητα τους. Η εφαρμογή τεχνικών χρηματοοικονομικού ελέγχου συμβάλει στην παροχή αξιόπιστης τιμολογιακής πληροφόρησης, καθώς μειώνεται η ενδογενής ως προς τα θεμελιώδη μεγέθη διακύμανση των αγορών και μέσω πιστοληπτικών περιορισμών (credit rationing) αυξάνεται η ενδογενής παραγωγικότητα και οικονομική μεγέθυνση.

1.2. Μακροοικονομικές Διαστάσεις Επιχειρηματικής Ανταγωνιστικότητας

Η ενδογενής οικονομική μεγέθυνση και οι διακυμάνσεις οικονομικών κύκλων εξαρτώνται από τη μακροχρόνια εξέλιξη αποδοτικότητας παραγωγικών επενδύσεων που προέρχονται από τα αποτελέσματα διάχυσης εξωτερικών οικονομιών και τεχνολογικής προόδου στην παραγωγικότητα (δυναμικότητα παραγωγής ανά μονάδα παραγωγικού πόρου) του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Οι εγγενείς διακυμάνσεις των επενδυτικών δαπανών διαμορφώνονται μέσω της ακαμψίας κλαδικών αγορών ως προς τις προσαρμογές στις τεχνολογικές και οργανωτικές μεταβολές και τον ηθικό κίνδυνο συναλλαγών διαμεσολάβησης. Μέσω των πρόδρομων δεικτών με ενσωμάτωση χρονικών υστερήσεων πρόβλεψης οικονομικής δραστηριότητας και της συγκριτικής προσομοίωσης τους με τα επιμέρους εταιρικά αποτελέσματα υποδεικνύεται η διασύνδεση μεταξύ θεμελιωδών λογιστικών και μακροοικονομικών δεικτών.

Οι *Πρόδρομοι δείκτες οικονομικής συγκυρίας*¹ εξειδικεύονται : 1) Μέση απασχόληση ανθρωπίνου δυναμικού σε παραγωγή και υπηρεσίες 2) Απαιτήσεις κοινωνικής ασφάλισης πρόνοιας-ανεργίας 3) Παραγγελίες σε εξέλιξη προμηθειών και αποθεμάτων 4) Οικοδομική δραστηριότητα/πολεοδομικές άδειες 5) Πορεία γενικού δείκτη τιμών χρηματοπιστωτικών τίτλων 6) Προσφορά Χρηματος M2 χρηματοδότησης συναλλαγών 7) Τρέχουσα πιστοληπτική ικανότητα επιχειρήσεων και καταναλωτών 8) Δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης-διατηρήσιμης ζήτησης. 9) Spreads 10ετών επιτοκίων ομολόγων από έντοκα γραμμάτια 10) Δείκτης μεταβολής προθεσμιακών πωλήσεων-% επιχειρήσεων με διακυμάνσεις παραγγελιών. Οι *Εισοδηματικοί δείκτες συγκυρίας* αντίστοιχα 1) Τομεακή κατανομή απασχόλησης γεωργίας, βιομηχανίας, υπηρεσιών κλπ. 2) Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής-διατηρήσιμη προσφορά 3) Δείκτης εμπορικών πωλήσεων και υπηρεσιών. Οι *Δείκτες Στάθμισης Οικονομικής Υστέρησης* : 1) Σταθμική διακύμανση ανεργίας 2) Εμπορευματικά και βιομηχανικά αποθέματα προς πωλήσεις 3) Μέσο τραπεζικό επιτόκιο-δείκτης αποτίμησης κινδύνου 4) Δανεισμό και εμπορική

¹ Υπόδειγμα National Bureau of Economic Research (NBER)



πίστωση(μόχλευση) 5) Καταναλωτική πιστοληπτική ικανότητα/διαθέσιμο εισόδημα 6) Εργασιακό κόστος ως % τάσης μεγέθυνσης

Η οικονομικής ανάπτυξη, ως οριζόντιο άθροισμα προστιθέμενης αξίας «οικονομικών οργανισμών», απαιτεί ένα ελάχιστο επίπεδο ρευστότητας διεκπεραίωσης συναλλαγών(κεφάλαιο κίνησης)και χαρτοφυλακίου ενσώματων και αύλων παραγωγικών πόρων τα οποία διαχέονται στο οικονομικό σύστημα μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος με διάυλο ισορροπίας το επιτόκιο. Η προσδοκώμενη απόδοση(compensation return) επί των δεσμευμένων χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων εξαρτάται από την διαχρονική αξία χρήματος(time value of money)ως αποτέλεσμα ρευστότητας, τις επιχειρηματικές προσδοκίες ως προς το ρυθμό ανάπτυξης που διαμορφώνουν τη ζήτηση δανειακών κεφαλαίων και το βαθμό αβεβαιότητας εκπλήρωσης προσδοκιών.

Το επιτόκιο επηρεάζεται από τις ρυθμιστικές παρεμβάσεις νομισματικών αρχών με τα εργαλεία πιστωτικών όρων, πράξεων ανοικτής αγοράς, ρευστών διαθέσιμων και προεξοφλητικού επιτοκίου διατραπεζικής αγοράς. Η ενσωμάτωση του κινδύνου εκπλήρωσης ασύμμετρων προσδοκιών ως προς την πιστοληπτική ικανότητα αποπληρωμής χρηματοδοτικών απαιτήσεων απεικονίζεται στα περιθώρια κινδύνου και τις πληθωριστικές προσαρμογές συγκριτικά με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, που ακολουθεί τη μακροχρόνια τάση ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης και προσδιορίζεται από τα επιτόκια εντόκων γραμματίων του δημοσίου Σε περιβάλλον αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών η κεφαλαιουχική αξία της αποτίμησης ενεργητικού εξισώνεται με το μερίδιο αγοράς της επιχείρησης στην κλαδική κατανομή παραγωγής ως % του ΑΕΠ.)Η ύπαρξη κλάδων και εταιρειών σε φάσεις ανάπτυξης και ανάληψης κινδύνων διαφορετικά από τον οικονομικό κύκλο επιβάλλει την εξέταση της συσχέτισης-ερμηνευτικής ικανότητας ενός δείκτη αναφοράς πχ γενικός δείκτης χρηματιστηρίου ή επιμέρους κλαδικούς δείκτες αναλογικά με το προβλεπόμενο ΑΕΠ πχ $\% \Delta FTSE-20 \text{ salest} = -a + b(\% \Delta \text{ nominal GNPt})$.

Ο ρυθμός ανάπτυξης κερδοφορίας(earnings growth)μακροχρόνια προσδιορίζεται από τις παραμέτρους ανταγωνιστικότητας² απασχόληση, πληθωρισμός, διεθνείς αγορές , δυναμικότητα ζήτησης και επενδυτικές

² F. Reilly, K. Brown(2002) "Investment Analysis & Portfolio Management" Dryden Editions, 6th ed: ch 13



δαπάνες. Ο ρυθμός επέκτασης επενδυτικών δαπανών ως % ΑΕΠ επηρεάζει την αύξηση των συνολικών αποσβέσεων, άρα και τις θετικές χρηματοροές επιχειρησιακών προγραμμάτων. Αντίστοιχη σημαντικότητα κατέχει και ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης/ΑΕΠ, που οφείλει μακροχρόνια να προσαρμόζεται στην πραγματική μεγέθυνση. Συμπερασματικά στις φάσεις επέκτασης των οικονομικών κύκλων, άρα επιτάχυνσης της κερδοφορίας, το συνολικό χρέος αυξάνεται. Το κόστος απασχόλησης και ανάπτυξης ανθρωπίνων πόρων, επηρεάζει τα κέρδη μέσω της αρνητικής ποσοτικής συσχέτισης με το κόστους παραγωγής και παραγωγικότητας εργασίας. Ενσωματώνοντας τα θετικά αποτελέσματα της οικονομικής μεγέθυνσης από την τεχνολογική πρόοδο και την αναβάθμιση των ανθρωπίνων πόρων και επιχειρησιακής οργάνωσης, η αύξηση του κόστους εργασία οφείλει να ακολουθεί το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας.

Οι διακυμάνσεις του ποσοστού πληθωρισμού, επηρεάζουν θετικά τα περιθώρια κέρδους σε ολιγοπωλιακές αγορές, καθώς αυξάνουν τις δυνητικές δυνατότητες μετακύλισης των κόστους παραγωγής στη ζήτηση λόγω υστέρησης προσαρμογής των καταναλωτικών προσδοκιών. Η διατηρήσιμη καταναλωτική εμπιστοσύνης-ζήτηση αποτελεί δείκτη του ρυθμού παραγωγικής επέκτασης, που απεικονίζεται μέσω της βραχυπρόθεσμης αύξησης του ρυθμού πληθωρισμού, εξαιτίας των απαιτήσεων προσαρμογής της παραγωγικής δυναμικότητας. Βέβαια οι αυξημένες διακυμάνσεις του επιπέδου τιμών αυξάνουν το κόστος χρηματοδότησης, όπου μόνο αν δεν υφίσταται αποτελεσματική χρήση της επιχειρηματικής δυναμικότητας, συνεπάγονται αύξηση των πωλήσεων που αντισταθμίζουν το κόστος χρηματοδοτικών πόρων. Η μεγιστοποίηση παραγωγικής δυναμικότητας επιχειρησιακών πόρων, υπηρεσιών και δημοσίων υποδομών συγκριτικά με την κλαδική ζήτηση, που ενσωματώνουν υψηλό λειτουργικό σταθερό κόστος, μακροχρόνιο εύρος απόσβεσης και αδιαιρετότητες χρήσης. Η διάχυση των πλεονεκτημάτων της δυναμικότητας προέρχεται είτε από το εξωτερικό περιβάλλον-οικονομίες κλίμακας, χωρικής συγκέντρωσης, εξωτερικές οικονομίες υποδομής και αντικατοπτρίζονται στην κερδοφορία μέσω μείωσης του μέσου κόστους και αύξηση πωλήσεων.

Οι διεθνείς εμπορικές σχέσεις σε περιβάλλον παγκοσμιοποίησης όπου η κινητικότητα παραγωγής, πόρων και κεφαλαίου συνεπάγονται σύγκλιση διεθνών τιμών και ευέλικτη εξειδίκευση βάσει των παραγωγικών δυνατοτήτων και διαθεσιμότητας πόρων. Η διατηρησιμότητα της στρατηγικής εξειδίκευσης

αυξάνει την αποδοτικότητα και τους ρυθμούς μεγέθυνσης, όμως οι ατέλειες διεθνούς κινητικότητας και οι οριζόντιες πολιτικές οριζόντιας ενίσχυσης επιχειρησιακού περιβάλλοντος και προστατευτισμού, μειώνουν την ένταση ανταγωνισμού διεθνών αγορών, άρα και τις δυνατότητες αποδοτικής πρόσβασης σε διεθνείς αγορές εξαγωγικών στρατηγικών.

1.3 Κλαδική Ανάλυση Επιχειρηματικού Περιβάλλοντος Αγοράς Υποδομής

Η μικροοικονομική θεωρία τιμολόγησης ορίζει την ισορροπία αγοράς ως αποτέλεσμα ανταγωνιστικών διαπραγματεύσεων με εξίσωσης τιμών προϊόντων με όμοια ποιοτικά χαρακτηριστικά ευημερίας-ισοτιμίας πλεονάσματος καταναλωτή. Η δημιουργία προστιθέμενης αξίας στη διαδικασία τεχνολογικού μετασχηματισμού, διανομής και συναλλαγών αναλύεται ως η διαφορά πλεόνασμα καταναλωτή από το κόστος παραγωγικών πόρων ως ισοδύναμο θυσίας ευημερίας όπου σε ατελείς αγορές μη συμμετρικών επιχειρήσεων διαμορφώνει ευκαιρίες ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων. Συνοπτικά η δημιουργία διατηρήσιμων στρατηγικών ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων συνίσταται στη μακροχρόνια μεγέθυνση προς οικονομικής κερδοφορίας έναντι του κόστους κεφαλαίου-οικονομικής θυσίας πόρων, με ρυθμό υψηλότερο από το μέσο κλαδικό μέγεθος. Οι ευκαιρίες ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων προκύπτουν από προς ασυμμετρίες τεχνολογίας, μηχανισμών σύνθεσης και διαχείρισης παγίων και αύλων πόρων και ανάπτυξης εταιρικής γνώσης και πληροφόρησης που χαρακτηρίζονται από στενότητα και ατελή κινητικότητα.

Η αλληλεξάρτηση ανταγωνιστικών αποφάσεων προς τομείς παραγωγής, διανομής, καινοτομίας, κόστους εισροών και τιμολόγησης καθορίζουν την οριακή συνεισφορά προς αλυσίδα λειτουργικών διαδικασιών στην επιχειρηματική αξία. Η θεμελίωση προς ανάλυσης προστιθέμενης αξίας (value added analysis) ορίζει προς η οριακή αξία που προστίθεται σε κάθε εφοδιασμού, παραγωγής, διανομής και διοικητικής υποστήριξης ισούται με τη συνολική αξίας αποτίμησης επιχειρήσεων. Οι επενδύσεις υποδομής διακρίνονται στις κατηγορίες:

- Επιχειρηματικές υποδομές τομέων παραγωγής όπως τεχνολογικά πάρκα, βιομηχανικές επιχειρηματικές περιοχές, με έμμεση αξία μεταβίβασης αύλων

πόρων-τεχνογνωσίας, διαμεσολαβητικής υποστήριξης στην αλυσίδα προμηθειών-πωλήσεων και μεταβίβασης καινοτομικής επιχειρηματικής τεχνογνωσίας.

- Δίκτυα και Τεχνικές Υποδομές που περιλαμβάνει δίκτυα συστημάτων μεταφορών, ενέργειας, εγγείων βελτιώσεων και τηλεπικοινωνιών που βελτιώνουν τη συνδυασμένη αποδοτικότητα επιχειρηματικής ανταγωνιστικότητας μέσω εξωτερικών οικονομιών μείωσης κόστους παραγωγής και υπηρεσιών.
- Οικονομική και κοινωνική υποδομή που συνδέονται με τις υπηρεσίες διαχείρισης κοινωνικών πόρων , όπως κοινωνικές υπηρεσίες, έρευνα και ανάπτυξη, εκπαίδευση , οικιστική υποδομή κλπ που αυξάνουν την παραγωγικότητα ανθρωπίνων πόρων και την κοινωνική συνοχή.

Η αγορά Υποδομής περιλαμβάνει ετερογενείς μονάδες, δεν έχει έναν κεντρικό οργανισμό, αποτελεί ατελή ανταγωνιστική αγορά, και ποικίλει λειτουργικά αν πρόκειται για ιδιόχρηση ή επένδυση. Συνθέτει το σύνολο διαμεσολαβητικών μηχανισμών-οργανωτικές υποδομές υποστήριξης, ανθρώπινο δυναμικό, νομικά πρόσωπα, ή συστήματα επίτευξης πληροφοριακής συμμετρίας, όπου διαμορφώνουν την ισορροπία προσφοράς και ζήτησης χρήσεων υπηρεσιών υποδομής. Ως επένδυση ακινήτων χαρακτηρίζεται η δέσμευση παγίων περιουσιακών στοιχείων με αντικειμενικό σκοπό την επίτευξη προκαθορισμένων ροών εισοδήματος από την εκμίσθωση σε τρίτους βάσει συμβολαίων-υποσχετικών πληρωμής αποδόσεων σε προκαθορισμένες χρόνο. Το ακίνητο ως κεφαλαιουχικό αγαθό αποκτά αξία μέσω των υπηρεσιών-χρήσεων που προσφέρει για την ανάπτυξη επιχειρηματικών λειτουργιών ή στέγασης και με την προσδοκία μελλοντικών κερδών-υπεραξιών μέσω δυνατοτήτων επανάχρησης ή μεταπώλησης.

Η αγορά υποδομής χαρακτηρίζεται από σημαντικές ατέλειες όπου συμβατικά χρηματοδοτικά σχήματα αποτυγχάνουν σε συνθήκες ισοδύναμου κινδύνου ως προς τη δυνητική μεταβλητότητα επιχειρηματικής αξίας. Η είσοδος στην αγορά υποδομής, μεταφορών ενέργειας κλπ χαρακτηρίζεται από αναπόκτητες επενδυτικές δαπάνες³, άρα και σημαντικά εμπόδια εισόδου τα οποία ενισχύονται από τις υψηλές οικονομίες κλίμακας και πεδίου. Έτσι ένα συνδυασμένο χαρτοφυλάκιο υπηρεσιών, δικτύων ενσωματώνει σημαντικές

³ Κ.Δελής(1997) "Χρηματοδότηση, Τιμολόγηση & Αποτελεσματική Διαχείριση Υποδομής" Οικονομική Επιλογή, Φεβρουάριος 97:47-60



αδιαιρετότητες, άρα μια μονοπωλιακή δομή είναι η εφικτή ισορροπία σε χωροταξικό επίπεδο, που όμως αποκλίνει από το κοινωνικά άριστο. Παράλληλα το μακροπρόθεσμο σταθερό κόστος τείνει να διαμορφώνεται συνεχώς φθίνων, κυρίως σε κλάδους μεταφορών, δηλαδή να μην εξαντλούνται οι οικονομίες κλίμακας. Οι ατέλειες αγορών ενισχύονται από την ορθολογική αποτίμηση εξωτερικών επιδράσεων που εσωτερικεύονται στην τιμολόγηση υπηρεσιών υποδομής με τη ρυθμιστική συνδρομή του δημοσίου τομέα στο αυτοελεγχόμενο σύστημα της αγοράς.

Η δομή ανταγωνιστικών σχέσεων και αποτελεσματικότητας αγοράς υποδομής διαρθρώνεται στη θεσμική-συμβολαιακή διακυβέρνηση εταιρειών και στις διασυνδέσεις παραγωγικών υπηρεσιών με το ευρύτερο επιχειρησιακό περιβάλλον, που προκύπτουν από την δυαδικότητα τεχνογνωσίας και συστημάτων πληροφόρησης. Το δυνητικό(κοινωνικά) άριστο επίπεδο τιμολόγησης οριακού κόστους υπολείπεται του νεκρού σημείου κυκλοφορίας του διαχειριστή υποδομής και υποδεικνύει το συμμετοχικό ρόλο του δημοσίου τομέα με πολιτική τιμολόγησης μέσου κόστους, όπου η κάλυψη του υπολειπόμενου περιθωρίου κέρδους πραγματοποιείται με μεταβιβαστικές ενισχύσεις, πχ κοινοτικά κονδύλια Ταμείου Συνοχής, εγγυητικές επιστολές δημοσίου, μεταβιβαστικές πληρωμές κλπ. Η ανελαστικότητα προσαρμογής στις διακυμάνσεις ζήτησης σε περιόδους αιχμής-κορεσμού συνεπάγεται διακριτική τιμολόγηση, αύξησης περιθωρίου κέρδους ώστε η ζήτηση να προσαρμόζεται στα επίπεδα δυναμικότητας. Κυρίως όμως υποδεικνύει το βέλτιστο επίπεδο μεγένθυσης υποδομής ως το επίπεδο δυναμικότητας που η ζήτηση υπολείπεται της τιμολογιακής αύξησης σε περιόδους κορεσμού. ,

Ο κίνδυνος ρυθμιστικής σύλληψης δηλαδή αποκλίσεων από κοινωνικά άριστο μέσω αλληλεξάρτησης πολιτικών κύκλων και οικονομικών κύκλων, εξαλείφεται από την απαγόρευση άμεσων επιδοτήσεων ή πλήρους δημοσίου ελέγχου υποδομής. Αφορά συμμετοχή στην ανάληψη κινδύνων με μετοχικά δικαιώματα μειοψηφίας στο εταιρικό φορέα εκμετάλλευσης έργου και με σύστημα επαναλαμβανόμενων διαπραγματεύσεων που οδηγούν σε μείωση κινήτρων συμπαιγνίας. Ταυτόχρονα συνδράμει στην φιλοσοφία μείωση των δημοσιονομικών δαπανών και δημοσίου χρέους που απαιτούνται για την ολοκλήρωση βιομηχανικών και περιφερειακών υποδομών που παρέχουν ώθηση στην ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Προκύπτει από την επίλυση του προβλήματος εκτόπισης ιδιωτικού τομέα από δημόσιες δαπάνες που

συνεπάγεται ενίσχυση της αποκλιμάκωσης επιτοκίων και μείωση της επάρκειας πόρων για σχηματισμό ιδιωτικού αποθέματος επενδυτικού κεφαλαίου

Μια ολοκληρωμένη κλαδική ανάλυση τυποποιεί τις θεμελιώδεις οικονομικές συνθήκες που καθορίζουν το επίπεδο ζήτησης και τη δομή ανταγωνιστικών σχέσεων που αλληλεπιδρούν με την εξειδίκευση των επιχειρησιακών πολιτικών. Η κλαδική απόδοση οριοθετείται από τις συνθήκες ισορροπίας αγοράς που ενσωματώνει τις τάσεις τεχνολογίας-παραγωγικότητας και ζήτησης, διακρίνοντας 5 στάδια κλαδικού κύκλου ζωής. Στο στάδιο επιχειρηματικής ανάπτυξης οι πωλήσεις αυξάνουν με επιταχυνόμενο γραμμικό ρυθμό αντιμετωπίζοντας μηδενικά ή αρνητικά κέρδη, ενώ στο στάδιο σωρευτικής ανάπτυξης τα κλαδικά μερίδια ζήτησης-πωλήσεις αυξάνουν γεωμετρικά όπως και τα περιθώρια κέρδους, καθώς η τμηματοποίηση αγοράς οδηγεί σε μονοπωλιακή δομή. Η είσοδος στην περίοδο αναπτυξιακής ωρίμανσης συνεπάγεται σταθεροποίηση πωλήσεων και κερδών, ενώ η είσοδος ανταγωνισμού συνεπάγεται σταδιακή σύγκλιση σε κανονικά επίπεδα κερδών, που στην επόμενη φάση σταθεροποιητικής ωρίμανσης τείνουν στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης ενώ καταλήγουν σε κάμψη.

1.4 Επιχειρησιακή Στρατηγική και Προστιθέμενη Οικονομική Αξία

Οι θεματικές περιοχές εταιρικών αποφάσεων στρατηγικής και διοίκησης διακρίνονται σε λειτουργική ανάπτυξη και στρατηγικός επιχειρησιακό σχεδιασμό όπου συστηματοποιούνται οι παραγωγικές, οργανωσιακές και τεχνολογικές διασυνδέσεις αριστοποίησης της τεχνικής αποτελεσματικότητας και διαμεσολάβησης στην αλυσίδα αξίας. Η προσομοίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος απαιτεί προσαρμογή στις συνθήκες ζήτησης, εξειδίκευσης περιοχών ανταγωνισμού, σύζευξης τεχνολογικών τάσεων και ευελιξίας δικτύων διανομής. Η επιχειρηματική ανάπτυξη, απεικονίζει τη συνισταμένη ολοκλήρωσης και εφαρμογής του στρατηγικού σχεδιασμού, όπου οι απαιτήσεις τεκμηριώνονται στην προσαρμοστικότητα των συστημάτων παραγωγής, έρευνας&ανάπτυξης, εταιρικής διακυβέρνησης, διανομής& πωλήσεων.

Το κρίσιμο μέγεθος άριστης οριζόντιας επιχειρησιακής ολοκλήρωσης, εξαρτάται από τις οικονομίες κλίμακας και πεδίου στη διαδικασία παραγωγής,

διανομής και πωλήσεων. Τα κέρδη παραγωγικότητας διαχέονται μέσω της μείωσης του κόστους με τη σωρευτική αύξηση της παραγωγής και τις συνέργιες συναλλαγών συνδυασμένων δραστηριοτήτων. Η προέλευση οικονομιών στην αλυσίδα παραγωγής-αξίας προσδιορίζονται από τις τεχνολογικές και οργανωσιακές αδιαιρετότητες παραγωγικών διαδικασιών που προέρχονται από εξειδικευμένες εισροές σταθερού κόστους, και μακροχρόνιες δεσμεύσεις τεχνολογίας και ανάπτυξης λειτουργιών. Αντίστοιχα από τη μείωση κινδύνων εκτεταμένης δυναμικότητας από άριστο συντονισμό προμηθειών-αποθεματοποίησης-πωλήσεων, συνδυαστικά με συνέργιες έρευνας και ανάπτυξης και ανάπτυξης τεχνογνωσίας(learning by doing)

Οι προσβάσεις σε διεθνή δίκτυα επιχειρήσεων και πηγές χρηματοδότησης και γεωγραφική-παραγωγική διαφοροποίηση (diferencification)-δημιουργούν οικονομίες κλίμακας ως τεχνικές αντιστάθμισης γεωπολιτικής διακινδύνευσης και κινδύνων αγοράς. Η επιλογή κλίμακας δυναμικότητας και εύρους παραγωγής σταθμίζεται από την ύπαρξη προβλημάτων συντονισμού-εταιρικής γραφειοκρατίας και έλλειψη κινήτρων καινοτομικότητας και απόδοσης. Παράλληλα προκύπτουν συγκρούσεις συμφερόντων στη διαχείριση πόρων και τα δίκτυα συνεργασιών στο σύνολο των διασυνδεδεμένων με τις συνθήκες αγοράς δραστηριοτήτων στην αλυσίδα αξίας. Η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των παραμέτρων επιχειρηματικής αξίας και ανάπτυξης σχετίζεται με το εύρος λειτουργιών που εσωτερικεύονται(integrated)έναντι συμβάσεων συναλλαγών(outsourcing). Τα πλεονεκτήματα έμφασης σε ευέλικτες συναλλαγές αγορών προσδιορίζονται από το εύρος δυναμικής ζήτησης και σχετίζονται με:

- Οικονομίες κλίμακας λόγω χρήσης εξειδικευμένων πόρων, πληροφόρησης και τεχνογνωσίας(πχ μεταφορές).
- Κόστη διαμεσολάβησης συσχετιζόμενα με την ύπαρξη ηθικού κινδύνου(moral hazard), συγκρούσεων συμφερόντων(incentives conflicts) και ασύμμετρων επιλογών (adverse selection) στις ενδοεταιρικές συμβάσεις. Η εξισορρόπηση συμφερόντων και ορθολογικών κινήτρων υπόκεινται στο συντονισμό και αποτελεσματικότητα του ανταγωνισμού αγοράς(market discipline)

Οι αποτυχίες των μηχανισμών αγοράς τεκμηριώνονται αντίστοιχα :

- Συντονισμός παραγωγικών ροών στην κάθετη αλυσίδα και διασύνδεση αποφάσεων χρηματοδότησης και οργάνωσης, λόγω αντικειμενικής έλλειψης μηχανισμών τυποποιημένων λειτουργιών και σχεδιασμού και ιδιαίτερα διαφύλαξης κρίσιμης πληροφόρησης.

Η συμβολαιακή θεμελίωση συναλλαγών αποτιμά κατανομή υποχρεώσεων, όρους δεσμεύσεων και κατανομή ωφελειών, όμως οι ατέλειες αναπτύσσονται λόγω περιορισμένου εύρους συνεργατικότητας, επιλογή μέτρων αποδοτικότητας και ασύμμετρης πρόσβασης πληροφόρησης. Ο μετασχηματισμός συναλλαγών από σύστημα ανταγωνιστικών δημοπρασιών (competitive bidding) σε ενδοεταιρικές αφορά δεσμευτικές συμβάσεις που συνοδεύονται από επενδύσεις λειτουργικής υποστήριξης. Το αναπόκτητο δεσμευτικό επενδυτικό κόστος⁴ προκύπτει ως η διαφορά $I-q(P_m-C)$, όπου C μεταβλητό κόστος, P_m τιμή αγοράς σε περίπτωση λύσης σύμβασης και q ποσότητες παραγωγής συνεπάγεται δυνατότητες επαναδιαπραγμάτευσης από πλευράς μη δεσμευμένου συναλλασσομένου (contractor), με μεταφορά του κέρδους εκπλήρωσης $q(P-P_m)$, όπου P τιμή σύμβασης.

Η διαχείριση κινδύνων αγορών-συναλλαγών (market risk) οδηγούν σε αύξηση του κόστους διαπραγματεύσεων, δημιουργία αντισταθμιστικών ευέλικτων επενδύσεων και εταιρικών λειτουργιών, προστασία των μηχανισμών διάχυσης πληροφόρησης και εμπιστοσύνης και γενικά μείωση της κλίμακας δεσμευτικών επενδύσεων. Έτσι η κάθετη ολοκλήρωση βελτιώνει την αποδοτικότητα της αλυσίδας αξίας μέσω του μηχανισμού εταιρικής διακυβέρνησης καθώς επιβάλλει συστήματα και ρυθμίσεις συντονισμού, ελέγχου και κινήτρων απόδοσης. Η ευελιξία αποφάσεων και διάχυσης πληροφόρησης συνοδεύεται από αποτελεσματική κατανομή πόρων, επίλυση συγκρούσεων και γενικά κοινή εταιρική κουλτούρα σχέσεων εμπιστοσύνης. Το εύρος της κλίμακας κάθετων εξαγορών και συγχωνεύσεων προσδιορίζεται από τη συνδυαστική ανάλυση τεχνολογικής έναντι διαμεσολαβητικής αποτελεσματικότητας.

Η τεχνική αποτελεσματικότητα αναφέρεται στην μέγιστη παραγωγική διαχείριση πόρων, ως μείγμα τεχνολογικών εισροών, ανθρωπίνου κεφαλαίου και λειτουργικής οργάνωσης. Η αποτελεσματικότητα διαμεσολάβησης αφορά το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης με το ελάχιστο κόστος συντονισμού, αποτελεσματικότητας συναλλαγών και δικαιοδοσίας (agency). Η σχέση ανταλλαγής που εξαρτάται από το βαθμό εξειδίκευσης ανάπτυξης προϊόντος προσδιορίζει το άριστο εύρος κάθετης ολοκλήρωσης καθώς καθώς οι οικονομίες κλίμακας εξαντλούνται σε επίπεδα όπου τα κόστη συμβάσεων προμηθειών-διαχείρισης παραγωγής και διανομής είναι υψηλά. Αντίθετα η

⁴ Προκύπτει ως η διαφορά $I-q(P_m-C)$, όπου C μεταβλητό κόστος, P_m τιμή αγοράς σε περίπτωση λύσης σύμβασης και q ποσότητες παραγωγής

καινοτομικότητας και τεχνογνωσία του δικτύου προμηθειών και διανομής επιβάλλει ευέλικτη τομεακή εξειδίκευση. Παράλληλα το εύρος του ρυθμού αύξησης ζήτησης και κατάκτησης μεριδίων αγοράς, καθώς αυξάνονται οι απαιτήσεις εισροών και μηχανισμών υποστήριξης και ανάπτυξης παραγωγής.

Ο υψηλός βαθμός επιχειρησιακής συσχέτισης λόγω διεθνοποίησης και ανταγωνισμού με τη δομή και τα οικονομικά μεγέθη των αγορών σε χωρικό και κλαδικό επίπεδο ενισχύουν τις τάσεις διακλαδικής ολοκλήρωσης. Η συσχέτιση αποτιμάται από το βαθμό εξάρτησης εσόδων από τη δικτύωση, τεχνολογικές απαιτήσεις και στρατηγική συμπεριφορά του ανταγωνισμού. Τα κίνητρα εφαρμογής τεχνικών χαρτοφυλακίου-διασποράς επιχειρησιακών πόρων και στρατηγικών διακρίνονται στις οικονομίες κλίμακας και πεδίου, που προκύπτουν από τη διάχυση σε νέες αγορές τεχνολογικών καινοτομιών, οργανωσιακών συνεργιών, τεχνικών ανάπτυξης προϊόντων και δικτύων διανομής που εξαντλούνται σε optimum επίπεδο αποδοτικότητας/ αγορά

Οι τεχνικές διασποράς χαρτοφυλακίου επιχειρησιακών πόρων (ιδιαίτερα σε μη αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές)συνεπάγονται κεφαλαιουχικές επενδύσεις ενεργητικού και διατηρήσιμη αύξηση μεριδίων αγοράς σε ασυσχέτιστες αγορές με υψηλές προσδοκίες ρυθμών ανάπτυξης. Η δημιουργία προστιθέμενης οικονομικής αξίας εξαρτάται από το μακροχρόνιο ρυθμό αύξησης των ταμειακών ροών αυτοχρηματοδότησης και την ελαχιστοποίηση επιχειρησιακών κινδύνων, που προκύπτει από τη μείωση της μεταβλητότητας κερδών που προκύπτει από της εξαγορά κύκλου εργασιών με τη διακλαδική ολοκλήρωση, έναντι εσωτερικής ανάπτυξης. Η ελαχιστοποίηση του κόστους ενδοεταιρικής διαμεσολάβησης είναι κρίσιμη στο βαθμό που η πολιτική παραγωγικότητας με συμμετρική πληροφόρησης και μείωση κινδύνων από πολλαπλές αγορές, αυξάνει την αποτελεσματικότητα ανάπτυξης εταιρικής κουλτούρας λόγω απειλής επιθετικών εξαγορών(αγορά επιχειρηματικού ελέγχου)

Εναλλακτικές δομές εταιρικής οργάνωσης αποτελούν οι στρατηγικές συμμαχίες ανάπτυξης project's διάχυσης πληροφόρησης, διαχείρισης πόρων και έργων και εμπορικών στρατηγικών σε επιμέρους τομείς, ενώ σε περίπτωση ανεξάρτητης εταιρικής οντότητας αναπτύσσεται κοινοπραξία. Εναλλακτικά ευέλικτα επιχειρηματικά δίκτυα προμηθειών και διανομής μπορούν να συνυπάρχουν και με ενδοπαραγωγή, ως αντιστάθμιση ατελειών και διακυμάνσεων της αγοράς, ενώ υφίστανται και μακροχρόνια άτυπα συμβόλαια εναρμονισμένων πρακτικών, συντονισμού και συνεργασίας στην αλυσίδα

παραγωγής. Στο Ιαπωνικό μοντέλο συνυπάρχουν σ'ένα ολοκληρωμένο πλέγμα κοινωνικοεπιχειρηματικών συμβολαίων μακροχρόνιας εμπιστοσύνης εταιρείες παροχής τεχνογνωσίας, υπηρεσιών υποστήριξης, παραγωγής, διανομής και χρηματοδότησης.



2. ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ-ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ

2.1 Αποτίμηση Ενεργητικού-Επιχειρηματικών Πόρων

Κάθε επιχειρηματική οντότητα διαρθρώνεται ως ένα σύνθετο σύστημα συμβολαίων χρηματοοικονομικών διασυνδέσεων και ταμειακών ροών που ενεργοποιούνται από εταιρικές αποφάσεις. Η απεικόνιση των αποφάσεων παρουσιάζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις Ισολογισμού, Αποτελεσμάτων Χρήσεων και Ταμειακών Ροών. Στο Ενεργητικό απεικονίζονται οι επιχειρηματικοί πόροι με ενσώματα ή αυλα εμπράγματα δικαιώματα κυριότητας. Η κυκλική ροή επενδυτικών δραστηριοτήτων στο στάδιο λειτουργικής ανάπτυξης διακρίνεται στις συνιστώσες, 1) προμήθεια πόρων 2) ανάπτυξη έργου -εκτέλεση συμβάσεων 3) επιχειρησιακή ανάπτυξη (business development). Οι απαιτούμενοι χρηματοδοτικοί πόροι κατανέμονται στο επενδυτικό πρόγραμμα ως ενεργητικά περιουσιακά στοιχεία με αυτόματη και με σαφήνεια ενσωμάτωση και αποτίμηση ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων.

Η καταγραφή στο Ενεργητικό του Ισολογισμού, ακολουθεί τη θεμελιώδεις λογιστικές αρχές του ιστορικού κόστους και της συντηρητικότητας, δηλαδή αποτίμησης ενεργητικού με βάση την αξία κτήσης ενσωματώνοντας τιμολογιακά κάθε μελλοντική ωφέλεια και αξιολογώντας το εύρος εκπληρωθέντων συμβατικών υποχρεώσεων. Με την εισαγωγή των *Διεθνών Λογιστικών Προτύπων*⁵ οι οικονομικές καταστάσεις θα προσαρμόζονται στις τρέχουσες αξίες, βάσει της συγκριτικής μεθόδου αγοράς. Έτσι η θεμελιώδης ανάλυση θα τεκμηριώνει συμπεράσματα απαλλαγμένα από τη λογιστική μεροληψία και τα μειονεκτήματα της αρχής συντηρητικότητας και ιστορικού κόστους. Οι όποιες λογιστικές προσαρμογές θα απαιτούνται στις μεθόδους προεξόφλησης ταμειακών ροών, όπως οι ασυμμετρίες και ατέλειες δεδομένων

⁵ Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (2002) "Οι Κυριότερες Διαφορές μεταξύ Ελληνικών και Διεθνών Λογιστικών Προτύπων" Οκτώβριος 02: 1-79

αγοράς και οι λογιστικές τεχνικές κατάρτισης αποτελεσμάτων σχετικά με τις ταμειακές ροές.

Η αξία αποθεμάτων προμηθευτικών πόρων, παραγωγής σε εξέλιξη και πωλήσεων τιμολογείται σταθμισμένα με τις διακυμάνσεις τις αγοράς και της δυναμικότητας. Τα μοντέλα αποτίμησης αξίας διαχωρίζονται σε χαμηλότερης μεταξύ κτήσης και τρέχουσας αγοράς σταθμικού μέσου, μεθόδους αξιολόγησης εισροής-εκροής προμηθειών-πωλήσεων LIFO-FIFO (πχ last-in first out σημαίνει προώθηση στην παραγωγή αποθεμάτων προμηθειών τελευταίας αποθήκευσης). Σύμφωνα με τα ΔΛΠ επιτρέπεται η διακριτική ευχέρεια αποτίμησης τη χαμηλότερης αξίας μεταξύ κτήσης και ρευστοποίησης και κυρίως το κόστος προσδιορίζεται με τις μεθόδους FIFO ή σταθμικού μέσου. Ειδικότερα στην ακίνητη περιουσία διαχωρίζονται οι χρήσεις γης ως επενδύσεις συμμετοχών από την παραγωγική συνεισφορά.

Παράλληλα ένα σύνολο αυτών περιουσιακών στοιχείων όπως άδειες αποκλειστικής χρήσης και βιομηχανικά δικαιώματα, υπεραξία φήμης και πελατείας (goodwill), έρευνα και ανάπτυξη κεφαλαιοποιούνται με βάση των ωφέλιμο χρόνο παροχής ταμειακών ροών-εσόδων. Τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία αποτιμώνται στην αξία κτήσης προσαυξημένες με ενδεχόμενες δαπάνες αύξησης μελλοντικών ροών, βελτιώσεων κλπ. Η αξία θα αναπροσαρμόζεται περιοδικά σύμφωνα με εξωτερικές εκτιμήσεις στην τρέχουσα αγοραία αξία, μεταβάλλοντας την κερδοφορία. Οι αποσβέσεις-συστηματική κατανομή ποσού υποτίμησης αξίας, προσδιορίζονται βάσει του ρυθμού τεχνολογικού ανασχεδιασμού των συστημάτων επιχειρησιακών διαδικασιών. Οι αποσβέσεις είναι το εργαλείο δέσμευσης επιχειρηματικών πόρων για την ομαλή αναπλήρωση περιουσιακών παγίων, μετατρέποντας την αξία παγίων σε μετρητά και δε συνιστούν καταβολή χρηματοδοτικής εκροής, αλλά από την πλευρά του ενεργητικού υποτίμηση της αξίας ενεργητικού.

Η ποιότητα του ενεργητικού επιτυγχάνεται με την ορθολογική κατανομή επιχειρησιακών πόρων προσαρμοσμένα στις επιμέρους προδιαγραφές της παραγωγικής δυναμικότητας συνδεδεμένων με σε κάθε στάδιο του κύκλου ζωής και της αλυσίδας αξίας, καθώς και τη εταιρική φερεγγυότητα και «καλή πίστη» (solvency) έναντι των stakeholders, πιστωτών, μετόχων, προμηθευτών κλπ. Στο κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνονται οι δεδουλευμένες εισπράξεις επί των πωλήσεων, ακολουθώντας εναλλακτικές πολιτικές όπως πχ προπληρωμές ως εγγυημένων ποσών, αλληλόχρεων λογαριασμών, ανοιχτές

πίστωσης περιορισμένης διάρκειας, που εμπίπτουν στα θέματα πιστωτικής εμπορικής πολιτικής. Οι πιστωτικοί κίνδυνοι πελατών που προκύπτουν από τη χρηματοδότηση των πωλήσεων απεικονίζονται στους λογαριασμούς επισφαλών απαιτήσεων όπου σε περίπτωση κατάπτωσης εγγυήσεων και δεδουλευμένης αδυναμίας εισπράξεων αφαιρούνται από τα λειτουργικά αποτελέσματα. Εξαρτώνται από την κλαδική συγκυρία και τις επιμέρους εγγυήσεις (covenants) όπως προπληρωμές, ελάχιστο εγγυημένο όριο κύκλου εργασιών, προσημείωση παγίων, μεταβίβαση σε πρακτορεία απαιτήσεων, γραμμάτια εξασφάλισης απαιτήσεων κλπ.

Οι συμμετοχές επενδύσεων χαρτοφυλακίου, διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις περιλαμβάνουν εταιρικά και κρατικά ομόλογα και μετοχικά δικαιώματα ενισχυμένης πλειοψηφίας με σκοπό στρατηγικές συμμαχίες, συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η τιμολόγηση τους διαφοροποιείται ανάλογα με το στρατηγικό σκοπό πχ οι τίτλοι με διακράτηση ως τη λήξη με βάση την αναπόσβεστη αξία κτήσης, και το πραγματικό επιτόκιο απόδοσης. Βραχυπρόθεσμες συμμετοχές μεταβάλουν την αξία του μετοχικού κεφαλαίου στην τιμή κτήσης. Το εμπορικό χαρτοφυλάκιο άμεσης ρευστοποίησης στην τρέχουσα αγοραία αξία και συνολικά τα χρηματοοικονομικά έσοδα περιλαμβάνονται στα έσοδα χρήσεως από μη λειτουργικές δραστηριότητες. Θα πρέπει να γνωστοποιούνται οι εταιρικές πολιτικές αντιστάθμισης κινδύνων και το σχετικό εύρος κινδύνων πιστωτικών, επιτοκίων και η εύλογη-τρέχουσα αξία χρεογράφων και συμμετοχών. Η επανεκτίμηση αξίας παγίων και χρηματοοικονομικών στοιχείων ως προς την αναπόσβεστη αξία κτήσης λογίζεται στα αποτελέσματα χρήσεως.

2.2 Αποτίμηση Παθητικού & Συμβάσεις Αυτοχρηματοδότησης

Η αποτίμηση των δεδουλευμένων χρηματοδοτικών υποχρεώσεων της επιχείρησης έναντι απαιτήσεων επί της αξίας ενεργητικού-επιχειρησιακών επενδυτικών πόρων περιλαμβάνονται το παθητικό. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προκύπτουν από το σύνολο των παραγωγικών και χρηματοπιστωτικών συναλλαγών με προστιθέμενη αξία στα ενεργητικά στοιχεία που διασυνδέονται και τεκμηριώνουν δικαιώματα επί της αξίας της επιχείρησης, ανάλογα με τη δεσμευτική συμβολαιακή σχέση. Η συμβολή των πληρωτέων λογαριασμών στην επιχειρηματική αξία προέρχεται από την αξιολόγηση της

πιστοληπτικής ικανότητας, φήμης και αξιοπιστίας της επιχείρησης έναντι των προμηθευτών και αναδόχων εξωτερίκευσης έργου(outsourcing), μέσω των ορίων πίστωσης και της σύνθεσης των εγγυητικών προδιαγραφών εκτέλεσης συμβάσεων εκ μέρους των προμηθευτών.

Η παρακολούθηση και συντονισμός της επιχειρησιακής οργάνωσης, πιστοποιούνται μέσω τη μέγιστης αποδοτικότητας, όπως αποτυπώνεται από τις ταμειακές εκροές επενδυτικών δραστηριοτήτων παγίων και κυκλοφορούντος ενεργητικού συγκριτικά με το ύψος την χρηματοδοτικών δεσμεύσεων παθητικού. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, που αποπληρώνονται με ταμειακά διαθέσιμα, ή ρευστοποιήσιμα αξιόγραφα, αποτιμώνται με βάση την αξία κτήσης λόγω του βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα ταυτίζονται με την αγοραία αξία. Παράλληλα βραχυπρόθεσμός δανεισμός με μορφή ευέλικτων πιστωτικών ορίων χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης και εμπορικών χρεογράφων υπέχουν μορφή πρωτογενούς απαίτησης και διασυνδέονται με διασφαλιστικές εγγυήσεις, όπως εγγυητικές επιστολές καλής εξυπηρέτησης και ενεχυρίασης αποθεμάτων, αξιογράφων και πηγών μονίμου κεφαλαίου κίνησης.

Οι τραπεζικές πιστώσεις μεσοπρόθεσμης διάρκειας χορηγούν κεφάλαια κίνησης ενίσχυσης πολιτικών υποστήριξης λειτουργικού κύκλου ταμειακών ροών και ανασχεδιασμού επιχειρησιακών διαδικασιών. Χαρακτηριστικές περιπτώσεις οι προθεσμιακές πιστώσεις με ενεχυρίαση κυριότητας παγίου εξοπλισμού, χρεογράφων, εμπορευμάτων και φορτωτικά έγγραφα όπου το όριο πίστωσης ανανεώνεται προθεσμιακά μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών. Το ανώτατο πιστωτικό όριο καθορίζεται από το εύρος έκθεσης πιθανοφάνειας πιστωτικού κινδύνου που ποσοτικοποιείται από τους αριθμοδείκτες ρευστότητας. . Κυρίως δεν αποκλίνουν από την αποτίμηση αγοράς καθώς δεν επηρεάζονται από μεταβολές της οικονομικής συγκυρίας που αυξάνει την μεταβλητότητα επιτοκίων και ενδεχόμενη αναπροσαρμογή πιστοληπτικής ικανότητας από επιχειρησιακούς κινδύνους, ενώ υποστηρίζονται από ενεργή δευτερογενή αγορά(κίνδυνοι επιτοκίων, πιστοληπτικοί και ρευστότητας αντίστοιχα).

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ=
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ+ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ+ΑΛΛΗΛΟΧΡΕΟΙ
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΡΑΠΕΖΩΝ+ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ+ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ
ΦΟΡΩΝ+ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ



Στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις εντάσσονται οι πολιτική χρηματοδότησης των επενδύσεων επιχειρηματικής ανάπτυξης, με δύο συνιστώσες τραπεζικά δάνεια και ομολογιακές εκδόσεις. Ο εταιρικός δανεισμός σχετίζεται ως προς την τοκοχρεολυτική δομή το μέγεθος και τις ενυπόθηκες εγγυήσεις με το επενδυτικό πρόγραμμα επιχειρηματικής ανάπτυξης. Τα εταιρικά ομόλογα συνιστούν συνιστούν πρωταρχική απαίτηση έναντι διανεμομένων κερδών, ενώ επιμερίζεται με διαχρονική αποπληρωμή τοκομεριδίων και αρχικού κεφαλαίου, μειώνοντας το διαθέσιμο κεφάλαιο κίνησης. Οι πιστωτικές απαιτήσεις διασφαλίζονται έναντι κινδύνου αδυναμίας αποπληρωμής και πτώχευσης με ενυπόθηκες εμπράγματα εγγυήσεις (mortgages)-υποθήκευση παγίων πόρων, εγγυητικές επιστολές τρίτων και χρεόγραφα αυτοχρηματοδοτούμενης εξυπηρέτησης (asset backed) Η μεταβολή της ρευστοποιήσιμη αξία εγγυήσεων μεταβάλλεται, δεδομένο που μεταβάλλει την πιστοληπτική ικανότητα και συσχετίζονται με την καθαρή αξία χρέους. Η «εύλογη» τρέχουσα αξία χρέους συγκριτικά με την αναπόσβεστη λογιστική αξία κτήσης, αναπροσαρμόζεται και η διάφορα υπεραξίας ή υποαξίας χρεώνεται στα αποτελέσματα χρήσεως.

Ο δανεισμός αυτοχρηματοδοτούμενων έργων στηρίζεται στο εργαλείο των κοινοπρακτικών δανείων, μέσω της σύμπραξης πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως επενδυτικές τράπεζες, ειδικά τομεακά πιστωτικά ιδρύματα-πχ ΕΤΒΑ, οργανισμοί εξασφάλισης εξαγωγικών πιστώσεων, διάχυσης αναπτυξιακών πόρων κλπ. Οι ανάδοχοι προτιμούν την κοινοπρακτική δομή διασποράς χαρτοφυλακίου λόγω της υψηλής διαπραγματεύσιμης πίστωσης ως % του χαρτοφυλακίου εταιρικής χρηματοδότησης, κόστους διαμεσολάβησης και παρακολούθησης, καθώς του συσχετιζόμενου κινδύνου, ώστε να επιμερίζεται αποτελεσματικά. Συμπληρωματικά εκδίδονται εταιρικά και εμπορικά χρεόγραφα-ομόλογα κλπ υπό το άρτιο με εγγυημένες χρηματοροές προερχόμενες από τις λειτουργικές και επενδυτικές δραστηριότητες εκμετάλλευσης έργου και ενυπόθηκες απαιτήσεις επί ενεργητικού.

Στο μετοχικό κεφάλαιο εκφράζεται το ποσοστό οικονομικής αξίας που συνεισφέρουν οι μέτοχοι κάτοχοι εμπράγματων ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων κατά τη σύσταση της εταιρείας, προσαυξημένες με κεφαλαιοποιήσεις αποθεματικών και αναπροσαρμογής αξίας συμμετοχών και περιουσιακών στοιχείων καθώς και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Η μετοχική συμμετοχή προσδίδει δικαιώματα συμμετοχής στη λήψη εταιρικών αποφάσεων, στη

διανομή κερδών, προτίμησης σε αυξήσεις κεφαλαίου κλπ. Η ανάληψη εταιρικών υποχρεώσεων έναντι τρίτων περιορίζεται στο % συνεισφοράς και τα δικαιώματα έναντι διανομής κερδών με μορφή μερισμάτων υπολογίζονται υπολειμματικά, μετά την εξόφληση πιστωτών και προμηθευτών. Με το ΔΛΠ 33 στις οικονομικές καταστάσεις αποτυπώνονται τα κέρδη ανά μετοχή μετά την αφαίρεση των μετατρέψιμων χρεογράφων σε μετοχές και των δικαιωμάτων προνομιούχων μετοχών.

Η ανάπτυξη συμβολαίων αυτοχρηματοδότησης συσχετίζεται με τη συγκέντρωση κεφαλαίων για την χρηματοδότηση έργων και προγραμμάτων με αδιαιρετότητες κλίμακας απαιτήσεων πόρων και κινδύνων εκμετάλλευσης, με συνεπικουρότητα δημοσίων πόρων κι εγγυήσεων. Οι εταιρικές συμμετοχές στην ανάπτυξη έργων συνθέτουν μια ανεξάρτητη εταιρική οντότητα ειδικού σκοπού που ενσωματώνει την κυριότητα όλων των ενεργητικών στοιχείων του έργου. Αντικειμενικός σκοπός η βέλτιστη διάρθρωση εμπορικών, χρηματοδοτικών και εγγυητικών συμβάσεων ώστε να μεγιστοποιείται η προστιθέμενη αξία έργου και ο επιμερισμός κινδύνων καθώς η συμμετοχή δανειακών πιστώσεων με υψηλό % ως προς συνολικές υποχρεώσεις(χρηματοοικονομική μόχλευση), συνοδεύεται από διασφαλισμένες ταμειακές ροές. Η διαφοροποίηση της αυτοχρηματοδότησης από τις συμβατικές μεθόδους χρηματοδότησης επιχειρήσεων συνίσταται συνοπτικά στην εξάλειψη από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρησιακών και πιστωτικών κινδύνων που προκύπτουν από τις αδιαιρετότητες project's και τη διάχυση τους σε πιστωτές και συμβαλλομένους μέσω εγγυητικών αντισταθμιστικών συμβάσεων.

Η ενσωμάτωση υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου που απορρέει από το υψηλό σταθερό κόστος διαχείρισης, καθώς και το μέγεθος πιστοδότησης, συγκριτικά με συμβατικά εταιρικά σχήματα ενέχουν κινδύνους αρνητικών επιδράσεων στις διασυνδέσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την οικονομική μεγέθυνση. Έτσι το μοντέλο αυτοχρηματοδότησης συμβάλει στην εσωτερίκευση, θεμελιώδη μετασχηματισμό συναλλαγών και πόρων χρηματοδότησης σε σύνθετα σχήματα δεσμευτικών όρων και διαδικασιών(restrictive covenants),συνυπευθυνότητα και ανάπτυξη μηχανισμών εμπιστοσύνης(εξάλειψης ηθικού κινδύνου)και ασύμμετρου κινδύνου.

Τα διακριτικά χαρακτηριστικά της αυτοχρηματοδότησης έναντι συμβατικής χρηματοδότησης επιχειρήσεων είναι:

- Σύσταση κοινοπρακτικής εταιρίας από τους αναδόχους όπου οι ανάδοχοι εταιρείες συμμετοχών παρέχουν εγγυήσεις αποπληρωμής και υποθήκη περιουσιακών πόρων με την επιμέρους συνεισφορά τους. Σε συμβατική περίπτωση η ευθύνη έναντι των υποχρεώσεων θυγατρικών εταιρειών ή συμμετοχών, αναλαμβάνονται πλήρως από τις μητρικές εταιρείες. Οι επενδυτικοί πόροι και ενσώματες ακινητοποιήσεις, τεχνογνωσίας κλπ μεταβιβάζονται από τις παραγωγικές λειτουργίες και οικονομικές καταστάσεις των αναδόχων στην κοινοπραξία.
- Η πιστοληπτική ικανότητα αξιολογείται επί της βάσης των μελλοντικών προσδιοριζόμενων ταμειακών ροών της κοινοπραξίας και της αξίας δυνητικής αποτίμησης εγγυήσεων, υποθηκών κλπ(collateral value). Αντίθετα οι πιστωτές ενδιαφέρονται επί των ιστορικών στοιχείων και προβλέψεων ρευστότητας και κερδοφορίας. Το σημαντικότερο πλεονέκτημα της αυτοχρηματοδότησης είναι η επέκταση του εύρους χορήγησης πιστώσεων, υψηλή μόχλευση.
- Η αποτίμηση αξίας ενυπόθηκων εγγυήσεων επί της εταιρικής περιουσίας καθορίζεται από το ενεργητικό κάθε project, με συνυπολογισμό των πλεονεκτημάτων χωροθέτηση, ασφαλιστικές καλύψεις, τεχνικές εγκαταστάσεις
- και τεχνογνωσία λειτουργιών και συστημάτων παραγωγής, απαιτήσεις και συμβόλαια εγγύησης, πατέντες και άδειες λειτουργίας, έρευνα και ανάπτυξη και λογαριασμοί συναλλαγών-διαθεσίμων.
- Επιμερισμός-επιλεκτική μετατόπιση κινδύνου προγραμμάτων στους επιμέρους συντελεστές του έργου, κατασκευαστές, προμηθευτές, αποδέκτες υπηρεσιών, ασφαλιστές και πιστωτές. Συνεπάγεται ευελιξία και συμμετρική κατανομή δυνητικών κινδύνων καθώς επιβάλλεται δομημένη-πειθαρχημένη μορφή οριοθέτησης δικαιοδοσίας και ανάληψης συμβατικών υποχρεώσεων και σταθερή ροή καταβολής χρεολυσιών.
- Η χρηματοδότηση συνδέεται με απαραίτητα εμπράγματα κάλυψη επί των στοιχείων ενεργητικού του δανειζομένου, οι κίνδυνοι του οποίου διαχέονται μέσω τεχνικών χαρτοφυλακίου(επιχειρηματική ανάπτυξη πολλαπλών δραστηριοτήτων ατελούς συσχέτισης στην αλυσίδα αξίας)
- Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές του επενδυτικού έργου κατανέμονται στους αναδόχους ή επανεπενδύονται βάσει δεσμευτικών αντισταθμιστικών όρων ενώ καταγράφονται στις οικονομικές καταστάσεις της κοινοπραξίας. Αντίθετα υπάρχει μεγαλύτερη ευελιξία στις επενδυτικές ή μερισματικές χρήσεις των

εταιρειών τις οποίες το αποτέλεσμα συμμετοχών καταγράφεται στις ενοποιημένες καταστάσεις.

- Το κόστος ενδεχόμενης χρεοκοπίας δεν επηρεάζει την πιστοληπτική θέση των αναδόχων, ενώ ελαχιστοποιούνται και οι πιθανότητες εμφάνισης μέσω των μηχανισμών συντονισμού παρακολούθησης και ελέγχου που εξειδικεύονται στο οργανωτικό μηχανισμό και τις συμβατικές υποχρεώσεις.

2.3 Κερδοφορία & Ταμειακές Ροές Επιχειρηματικής Ανάπτυξης

Η προεξόφληση τη εταιρικής κερδοφορίας απεικονίζει την αποδοτικότητα και προστιθέμενη αξία των επιμέρους στοιχείων του ενεργητικού και το εύρος έκθεσης σε επιχειρησιακούς κινδύνους μέσω της κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Η καταγραφή εσόδων και εξόδων πραγματοποιείται με βάση την αρχή του δεδουλευμένου-με διαχωρισμό της εταιρικής συναλλαγής από την ταμειακή διεκπεραίωση, συνεισφέρει στην ορθολογική αξιολόγηση της αποδοτικότητα επιχειρησιακών διαδικασιών και της υφιστάμενης κατάστασης δομής αγορών και ενδεχόμενες απαιτήσεις σε ανασχεδιασμό διαδικασιών. Όμως δεν καταγράφονται οι διαφορές εταιρικής πιστωτικής πολιτικής και προμηθευτών, ως προς τη σταθμική διάρκεια (duration mismatching) ώστε να απεικονίζονται οι δεσμεύσεις πόρων για χρηματοδότησης εξωτερικών συμβολαίων και εμπορικής πολιτικής. Η κατηγοριοποίηση σε λειτουργικά έξοδα που συμμετέχουν στη ροή ωφελειών στην κάθετη αλυσίδα ολοκλήρωσης μια παραγωγικής διαδικασίας, αποτιμάται σε τρέχουσες τιμές.

Τα χρηματοοικονομικά έξοδα αφορούν την αποπληρωμή δανειακών κεφαλαίων μέσω μηνιαίας κεφαλαιοποίησης των ταμειακών εκροών τοκοχρεολυτικών δόσεων, που μειώνουν την καθαρή λογιστική αξία των δανειακών και ομολογιακών κεφαλαίων, οι οποίες οφείλουν να εξισώνονται με τις αντίστοιχες αποσβέσεις ενεργητικού, ιδιαίτερα σε δάνεια χρηματοδότησης παγίων. Τα κεφαλαιουχικά έξοδα περιλαμβάνουν το σύνολο λογιστικών αποσβέσεων της αξίας κτήσης υλικών και αύλων κεφαλαιουχικών πόρων, μειώνοντας διαχρονικά την υπολειμματική αξία παγίων. Η κατανομή του λογιστικού κόστους αποσβέσεων στον ωφέλιμο χρόνο ζωής, όπως καθορίζεται από τις τεχνολογικές προδιαγραφές, μπορεί να έχει ποικίλες μορφές, που



καθορίζονται από την αξιολόγηση των αναγκών αυτοχρηματοδότησης λειτουργιών. Ενδεικτικά οι επιταχυνόμενες αποσβέσεις(βάσει αναπτυξιακού νόμου)ενσώματων ακινητοποιήσεων αναπτυξιακής φύσεως στο ΕΓΛΣ ενώ μειώνουν τα διανεμόμενα καθαρά κέρδη, λογίζονται ως «φορολογικά αποθεματικά» αυξάνοντας το κεφάλαιο κίνησης.

Ειδικές περιπτώσεις θεωρούνται τα αύλα πάγια στοιχεία όπως οργανωσιακές ικανότητες, τεχνολογικές καινοτομίες, φήμη και πελατεία και έρευνα και ανάπτυξη κλπ, τα οποία μεταβιβάζουν πλεονεκτήματα μεριδίων αγοράς-προϊόντος και σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων-εξαγορών λογίζονται ως επιχειρηματική υπεραξία. Οι αυλές επενδυτικές δαπάνες κεφαλαιοποιούνται με παρούσα αξία αποτίμησης μελλοντικών ροών, και κατανέμονται ως απόσβεση αξιολογώντας την κατανομή χρόνου και μεγέθους συνεισφοράς στην αλυσίδα αξίας. Οι συμβάσεις κατασκευής και ανάπτυξης έργων κατά το ΔΛΠ 11, θα πρέπει να αντιμετωπίζονται σε επίπεδο επιμέρους συμβάσεων(contracts portfolio)εκτός αν εντάσσονται σε ενιαίο πρόγραμμα χρηματοδότησης

Η αναγνώριση εσόδων απαιτήσεις επί των πωλήσεων ή παροχών εσόδων που προέρχονται από τις οργανικές δραστηριότητες και εξειδικεύονται με σύνθετα συμβόλαια διακανονισμού απαιτήσεων. Σε εταιρείες εκμετάλλευσης υποδομών καθορίζονται από τις χρεώσεις παροχής υποδομής βάσει δραστηριότητας(activity based) των χρηστών, από επιχορηγήσεις και επιδοτήσεις κεφαλαιακής ενίσχυσης και ελάχιστου εγγυημένου κέρδους(που προκύπτει από κινδύνους και αδιαιρετότητες έργων υποδομής) , εμπορικές μισθώσεις και χρηματοοικονομικά κέρδη. Οι θεμελιώδεις αρχές λογιστικής καταγραφής καθορίζουν το δεδουλευμένο αποτέλεσμα, δηλαδή την αναγνώριση απαίτησης και όχι το ταμειακό αποτέλεσμα, παραβλέποντας το αποτέλεσμα εμπορικών πιστώσεων πελατών. Κριτήρια αναγνώρισης ο βαθμός βεβαιότητας εισπράξεων, αναλυτική καταγραφή ενδεχόμενων τιμολογιακών και πιστωτικών κινδύνων κλπ.

Η αποτίμηση του εσόδου με τα ΔΛΠ(IAS 18) από στατική τιμολόγηση αξίας διακανονισμού μετατρέπεται σε προεξοφλημένη αξία του ταμειακού διακανονισμού στη λήξη της πίστωσης(credit maturity), εκτιμώντας τη συγκυρία κινδύνων αγορών(πιστώσεων) και εγγυήσεις διακανονισμού συμβάσεων, πχ μεταβίβαση κυριότητας. Σε συναλλαγές τμήματος κατασκευής και ανάπτυξης έργων υποδομής επιμερίζεται βάσει της αυτοτέλειας των χρήσεων αναλογικά με το στάδιο ολοκλήρωσης(percentage of completion) και

ισχύει εξωλογιστικός προσδιορισμός κατασκευών υπολογίζεται βάσει των τεχνικών πιστοποιήσεων που καθορίζουν τις σχετικές τιμολογήσεις. Σε κοινοπρακτικά εταιρικά σχήματα οι συμμετοχές(χρηματοοικονομικά έσοδα) αποτιμώνται με τη μέθοδο της καθαρής θέσης, αυξομείωσης από τη λογιστική αξία κτήσης, βάσει της τρέχουσας αγοραίας αξίας και των μερισμάτων, ενώ ως δικαίωμα επιρροής αναγνωρίζεται μόνο με συμμετοχή 20% επί των δικαιωμάτων ψήφου. Η επαρκής παρακολούθηση και αξιολόγηση των λειτουργικών αποτελεσμάτων διαχωρίζονται ανά τμήμα δραστηριοτήτων/ λειτουργίας δαπανών και κόστους στην αλυσίδα αξίας:

ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ Μείον ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ

=ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ

**Μείον ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ+ ΔΙΑΘΕΣΗΣ(ΠΩΛΗΣΕΩΝ)
+ (ΕΡΕΥΝΑΣ+ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ)**

= ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ-ΕΒΙΤΔΑ

ΣυνΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ(ΚΕΡΔΗ-ΕΞΟΔΑ)ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

+ΧΡΕΩΓΡΑΦΩΝ+ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΤΟΚΩΝ

Μείον ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ(ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ)

=ΟΛΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ

Μείον ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΣΟΔΑ-ΕΞΟΔΑ

=ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ&ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ

Μείον ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ= ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

Μείον ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ= ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ

Οι αποφάσεις επιχειρησιακής ανάπτυξης σταθμίζονται υπό τον περιορισμό του «νεκρού σημείου κυκλοφορίας», όπου καθορίζεται από το % των πωλήσεων που καλύπτουν το σύνολο των παραγωγικών και επιχειρησιακών δαπανών-όριο κερδοφόρας λειτουργίας. Η συμπεριφορά του κόστους παραγωγής διακρίνεται στο σταθερό τμήμα, έξοδα διοίκησης, αποσβέσεις επενδύσεων, χρηματοοικονομικά έξοδα κλπ και το μεταβλητό, αποθέματα, συναλλαγές σε εξέλιξη, λειτουργικά έξοδα κλπ, που εξαρτώνται από το εύρος των πωλήσεων. Η ανάλυση νεκρού σημείου αποτελεί μια δυναμική διαδικασία παρακολούθησης και ελέγχου προϋπολογισθέντων μεγεθών, καθώς απαιτεί σταθερές εκτιμήσεις επί της παραγωγικής δυναμικότητας, του μέσου σταθμικού κόστους

χρηματοδότησης και εισροών-πόρων, την τιμολογιακή πολιτική και την ευέλικτη προσαρμογή στις συνθήκες τομεακών αγορών.

Επιπλέον παρέχει την τιμολογιακή πληροφόρηση με ανάλυση εναλλακτικών σεναρίων (sensitivity analysis) όπως πχ προσδιορισμός κόστους και τιμών/επίπεδο παραγωγής και δυνητικού ύψους πωλήσεων ώστε ο προγραμματισμός επενδύσεων να συνεπάγεται κερδοφόρα αύξηση παραγωγικής δυναμικότητας. Η απαιτούμενη ευελιξία των δομών επιχειρηματικής ανάπτυξης τίθεται υπό τον περιορισμό της λειτουργικής μόχλευσης, δηλαδή του ύψους των ανελαστικών δεσμευτικών πόρων-δαπανών συναρτώμενα από τις αδιαιρετότητες τεχνολογίας παραγωγής και διαμεσολάβησης συναλλαγών. Η τιμολογιακή πολιτική υπό τον περιορισμό του εύρους προσαρμογών παραγωγικής δυναμικότητας καθορίζεται από την ένταση του ύψους κάλυψης δεσμευτικών δαπανών ως % του κύκλου εργασιών, συνεισφέροντας το υπόλοιπο στη λειτουργική κερδοφορία. Προκύπτει ότι το περιθώριο κέρδους μειώνεται όσο αυξάνεται η αδιαιρετότητα κόστους ενώ υφίσταται μια ασύμμετρη, αύξουσα μεγέθυνση κερδών με ρυθμό μεγαλύτερο της% αύξησης πωλήσεων σε μερίδια αγοράς πάνω από το νεκρό σημείο (break even equilibrium)

$$\text{ΚΕΡΔΗ (EBIT)/ΠΩΛΗΣΕΙΣ} = \text{ΤΙΜΗ} * \text{ΟΓΚΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ (PV)} - \{ \text{ΣΤΑΘΕΡΟ ΚΟΣΤΟΣ (F)} + \text{ΜΕΤΑΒΛΗΤΟ (VC)} \} =$$
$$\text{EBIT} = V(P-C) - F/VP$$

$$\text{Αρα margin} = 1 - C/P - F/VP \text{ και νεκρό σημείο } V = F/P - C$$

Η αξιοποίηση της πληροφόρησης επί της χρηματοοικονομικής θέσης, σωρευτικά στη διάρκεια των περιόδων λήψης αποφάσεων εξαρτάται από το εύρος των εισπράξεων και πληρωμών που απορρέουν από συναλλακτικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Η αξία αποτίμησης επιχειρηματικών πόρων προσδιορίζεται από τη ενδογενή δυναμικότητα παροχής χρηματοροών μετά φόρων, προ απαιτήσεων χρηματοδότησης και επένδυσης. Οι ταμειακές ροές απεικονίζουν τις μεταβολές στην κλίμακα μεγέθους και σύνθεση επιχειρηματικών πόρων, χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και κερδοφόρας δυναμικότητας στις επιμέρους στρατηγικές εταιρικές συνιστώσες. Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα εισπράξεων απαιτήσεων και αποπληρωμής υποχρεώσεων επηρεάζει το εύρος ρευστότητας εξυπηρέτησης επιχειρηματικών

δραστηριοτήτων, τη φερεγγυότητα εκτέλεσης συμβάσεων συναλλαγών και την ευελιξία προσαρμογής σε ευκαιρίες αξιοποίησης ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων ως περιθώριο αυτοχρηματοδότησης.

Η διεκπεραίωση συναλλαγών υποβοηθάται από ένα σύνολο ευέλικτων εργαλείων ενσωμάτωσης σχέσεων φερεγγυότητας εκπλήρωσης, αξιόγραφα και βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (πχ συμφωνίες επαναγοράς) κλπ. Οι ταμειακές ροές αποτυπώνουν την κατανομή ανά τμήμα και δραστηριότητα στην αλυσίδα αξία δέσμευσης πόρων και διαθέσιμων κεφαλαίων, αξιολογώντας την προστιθέμενης αξίας-αποδοτικότητα λειτουργιών (operations efficiency). Υποβοηθούν τη σχηματοποίηση ορθολογικών προβλέψεων στη λήψη αποφάσεων ως προς τις χρηματοδοτικές απαιτήσεις, καθώς και τη λειτουργική ικανότητα ως προς την παραγωγικότητα σχέσεων διαμεσολάβησης και συστημάτων παραγωγής. Το εύρος ασυμμετρίας επιχειρησιακής καταγραφής κερδοφορίας από ταμειακό αποτέλεσμα προσδιορίζει τη σταθμική διάρκεια απεικόνισης στο συναλλακτικό κύκλωμα των συνιστωσών αξίας λειτουργικών και επενδυτικών πόρων.

Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες επικεντρώνονται στην επίδραση διαμεσολαβητικής αποτελεσματικότητας συναλλαγών. Οι ροές πληρωμών προμηθειών - αποθεμάτων αποτιμούν τις διαδικασίες συμβάσεων και διαχείριση κόστους στην εφοδιαστική αλυσίδα, τη ροή αποθεμάτων στην παραγωγική διαδικασία και την τεχνογνωσία βέλτιστης διασύνδεσης και συντονισμού παραγωγής και υπηρεσιών πωλήσεων. Τα φορολογικά και χρηματοοικονομικά έξοδα (χρεωστικοί τόκοι) συμπεριλαμβάνονται στις λειτουργικές ροές καθώς συνδέονται με την δέσμευση ρευστότητας-κεφαλαίου κίνησης και τα ετήσια αποτελέσματα. Στο τμήμα των εισπράξεων επικεντρώνεται στην αποτελεσματικότητα της τιμολογιακής και πιστωτικής πολιτικής απαιτήσεων καθώς επηρεάζουν τη διακύμανση, άρα και επιχειρηματικούς κινδύνους, ταμειακού ισοζυγίου. Στις επενδυτικές ροές απεικονίζεται το ισοζύγιο εισροών-εκροών για απόκτηση παραγωγικών παγίων πόρων και ασώματων ακινητοποιήσεων, μετοχικές συμμετοχές και χορηγήσεις ενέγγυων πιστώσεων πελατών και επενδύσεων χαρτοφυλακίου, πχ εταιρικά ομόλογα και αξιόγραφα τρίτων.

Στις Χρηματοδοτικές ροές υπολογίζονται οι εισροές εκδόσεις εταιρικών ομολόγων μετοχικού κεφαλαίου και τραπεζικές πιστώσεις και η αποπληρωμή κεφαλαίου δανείων και ομολόγων και η χορήγηση μερισμάτων. Η λειτουργική ταμειακή ροή από υπολογίζεται από το μικτό κέρδος προς φόρων

τόκων και αποσβέσεων *EBITDA*, ενώ η καθαρή ταμειακή αυτοχρηματοδότηση από το *NOPAT*. Με την έμμεση μέθοδο αν από στο καθαρό κερδών μετά φόρων προστεθούν οι μη ταμειακές προσαρμογές, δηλαδή οι αποσβέσεις και προβλέψεις επισφαλών απαιτήσεων, φόρων και μερισμάτων πριν την ωρίμανση καταβολής το υπολειμματικό κεφάλαιο κίνησης και το καθαρό υπόλοιπο πρόσθετης χρηματοδότησης μείον προσαυξήσεις επενδυτικού προγράμματος.

***NET CASH FLOW(ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ) NOPAT-
(DEPRECIATION+PROVISIONS) –NEW INVESTMENTS+WORKING
CAPITAL***

Το κεφάλαιο κίνησης συνθέτει το σύνολο των χρηματοδοτικών πόρων όπως απεικονίζονται στο κυκλοφορούν ενεργητικό, που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της κυκλικής ταμειακής ροής στην αλυσίδα αξίας, δηλαδή τη δέσμευση πόρων χρηματοδοτικής ρευστότητας των λειτουργικών διαδικασιών. Οι πηγές κεφαλαίου κίνησης προέρχονται από τις πωλήσεις και λοιπά λειτουργικά και χρηματοοικονομικά έσοδα που αυξάνουν τα διαθέσιμα και τις απαιτήσεις, τα κέρδη κεφαλαίου από πώληση συμμετοχών και παγίων, από βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις, από την αγορά βραχυπρόθεσμων εμπορικών χρεογράφων(*commercial papers*) και τις πιστώσεις των προμηθευτών. Γενικά η ανάλυση του κεφαλαίου κίνησης εμπίπτει στη σφαίρα της λήψης αποφάσεων πολιτικής επενδυτικού σχεδιασμού καθώς η διαχείριση επιχειρηματικών κινδύνων κατανομή πόρων απαιτεί η δέσμευση κεφαλαίου κίνησης από την ανάπτυξη προγραμμάτων να συνεπάγεται αύξηση της αποδοτικότητας ενεργητικού και κερδοφορίας.

***ΜΟΝΙΜΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ=ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟ
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ(ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ, ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΣΕ ΕΞΕΛΙΞΗ&ΠΕΛΑΤΕΣ)-
(ΤΑΜΕΙΟ+ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΧΡΕΩΓΡΑΦΑ)-(ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ-ΜΗ ΤΟΚΟΦΟΡΟ ΧΡΕΟΣ ΠΕΛΑΤΩΝ&ΤΟΚΟΧΡΕΩΛΥΤΙΚΕΣ
ΔΟΣΕΙΣ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ)***

Η μεταβλητότητα πωλήσεων, η πιστωτική πολιτική και πολιτική συμβάσεων και προμηθειών επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα κεφαλαίου κίνησης και τη διάρθρωση της ανάληψης κινδύνων. Έτσι το μόνιμο κεφάλαιο κίνησης(δεν



περιλαμβάνει τις εμπορικές και ομολογιακές πιστώσεις)οφείλει να ακολουθεί τις προβλέψεις τάσεις ρυθμού επιχειρησιακής ανάπτυξης και ενδεχόμενων αναδιαρθρώσεων. Κυρίως πρέπει να ακολουθείται στρατηγική διασύνδεσης σταθμικής διάρκειας(duration matcing)των πολιτικών πιστώσεων, αποθεμάτων και διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων συγκριτικά με τις απαιτήσεις αποπληρωμής δανείων, συμβατικών υποχρεώσεων(πχ εγγυήσεις)και προμηθευτών, ώστε να εξαλείφονται οι κίνδυνοι επιτοκίων, πιστοληπτικής ικανότητας και ασυμμετρίας αγορών. Οι πιστωτικοί κίνδυνοι πελατών έναντι κατοχυρωμένων απαιτήσεων προσαρμόζουν τις σχετικές προβλέψεις σε κεφάλαιο κίνησης(bad dept reserves) για την κάλυψη της μείωσης του λογαριασμών εισπρακτέων.

3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

3.1. Αριθμοδείκτες Επιχειρηματικής Αποδοτικότητας & Κερδοφορίας

$$\text{ΜΙΚΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ (GROSS MARGIN)} = \frac{\text{ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ (GROSS PROFIT)}}{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ (/SALES)}}$$



Το μικτό περιθώριο κέρδους απεικονίζει τη αποδοτικότητα παραγωγικής και ανάπτυξης που προέρχεται από λειτουργικές δραστηριότητες. Αποτελεί την % κατανομή πωλήσεων που δεν δεσμεύεται στη χρήση παραγωγικών και επενδυτικών πόρων και κεφαλαίου κίνησης, αλλά ανταμείβει την άυλη επιχειρηματική οργανωσιακή συνιστώσα. Μια ενδεχόμενη μεταβολή στο μικτό περιθώριο καθορίζεται από αναδιάρθρωση συστημάτων παραγωγής (μεταβολή σύνθεσης κόστους), χαρτοφυλακίου προϊόντων και τιμολογιακής πολιτικής. Ειδικότερα το μικτό περιθώριο αξιολογεί την ικανότητα οργάνωσης συστήματος προμηθειών και διοικητικής υποστήριξης ώστε να επιτυγχάνεται άριστος συντονισμός και παραγωγικότητα στην αλυσίδα αξίας, με μείωση του κόστους πωληθέντων και συμβάσεις διαχείρισης κινδύνων διακυμάνσεων αγοράς προμηθευτών και υπηρεσιών. Αντίστοιχα στο σκέλος της τιμολογιακής πολιτικής και ανάπτυξης συστημάτων πωλήσεων-διανομής, ενδιαφέρει η συνιστώσα εφικτότητα στόχων διατήρησης και επέκτασης μεριδίων αγοράς και προβλέψεων μελλοντικών τάσεων ως προς τη δομή ανταγωνισμού (άρα και τα τιμολογιακά περιθώρια) καθώς και την τμηματοποίηση ζήτησης σε εξειδικευμένους τομείς (market niches).

$$\text{ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ (COST OF GOODS SOLD)} \\ \text{ΚΑΘΑΡΕΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ (NET SALES)}$$



Συναφή συμπεράσματα αποτυπώνονται από τον αριθμοδείκτη κόστος πωληθέντων/πωλήσεις, όμως ενδείκνυται προσοχή στην ανάλυση των στρατηγικών πολιτικών αγοράς, καθώς ενδέχεται χαμηλά περιθώρια κέρδους να συνυπάρχουν με κερδοφόρες πολιτικές κατάκτησης μεριδίων αγοράς ή επενδυτικά προγράμματα κλίμακας σε εξέλιξη.

**ΚΑΘΑΡΟ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ(NET PROFIT BEFORE
INTEREST&TAXES)=
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ-ΧΡΗΜ/ΚΑ ΕΞΟΔΑ(EBIT)
ΠΩΛΗΣΕΙΣ(SALES)**

Η υποβοήθηση της επιχειρησιακής οργάνωσης και στρατηγικών αποφάσεων δεσμεύει σημαντικό τμήμα εταιρικών πόρων διοικητικής λειτουργίας, και υπηρεσιών διανομής και πωλήσεων. Συγκριτικά με το μικτό περιθώριο, ενδεχόμενες διακυμάνσεις οφείλουν να αξιολογούνται στο βαθμό που πχ μια μείωση του καθαρού περιθωρίου να προεξοφλεί μακροπρόθεσμα οφέλη εταιρικής πολιτικής-αποτελεσματικότητας διαμεσολάβησης μη αποτιμώμενα στην τρέχουσα περίοδο. Αντίθετα μια κάμψη του μικτού περιθωρίου αντιστοιχεί σε μείωση παραγωγικότητας ενεργητικού(τεχνολογικής αποτελεσματικότητας)και Τομεακή κατανομής κεφαλαίου κίνησης. Η απαλοιφή της χρηματοδοτικής πολιτικής, υποδεικνύει την επικέντρωση της παραγωγικότητας της επιχειρηματικής και επενδυτικής πολιτικής ως παράγοντες δημιουργίας αξίας.

**ΚΑΘΑΡΟ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ, ΤΟΚΩΝ&ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ=
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ-ΧΡΗΜ/ΚΑ ΕΞΟΔΑ-ΦΟΡΟΙ-ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ(EBITDA/SALES)**

Περαιτέρω η επικέντρωση στις καθαρές ταμειακές ροές προσαρμόζεται μέσω της αφαίρεσης των αποσβέσεων που προέρχονται από την προεξοφλημένη αξία συνεισφοράς στην κερδοφορία από επενδυτικές δραστηριότητες και δεν συνθέτουν ταμειακή εκροή, αλλά λογιστική τεχνική δέσμευσης κεφαλαίου κίνησης για την αντικατάσταση της υπολειμματικής αξίας επενδυτικών πόρων στην περίοδο ανανέωσης. Η χρήση των κερδών προ φόρων κρίνεται χρήσιμη



όταν αξιολογείται η παραγωγικότητα διαδικασιών και όχι επιχειρηματικότητας που διαχέει οφέλη στην κοινωνική ευημερία, μέσω της φορολογίας. Κυρίως όμως αποφεύγεται η μεροληψία κατάρτισης οικονομικών καταστάσεων ως προς αποθέματα, αποσβέσεις, εκπιπόμενους τόκους δανείων, ασφαλιστρών κλπ, με σκοπό τη μείωση του φορολογητέου εισοδήματος.

**ΚΑΘΑΡΟ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ&ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ=
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ- ΧΡΗΜΑΤ/ΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ(ΕΒΙΑΤ/SALES)**

Η συνολική κατανομή του φορολογητέου εισοδήματος εξαρτάται από τις εκπιπόμενες δαπάνες και λογιστικές διαφορές που προκύπτουν από τον εξωτερικό έλεγχο., που όμως θεωρούνται λειτουργικές δαπάνες χρήσεως, και οφείλονται στις λογιστικές ατέλειες αρχής του ιστορικού κόστους, συντηρητικότητας και των τεχνικών αποσβέσεων και αποτίμησης αποθεμάτων που επιτρέπει μεροληπτικές λογιστικές τεχνικές. Ο δείκτης ΕΒΙΑΤ χρησιμοποιείται κυρίως για την αξιολόγηση της ποιότητας των λογιστικών καταστάσεων, τις οποίες ο φορολογικός έλεγχος προσαρμόζει ανάλογα με το βαθμό απόκλισης από τις αρχές της εμπορικής και φορολογικής νομοθεσίας.

**ΚΑΘΑΡΟ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ,ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ, ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ &
ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ=
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ-ΧΡΗΜΑΤ/ΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ-ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ-ΑΝΟΡΓΑΝΑ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ(NOPAT/SALES)**

Η προστιθέμενη χρηματοοικονομική αξία από επιχειρηματικές αποφάσεις έντασης οργάνωσης και παραγωγής επεκτείνεται από το καθαρό μετά φόρων αποτέλεσμα, το οποίο προέρχεται από τις καθαρές χρηματοροές συνδεδεμένες με τις στρατηγικές αποφάσεις. Η προστιθέμενη αξία ρυθμού ανάπτυξης κερδών (growth)του επενδυτικού σχεδιασμού τμηματοποιείται σε πολλαπλές χρήσεις άρα οι επενδυτικές αποσβέσεις θεωρούνται δείκτης διατήρησης οικονομικής αξίας. Περαιτέρω ανόργανα έσοδα-έξοδα και υπόλοιπο προβλέψεων μη σχετιζόμενα με τις επιχειρηματικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις δεν συνεισφέρουν στην οριακή οικονομική αξία δέσμευσης επιχειρηματικών πόρων βάσει των θεμελιωδών αρχών στενότητας κα αβεβαιότητας. Η εφικτότητα



χρηματοδοτική πολιτικής, ή η διερεύνηση τους θεωρήματος αδιαφορίας τεκμηριώνονται στο τμήμα της ανάλυσης προεξόφλησης.

Η ποσοτικοποίηση σένα σύνολο αλληλεξαρτώμενων συγκριτικών δεικτών της κερδοφόρας δυναμικότητας των χρηματοδοτικών κεφαλαίων διακρίνεται⁶:

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (RETURN ON ASSETS)=

ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ

ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ(NET ASSETS)

=ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ*ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

**OPERATING ROA=NOPAT/SALES(NET PROFIT MARGIN)*SALES/NET
ASSETS(ASSETS TURNOVER)**

Στοχαστικό σημείο αναφοράς της κερδοφόρας δυναμικότητας ως προς το σύνολο των επενδεδυμένων πόρων είναι ο δέκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, καθώς αποτιμά την αποτελεσματικότητα των στρατηγικών διαχείρισης παραγωγής, κατάκτησης αγοράς και επιχειρηματικής διοίκησης. Στο ενεργητικό εμπεριέχονται λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία και συμμετοχές, βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα και διαθέσιμα που σχετίζονται με την πιστωτική πολιτική και τη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης, άρα απαλείφονται ώστε να εμφανίζεται η κερδοφορία επιχειρηματικών παραμέτρων ανά μονάδα κεφαλαιουχικής συνεισφοράς. Έτσι η αποδοτικότητα ενεργητικών πόρων μεγιστοποιείται με την αύξουσα ταχύτητα ροής-κυκλοφορίας-διάθεσης στην αλυσίδα αξίας, άρα βέλτιστης εντατικής διάχυσης του κεφαλαιουχικού δυναμικού στην παραγωγική διαδικασία, ενώ ταυτόχρονα η τιμολογιακή και εμπορική πολιτική μεγιστοποιούν την διαμεσολαβητική αποτελεσματικότητα στο ανταγωνιστικό περιβάλλον όπως απεικονίζεται στο περιθώριο κέρδους.

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ(RETURN ON EQUITY)=

ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ(NOPAT/EQUITY)

⁶ Ν. Νιάρχος(1997) “ Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων” Εκδόσεις Σταμούλης, 5^η Εκδ:47-200



Η αποτίμηση της υπεραξίας μετοχών συγκριτικά με την λογιστική τους αξία αποτελεί τη θεμελιώδη βάση αξιολόγησης της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων με συστατικά μέρη:

**ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ=ΜΟΝΙΜΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ
ΚΙΝΗΣΗΣ+ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΠΟΡΟΙ**

**ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΛΟΓΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ=ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΡΙΤΩΝ-(ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ+ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ)+ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ(ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ+ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ)**

**$ROE=NOPAT/EQUITY=NOPAT/NET\ ASSETS*NET$
 $ASSETS/EQUITY=ROA*FINANCIAL\ LEVERAGE=PROFIT$
 $MARGIN*ASSETS\ TURNOVER*LEVERAGE$**

Μέσω της συνδυασμένης ανάλυσης DU PONT η κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχειρηματικής συνεισφοράς αποτιμάται από την επίδραση του καθαρού περιθωρίου κέρδους, της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και του εύρους πιστωτικών κεφαλαίων. Η βελτιστοποίηση της αποδοτικότητας ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων ROE+ROA επιτυγχάνεται μέσω των επιδράσεων αποφάσεων μείωσης κόστους παραγωγής μέσω εναλλακτικών πολιτικών προμηθειών, συντονισμού και διαχείρισης ροών αποθεμάτων και τεχνολογικών πόρων και πωλήσεων με συνδυασμένη ευέλικτη τιμολόγηση στα πλαίσια του εύρους διακύμανσης ως προς το στοχαστικό νεκρό σημείο. Παράλληλα η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού βελτιώνεται με την αύξηση του κύκλου εργασιών είτε με μείωση ενεργητικού-ορθολογικοποίησης διαδικασιών, χωρίς η ρευστοποίηση να μειώνει τη διάχυση τεχνογνωσίας. Γενικά οι οικονομίες κλίμακας και πεδίου συνδυασμένων δραστηριοτήτων καθώς και η διαμεσολαβητική εφικτότητα επιχειρηματικών συμβολαίων που αυξάνουν την κυκλοφοριακή ταχύτητα έχουν πεπερασμένο εύρος πέραν του οποίου απαιτείται αναδιάρθρωση, με δείκτη αναφοράς το σημείο κάμψης του ρυθμού αύξησης περιθωρίου κέρδους. Αν οι πωλήσεις λόγω πχ πολιτικών κατάκτησης μεριδίων αγοράς είναι υψηλές(άρα υψηλή κυκλοφορία) και το περιθώριο κέρδους στάσιμο, η βέλτιστη λύση είναι η μείωση του κόστους καθώς μια ασύμμετρη μείωση ζήτησης οδηγεί σε

πρόβλημα ρευστότητας λόγω ελλιπούς διαθεσιμότητα αποθεμάτων και η μη έγκαιρη είσπραξης απαιτήσεων.

$$ROE = NOPAT - INTEREST EXPENSE (1 - TAX) / EQUITY = NOPAT / NET ASSETS * (1 + NET DEPT / EQUITY) - INTEREST EXPENSE / NET DEPT * NET DEPT / EQUITY = OPERATING ROA + SPREAD * NET LEVERAGE$$

Μια εναλλακτική θεώρηση αφαιρεί την επίδραση των χρηματοδοτικών δαπανών, ως μη συνδεδεμένη με την αποτελεσματικότητα επιχείρησης, και στο δείκτη μόχλευσης μειώνει το ύψος των υποχρεώσεων κατά το ύψος των διαθέσιμων και ρευστοποιήσιμων χρεογράφων-συμμετοχών, που συνιστούν έμμεση μορφή κάλυψης υποχρεώσεων. Το spread πολλαπλασιασμένο επί τη μόχλευσης εκφράζει την οριακή συνεισφορά του χρέους στη χρηματοδοτική διάρθρωση, καθώς η υπερβάλλουσα αποδοτικότητα κεφαλαίων συγκριτικά με το κόστος χρηματοδότησης. Η επίδραση της δανειακής επιβάρυνσης στην κερδοφορία είναι επωφελής στο βαθμό που η αποδοτικότητα κεφαλαίων υπερβαίνει ROE υπερβαίνει την αποδοτικότητα ενεργητικού

3.2. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας-Πιστοληπτικής Ικανότητας

Η ανάλυση του επιπέδου ρευστότητας αποτελεί ένδειξη του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας δηλαδή κάλυψης προθεσμιακών συναλλακτικών υποχρεώσεων που διαρθρώνονται μέσω της συμβολαιακής εκτέλεσης συμβάσεων με εμπορική πίστωση. Η κάλυψη απαιτήσεων προέρχεται από το κυκλοφορούν ενεργητικό(δικαιώματα) όπου απεικονίζεται η σταθμική διάρκεια του κυκλώματος αποθεμάτα-παραγωγή-πώληση-διαθέσιμα. Η επιχειρηματική υπεραξία αποτίμησης της αύλης συνιστώσας φερεγγυότητας «καλής πίστης» φήμης κα πελατείας, αποτελεί τη μέγιστη εγγυητική της κατάρτισης συμβολαίων χρηματοδότησης και αναδοχής project's υψηλής προστιθέμενης αξίας. Ο προθεσμιακός διακανονισμός συνθέτει μορφή χρηματοδότησης των πωλήσεων, που μερικώς αντισταθμίζεται από τις διασυνδέσεις ολιγοπωλιακής δομής αγοράς και ανελαστικότητας ζήτησης ώστε το κόστος ευκαιρίας απώλειας διαθέσιμων διαχέεται στους πιστωτικούς πελάτες μέσω της τιμολογιακής πολιτικής. Παράλληλοι εγγυητικοί μηχανισμοί θεωρούνται η

ενέγγυος πίστωση, με αξιόγραφα τεκμηρίωσης εμπράγματων δικαιωμάτων επί αποθεμάτων και ρευστοποιήσιμων πόρων(πχχρεωγράφων)τα διαθέσιμα αλληλόχρεων λογαριασμών και η χορήγηση βραχυπρόθεσμων δανείων κεφαλαίου κίνησης

ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ-ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ(CURRENT RATIO)=

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ+ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ+ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ+ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει το ποσοστό κάλυψης υποχρεώσεων, απαιτήσεων-μερισμάτων- φόρων- πιστώσεων πληρωτέων από πλευράς κυκλοφοριακής περιουσίας, διαθεσίμων, χρεογράφων, απαιτήσεων και αποθεμάτων που συνδέονται με τον λειτουργικό κύκλο παραγωγής. Η ευέλικτη οργανωτική δομή και το ανταγωνιστικά αναπροσαρμοζόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον επιβάλλουν συγκρίσιμη και διασυνδεδεμένη σταθμική διάρκεια πόρων και απαιτήσεων ισοδύναμης ρευστότητας και ένα κλαδικά εκτιμώμενο περιθώριο ασφάλειας. Η τμηματοποίηση της αξιολόγησης στα επιμέρους συστατικά στοιχεία αποθέματα, απαιτήσεις πληρωτέες και διαθέσιμα, όπως αποτυπώνονται και στους σχετικούς δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας, οδηγούν σε αποφάσεις ανακατανομής τους πχ μείωση πιστώσεων πελατών έναντι υποαποθεματοποίησης. Το άριστο μέγεθος του δείκτη συνυπολογίζει τις διαμεσολαβητικές συνθήκες αγοράς και τεχνολογικής οργάνωσης παραγωγής, ως προς την εκτίμηση συστηματικού κινδύνου. Σημαντικές παράμετροι που οφείλουν να συνυπολογίζονται είναι η επίδραση εποχικότητας σε σχέση με την δομική τάση, ο προγραμματισμός χρηματοδότησης και η φάση του κύκλου ζωής(πχ επεκτατική-μεριδίων αγοράς) Η καθαρή έκθεση κινδύνου διαμορφώνεται από τη συσχέτιση όρων παροχής και λήψης εμπορικής πίστωσης, άρα το διαθέσιμο περιθώριο ασφάλειας συναλλαγών σε κεφάλαιο κίνησης.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ=

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ-ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Ο καθορισμός του περιθωρίου ασφάλειας έναντι κάλυψης υποχρεώσεων που αποκλίνουν από τις προϋπολογισθέντα μεγέθη οφείλει να αγνοεί τα μεγέθη που διαχέονται στην αλυσίδα παραγωγής, και έχουν αργό ρυθμό ολοκλήρωσης σε ρευστοποιήσιμης μορφή, αποθέματα παραγωγής και παραγωγικών εισροών. Βέβαια το περιθώριο ασφάλειας οφείλει να υπερβαίνει τις τρέχουσες υποχρεώσεις κατά το ποσοστό επισφαλών και ανεπίδεκτων εισπράξεων απαιτήσεων της επιχείρησης καθώς και κατά εύρος ατελούς διασύνδεσης σταθμικής διάρκειας διακανονισμού συναλλαγών(duration mismatching), που απεικονίζεται με διαφορετική κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων-υποχρεώσεων και όρων πίστωσης. Σε αντίθετη περίπτωση η αυτοχρηματοδότηση εξαρτάται από τις διακυμάνσεις προθεσμιακών πωλήσεων και την αναζήτηση κεφαλαίων με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και προσφυγή σε δανεισμό.

ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ(QUICK RATIO)=

ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ

ΛΗΞΙΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ

Με την ταμειακή ρευστότητα αναλύεται η ικανότητα εξόφλησης των ληξιπρόθεσμων πληρωμών από τα ταμειακά διαθέσιμα, ενώ το εύρος ασυμμετρίας σταθμικής διάρκειας πληρωμών-εισπράξεων διορθώνεται μέσω της εισαγωγής των λειτουργικών ταμειακών ροών.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΥΝΤΙΚΟΥ ΧΡΟΝΙΚΟΥ ΔΙΑΣΤΗΜΑΤΟΣ(DEFENSIVE INTERVAL RATIO)=

ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ+ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ

ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΗΜΕΡΗΣΙΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΔΑΠΑΝΩΝ

Αποτελεί ένα συντηρητικό μέτρο αξιολόγησης της ικανότητας καταβολής λειτουργικών δαπανών με κάλυψη αμυντικών στοιχείων χωρίς να βασίζεται στα λειτουργικά έσοδα. Παρουσιάζονται στις προϋπολογιστικές ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων και απεικονίζει τις προβλέψεις ομαλής λειτουργικής ροής συναλλαγών, κόστος πωληθέντων+δαπάνες διοίκησης με εξαίρεση των μη ταμειακών εκροών αποσβέσεων, προπληρωμών σταθμισμένα με την πιστοληπτική ικανότητα και την εποχικότητα.

$$\text{DEGREE OF OPERATING LEVERAGE} = \frac{\% \Delta \text{ EBIT}}{\% \Delta \text{ SALES}} = 1 + \frac{\text{FIXED COST}}{\text{EBIT}}$$

Η λειτουργική μόχλευση καθορίζεται από τη σταθμική σύνθεση σταθερών παγίων επενδυτικών δαπανών έναντι μεταβλητού στη διάρθρωση λειτουργικού κόστους με γραμμική αύξουσα σχέση, που συνεπάγεται η % μεταβολή πωλήσεων να οδηγεί σε μεγαλύτερη % διακύμανση κερδών. Χρησιμοποιείται ο δείκτης καθαρού κέρδους προ τόκων και φόρων (EBIT), άρα στο πάγιο κόστος περιλαμβάνονται οι αποσβέσεις και η ισορροπία νεκρού σημείου κυκλοφορίας απαιτεί spread οριακής κερδοφορίας σε υψηλά επίπεδα μεριδίου αγοράς. Η διακύμανση πωλήσεων μετριέται με το σταθμικό δείκτη μεταβλητότητας CV.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος ορίζεται ως η αβεβαιότητα εκπλήρωσης ταμειακής κερδοφορίας σχετιζόμενες με τις λειτουργικές δραστηριότητες που ανεξάρτητα από τη χρηματοδοτική δομή και φορολογία. Η ποσοτικοποίηση επιχειρηματικού κινδύνου γίνεται με το δείκτη ευαισθησίας κερδών ανά οριακή μεταβολή πωλήσεων. Ειδικότερα εξαρτάται από τη συσχέτιση μεταβλητότητα πωλήσεων και κερδοφορίας με δείκτες πρόβλεψης συγκυρίας μεριδίων αγοράς τη δυναμικότητα των δικτύων διανομής, τη σχέση κόστους-μεγέθους-κέρδους και την εξάρτηση από τη φάση του κλαδικού κύκλου ζωής. Η διακύμανση κύκλου εργασιών ποσοτικοποιείται μέσω των ασυμμετριών ζήτησης κλαδικής ισορροπίας. Το κόστος εισροών και η δυνατότητα προσαρμογής τιμολόγησης παραγωγής στο κόστος καθορίζουν το εύρος ευελιξίας στις συνθήκες αγοράς. Ρυθμιστική συνιστώσα των ανωτέρω η λειτουργική μόχλευση, που προσδιορίζεται από την τεχνολογία παραγωγής και διαχείρισης πόρων.

$$\text{DEGREE OF FINANCIAL LEVERAGE} = \frac{\% \Delta \text{ PRETAX INCOME}}{\% \Delta \text{ EBIT}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - \text{INTEREST}}$$



Το μοντέλο επιχειρηματικής χρηματοδότησης εισαγάγει σταθερό πάγιο χρηματοοικονομικό κόστος ίσο με τον όγκο δανειακής επιβάρυνσης επί του επιτοκίου r_{dept} το οποίο είναι ανατροφοδοτούμενη συνάρτηση του συνολικού κινδύνου. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος προσομοιώνει την επίδραση του σταθερού κόστους τοκοχρεολυτικών υποχρεώσεων, το οποίο είναι μικρότερο της προστιθέμενης αξίας των πλεοναζόντων πόρων συγκριτικά με την μετοχική συμμετοχή στο συνολικό κεφάλαιο. Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ROE υπερβαίνει τη συνολική αποδοτικότητα ενεργητικού ROA, αποτέλεσμα διάχυσης μόχλευσης και ποσοτικοποιείται μέσω της σχέσης: $ROE = r_{wacc} * (Equity + Dept) - Dept * r_{dept} / Equity = r_{wacc} + Dept / Equity (r_{wacc} - r_{dept})$, όπου ο δείκτης μετοχικού/πιστώσεων το μέγεθος της μόχλευσης και το spread σταθμικού και δανειακού επιτοκίου διαμορφώνει το αποτέλεσμα διάχυσης μόχλευσης, όπως αντιπροσωπεύεται από τη διαφορά της κερδοφόρας δυναμικότητας και του κόστους κεφαλαίου. Η χρηματοοικονομική μόχλευση προκύπτει και ως ROE/ROA , όπου δείχνει το ποσοστό μεταβολής καθαρών λειτουργικών κερδών προς διάθεση από μια ποσοστιαία μεταβολή κατά 1% των καθαρών κερδών προ φόρων και τόκων.

Η διάρθρωση και κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων έναντι του συνολικού ενεργητικού απεικονίζει την κατανομή κινδύνων μεταξύ πιστωτών-μετόχων μέσω της σχέσης κινδύνου απόδοσης που διαχέεται μέσω των πλεονεκτημάτων μόχλευσης-trading on equity. Συνοπτικά αν η αποδοτικότητα επενδύσεων (ROI) χρηματοδοτούμενων με πιστώσεις υπερβαίνει το κόστος χρηματοδότησης και Τα ίδια κεφάλαια επωμίζονται συνδυασμένο επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό ρίσκο, και οι μερισματικές αποδόσεις και υπεραξία εξαρτώνται από τη βιώσιμη προστιθέμενη αξία. Κατά κανόνα διασυνδέονται με ενδοεταιρικά project's εμπράγματων πόρων κα τεχνογνωσίας με κίνδυνο υψηλότερο από το ρίσκο ενεργητικού ενώ οι πιστώσεις εκτίθενται σε χαμηλότερους κινδύνους, αποπληρώνονται με σταθερή επιβάρυνση, ανεξάρτητης των διακυμάνσεων αποτελεσμάτων χρήσεως και εκτίθενται μόνο στην παράμετρο κινδύνου χρηματοοικονομικού κινδύνου(πτώχευσης). Η χορήγηση μειώνει και τις επιδράσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης και κόστους παρακολούθησης αποφάσεων μέσω εισαγωγής ρυθμιστικών συμβολαίων συγκριτικά με τους μηχανισμούς κεφαλαιαγορών.

ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ

Ο παραγωγικός και τεχνολογικός προσανατολισμός επιχειρήσεων, ποσοτικοποιείται μέσω του δείκτη παγιοποίησης, όπου σε συγκριτικό κλαδικό επίπεδο προσδιορίζει το βέλτιστο μείγμα επενδυτικού προγραμματισμού και τεχνολογικής οργάνωσης. Απορρέουν οι διαπιστώσεις ως προς την σύνθεση και ελαστικότητα κόστους, καθώς οι εταιρείες έντασης παγίων έχουν υψηλό ανελαστικό πάγιο κόστος, ενώ σε έντασης κυκλοφορίας δίνουν έμφαση στα διαμεσολαβητικά συμβόλαια και έχουν ικανοποιητική ευελιξία στη μεταβλητότητα ζήτησης. Η προσαρμοστικότητα στις μεταβολές του επιχειρηματικού περιβάλλοντος Η αποτίμησης της τιμολογιακής πολιτικής ακολουθεί τη στρατηγική επιμερισμού και συμπίεσης σταθερού κόστους σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής (πολιτικές μεριδίων αγοράς), δεδομένο που βαίνει μειούμενο ανάλογα με την ευελιξίας κυκλοφορίας, άρα και τιμολογιακών μεταβολών. Το σημαντικότερο είναι η η συνδυασμένη συσχέτιση μακροπρόθεσμου τραπεζιού δανεισμού και μετοχικού κεφαλαίου σε περιπτώσεις έντονης παγιοποίησης ώστε να συμβαδίζουν με την τρέχουσα αξία αποτίμησης και σταθμική διάρκεια απόσβεσης παγίων πόρων.

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Αποτελεί τη συνιστώσα όγκου διάρθρωσης κεφαλαίων του δείκτη ROE επιδεικνύοντας το % του μετοχικού κεφαλαίου που χρηματοδοτεί το ενεργητικό, άρα και το μέγεθος ευθύνης των μετόχων για την κάλυψη λειτουργικών δραστηριοτήτων. Η εξαγωγή συμπερασμάτων πρέπει να συνδυάζεται με τους δείκτες ρευστότητας, κυκλοφοριακής ταχύτητας και αποδοτικότητας. Αντίστοιχα η σχέση *ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ/ΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ* την πιστωτική χρηματοδότηση ενεργητικού άρα και το εύρος πιστωτικού κινδύνου, διότι αντανακλά τη μακροχρόνια ρευστότητα κάλυψης υποχρεώσεων καθώς σε μη προσδοκώμενες συνθήκες ως την εξέλιξη κόστους και κύκλου εργασιών προκύπτουν απαιτήσεις αναδιάρθρωσης και παροχής πρόσθετων εγγυήσεων από τους πιστωτές. Με τη σχέση *ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ/ΠΑΓΙΑ* αξιολογείται η ορθότητα του επενδυτικού προγραμματισμού, καθώς αν



υπολείπεται της μονάδας τμήμα των παγίων χρηματοδοτείται από δανεισμό και παρέχεται ως ενυπόθηκη εγγύηση. Η μεταβολή του δείκτη ενδέχεται να οφείλεται σε μεταβολές παγιοποίησης, μεθόδων απόσβεσης, παρακράτηση κερδών με μορφή αποθεματικών ή μερισματικές διανομές και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

**ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΟΦΟΡΑΣ ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗΣ=
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ-ΦΟΡΩΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ**

Απεικονίζεται η ικανότητα διατήρησης ενός αποδεκτού από τους πιστωτές περιθωρίου ασφάλειας ως προς την κάλυψη τοκοχρεωλυτικών υποχρεώσεων, δηλαδή ένα μέτρο σύγκρισης κερδοφόρας δυναμικότητας και πιστωτικού κινδύνου.

**3.3 Αριθμοδείκτες Επιχειρηματικής Παραγωγικότητας-
Δραστηριότητας**

Η αποτελεσματική διαχείριση επιχειρησιακών πόρων αναπτύσσεται σε 2 λειτουργικές συνιστώσες 1)Διοίκηση κεφαλαίου (κίνησης) 2)διοίκηση επενδυτικών προγραμμάτων. Ένα κρίσιμο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης είναι απαραίτητο για την οργανωτική ροή παραγωγικής αλυσίδας, όπως παρουσιάζονται στους λογαριασμούς παραγωγής σε εξέλιξη και αποθεμάτων, τις συνθήκες αγοράς ως προς τη χρηματοδότηση μέσω ετεροχρονισμού πληρωμών στους λογαριασμούς πληρωτέους και τις πολιτικές πιστώσεων και marketing-πωλήσεων στους λογαριασμούς εισπρακτέους. Η διαχείριση κεφαλαίου κίνησης διαχωρίζεται στα πεδία λειτουργικών και χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων:

**ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ=ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ-
ΤΑΜΕΙΟ+ΧΡΕΩΓΡΑΦΑ-(ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ-ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ& ΔΟΣΕΙΣ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ).**

ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΙΣΠΡΑΞΕΩΝ=

ΠΩΛΗΣΕΙΣ
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων εκφράζει τον ποσοστιαίο ρυθμό δυναμικότητας πωλήσεων που παράγεται από την παροχή εμπορικής πίστωσης πελατών, δηλαδή ανά οικονομική χρήση το ρυθμό είσπραξης απαιτήσεων ανά μονάδα πώλησης. Διαιρώντας την ταχύτητα κυκλοφορίας με το αριθμό ετήσιων εργάσιμων ημερών 360, βρίσκουμε το μέσο όρο χρονικού διαστήματος παραχώρησης πίστωσης. Σταθμίζοντας το περιβάλλον αγοράς που εξειδικεύει τις συνθήκες πωλήσεων, ο δέκτης παρέχει ενδείξεις της αποτελεσματικής ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων, άρα και την αποτελεσματικότητα διαχείρισης πίστωσης. Η συνεπακόλουθη διακράτηση κεφαλαίου κίνησης που ενσωματώνει κόστος ευκαιρίας ίσο με το επιτόκιο απόδοσης βραχυχρόνιων χρεογράφων το οποίο η αποδοτικότητα ενεργητικού(ROA) οφείλει να υπερβαίνει.

Μεγαλύτερη ταχύτητα εισπράξεων συνεπάγεται μείωση των αρνητικών επιδράσεων επισφαλειών πελατών ενώ συγκριτικά με το ύψος πωλήσεων έχει αντιστρόφως ανάλογη σχέση καθώς αυξάνεται η πιθανότητα αδυναμίας κάλυψης επισφαλειών. Έτσι κρίνεται σκόπιμη η εισαγωγή του δείκτη **ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΛΥΨΗ ΕΠΙΣΦΑΛΩΝ ΠΕΛΑΤΩΝ/ ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**, του οποίου η διαχρονική τάση καθορίζει και το μέγεθος του λογαριασμού προβλέψεων. Η μείωση του αριθμοδείκτη κυκλοφορίας απαιτήσεων αντανακλά ενδεχόμενη μείωση του μεριδίου αγοράς πωλήσεων, άρα κατά μέγεθος αύξηση των απαιτήσεων με σταθερή πιστωτική πολιτική και γενικά ασυσχέτιστη συμπεριφορά τάσεων ρυθμού πωλήσεων και πιστωτικής πολιτικής, άρα και έκθεσης σε πιστωτικό κίνδυνο.

ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ=
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ
ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Η κυκλοφορία υποχρεώσεων προσδιορίζει το ρυθμό ανανέωσης ληφθεισών πιστώσεων ως μέτρο αποδοτικότητας των συμβολαίων εφοδιακτικής αλυσίδας δηλαδή πολιτικής χρηματοδότησης αγορών ή αλλιώς πόσες φορές το κόστος πωληθέντων καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το κόστος πωληθέντων προσαρμόζεται κατά τις αποσβέσεις ως μη ταμειακή καταβολή και τη μεταβολή



του ύψους των αποθεμάτων και συμπληρωματικά παρέχεται ο δείκτης **ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ** που απεικονίζει το τμήμα των αποθεμάτων που χρηματοδοτείται από τους προμηθευτές. Γενικά η κυκλοφορίας απαιτήσεων συνθέτει την ένδειξη επιχειρηματικής εμπιστοσύνης ως προς τη φερεγγυότητα και την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης.

ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ =
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων εστιάζεται στη μέτρηση της παραγωγικότητας όπως διαχέεται από τα συστήματα τεχνικής αποτελεσματικότητας στην εφοδιαστική αλυσίδα και τη ροή μετασχηματισμού-παραγωγής και διανομής. Όσο υψηλότερος ο δείκτης ανανέωσης αποθεμάτων ως προς το ύψος πωλήσεων, τόσο το μείγμα οργανωτικού συντονισμού και τεχνογνωσίας αποδίδει βέλτιστη παραγωγικότητα, άρα ελαχιστοποιείται η δέσμευση κεφαλαίου κίνησης. Γενικά ελέγχονται τα ενδεχόμενα υπεραποθεματοποίησης, που οδηγεί σε κινδύνους ρευστότητας, ιδιαίτερα αν η σταθμική διάρκεια παραμονής αποκλίνει από τις τους 2 όρους παροχής και λήψης πίστωσης. Βέβαια μια υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα προσδιορίζεται από εκτεταμένη πολιτικής μεριδίων αγοράς, αύξησης πωλήσεων με τιμολογιακές μειώσεις που αυξάνουν υπέρμετρα το κόστος διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης, μειώνοντας το περιθώριο κέρδους.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ=
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ
ΠΩΛΗΣΕΙΣ

Ο υψηλός συντελεστής συσχέτισης μεταξύ του κεφαλαίου κίνησης και κύκλου εργασιών ερμηνεύεται από την αύξουσα δυναμικότητα σε κυκλοφορία αποθεμάτων και εμπορικών πιστώσεων, άρα μέσω του δείκτη απεικονίζεται το ύψος των πωλήσεων που επιτυγχάνεται ανά δεσμευμένη μονάδα κεφαλαίου κίνησης. Η ύπαρξη χαμηλής κυκλοφορίας κεφαλαίου κίνησης συνθέτει τις σταθμισμένες επιδράσεις των δεικτών πιστώσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων, που αν ακολουθούν την ίδια τάση αυξάνουν την πιθανοφάνεια



επιχειρηματικών κινδύνων. Η μέτρηση της ρευστότητας μέσω του κυκλώματος μετατροπής επιχειρηματικών πόρων σε ταμειακές ροές στο λειτουργικό κύκλωμα προσδιορίζει από τη μέση σταθμική διάρκεια ροής αποθεμάτων και είσπραξης πιστώσεων μείον τη σταθμική διάρκεια κάλυψης υποχρεώσεων.

ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ=

ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Η αποτίμηση του βέλτιστου μακροπρόθεσμου επενδυτικού προγραμματισμού καθορίζεται από την παραγωγικότητα ενεργητικού όπως προσδιορίζεται από το δέκτη κυκλοφορίας. Η εντατικότητα χρήσης δυναμικότητας παραγωγής συμβάλει στη διασπορά αποτελεσμάτων αδιαιρετότητας και ατελούς ευελιξίας παραγωγικών δηλαδή διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου επιχειρηματικών συμμετοχών. Η λειτουργική μόχλευση, % παγίων επενδυτικών δαπανών, εξαρτάται πλήρως από τα μερίδια κύκλου εργασιών.

4. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

4.1. Χρηματοοικονομική Θεωρία Χαρτοφυλακίου

Ο ορισμός της οικονομικής αξίας ξεκινά από τη μικροοικονομική θεμελίωση των δυνητικών οριακών ωφελειών σε τέλειες αγορές που παράγονται από τις ροές εισοδήματος παραγικών πόρων. Οι προσαρμογές ως προς την ρεαλιστική δομή και ισορροπία διαπραγματευτικών συναλλαγών της αγοράς εντάσσονται στην *τρέχουσα αγοραία αξία*. Η αρχή της συντηρητικότητας και του ιστορικού κόστους στην λογιστική μεθοδολογία τείνουν στη *λογιστική αξία*. Η *αξία ρευστοποίησης* αναφέρεται στις ασύμμετρες συνθήκες πώλησης ενεργητικών πόρων και εξαρτάται από τη διαπραγματευτική θέση και τη ρευστότητα δευτερογενούς αγοράς. Η *ενυπόθηκη εμπράγματη αξία*, ισούται με την εκτιμητέα αξία εγγύησης έναντι εισροής πίστωσης. Η *αξία αναδιαρθρώσεων-συγχωνεύσεων* αφορά τον επαναπροσδιορισμό των τεχνολογικών και συμβολαιακών παραγόντων ροής εισοδήματος από το ενεργητικό της νέας επιχειρηματικής οντότητας.

Η έννοια του οικονομικού κινδύνου εκφράζεται μέσω της πιθανοφάνειας εμφάνισης δυσμενών αποτελεσμάτων-αποδόσεων $r_{\text{premium}} = E(R_i) = \Sigma P_i R_i$ συγκριτικά με τις προτιμήσεις ρευστότητας και χαρτοφυλακίου, ενώ η ασυμμετρία και κύρτωση κατανομή προσδοκώμενων αποδόσεων συσχετίζεται με τις τάσεις μεγέθυνσης-οικονομικών κύκλων. Ο κίνδυνος συναποτελείται από 2 επιμέρους τμήματα το θεμελιώδη-μη συστηματικό κίνδυνο που συνδέεται με τα θεμελιώδη λογιστικά στοιχεία αποδοτικότητας, ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης και τον συστηματικό μακροοικονομικό κίνδυνο αγοράς που αφορά την επίδραση της συσχέτισης θεμελιωδών μεγεθών και μακροοικονομικής συγκυρίας, όπως διαχέεται στη ρυθμιστική κλαδική ισορροπία. Ο επιμερισμός μη συστηματικού κινδύνου μέσω διασποράς χαρτοφυλακίου χρεογράφων συνίσταται σε κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων σε επίπεδο γεωγραφικών, κλαδικών και χρηματιστηριακών αγορών με

ασυσχέτιστα χαρακτηριστικά τάσεων μεγέθυνσης και κυκλικότητας.⁷ Η έννοια της συσχέτισης προκύπτει από τη θεμελίωση του κινδύνου, που ποσοτικοποιείται μέσω των διακυμάνσεων αποδόσεων από τις ορθολογικές προσδοκίες $\sigma^2 = \sum P_i \{R_i - E(r_i)\}^2$

Οι τεχνικές χαρτοφυλακίου που προκύπτουν από τη θεωρία Markowitz εφαρμόζονται στο σύνολο των ενεργητικών επιχειρηματικών πόρων. Σ' ένα άριστα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο χρεογράφων η σχέση κινδύνου-απόδοσης $r_{\text{premium}} = E(R_{\text{portfolio}}) = \sum W_i R_i$ και κινδύνου $\sigma^2_{\text{portfolio}} = \sum W_i^2 \sigma_i^2 + \sum W_M^2 \sigma_M^2 + \sum W_i \sum W_j \text{Cov}_{ij}$ τείνουν στην άριστη σχέση ανταλλαγής που απεικονίζεται στο όριο αποτελεσματικότητας κεφαλαιαγοράς (security market line). Οι συνδυακυμάνσεις οικονομικής αξίας χρεογράφων $\text{Cov}_{ij} = r_{ij} \sigma_i \sigma_j$ που συνθέτουν το βαθμό συµμεταβολής θεμελιωδών μεγεθών ελαχιστοποιούν το αποτέλεσμα κινδύνου ασυµμετρίας προσδοκιών-αβεβαιότητας, όπως εκφράζεται ποσοτικά με τη διακύμανση. Το άριστο χαρτοφυλάκιο κεφαλαιαγοράς τείνει στην τέλεια συσχέτιση με κάθε χαρτοφυλάκιο χρεογράφων, άρα αποτιμά την άριστη σχέση μεταξύ κινδύνου-απόδοσης καθώς εξαλείφεται πλήρως ο μη συστηματικός θεμελιώδης κίνδυνος. Ο προσδιορισμός του περιθωρίου κινδύνου r_{premium} ποσοτικοποιείται μέσω του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM.

Ως σχετικός δείκτης αποτίμησης κινδύνου συνδυακύμανση χαρτοφυλακίου-τάσης αγοράς ορίζεται ο συντελεστής $BETA = \text{Cov}_{iM} / \sigma_M^2$ που σταθμίζει τη συνδυακύμανση χαρτοφυλακίου ενεργητικών πόρων μιας επιχείρησης με το άριστο κλαδικό χαρτοφυλάκιο με την τυπική απόκλιση-γενική τάση μεταβλητότητας μακροοικονομικής συγκυρίας αγοράς. Χαρακτηριστικά ο κίνδυνος κάθε επενδυτικού project ανάπτυξης ακίνητης περιουσίας αποτιμάται ως η προσθετικότητα στον συστηματικό κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο ιδιοκτησιακών τίτλων σε μια ομοιογενή αγορά χρήσεων γης⁸. Η ομοιογένεια στην αγορά υποδομής καθορίζεται από μια γεωγραφική ενότητα με χωροταξική συσχέτιση κινητικότητας των ροών κεφαλαίων, προϊόντων και υπηρεσιών, ενώ ο κλαδικός διαχωρισμός αφορά το είδος εξυπηρετήσεων, πχ επιχειρηματική χωροθέτηση, στέγαση κλπ.

Αν πχ οι μεταβολές θεμελιωδών μεγεθών ως προς τις προσδοκίες αγοράς είναι πιο έντονες ως προς το μέση τάση μεταβολής αγοράς, ο οριακός κίνδυνος

⁷ Ενδεικτικές επενδυτικές επιλογές τα εταιρικά ομόλογα, μετοχές, εντοκα γραμμάτια και ομόλογα δημοσίου, ακίνητη περιουσία, αμοιβαία κεφάλαια κλπ

είναι υψηλότερος. Το συστηματικό τμήμα αντισταθμίζεται καθώς η οριακή συνεισφορά W_i του εταιρικού ρίσκου στο συνολικό χαρτοφυλάκιο $\Sigma W_i^2 \sigma_i^2$ είναι ασήμαντη, ενώ η επίδραση Το ενεργητικό επενδυτικών πόρων, διαπραγματεύσιμων χρεογράφων, αποθεμάτων και απαιτήσεων συνθέτει ένα δυναμικό χαρτοφυλάκιο τέλειαις διαιρετότητας χρηματοπιστωτικών εργαλείων με ενσωμάτωσης προστιθέμενης αξίας που αποδίδεται στους μετόχους και καλύπτει τις πιστωτικές υποχρεώσεις. Η κριτική θεώρηση του CAPM προσδιορίζεται από τις υποθέσεις των αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών όπου το περιθώριο τιμής διαπραγμάτευσης-άσκησης δικαιώματος αγοράς (bid-asked spread) ελαχιστοποιείται, ενώ οι μηχανισμοί διάχυσης πληροφόρησης και διαμεσολάβησης λειτουργούν αποτελεσματικά και οι επενδυτικές προσδοκίες είναι συμμετρικές. Έτσι ορίζουμε τη σχέση $risk\ premium = E(R_i) - R_f = \beta * (R_m - R_f)$, όπου το βασικό επιτόκιο χωρίς κίνδυνο $r_{risk\ free}$ αποτυπώνει τις ορθολογικές προσδοκίες επι του μακροχρόνιου ρυθμού μεγέθυνσης, προσαρμοσμένο επι του επιπέδου ρευστότητας και αντίστοιχα η επίδραση πληθωρισμού.

Η θεωρία της αποτίμησης θεμελιώνεται από τη θεωρία της προσθετικότητας κατά την οποία το σύνολο της χρηματοοικονομικής αξίας των περιουσιακών ενεργητικών πόρων (asset valuation) ισούται με την τρέχουσα προστιθέμενη αξία του μετοχικού κεφαλαίου (equity value) του μακροπρόθεσμου τραπεζικού και ομολογιακού δανεισμού (debt value) και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η ανάλυση του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων προσαρμόζεται στην επενδυτική αξιολόγηση κάθε επενδυτικού προγράμματος που ενέχει διαφορετικά θεμελιώδη χαρακτηριστικά ρίσκου από τον συνολικό επιχειρηματικό κίνδυνο. Ειδικότερα μέσω του $BETA$ ενεργητικού, δηλαδή της ευαισθησίας συµμεταβολής Cov_{AM}/σ_M^2 μεταξύ της αξίας ενεργητικού και μακροοικονομικής κεφαλαιοποίησης εξάγεται το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου μέσω της προσέγγισης αποτίμησης κινδύνου:

$$r_{assets} = r_{riskfree} + \beta_{assets} * (r_{market} - r_{riskfree})$$

$$\beta_{assets} = \beta_{equity} \frac{MV\ EQUITY}{MV\ EQUITY + \beta_{debt} (1-t) * MV\ DEBT} / \frac{MV}{FIRM}$$

Το κόστος κεφαλαίου ορίζεται ως η ορθολογική εκτίμηση των προσδοκιών αγοράς ως τις την αύξηση οικονομικής αξίας από τη δέσμευσης παραγωγικών

⁸ Η ομοιογένεια στην αγορά υποδομής καθορίζεται από μια γεωγραφική ενότητα με χωροταξικούς δείκτες



πόρων, που υπόκεινται το θεμελιώδη μετασχηματισμό σε χρηματοπιστωτικές απαιτήσεις έναντι τις ενδογενούς αξίας των υποκείμενων περιουσιακών πόρων της επιχείρησης. Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου που αναφέρεται στο σύνολο των μορφών χρηματοδότησης καθορίζεται από τη φόρμουλα:

$$WACC = r_{EQUITY(LEVERED)} \frac{MV EQUITY}{MV FIRM} + r_{DEBT} (1-tax) \frac{MV DEBT}{MV FIRM}$$

Οι δείκτες στάθμισης που χρησιμοποιούνται είναι η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση και τρέχουσα αξία χρέους, που τις υποδεικνύουν την εξωτερική τις αξία που υπόκειται τις ατέλειες και ασυμμετρίες αγοράς, άρα το κόστος κεφαλαίου εξαρτάται από την ερμηνευτική ικανότητα των θεμελιωδών προστιθέμενης αξίας τις αγοράς. Αν ανατροφοδοτήσουμε τις αποτιμήσεις μετοχών και χρέους με το κόστος κεφαλαίου σε μια συνεχή επαναληπτική διαδικασία θα φτάσουμε σε αποτέλεσμα με υψηλή ερμηνευτική ικανότητα. Η εφαρμογή της θεωρίας της προσθετικότητας εισάγει την έννοια της συνδυασμένης επίδρασης της οικονομικής θυσίας χρηματοδοτικών πόρων στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων για την κτήση και ανάπτυξη ενεργητικών πόρων και την υποστήριξη συναλλαγών (κεφ. κίνησης). Στον κεφαλαιουχικό προγραμματισμό, το σταθμικό κόστος κεφαλαίου αποτελεί τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης, με βάση το οποίο εξάγονται οι αποφάσεις έγκρισης επενδύσεων, ισοδύναμου ρίσκου με τον κίνδυνο ενεργητικού.

4.2 Μοντέλα Αποτίμηση Επιχειρηματικών Πιστώσεων

Interest rate of return = risk free rate + inflation + risk premium

Σύμφωνα με τη θεωρία χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων οι μακροχρόνιες καμπύλες αποδόσεων μηδενικού τοκομεριδίου ενσωματώνουν τη διαχρονική αξία χρήματος και την αποτίμηση των προσδοκώμενων αποδόσεων στο χρόνο ωρίμανσης υποχρέωσης. Οι αποκλίσεις (spreads) επιτοκίων των μακροχρόνιων καμπυλών αποδόσεων μεταξύ αγορών ομολόγων και μετοχικών συμμετοχών υποδεικνύουν την αποτίμηση του κινδύνου τις διαμορφώνονται τις επιχειρηματικές προσδοκίες, κάτι που αντίστοιχα συμβαίνει και μεταξύ δημοσίων και εταιρικών ομολόγων, κλάδων κλπ. Τα πιστωτικά spreads υποδεικνύουν τις κυκλικές οικονομικές διακυμάνσεις αγορών στο εύρος που



διαχέονται στην κερδοφορία και ταμειακές ροές επιχειρήσεων επηρεάζοντας την πιστοληπτική τις ικανότητα, των οποίων η ένταση διαχέεται τις μεταβολές αποκλίσεων από αγορές μηδενικού κίνδυνου και οδηγούν σε αλλαγή βαθμολόγησης πιστοληπτικής αξιολόγησης(credit rating mitigation).

Η αποτελεσματικότητα κεφαλαιαγορών ως τις τη διάχυση πληροφόρησης, ορθολογική αξιολόγησης και ρευστότητα διαμεσολαβητικών συναλλαγών επηρεάζει το περιθώριο εμπορευσιμότητας(bid-asked), τη διάχυση πληθωριστικών και επιτοκιακών προσδοκιών, καθώς και τον κίνδυνο επανεπένδυσης στη διαμόρφωση επιτοκίων. Τα spot επιτόκια r_1, r_2, \dots, r_n σε κάθε περίοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών εξάγονται έμμεσα μέσω των καμπύλων αποδόσεων ισοδύναμου ρίσκου και χρόνου ωρίμανσης(υπόθεση arbitrage-free αποτίμησης). Τα προθεσμιακά επιτόκια f που αντιπροσωπεύουν εκτίμησης μελλοντικών αποδόσεων αποτελούν τον προεξοφλητικό παράγοντα επανεπένδυσης στο χρόνο ωρίμανσης των τρεχουσών επενδύσεων και ισχύει $1+f_1=1+r_2/1+r_1$ ενώ αντιπροσωπεύουν τις ορθολογικές εκτιμήσεις αγοράς των spot επιτοκίων και το ασφάλιστρο ρευστότητας αποτίμησης διαχρονικής αξίας χρήματος.

Τα περιοδικά spot επιτόκια που εξάγονται από τη φόρμουλα των forwards, προσεγγιστικά αντικαθίστανται από την απόδοση στη λήξη(yield to maturity)ως το σταθμικό μέσο των επιμέρους spot. Η απόδοση στη λήξη συνδέεται με το εμπειρικό θεώρημα τις αγοράς ομολόγων «η αγοραία αξία τείνει στην αξία στο άρτιο(αξία κεφαλαιοποίησης)χρέους στη περίοδο ωρίμανσης υποχρέωσης»⁹Η απόδοση στη λήξη YTM τις τίτλου σταθερής απόδοσης τοκομεριδίων ύψους C είναι τις εσωτερικός συντελεστής απόδοσης, που προεξοφλώντας κάθε τοκοχρεολυτική δόση, οδηγεί στην αποτίμηση τις τρέχουσας αξίας ομολόγων. Προσεγγιστικά η μέγιστη αξία στη λήξη ορίζεται:

$$YTM = \frac{C + 100 - P_b}{n} / 100 + P_b / 2$$

Τεχνικά τα επιτοκιακά πιστωτικά spread υπέρβασης των επιτοκίων risk-free δημοσίων ομολόγων προσδιορίζονται από την συσχέτιση με το συστηματικό κίνδυνο και τον κίνδυνο πτώχευσης. Οι παράγοντες πιστοληπτικής ικανότητας

⁹ F.Fabozzi(2002) "Fixed Income Analysis for The CFA Programme" Frank Fabozzi Associates, ch 9:663-701



συνδεδεμένοι με τον κίνδυνο αγοράς κατά τα πρότυπα τις Moody's παραμετροποιούνται τις μεταβλητές: 1) κλαδικές τάσεις ως τις τη δομή και ανταγωνιστικότητα αγοράς, εμπόδια εισόδου, τεχνολογικές αλλαγές 2) ρυθμιστικό περιβάλλον 3) ανταγωνιστική θέση 4) κλαδικά standards χρηματοοικονομικής κατάστασης και ρευστότητας 5) Ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης και management παραγωγής και διανομής 6) Δυναμικότητα εμπορικών συμβολαίων και κίνδυνοι αθέτησης. Οι παράγοντες που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική θέση και πρόβλεψη αναλύονται τις αριθμοδείκτες θεμελιώδους ανάλυσης, που στο οικονομετρικό μοντέλο z-scoring (ALTMAN) εξειδικεύονται ως εξής : X1) Κεφάλαιο κίνησης X2) Κέρδη τις διάθεση X3) Λειτουργικά κέρδη X4) Πωλήσεις X5) Χρηματοοικονομική μόχλευση. (όλα δια αξία ενεργητικού

$$Z/assets = 1,2X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 1,0 * X4 + 0,6 * X5$$

Βάσει εκτιμήσεων της αξίας ρευστοποίησης ενεργητικού και του δικαιώματος προτίμησης κάλυψης πιστωτών που συνδέεται με την αξία ενυπόθηκης εγγύησης, εξάγεται το % κατανομής ρευστοποίησης, ώστε η προσδοκώμενη τρέχουσα αξία ομολογιακών και δανειακών πιστώσεων ισούται με:

$$E(CF_{dept}) = \{1 - (\text{default}\%)\} * \text{Annual Payment} + (\text{liquidation}\%) * (\text{default}\%)$$

Η εμπειρική απόκλιση τις προσδοκώμενης απόδοσης από τη μέγιστη αξία στη λήξη YTM βάσει του rating αγοράς συναρτάται από τη ρευστοποιήσιμη αξία που αναπροσαρμόζεται ανα κατηγορία άρα το πραγματικό spread ισούται με

$$\text{Risk adjusted default premium} = \text{Yield to maturity credit spread} - (1 - \text{liquidation}\%) * (\text{default}\%)$$

Η πιστοληπτική κατάταξη βάσει της πιθανότητας πτώχευσης αναλύεται:

<i>Investment grade class</i>	<i>Risk profile/ payment capacity</i>	<i>Default probability</i>	<i>Liquidation value/ %face value</i>	<i>Credit spread(market)</i>
AAA	Extremely strong capacity	0,00%	78,67%	0,56%
AA	High quality dept	0,47%	79,29%	0,90%
A	Only sensitive to adverse	0,14%	45,90%	1,16%

	<i>conditions</i>			
<i>BBB</i>	<i>Adequate capacity</i>	<i>0,18%</i>	<i>45,30%</i>	<i>1,66%</i>
<i>BB</i>	<i>Speculative in accordance to obligation terms</i>	<i>0,37%</i>	<i>35,71%</i>	<i>2,70%</i>
<i>B</i>		<i>2,42%</i>	<i>42,56%</i>	<i>4,20%</i>
<i>CCC</i>	<i>Income bond with no interest</i>	<i>7,20%</i>	<i>41,15%</i>	<i>7,36%</i>

Μια συνάρτηση αποτίμησης του επιτοκιακού spread ισοδύναμης σταθμικής διάρκειας εταιρικών ομολόγων από κρατικά εξάγεται και μέσω του υποδείγματος τιμολόγησης προαιρετικών δικαιωμάτων (options) του Merton. Ειδικότερα η αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου ισούται με την αξία ενός δικαιώματος αγοράς (call option) πάνω στην αξία ενεργητικού με τιμή εξάσκησης (exercise price) την αξία παθητικού. Η βασική προσέγγιση είναι ότι όταν η αξία ενεργητικού υπολείπεται της αντίστοιχης παθητικού, η επιχείρηση κηρύσσει πτώχευση και το δικαίωμα δεν εξασκείται. Ακολουθώντας της φόρμουλα Black-Scholes το spread κινδύνου distance to default εκφράζεται ως:

$$DtD = \frac{\ln V_{\text{assets}} / V_{\text{liabilities}} + (\mu - \sigma^2/2)T}{\Sigma(\sigma_{\text{assets}} \text{ mv volatility}) T}$$

4.3. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividends Discount Models)

$$DIVIDENDS \text{ per share} = \text{payout} * NOPAT \text{ ή } DIV = \{1 - \text{retention rate (συντελεστή επανεπένδυσης)}\} * NOPAT$$

Η εφαρμογή θεωρίας αποτίμησης μετοχικών απαιτήσεων θεμελιώνεται με βάση τις ορθολογικές προσδοκίες επενδυτών ως τις τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές που λαμβάνουν βάσει των δικαιωμάτων επί των υπολειμματικών διανεμόμενων κερδών μετά την κάλυψη δανειακών και εμπορικών πιστώσεων. Οι ταμειακές ροές εκφράζονται με τη μορφή μερισματικών αποδόσεων βάσει του δείκτη *μερισματα/κεφαλαιοποίηση* που μεταβιβάζεται τις μετόχους βάσει

του συντελεστή κερδών, ενώ τμήμα των κερδών εσωτερικεύεται σε επενδυτικά προγράμματα αποδοτικότητας υψηλότερης του ROE ώστε να επιταχυνθεί ο μελλοντικός ρυθμός αύξησης κερδών που καθορίζει την υπεραξία κεφαλαιοποίησης.

Η θεωρητική θεμελίωση προέρχεται από το μοντέλο *Gordon*¹⁰ που υποθέτει σταθερό ρυθμό μεγέθυνσης μερισματικής απόδοσης και το κόστος μετοχικού κεφαλαίου $r_{equity} = r_{free} + Cov_{iM} / \sigma_M^2 * (R_{market} - R_{free})$ τις προσδιορίζεται από το μοντέλο CAPM, βάσει τις οριακής συνεισφοράς κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο αγοράς. Με τον περιορισμό σταθερού ρυθμού αύξησης μερισμάτων η αξία κεφαλαιοποίησης επιχείρησης ως εύλογη αξία τρέχουσας αποτίμησης

$$Stock\ Price(fair\ value) = \sum DIV + SURPLUS\ PRICE / r_{equity} - g_{stable}$$

Όσο υψηλότερος ο ρυθμός μερισματικής αύξησης μειώνονται οι προσδοκίες κινδύνου (καθώς υποδεικνύει κερδοφόρα βιωσιμότητα) τις αποτυπώνονται στο συντελεστή κεφαλαιοποίησης. Υποθέτοντας ότι τα κέρδη αυξάνουν με τον ίδιο ρυθμό g , ο συντελεστής εσωτερίκευσης $p = (1 - retention\ rate) * NOPAT$ είναι και τις σταθερός η εσωτερική απόδοση μετοχής καθορίζεται ως:

$$Stock\ Price_{internal} = p * \sum NOPAT_i (1 + g_{stable})^n / r_{equity} - g_{stable}$$

Η οριοθέτηση του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης προσαρμόζεται στο ρυθμό μεγέθυνσης, οικονομικούς κύκλους και τις πληθωριστικές προσδοκίες, άρα το μοντέλο έχει συντελεστή σημαντικότητα σε εταιρείες τέλειας συσχέτισης με το οικονομικό περιβάλλον. Αν το κόστος μετοχικού κεφαλαίου που προκύπτει από το τον τύπο $r_{equity} = p * \sum NOPAT_i (1 + g_{stable})^n / Stock\ Price_{external} + g_{stable}$ εξάγεται με τη χρηματιστηριακή αξία τις μετοχής, είναι υψηλότερο του μοντέλου *Gordon* η μετοχή είναι υποτιμημένη και λόγω τις υπόθεσης arbitrage-free επέρχεται ισορροπία.

Ο προσδιορισμός του εσωτερικού ρυθμού ανάπτυξης κερδών είναι κομβικό σημείο τις ανάλυσης, καθώς η αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων διαχωρίζονται σε αποθέματα και επενδύσεις σε εξέλιξη και προεξοφλητέα μελλοντική τερματική αξία, μέσω των πολλαπλασιαστικών τις επιδράσεων τις

¹⁰ A. Damodaran (1996) "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset" John Wiley & Sons Inc, ch 12-19



επιχειρησιακές λειτουργίες. Η αλληλεξάρτηση κερδών και υπεραξίας μετοχής είναι εύλογη καθώς τις υψηλός συντελεστής εσωτερίκευσης κερδών (plowback ratio) σε επενδυτικές πρωτοβουλίες με αποδοτικότητα ROI μεγαλύτερη από τη μέση αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ROE, συνεισφέρει στην μέγιστη κεφαλαιακή αποτίμηση επιχειρηματικών πόρων και συμβολαίων. Ο $g_0 = BV \text{ equity} * ROE$ την περίοδο αγοράς μετοχής εξελίσσεται σε $g_1 = (BV \text{ equity} + \text{retained earnings}) * ROE + \% \Delta ROE$ σε περίπτωση που η αποδοτικότητα μετοχών αυξάνει.

Οι διαχεόμενες στην αλυσίδα αξίας ταμειακές ροές ενδέχεται να υπερβαίνουν τα EBITDA και NOPAT, καθώς δεν ενσωματώνουν τις ροές δανειακής χρηματοδότησης και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, που σημαίνει ότι εναλλακτικά χρησιμοποιούνται οι αδέσμευτες ταμειακές ροές. Προκύπτει ότι η οριακή συνεισφορά στην αξία μετοχής από την επανεπένδυση σε όρους ροής εισοδήματος και προεξοφλημένη με το επιτόκιο επανεπένδυσης νέων project's $r_{project}$ ισούται

$$\text{Marginal appreciation of Stock Price} = \frac{\text{payout} * \sum \text{CASH FLOWS}_i (1 + (1 - (\text{reinvestment}) * ROE))^n}{r_{project} - (1 - (\text{reinvestment})) * ROE} + \% \Delta ROE$$

Είναι εμφανές ότι σε περίπτωση αύξησης τις επανεπένδυσης ταμειακών ροών η αξία κεφαλαιοποίησης μειώνεται ως αποτέλεσμα τις μείωσης τις μερισματικής απόδοσης, δεδομένου που αντισταθμίζεται από την μείωση του spread κόστους κεφαλαίου και διάχυσης αποτελεσμάτων επανεπένδυσης μέσω ενίσχυσης απόδοσης κεφαλαίου. Μέσω του ROE οι θεματικές περιοχές ανάπτυξης κερδών είναι το περιθώριο κέρδους, το εύρος μόχλευσης και η ταχύτητα ενεργητικού ($PROFIT MARGIN * ASSETS TURNOVER * LEVERAGE$), όπου στο βαθμό που υπερβαίνει τις προσδοκίες κινδύνου (κόστους κεφαλαίου) $ROE > r_{equity}$ ορίζεται ως «εφικτότητα προστιθέμενου ρυθμού αύξησης κερδών», καθώς δεν αυξάνει μόνο η αποδοτικότητα νέων επενδυτικών πόρων αλλά η συνδυασμένη αποδοτικότητα ενεργητικού. Η χρονολογική και παραμετρική τάση ρυθμού ανάπτυξης διασυνδέεται και με το ρυθμό μεγέθυνσης κύκλου εργασιών, που υποδεικνύει τις λειτουργικές περιοχές ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και μειώνει το εύρος επιχειρηματικού κινδύνου, διατηρώντας ικανοποιητικά περιθώρια κέρδους ανεξάρτητα από τις χρηματοδοτικές και

επενδυτικές αποφάσεις. Ο ρυθμός ανάπτυξης γενικά είναι συνάρτηση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και τις διαχρονικής εξέλιξης δομής αγοράς. Μια αρχική προσαρμογή του μοντέλου Gordon επιτρέπει 2 ή 3 στάδια ρυθμού ανάπτυξης κερδών ανάλογα με τον επιχειρησιακό κύκλο ζωής ενσωματώνοντας ταυτόχρονα και τα αποτελέσματα στην κεφαλαιακής υπεραξίας στη δυνητική περίοδο πώλησης n .

$$Stock Price_{internal} = \frac{\sum DIV_{growth} + DIV / r_{equity(maturity\ period)} - g_{maturity}}{(1 + r_{equity(growth\ period)})^n}$$

$$payout * \sum NOPAT_i (1 + g_{stable})^n + NOPAT_{maturity} / r_{equity(maturity)} - g_{maturity} \\ (1 + r_{equity(growth\ period)})^n$$

Ο ενδογενής περιορισμός n περιόδων με διαφορετικό ρυθμό ανάπτυξης, εισάγει ατέλειες ερμηνευτικής ικανότητας καθώς απαιτεί την υπόθεση μιας σταθερής μερισματικής πολιτικής ανά περίοδο αποτίμησης, που χρονικά είναι δύσκολο να οριστεί. Εφαρμόζεται σε περιπτώσεις εταιρειών με διατηρήσιμα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και σταθερότητα επιχειρηματικού κινδύνου, που συνδυάζουν ολιγοπωλιακή δομή αγοράς, καινοτομικά προϊόντα, βιομηχανικά δικαιώματα κλπ που ενσωτώνουν προβλέσιμο τεχνολογικό κύκλο ζωής. Η διάχυση οικονομικής αξίας μέσω των κερδών επανεπένδυσης στηρίζεται στη συνθήκη $ROE > r_{equity}$ και υποδεικνύει ότι η μείωση μερισματικών αποδόσεων έχει θετική επίδραση στη μετοχική αξία και σε μια γενικευμένη μορφή εκφράζεται:

$$Stock Price = \frac{NOPAT}{r_{equity}} + \frac{ROE - r_{equity}}{r_{equity} - g} * H * \frac{(1 - payout) * NOPAT}{r_{equity}}$$

Ο 1^{ος} όρος αναφέρεται στην αξία επιχείρηση χωρίς πρόβλεψη τις, και το 2^ο στην αποτίμηση των ευκαιριών ανάπτυξης ως το % επανεπένδυσης προεξοφλημένων μελλοντικών κερδών που ενισχύεται πολλαπλασιαστικά με το spread ROE-κόστους κεφαλαίου. Η εναλλακτική μορφή H -model υποθέτει έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης με γραμμική διαχρονική μείωση βάσει του δείκτη H , που διασυνδέεται με τη μικροοικονομική τάση μείωση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων.



4.4. Μοντέλο Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών

Η επικέντρωση τις καθαρές ταμειακές ροές μετόχων που διαχέονται ως προστιθέμενη αξία των επιχειρησιακών πόρων και συμβολαίων, αιτιολογείται από την ασυμμετρία συνεισφοράς επενδυτικών, χρηματοδοτικών και λειτουργικών αποφάσεων στην αποτίμηση στη διάρκεια του επιχειρησιακού κύκλου ζωής. Αν πχ στα αρχικά στάδια επιχειρηματικής ανάπτυξης οι μερισματικές αποδόσεις είναι μηδενικές και οι προσδοκίες κεφαλαιακών υπεραξιών τοποθετούνται σε μακρό ορίζοντα τερματικής ζωής, η αποτίμηση μετοχών δε συνυπολογίζει την πραγματική αξία χρηματοροών τις μετόχους. Μέσω τις μεθόδου προεξόφλησης αδέσμευτων ταμειακών ροών από τιμάται η αξία επιχείρησης, προεξοφλητέα με το κόστος κεφαλαίου και τις ταμειακές ροές περιλαμβάνονται και οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Τα αποτελέσματα χρηματοδότησης τμηματοποιούνται ανάλογα με την προέλευση σε κέρδη ή ζημιές χρεογράφων και συμμετοχών και αναδιάρθρωση παθητικού μέσω μεταβολών μετοχικού κεφαλαίου και πιστώσεων. Επαναλαμβάνοντας την εκτίμησης ταμειακής ροής:

$$\begin{aligned} \text{TAMEIAKES POES (Αυτοχρηματοδότηση)} &= \text{Κέρδη τις διάθεση-} \\ & (\text{Αποσβέσεις+Προβλέψεις}) - (\text{κεφαλαιουχικές επενδύσεις+μεταβολή μόνιμου} \\ & \text{κεφαλαίου κίνησης}) + (\text{μεταβολή μετοχικού κεφαλαίου+πιστωτικής} \\ & \text{χρηματοδότησης}) \end{aligned}$$

Η διασύνδεση επέκτασης δανειακών κεφαλαίων με ενδογενή αξία εγγύησης (collateral value) πόρων με τις κεφαλαιακές επενδύσεις και του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης με βραχυπρόθεσμες πιστώσεις μπορεί να εκτιμηθεί μέσω τις κοινού συντελεστή d , έτσι:

$$\text{FREE CASH FLOW to equity} = \text{NOPAT} - (\text{capital expenditures} + \Delta \text{working capital} - \text{depreciation}) (1-d)$$

Η εκτίμηση του δείκτη επανεπένδυσης $DIV/FCFE$ υποδεικνύεται εμπειρικά ότι είναι μικρότερο τις μονάδας, ενώ στο μοντέλο Gordon η επανεπένδυση υπολογιζόταν βάσει των υπολειμματικών κερδών τις διάθεση (NOPAT).



Η διακριτική αυτή πολιτική, τείνει στην υποτίμηση αξίας του μοντέλου μερισμάτων, ενώ αιτιοκρατικά προσδιορίζεται από την αναγκαιότητα διατήρησης σταθερής μερισματικής πολιτικής ανεξάρτητα από τη δυναμικότητα κερδοφορίας και αντιστάθμισης δυσμενών συνθηκών αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ή πιστωτικής επέκτασης. Φυσικά συνδέεται και στην υπόθεση Modigliani-Miller ότι σε περίπτωση διαφορετικής φορολόγησης μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών, η μερισματική πολιτική είναι άμεση συνάρτηση του φορολογικού spread από τη φορολογία υπεραξίας μετοχών. Η εισαγωγή της χρηματοδοτικής πολιτικής σημαίνει ότι στον υπολογισμό του δείκτη επανεπένδυσης κερδών περιλαμβάνεται και το εισόδημα-ταμειακές ροές από βραχυπρόθεσμες επενδύσεις τις και μεταβολές μετοχικού κεφαλαίου και δανειακών πιστώσεων. Η αύξηση του δείκτη μόχλευσης, αυξάνει τις καθαρές ταμειακές ροές, άρα και το δείκτη ROE, τις ε συνεπάγεται αυτόματη αύξηση αξίας αποτίμησης καθώς μεταβάλλεται και το επιτόκιο R_{equity} . Η συσχέτιση κινδύνου χωρίς μόχλευση και με χρηματοοικονομική μόχλευση ισούται με :

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} + \{1 + (1 - \text{tax}) \text{Debt} / \text{Equity}\} \cdot \text{Igrowth} = \text{Reinvestment} * \text{return on assets}$$

Ένα μοντέλο προεξόφλησης αδέσμευτων χρηματοροών 2 σταδίων συγκλίνει προσομοιωτικά με το μοντέλο μερισμάτων:

$$\text{Stock Price}_{\text{internal}} = \frac{\sum \text{INCOME}_{\text{growth}} + \text{INCOME} / r_{\text{equity}}(\text{maturity period}) - g_{\text{maturity}}}{(1 + r_{\text{equity}}(\text{growth period}))^n}$$

$$= \frac{(1 - \text{reinvestment}) * \sum \text{FCFE}_i (1 + g_{\text{stable}})^n + \text{FCFE}_{\text{maturity}} / r_{\text{equity}}(\text{maturity}) - g_{\text{maturity}}}{(1 + r_{\text{equity}}(\text{growth period}))^n}$$

Μια ενεχόμενα απόκλιση θεμελιωδών μεγεθών αποτίμησης μεταξύ των 2 περιόδων μπορεί να οφείλεται σε κυκλικές διακυμάνσεις κερδών, υψηλές επενδύσεις κεφαλαίου σε σχέση με τις αποσβέσεις και απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης, απόκλιση ρυθμού ανάπτυξης growth από τις προσδοκίες οικονομικής τις και σύγκλιση εταιρικού beta με το μέσο κλαδικό. Φυσικά οι εκτιμήσεις και παραδοχές ως τις το ρυθμό ανάπτυξης κερδών είναι όμοιες με το μοντέλο μερισμάτων.

Υφίστανται 2 περιπτώσεις όπου τα 2 μοντέλα συγκλίνουν, ή 1^η προφανής όταν το ύψος μερισματικών αποδόσεων ισούται με τις ταμειακές ροές, και η 2^η όταν οι επανεπενδύμενες ροές δε διαχέουν προστιθέμενη αξία στο ενεργητικό, δηλαδή με εσωτερικό συντελεστή απόδοσης μηδέν. Οι διαφοροποιήσεις αναπτύσσονται στο βαθμό που οι ταμειακές ροές υπερβαίνουν τα μερίσματα και τα project's επανεπένδυσης καταλήγουν σε αποδοτικότητα μικρότερη του κόστους κεφαλαίου οπότε η αποτίμηση ταμειακών ροών υπερβαίνει την αποτίμηση μερισμάτων., πχ αποτυχίες εξαγορών-συγχωνεύσεων. Παράλληλα μια υπερβάλλουσα με τα συγκριτικά μεγέθη αγοράς μερισματική απόδοση ελαττώνει τα αποτελέσματα μόχλευσης($ROE > r_{equity}$) στην επιχειρηματική αξία. Η πλέον ασύμμετρη συνθήκη συσχέτισης είναι τα μερίσματα να υπερβαίνουν τις αδέσμευτες ταμειακές ροές, οπότε η διατηρήσιμη ανατροφοδότηση μερισμάτων πρέπει να χρηματοδοτηθεί με αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου η πιστωτική επέκταση που ενισχύει τις αποκλίσεις των αποτιμήσεων. Δημιουργείται υποτίμηση των θεμελιωδών παραγόντων αξίας ενεργητικού, καθώς η υπερβάλλουσα μόχλευση αυξάνει τους κινδύνους πτώχευσης και το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου, ενώ αυξάνονται οι ενδογενείς περιορισμοί χρηματοδότησης project's υψηλής προστιθέμενης αξίας και αδιαιρετότητας.

Η επανεπένδυση αδέσμευτων ταμειακών ροών περιορίζεται μόνο σε πάγιο και κυκλοφορούν παραγωγικό ενεργητικό, ενώ στο μοντέλο μερισμάτων περιλαμβάνονται και τα ταμειακά διαθέσιμα και διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα των οποίων η οριακή συνεισφορά στην αποτίμηση χρηματοροών πρέπει να προστίθεται συμπληρωματικά. Οι ενδεχόμενες διαφορές τις, (συνήθως $FCFE > DIV$) ανάγονται στην αγορά επιχειρηματικού ελέγχου και ειδικότερα στην αξία που ενσωματώνει το δικαίωμα(option) ελέγχου μερισματικής και επενδυτικής πολιτικής σε περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών και συγχωνεύσεων όσων η προσφορά αποτίμησης εξάγεται από το FCFE μοντέλο.

4.5. Μοντέλο Προεξόφλησης Υπερκανονικών Κερδών

Ο καθορισμός της μερισματικής απόδοσης διαμορφώνεται από το ύψος των καθαρών εταιρικών κερδών τις διάθεση και την επίδραση ενδεχόμενης αναπροσαρμογής μετοχικού κεφαλαίου. Αναδιατάσσοντας τις όρους εξάγεται ότι η

μετοχική αξία την περίοδο n+1 ισοδυναμεί με την αξία μετοχών την περίοδο 1 προσαυξημένη με την παρούσα αξία των υπερκανονικών κερδών:

$$Equity Value = BVEquity_{n+1} + \frac{\sum NOPAT - r_{equity} * BVEquity_n}{(1 + r_{equity})^{n+1}}$$



Η μέθοδος υπερκερδών θεωρεί ότι αν μια επιχείρηση επιτυγχάνει κερδοφόρα αποδοτικότητα ίση με το κόστος κεφαλαίου, η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση δε θα υπερβάνει την εσωτερική λογιστική αξία. Παράλληλα η αξία μετοχών υπερβαίνει τη λογιστική κατά το ύψος των ευκαιριών μεγέθυνσης (growth opportunities) ως υπερκανονικά κέρδη. Η αντίληψη ότι από τα λογιστικά μεγέθη προκύπτουν ορθολογικές εκτιμήσεις διαμορφώνεται από τη διπλογραφική τήρηση καταστάσεων. Πχ η διακριτική ευχέρεια καταχώρισης αποθεμάτων στα λειτουργικά έξοδα, που συνεπάγεται μείωση κερδών, αντισταθμίζεται από την μείωση του κόστους πωληθέντων του επόμενου έτους στη μικρότερη αξία κόστους κτήσης ή τρέχουσας αγοράς. Το πλέον ευδιάκριτο είναι η προέλευση των κερδών από ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα ή λογιστικές διακριτικές τεχνικές

4.6. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες-Πολλαπλασιαστές

Η διερεύνηση των ενδογενών τεχνολογικών και συμβολαιακών χαρακτηριστικών που συνεισφέρουν στην προστιθέμενη αξία ενεργητικού υπόκεινται σε διακριτική τιμολόγηση σε μια επιχείρηση συγκριτικά με τα θεμελιώδη μεγέθη αγοράς. Η διαφοροποίηση που οφείλεται σε ενδεχόμενες ατέλειες και ασυμμετρίες που τις υποδεικνύουν την τάση αγοράς και υπόκειται σε συγκριτικό εμπειρικό έλεγχο μέσω των πολλαπλασιαστών-αριθμοδείκτων. Ο σημαντικότερος δείκτης είναι ο πολλαπλασιαστής κερδών εκφρασμένα ανα μετοχή:

$$P/E = \text{ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ/ΚΕΡΔΗ (PRICE/EARNINGS)}.$$



Η διακυμάνσεις των κερδών διορθώνονται με τον υπολογισμό τις ετήσιας τάσης, με εύρος εξομάλυνσης προηγούμενων και προϋπολογισθέντων μελλοντικά κέρδη ως 5 έτη ή τον μακροοικονομικό κύκλο. Η διακριτική εκτίμηση απεικονίζει τα προεξοφλημένα οφέλη από στρατηγικές αποφάσεις που επηρεάζουν τη βραχυχρόνια τάση και συνθέτουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Αντίστοιχα κατασκευάζονται κλαδικοί πολλαπλασιαστές εισάγοντας τα σωρευτικά κλαδικά κέρδη με την κεφαλαιοποίηση κλαδικών χρηματιστηριακών δεικτών. Όσο υψηλότερος ο δέκτης, τόσο η κεφαλαιοποίηση αγοράς διακρίνει τη δυναμικότητα μελλοντικών κερδών-προεξοφλημένης προστιθέμενη αξίας στο τερματικό ορίζοντα συγκριτικά με τα τρέχοντα θεμελιώδη. Ένδειξη αποδοτικότητας αποτελεί και η σύγκριση εταιρικού P/E ως τις το αντίστοιχο κλαδικό.

Συνδυαστικά με το μοντέλο μερισμάτων ο πολλαπλασιαστής απεικονίζεται:

$$\text{Stock Price} = \frac{(1 - \text{retention}) (1 + g)}{r_{equity} - g} \text{NOPAT}_i$$

Εκφράζοντας το συντελεστή επανεπένδυσης ως το spread του ROE από το ρυθμό μεγέθυνσης $\text{ROE} - g$ ο πολλαπλασιαστής εξαρτάται από το συγκριτικό ROE

growth με το μακροοικονομικό και κλαδικό μέσο όρο. Ταυτόχρονα το P/E αποτιμά το εταιρικό επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό ρίσκο και τη ρευστότητα μετοχής μέσω του r_{equity} και την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων με standards κόστους κεφαλαίου του κλάδου. Η τάση τις μερισματικής πολιτικής εκφράζει ατελώς τη δυναμική προσδοκιών αγοράς ως τις την εξέλιξη κερδοφορίας. Ο δέκτης P/E απεικονίζει τις προσδοκίες μετοχικής αποτίμησης αγοράς για την εξαγωγή υπεραξιών από εκτιμήσεις τάσεων growth.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕΤΟΧΗΣ **ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Η Χρηματιστηριακή αξία τις μετοχής απεικονίζει τις προσδοκίες αγοράς ως την κερδοφόρα δυναμικότητα και την προστιθέμενη αξία. Η θεμελίωση αυτή αποκλίνεισημαντικά από τη λογιστική αξία τις καθαρής θέσης ως η διαφορά ενεργητικού και παθητικού, που καταγράφονται με βάση τις αρχές του



ιστορικού κόστους και συντηρητικότητας. Ο δείκτης χρησιμεύει σε περιπτώσεις κατάταξης μετοχικών τίτλων ως τις την θετική απόκλιση προσδοκιών αγορά αναφορικά με τις μελλοντικές προοπτικές, συγκριτικά με τη στατική καταγραφή των πόρων και υποχρεώσεων στη λογιστική χρήση

4.7. Αποτίμηση Ολικής Προστιθέμενης Αξίας Επιχείρησης

Με τη συγκριτική παρουσίαση των τεχνικών αποτίμησης μετοχών, οδηγούμαστε στην μέθοδο αποτίμησης προστιθέμενης οικονομικής αξίας ενεργητικών πόρων επιχειρήσεων. Η προσέγγιση αναπτύσσεται μέσω τις προεξόφλησης με το σταθμικό κόστος κεφαλαίου των σωρευτικών χρηματοροών τις μετόχους, πιστωτές και προνομοιούχους ή με την άθροιση τις τις μη μοχλευμένης αξίας μετοχών την οριακή επίδραση του χρέους. Οι ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες αντιπροσωπεύουν τοκοχρεολυτικές δόσεις αποπληρωμές, εξόφληση κεφαλαίου και ενδεχόμενα χρηματοδοτικής αναδιοργάνωσης. Η πρωταρχική εκτίμηση προστιθέμενης αξίας από λειτουργικές επιχειρησιακές δραστηριότητες αποτυπώνεται από το δείκτη κερδών προ φόρων τόκων και αποσβέσεων EBITDA, που ενώ επικεντρώνεται στην αποτίμηση των αμιγώς παραγωγικών πόρων χωρίς να περιλαμβάνει την επίδραση των φόρων και του κύκλου ζωής επενδυτικών ροών στην πρόβλεψη ρυθμού ανάπτυξης. Αν προεξοφληθεί το κέρδος μετά φόρων EBIT(1-t), υποθέτουμε μηδενική επανεπένδυση, ενώ οι αποσβέσεις διαχέονται για την ανανέωση του ενεργητικού.

Με τη μέθοδο κόστους κεφαλαίου¹¹ η οριακή αξία που προστίθεται μέσω τις ροής εισοδήματος που διαχέονται από την τεχνολογική και συμβολαιακή εφικτότητα τις επιχειρηματικών ορίζεται ως:

$$Firm Value_{internal} = \frac{\sum FREE CASH FLOWS TO FIRM}{r - g}$$

$$r \text{ (weighted average cost of capital) } - g \text{ (growth rate of FCFF)}$$

Υποθέτοντας ένα σταθερό growth ίσο με το ρυθμό μακροοικονομικής τις και απεριόριστη τερματική ζωή τις επιχείρησης, το κόστος κεφαλαίου υπολογίζεται με το BETA δείκτη κεφαλαιαγοράς και τα μεγέθη χρηματοδότησης, επενδύσεων



και κεφαλαίου συγκλίνουν με το μέσο κλαδικό. $Growth = Reinvestment * return$ on assets. Η γενική μορφή του μοντέλου με υπολογισμό τερματικής αξίας και σταθεροποίηση growth την περίοδο n

$$Firm Value_{internal} = \frac{\sum FCFF_t + FCFF_{n+1} / r_{WACC} - g_{maturity}}{(1+r_{WACC})^n}$$

Με τη μέθοδο τις *προσαρμοσμένης παρούσας αξίας (ADJUSTED PRESENT VALUE)* η επιχειρηματική αξία εξάγεται Μέσω τις προσθετικότητα Αξίας Μετοχής και Αξίας Χρέους, Υποθέτοντας ότι το πρωτογενές οφέλος χρέους στην αποτίμηση είναι οι φορολογικές απαλλαγές, ενώ το κόστος είναι η οριακή συνεισφορά στον κίνδυνο πτώχευσης. Οι μηχανισμοί τις μεθόδου εξειδικεύονται στην αποτίμηση τις μη-μοχλευμένης αξίας επιχείρησης, την άθροιση των φορολογικών πλεονεκτημάτων επί των τοκοχρεολυτικών δόσεων και τις ποσοτικοποίησης τις πιθανότητας πτώχευσης. Η αμόχλευτη αξία προσδιορίζεται από την προεξόφληση με το κόστους κεφαλαίου r_{equity} των λειτουργικών μετά φόρων και προ χρηματοοικονομικών εξόδων ταμειακών ροών EBIAT ή NOPAT, καθώς οι στρατηγικές αποφάσεις για τη διατηρήσιμη δυναμικότητα κερδών θεωρούνται ανεξάρτητες τις χρηματοδοτικής σύνθεσης. Ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου εξαρτάται από τον επιχειρηματικό κίνδυνο, καθώς δεν υφίσταται χρέος και αποτιμάται μέσω του αμόχλευτου beta:

$$Unlevered Beta = \frac{Levered Beta}{1+(1-t)debt/equity}$$

Η ανάλυση του πλεονεκτήματος φορολογικών απαλλαγών επί των χρηματοοικονομικών εξόδων ισούται με το φορολογικό συντελεστή επί τις καθαρής υπολειμματικής αξίας πιστωτικών κεφαλαίων επί του κόστους χρέους, προεξοφλητέας με το κόστος κεφαλαίου που προσεγγίζει τις εκτιμήσεις κινδύνου πτώχευσης.

$$Value of tax Benefits = \frac{Tax rate * cost of debt * Debt capital}{Cost of debt} = t * Debt$$

¹¹ S. Benning, O.Sarig(2000) "Corporate Finance:A Valuation Approach" Irwin Mc Graw-



Το τρίτο βήμα είναι η αποτίμηση των αποτελεσμάτων πιθανοφάνειας πτώχευσης ανά επίπεδο μόχλευσης και στα κόστη εκκαθάρισης εταιρικής πτώχευσης

$$\text{Bankruptcy costs} * \text{Probability of default} = \Pi_d * BC$$

Η παρούσα αξία του μελλοντικού κόστους επί την πιθανότητα πτώχευσης δεν είναι αμεσα εξαγόμενο μέγεθος, αλλά προσδιορίζεται με τη μέθοδο συγκριτικών μεγεθών αγοράς. Η πιστοληπτική αποτίμηση βάσει των ποιοτικών και θεμελιακών οικονομικών μεγεθών κατατάσσει τις κλίμακες πιστοληπτικής ικανότητας, όπου σεκάθε κλίμακα αντιστοιχεί ένα μέσο επίπεδο πτώχευσης.

$$\text{Firm Value} = \frac{\sum FCFF_n}{r_{WACC} - g_{stable}} + t * Debt - \Pi_d * B$$

Η κεφαλαιακή διάρθρωση προσδιορίζει την ποσοστιαία σύνθεση τραπεζικού δανεισμού και εμπορικής πίστωσης συγκριτικά με το μετοχικό κεφάλαιο. Η εύρεση του άριστου μεγέθους συσχετίζεται με τη μεγιστοποίηση τις αξίας αποτίμησης επιχείρησης και τις διαχρονικής εξέλιξης του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου. Στον τομέα αυτό διαμορφώθηκαν 2 ομάδες σκέψης, η σχολή τις παραδοσιακής μεθόδου που υποστηρίζει την ύπαρξη τις κρίσιμου επιπέδου διάρθρωσης μέγιστης αξίας και του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος με βάση την οποία η ολική αξία είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή διάρθρωση και το κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό. Οι συνιστώσες του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου αποδοση χρέους και μετοχών $r_e = \frac{EBITDA - D * r_d (1 - T)}{mv \text{ Equity}(E)}$, $r_d = \frac{D * r_d}{mv \text{ Debt}(D)}$, $r_{wacc} = \frac{EBITDA(1 - T)}{E + D}$. Τα επιτόκια σχετίζονται μεταξύ τις μέσω τις σχέσης $r_e > r_{wacc} > r_d$

Σύμφωνα με την παραδοσιακή μέθοδο με την εισαγωγή πιστώσεων αυξάνεται η ολική αξία και μειώνεται το σταθμικό κόστος κεφαλαίου ή πτωτική τάση του οποίου συνοδεύεται από αύξηση του επιτοκίου r_e κεφαλαιοποίησης αξίας μετοχών. Η αντιστάθμιση προέρχεται από την αύξηση κερδών που προέρχονται από τη χρηματοοικονομική μόχλευση και το αποτέλεσμα μείωσης του



επιτοκίου χρέους το οποίο είναι ισχυρότερο από του επιτοκίου μετοχών. Η κυριότερη έκφραση της μεθόδου εισοδήματος προέρχεται από το πρότυπο Modigliani-Miller το οποίο αναπτύσσεται σε 2 θεωρήματα:

- Η αξία κάθε επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή διάρθρωση και βάσει της αρχής της προσθετικότητας ισούται με την χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση και την τρέχουσα αξία χρέους προεξοφλητέα με το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου
- Η απόδοση των μετοχών διαφοροποιείται ανάλογα με το εύρος της λειτουργικής και χρηματοοικονομικής μόχλευσης το οποίο αυξάνει το περιθώριο κινδύνου και ισούται με $r_{equity} = r_{unlevered} + (r_{levered} - r_{unlevered}) * \text{debt}/(\text{debt} + \text{equity})$. Το κόστος χρέους το οποίο εξαρτάται μόνο από τον επιχειρησιακό κίνδυνο παραμένει σταθερό για κάθε επίπεδο μόχλευσης. Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC συνεπάγεται από τις ανωτέρω υποθέσεις ότι είναι αδιάφορο της κεφαλαιακής διάρθρωσης, άρα θα ισούται με το κόστος κεφαλαίου αμόχλευτης επιχείρησης.

Τα θεωρήματα MM βασίζονται τις υποθέσεις ότι δεν υπάρχουν ασυμμετρίες αγοράς οι οποίες λειτουργούν αποτελεσματικά. Η αποτελεσματικότητα κεφαλαιαγοράς υποθέτει τέλεια διάχυση πληροφόρησης, έλλειψη κόστους συναλλαγών και άριστη διαπραγματευτική ρευστότητα-arbitrage free hypothesis. Η πλέον σημαντική ασυμμετρία αγοράς είναι το φορολογικό περιβάλλον, καθώς τα χρηματοοικονομικά έξοδα εξαιρούνται του φορολογητέου καθαρού κέρδους και μεταβιβάζονται ως προστιθέμενη αξία τις μετόχους. Με την εισαγωγή των φόρων οι υποθέσεις MM προσαρμόζονται ως εξής:

- Η μεγιστοποίηση αξίας, άρα και η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση επιτυγχάνεται με την πλήρη χρηματοδότηση από διαπραγματεύσιμο ενυπόθηκο χρέος.
- Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου μειώνεται με την αύξηση της μόχλευσης, με ελάχιστο επίπεδο στο σημείο μέγιστου χρέους.

Η άριστη κεφαλαιακή δομή οριοθετείται από το εύρος της σχέσης κόστους-οφέλους από την έκταση μόχλευσης που αντιπροσωπεύεται από το δυνητικό κόστος πτώχευσης και τα φορολογικά οφέλη. Η νομική προστασία από πιστωτές και η διαδικασία εταιρικής εκκαθάρισης ενσωματώνουν υψηλά διαμεσολαβητικά κόστη σε τομείς της διαπραγμάτευσης ύψους απαιτήσεων, ρευστοποίηση ενεργητικού, λύσης εμπορικών και εργασιακών συμβάσεων, δημοσιονομικές οφειλές κλπ. Ένα σημαντικό έμμεσο κόστος εξάγεται από την



αντίστροφη σχέση επιχειρηματικής φήμης και πελατείας (goodwill) που υποβοηθά την πιστοληπτική αποτίμηση και τα εμπορικά συμβόλαια, με την αύξουσα πιθανοφάνεια προεξοφλημένη πτώχευσης. Η επιχειρηματική αξία ισούται με την αμόχλευτη αξία και το κόστος δυνητικής πτώχευσης:

$$\text{Firm Value (levered)} = \text{Value (unlevered)} + (\text{tax rate} * \text{Debt} - \text{PV}(\text{Bankruptcy costs}))$$

Οι διαφορές μεταξύ των δύο μεθόδων αποτίμησης εξειδικεύονται στην ενσωμάτωση τις χρηματοοικονομικής μόχλευσης και τις φορολογίας, καθώς στη μέθοδο του κόστους κεφαλαίου είναι ενδογενής μεταβλητή του σταθμικού κόστους κεφαλαίου, ενώ τα κόστη πτώχευσης στο μόχλευμένο ΒΕΤΑ και το κόστος χρέους προ φόρων. Παράλληλα το μοντέλο προσαρμοσμένης προστιθέμενης αξίας, εμφανίζεται πιο ευέλικτο, καθώς τα κόστη πτώχευσης είναι εξωγενή, προσδίδοντας πιο ορθολογικές εκτιμήσεις των προσδοκιών αγοράς και η αποτίμηση του φορολογικού οφέλους είναι πιο συντηρητική καθώς δεν επηρεάζεται από τις μελλοντικές μεταβολές χρέους αλλά με τη στατική παρούσα διάσταση.

4.8. Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (Economic Value Added)

Η επιχειρηματική επίδοση λειτουργεί ως εργαλείο συμμετρικών κινήτρων λήψης βέλτιστων στρατηγικών αποφάσεων μεταξύ διοίκησης-μετόχων και πιστωτών. Ο ενδογενής ηθικός κίνδυνος συμβολαίων δικαιοδοσίας της διοίκησης ελαχιστοποιείται όσο αντισταθμίζεται από εισοδηματική αντιστάθμιση μέσω συμμετοχής στα διανομόμενα κέρδη. Η εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου που μπορούν να διαχειριστούν αξιολογείται μέσω του μοντέλου *προστιθέμενης οικονομικής αξίας-economic value added*¹², σε αντίθετα με τα μοντέλα προεξόφλησης που εξαιτίας εισαγωγής πολλών μεταβλητών, ελαττώνεται η ερμηνευτική τους ικανότητα. Η χαμηλή αξιοπιστία της κεφαλαιαγοράς ως μηχανισμός διάχυσης πληροφόρησης και στάθμισης επιχειρηματικού ελέγχου, (πχ απειλές ασύμμετρων εξαγορών) ορίζει τα προαιρετικά δικαιώματα διανομή μετοχών και ως σταθμισμένη ανταμοιβή βάσει επίτευξης ανάληψης ευθυνών να εξαρτώνται από το EVA.

¹² J. Grant (1996) "Foundations of Economic Value Added", Frank Fabozzi Associates, 1st ed : 10-50



Η προστιθέμενη οικονομική αξία είναι ένα μέτρο της υπερβάλλουσας απόδοσης σε όρους χρηματοροών από την επένδυση χαρτοφυλακίου κεφαλαιουχικών πόρων μειωμένο κατά το καθαρό κόστος χρηματοδοτικών πηγών:

$$\text{Economic Value added} = \text{NOPAT}(\text{net cash flow earned on capital invested}) - \text{WACC} * \text{Capital Invested}(\text{Book value of equity \& negotiated debt})$$

Οι εισροές του μοντέλου από πλευράς αποτίμησης του επενδεδυμένου κεφαλαίου με βάση της εσωτερική λογιστική αξία επιδέχονται τη διακριτική ευχέρεια των λογιστικών τεχνικών. Όμως η αγοραία αξία ενσωματώνει και την παρούσα αξία των μελλοντικών ροών από την επένδυση κεφαλαίων για κτήση πόρων επιχειρησιακής ανάπτυξης (growth assets) παράλληλα με την αξία του υφιστάμενου ενεργητικού (assets in place), που απαιτείται για το EVA (οι διορθωτικές προσαρμογές έχουν προαναφερθεί στο κεφάλαιο 2). Το σταθμικό κόστος κεφαλαίου αντίθετα στηρίζεται στη αγοραία αξία χρέους και μετοχών, καθώς η υπερβάλλουσα απόδοση πρέπει να καλύπτει την τρέχουσα αξία δεσμευμένου κεφαλαίου.

Η προστιθέμενη οικονομική αξία συνθέτει μια τεχνική επέκτασης της προεξοφλημένης παρούσας αξίας μελλοντικών εισοδηματικών χρηματοροών που εξάγονται από 3 πηγές: την στατική αξία περοουσιακών περιόδο την περίοδο επένδυσης, τις μελλοντικές ροές που προκύπτουν από την επιχειρησιακή τους ανάπτυξη και την παρούσα αξία προβλέψεων μελλοντικών επενδύσεων (υπό την προϋπόθεση κοινών παραδοχών για το $r_{reinvestment}$ και g)

$$NPV = EVA_0 + \frac{\sum EVA_{\text{assets in place}}}{(1+WACC)^n} + \frac{\sum EVA_{\text{future project assets}}}{(1+WACC)^n}$$

Η εμβάθυνση της θεωρίας προστιθέμενης αξίας τεκμηριώνεται μέσω της σχέσης EVA και αγοραίας προστιθέμενης αξίας (market value added) MVA που απεικονίζει την αποτίμηση του τη παρούσας αξίας EVA στη διάρκεια τερματικής ζωής επιχειρησιακών πόρων προσαρμοσμένη με τις επενδυτικές προσδοκίες κεφαλαιαγορών δηλαδή $MVA = PV \text{ of expected future EVA}$. Η προστιθέμενη οικονομική αξία συνδέεται με τα οικονομικά της επιχειρησιακής στρατηγικής μέσω τις διερεύνησης των κατάλληλων στρατηγικών για την



ανάπτυξη ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων. Η στρατηγική ανάπτυξης πλεονεκτήματος κόστους στηρίζεται στην οργάνωση λειτουργιών, συστημάτων διαχείρισης πόρων και τεχνογνωσίας που οδηγούν σε ανασχεδιασμό παραγωγής μειωμένου κόστους διαμεσολάβησης και τεχνικής αποτελεσματικότητας. Το περιθώριο κέρδους αυξάνεται χωρίς τιμολογιακή διαφοροποίηση, ενώ σε περίπτωση μεταβολής ποιοτικών χαρακτηριστικών προϊόντων, απαιτείται στρατηγική πωλήσεων αύξησης μεριδίων.

Αν η ποιοτική καινοτομική ανάπτυξη πλεονεκτήματος προϊόντος (benefit advantage) αποτελεί στρατηγική επιλογή, αντλείται από τιμολογιακές μειώσεις. Ο βαθμός ατελούς πληροφόρησης και οργάνωσης αγορών, μειώνει τις ανταγωνιστικές πιέσεις, αυξάνοντας τα περιθώρια κέρδους, δεδομένο που ενισχύεται από την τμηματοποίηση της αγοράς με πολιτικές διαφοροποίησης προϊόντος. Η χαμηλή ελαστικότητα ζήτησης συνεπάγεται ότι νέα πλεονέκτημα κόστους εξαλείφεται αν ακολουθηθεί στρατηγική μείωσης τιμών-αύξησης μεριδίων αγοράς, έναντι της αποτελεσματικότητας του περιθωρίου κέρδους. Αντίθετα με πλεονέκτημα benefit, ενισχύεται η πολιτική αύξησης μεριδίων αγοράς.

Μια συστηματική κατάταξη στρατηγικής οριοθέτησης ανταγωνιστικών πολιτικών σε επιμέρους λειτουργικές περιοχές εξειδικεύονται:

□ **Συστήματα παραγωγής (operations):**

- **Πλεονέκτημα κόστους:** 1) Προσαρμοσμένο σύστημα αποθεμάτων, δυναμικότητα παραγωγής και διανομής στη ζήτηση. 2) Τεχνολογία και κλίμακα παραγωγής διεύρυνσης οικονομικών κλίμακας.
- **Πλεονέκτημα μεριδίων αγοράς-προϊόντος:** 1) Παραγωγή με σύστημα παραγγελιών, δυναμικότητα διατηρήσιμης ζήτησης και σύστημα διασφάλισης ποιότητας υπηρεσιών πελατείας (πχ after sales services).
- Ευέλικτη προσαρμογή στις τοπικές και κλαδικές συνθήκες κλίμακας και ποιότητας ζήτησης

□ **Εταιρική διακυβέρνηση (governance):**

- **Πλεονεκτήματα κόστους:** 1) Σύστημα τυποποιημένης οργάνωσης λειτουργιών και συντονιστικού ελέγχου. 2) Κοστολόγηση/δραστηριότητα (activity based costing) και στοχοθέτηση διαπραγματεύσεων προϋπολογισμών
- **Πλεονέκτημα μεριδίων αγοράς-προϊόντος:** Ευέλικτες συμβασιακές σχέσεις, κίνητρα καινοτομικότητας και δυναμικού ανασχεδιασμού δραστηριοτήτων

□ **Σχεδιασμός προϊόντων-έρευνα και ανάπτυξη (R&D):**

- **Πλεονεκτήματα κόστους:** Έμφαση έρευνας στο σχεδιασμό, καινοτομικότητα και βελτιστοποίηση γραμμών παραγωγής
- **Πλεονέκτημα μεριδίων αγοράς-προϊόντος:** Έμφαση στην ανάπτυξη και σχεδιασμό προϊόντων
- **Στρατηγικές πωλήσεων, marketing και διανομής:**
- **Πλεονεκτήματα κόστους:** 1) Τυποποιημένα προϊόντα μαζικής παραγωγής 2) Τιμολόγηση χαμηλού περιθωρίου κέρδους, έντασης ανταγωνισμού 3) Χαμηλές δαπάνες διαφήμισης, μεταπωλητικών υπηρεσιών και οργάνωσης δικτύων διανομής, έμφαση στο outsourcing
- **Πλεονέκτημα μεριδίων αγοράς-προϊόντος:** 1) Τμηματοποίηση αγοράς-πολιτικές ευέλικτης προσαρμογής σε νέες αγορές (market niches) 2) Υψηλά περιθώρια κέρδους, τιμολόγηση βάσει ανταγωνισμού ποιότητας προϊόντων και καταναλωτικών παροχών (warranties) 3) Εκτεταμένο δίκτυο διανομής, δαπάνες διαφήμισης, marketing
- δημιουργίας αξίας φήμης προϊόντος και υπηρεσίες μεταπωλητικών υπηρεσιών (after sales)

5. ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΜΕΝΩΝ ΕΡΓΩΝ ΥΠΟΔΟΜΗΣ

5.1. Διαχείριση Κινδύνων Αυτοχρηματοδοτούμενων Εργων Υποδομής

Η ανάπτυξη αυτοχρηματοδοτούμενων έργων πραγματοποιείται με μικτά κοινοπρακτικά σχήματα ιδιωτικού και δημοσίου τομέα-PPP(private-public partnership)ή το μοντέλο παροχέα υπηρεσιών PFI(private finance initiative).ακολουθείται το σύστημα συμβάσεων παραχώρησης(BOOT-built,own,operate, transfer)¹³ που περιλαμβάνει τα στάδια ανάπτυξη-κατασκευή υποδομής, αποτίμηση συμμετοχικών δικαιωμάτων και διαχείριση-εκμετάλλευση και παραχώρησης στη λήξη σύμβασης ή ωφέλιμου χρόνου ζωής σε πλήρη δημόσια χρήση.

Η ανάπτυξη έργων υποδομής βασίζεται στις μακροχρόνιες ανάγκες επενδύσεων παγίου κεφαλαίου για την παροχή εξωτερικών οικονομιών στον επιχειρηματικό τομέα και την βελτίωση της κοινωνικής ευημερίας. Η εξειδίκευση του συμβατικού έργου περιλαμβάνει την παραχώρηση βάσει μειοδοτικού διαγωνισμού(tender) την εταιρική κοινοπραξία ανάπτυξης έργου των αναδόχων. Το βέλτιστο οργανωτικό σχήμα τείνει στην ελαχιστοποίηση του κόστους συναλλαγών και διαμεσολάβησης στο φάσμα των συμβάσεων ανάληψης κατασκευαστικού έργου, προμηθειών κεφαλαιουχικών πόρων και λειτουργίας-διαχείρισης έργου, που προκύπτουν από τους ασύμμετρους κινδύνου έργου.

Η ποιοτική καταγραφή και ποσοτική εκτίμηση δυνητικής έκθεσης σε κινδύνους ανάληψης προγραμμάτων υποδομής ορίζουν εναλλακτικά μέτρα διάχυσης και διαχείρισης τους ώστε να καθίσταται το έργο βιώσιμο. Η ανάληψη κινδύνου μεταβιβάζεται πέραν από τους εταιρικούς αναδόχους και στους δανειστές, ομολογιούχους και προμηθευτές, ενώ μέσω των εγγυητικών διακανονισμών ελαχιστοποιούνται τα κόστη διαμεσολάβησης και συναλλαγών, άρα και οι δυνητικές πιθανότητες χρεοκοπίας. Οι κίνδυνο που προκύπτουν

¹³ G. Polio(1999)“*International Project Analysis & Financing*”Houndmills Mc Millan editions, 1st ed:180-300



παρουσιάζουν ασύμμετρο δυνητικό αποτέλεσμα σε βάρος των αναδόχων, ως η απόκλιση από τους στόχους δυνητικής αξίας αποτίμησης δαπανών και εσόδων, κόστη ενδεχόμενου ανασχεδιασμού. Κυρίως το εύρος όπου προσδοκώμενες ταμειακές ροές και εγγυήσεις να υπολείπονται των προβλέψεων σε κάθε επίπεδο έκθεσης κινδύνου, σχετίζονται με τις συμβατικές ατέλειες και προβλήματα ηθικού κινδύνου κυρίως στην εκτίμηση παραμέτρων έργου και όχι στην εξειδίκευση συμβολαίων.

Οι κίνδυνοι αγορών αναφέρονται στις μεταβολές παραμέτρων όπως πληθωρισμός, επιτόκια κλπ έναντι προϋπολογιζόμενων που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές και αποτιμήσεις πόρων και εγγυήσεων. Οι τιμολογιακές μεταβολές στο κύκλωμα προμηθειών και εισροών υπηρεσιών επηρεάζει τον κοστολογικό προγραμματισμό και το συντονισμό της αλυσίδας παραγωγής. Απαιτείται να υπάρχει μια πολιτική σταθερότητας και προβλέψεων ροής αποθεμάτων, εναλλακτικών δικτύων προμηθειών και προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων και εγγυητικοί μηχανισμοί πχ συμφωνίες μεταφοράς πόρων από τους μητρικούς ομίλους με τιμολόγηση αξίας κόστους, πιστοποιημένοι προμηθευτές κλπ

Στις εμπρόσθιες διασυνδέσεις εκμετάλλευσης του έργου υφίστανται ασύμμετροι κίνδυνοι στους τομείς χρέωσης παροχής υπηρεσιών, μισθώσεων, αξιολόγησης ζήτησης κλπ. Δεδομένου του περιορισμού σταθερού κόστους που προσδιορίζει νεκρό σημείο σημείο κυκλοφορίας κύκλου εργασίας αυξάνονται οι επιχειρησιακοί κίνδυνοι δυνητικών απαιτήσεων χρηστών υποδομής, προσαρμοστικότητας τιμολογιακής και πιστωτικής πολιτικής. Το ανταγωνιστικό περιβάλλον και οι προβλέψεις ζήτησης, δομής ανταγωνιστικών πεδίων, καινοτομικότητας και τμηματοποίησης αγοράς, σχηματοποιούν εναλλακτικές μεταβολές στρατηγικών πολιτικών και ανάληψης εγγυητικών μηχανισμών που διακρίνονται σε ελάχιστη εγγυημένος κύκλος εργασιών χρήσεων, μισθώσεων και κύκλου εργασιών, εγγυητικές επιστολές εκτέλεσης συμβάσεων και απόδοσης κλπ

Οι οικονομικοί κίνδυνοι διευρύνονται με την αύξουσα μεταβλητότητα και αβεβαιότητα ως προς την χρονική διάρθρωση των επιτοκίων (term structure of interest rates) που επηρεάζουν τα *κόστη χρηματοδότησης* και την αποτίμηση αξίας επιχειρησιακών πόρων. Οι αντίστοιχοι κίνδυνοι προκύπτουν από συναλλαγματικές διακυμάνσεις σε διασυνοριακές συναλλαγές και πληθωριστικές πιέσεις που εξαρτώνται από τις τάσεις των οικονομικών κύκλων

Η αυτοχρηματοδότηση έργων λόγω του μακροχρόνιου ορίζοντα ανάπτυξης χρησιμοποιεί κυμαινόμενα επιτόκια με βασικό το επιτόκιο διατραπεζικής αγοράς(LIBOR)προσαρμοσμένο με τον σταθμισμένο συστηματικό κίνδυνο του έργου και τις πληθωριστικές τάσεις.

Οι προβλέψεις ως προς τις μελλοντικές τάσεις της χρηματαγοράς απεικονίζονται στα προθεσμιακά επιτόκια, Όσο και σε πρόδρομους δείκτες πληθωρισμού και οικονομικού κλίματος για βραχυπρόθεσμες προβλέψεις μακροοικονομικού και κλαδικού ρίσκου. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα τα περιθώρια κινδύνου απεικονίζονται στις ομολογιακές εκδόσεις όπου μέσω των spread έναντι του βασικού προθεσμιακού επιτοκίου σχηματοποιούνται οι προβλέψεις ρίσκου. Η μεταφορά και διάχυση κινδύνου πραγματοποιείται με συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίου(interest rate swaps), όπου οι υποχρεώσεις αποπληρωμής μεταβλητού επιτοκίου στους πιστωτές μετατρέπονται σε πληρωμή σταθερού επιτοκίου στον συμβαλλόμενο, με αντίστροφη εκκαθάριση των μεταβλητών υποχρεώσεων. Η αποφυγή συναλλαγματικών διαφορών αντικατοπτρίζονται στις πολιτικές δανεισμού σε ξένο νόμισμά, κυρίως με κριτήριο την ένταση εξαγωγικού κύκλου εργασιών.

Οι κίνδυνοι εκτέλεσης συμβάσεων και ολικής ποιότητας έργου και παραγωγής σχετίζονται με τη διαδικασία ολοκλήρωσης του φυσικού αντικειμένου, που υπόκεινται στους περιορισμούς του χρονολογικού και κοστολογικού προγραμματισμού. Οι χρονικές υπερβάσεις σχετίζονται και με προβλήματα συντονισμού και ελέγχου υπερβολαβίων της αλυσίδας κατασκευής, πχ καθυστερήσεις παράδοσης κρίσιμων προμηθευτικών πόρων και κυρίως τις υπερκοστολογήσεις υπηρεσιών και τεχνικών παραμέτρων που προκύπτουν από τις χαμηλές τιμολογήσεις κατά την διαδικασία διαγωνισμού, που αναπροσαρμόζονται στην εξέλιξη έργου. Η επιδίωξη για απόδοση τεχνικών προδιαγραφών επεκτείνεται και στην περίοδο εκμετάλλευσης καθώς και στην ανταγωνιστικότητα καινοτομικής οργάνωσης, τεχνογνωσίας χρήσης και διαχείρισης υποδομών ώστε να μεγιστοποιείται το ποιοτικό αποτέλεσμα και να διασυνδέεται με τις προβλέψεις κύκλου εργασιών. Η παρακολούθηση και τήρηση συμβατικών υποχρεώσεων πραγματοποιείται με δημιουργία εγγυητικών μηχανισμών, όπως τμηματική εκταμίευση από τους αναδόχους και πιστωτές των δανειακών πόρων και κατάθεση εγγυητικών επιστολών καλής εκτέλεσης σύμβασης. Ιδιαίτερα σημαντική είναι και η αντισταθμιστική ασφαλιστική κάλυψη έναντι ασύμμετρων κινδύνων και η παροχή κινήτρων, όπως επέκταση

πιστωτικών ορίων ,παροχής bonus και ελέγχου μέσω περιοδικής αναπροσαρμογής συμβολαίων απόδοσης(performance bonds).

Η επίτευξη μέγιστης παραγωγικής δυναμικότητας εξαρτάται από την τεχνική και διαμεσολαβητική αποτελεσματικότητα των δομών ενδοεταιρικής οργάνωσης και ανάπτυξης στρατηγικών λειτουργιών. Η πολυπλοκότητα κατανομής ευθυνών-εταιρικής διακυβέρνησης προσαρμόζεται στις συνθήκες κύκλου ζωής ενός έργου και παρέχει κίνητρα μέγιστης οριακής συνεισφοράς και συνεργασίας των αναδόχων και πιστωτών μέσω ενός συστήματος ορθολογικής διανομής προεξοφλημένης προστιθέμενης αξίας. Η χρηματοροές οφείλουν να μην αποκλίνουν από τα προϋπολογιζόμενα μεγέθη, οι διαπραγματεύσεις να παρέχουν ισοβαρείς ρυθμίσεις ευθυνών και δικαιωμάτων και να τυποποιούνται οι κανονισμοί συνδυασμένης(negative undertakings)λήψης αποφάσεων.

Η ενεργός ανάμειξη πολιτικών και θεσμικών παραμέτρων αυξάνουν την πιθανοφάνεια κινδύνων συσχετιζόμενους με τους πολιτικούς-οικονομικούς κύκλους, ιδιαίτερα σε περιοχές με γεωπολιτική διακινδύνευση και ασταθή πολιτική δομή. Οι συναλλαγματικές(ποσοτικοί περιορισμοί), πιστωτικές και φορολογικές πολιτικές επηρεάζουν την επιχειρηματική αποτίμηση και τη μελλοντικό ρυθμός αύξησης κερδών και πωλήσεων, που εξαρτώνται από τις διαρθρωτικές πολιτικές κατάταξης σημαντικότητας υποδομών στο περιφερειακό σύστημα αστικών κέντρων, πόλων ανάπτυξης κλπ. Οι παράμετρος του θεσμικού συστήματος παρεμβαίνει στις απαιτήσεις πολύπλοκων και επαναλαμβανόμενων διαπραγματεύσεων καθώς και στη θεσμική δομή των εταιρειών. Αντίστοιχη σημασία κατέχουν οι μεταβολές στο φορολογικό καθεστώς εταιρειών και προστιθέμενης αξίας στο σύνολο των συναλλαγών, καθώς μεταβάλουν τις αδέδμευτες ταμειακές ροές και την κάλυψη πιστώσεων,όπως και το καθεστώς υποδοχής ξένων άμεσων επενδύσεων.

Η επίλυση πολιτικού ρίσκου που ανήκει στην ιδιαίτερη μη προβλέψιμων κινδύνων κατηγορία (force majeure risk)και απαιτείται η ασφαλιστική κάλυψη με κυβερνητικούς μηχανισμούς υποβοήθησης συναλλαγών, όπως εγγυήσεις εξαγωγικών πιστώσεων, διακρατικές συμβάσεις εναρμόνισης βιομηχανικών πολιτικών, φορολογίας, συγκρότησης πολυεθνικών οργανισμών σύγκλισης γεωπολιτικών συμφερόντων κλπ. Στον τομέα των οικονομικών πολιτικών συνίσταται η εφαρμογής μέτρων αυτόματης παρέμβασης(τα διακριτικά μέτρα αυξάνουν τις ασύμμετρες μεταβολές)και κυρίως μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος η εμβάθυνση της διάχυσης πληροφόρησης και σχέσεων διακρατικής

και εταιρικής εμπιστοσύνης στις διεθνείς αγορές. Η σταθερότητα θεσμικού συστήματος ως προς την αδειοδότηση και δικαιοδοσίας ανάπτυξης έργων επικεντρώνεται στην πρόκληση σύγκλισης εταιρικής ευθύνης και βιώσιμης ανάπτυξης, καθώς ο ρυθμός επέκτασης αγοράς υποδομών εξαρτάται από την τεχνογνωσία διαχείρισης οικονομικών πόρων σε συνθήκες στενότητας, βιωσιμότητας και διακινδύνευσης.

5.2. Συμβόλαια Διαχείρισης Κινδύνων & Εταιρική Διακυβέρνηση

Οι τεχνικές διαχείρισης κινδύνων διαμορφώνουν έναν πυρήνα τυποποιημένων συμβατικών υποχρεώσεων (undertakings) ρύθμισης συμβολαίων που συνεπάγονται επιλεκτική μετατόπιση και διασπορά κινδύνου στους συντελεστές έργου, προμηθευτές, κατασκευστές, αποδέκτες υπηρεσιών, ασφαλιστές, πιστωτές κλπ. Η υπερβάλλουσα ανάληψη κινδύνων απεικονίζεται στο υψηλό δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, άρα και ρίσκου κάλυψης-ρευστότητας υποχρεώσεων, που αντισταθμίζονται από την υψηλή προστιθέμενη αξία προγραμμάτων μεγάλης κλίμακας σ'ένα επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο. Αιτιολογείται από τις πολλαπλασιαστικές επιδράσεις υποδομής στην διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη, μέσω των εξωτερικών οικονομιών επιχειρηματικότητας και ενίσχυσης κινητικότητας κεφαλαίων και παραγωγικών πόρων που συνεπάγεται ελαχιστοποίηση πιθανοφάνειας συστηματικού-μη διαφοροποιήσιμου κινδύνου.

Ειδικότερα η κοινοπρακτική εταιρική δομή με πολυμετοχική σύνθεση επιμερίζει τον επιχειρησιακό κίνδυνο αδιαιρετότητας έργου, υψηλά πάγια κόστη και ανελαστικότητα οργανωσιακής δομής, επιτυγχάνοντας διασπορά χαρτοφυλακίου στους αναδόχους σε ασυσχέτιστες αγορές σε κλαδικό και χωρικό επίπεδο. Παράλληλα το μοντέλο παροχής πολλαπλών υπηρεσιών υποδομής με διαφορετική τάση ζήτησης και αποδοτικότητας, μειώνει την μεταβλητότητα κύκλου εργασιών ως προς το νεκρό σημείο κυκλοφορίας. Ενδεικτικά στη λιμενική υποδομή συνυπάρχουν χρεώσεις παροχής υπηρεσιών ελλιμενισμού, αποθηκευτικών υπηρεσιών, μισθώσεων χρήσεων γης κλπ.

Η αυτοχρηματοδότηση ελαχιστοποιεί την πιθανοφάνεια πτώχευσης άρα και τις προσδοκίες αναπόκτητου κόστους διάχυσης επιπτώσεων πτώχευσης από

εταιρικές συμμετοχές στην μητρική επιχείρησης, μέσω της μείωσης το κόστους πτώχευσης και της πιθανότητας απώλειας προστιθέμενης αξίας στους αναδόχους και πιστωτές. Η χρηματοδότηση επιχειρήσεων περιορίζει την μείωση του κόστους πτώχευσης στις τεχνικές αντιστάθμισης κινδύνου με διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια πόρων και εταιρικών λειτουργιών ατελούς συσχέτισης. Οι αδιαιρετότητες επενδυτικών προγραμμάτων και η υψηλή συσχέτιση με το περιβάλλον πιστωτών και αναδόχων επιβάλλουν τον επίλεκτο επιμερισμό κινδύνου με αυτοχρηματοδότηση. Το ενεργητικό έργων συνίσταται από ενσώματα περιουσιακά στοιχεία και παραγωγικούς πόρους με τάσεις υποτίμησης σε ενδεχόμενο ρευστοποίησης, αντίθετα ενσωματώνει διατηρήσιμη αξία μέσω αποδοτικού ανασχεδιασμού προσαρμογής σε δυσμενείς μεταβολές προσδοκιών οικονομικού περιβάλλοντος. Παράλληλα η φορολογική επιβάρυνση έργων δεν προστίθεται αθροιστικά στη λογιστική αξία κερδοφορίας αναδόχων, καθώς οι αναπτυξιακές χορηγήσεις συνοδεύονται από επιταχυνόμενες αποσβέσεις, που μειώνουν τα καθαρά φορολογητέα κέρδη, ενώ λογίζονται και επιλεκτικές απαλλαγές φόρου προστιθέμενης αξίας και μειώσεις φορολογικών συντελεστών ως πλαίσιο κινήτρων.

Η εφικτότητα διάχυσης συστηματικού ρίσκου εξαρτάται από τους μηχανισμούς συντονισμού και διαχείρισης συμβολαίων διεκπεραίωσης συναλλαγών. Καταρχήν η κατανομή δανειακών πόρων τμηματοποιούνται σε επιμέρους τομείς ανάπτυξης έργου, Οι εκταμιεύσεις συνδέονται με την εξέλιξη τεχνικής ολοκλήρωσης φυσικού αντικείμενου ως κίνητρο ανταποδοτικότητας, ενώ οι τοκοχρεωλυτικές δόσεις(αποπληρωμής στη φάση εκμετάλλευσης) δεσμεύουν το τμήμα των ταμειακών ροών που ισοδυναμεί με τις αποσβέσεις, ώστε να μη δεσμεύεται κεφάλαιο κίνησης επιχειρηματικών λειτουργιών.

Ο επιλεκτικός επιμερισμός πιστωτικών κινδύνων(φερεγγυότητας εκπλήρωσης συμβατικών υποχρεώσεων)παρέχεται με την πιστοληπτική ενίσχυση εγγυητικών συμβολαίων και θεσμικών περιορισμών από αναδόχους(sponsors)και τριτογενείς συμβάσεις(third party contracts) με προστιθέμενη πολλαπλασιαστική αξία όπως σε κλ'δους προμηθευτών ή αλληλεξαρτ'μενων επιχειρήσεων, πχ οδικά έργα με εταιρείες μεταφορών. Στη πιστωτική πολιτικήεφαρμόζονται όροι ελάχιστου εγγυημένου κύκλου εργασιών-συναλλαγών, προπληρωθέντες μη δεδουλευμένες συναλλαγές και όρια ρευστότητας στους αλληλόχρεους λογαριασμούς, καθώς και εγγυητικές επιστολές και δεσμευτικές εμπορικές συμβάσεις. Η αποτίμηση τριτογενών

πιστωτικών εγγυήσεων ως δευτερογενής αντισταθμιστική κάλυψη αναπροσαρμόζεται συγκριτικά με την τρέχουσα αξία εμπράγματων εγγυήσεων περιουσιακών πόρων.

Η κατάρτιση συμβολαίων εταιρικού δικτύου υποδομής, διαμορφώνεται από προθεσμιακά συμβόλαια παράδοσης-εκτέλεσης, με υποκείμενες μεταβλητές δυναμικότητα δικτύων διανομής, κλίμακες τιμολόγησης, , ποιοτικές προδιαγραφές κλπ. Τα συμβόλαια διακανονισμού εμπορικών συμβάσεων και χρηματοπιστωτικών συναλλαγών παρέχουν επιμερισμού ευθύνης και διασφάλισης κινδύνων συναλλαγών, μέσω αμοιβαία συμπληρωματικών μηχανισμών εμπιστοσύνης. Η συμμετρική πληροφόρηση και ελαχιστοποίηση κόστους διακανονισμού συναλλαγών, επιτρέπει τη διάχυση καινοτομικής, επενδυτικών και ανθρωπίνων πόρων σε πεδία ανάπτυξης οργανωσιακών και τεχνολογικών ικανοτήτων παροχ'ης συγκριτικών πλεονεκτημάτων. Η διασφάλιση ρευστότητας διαμορφώνεται από τους περιορισμούς ελαχίστων απαιτήσεων σε κεφάλαιο κίνησης ως % κύκλου εργασιών και χρηματοδοτικής διάθρωσης συγκριτικά με το εύρος έκθεσης κινδύνου.

Η μικροδομή τμηματοποίησης πόρων ως προς την πιθανοφάνεια κινδύνων απεικονίζεται στις τεχνικές αντισταθμιστικής ασφάλισης. Η διαχείριση εμπορικών κινδύνων(αγοράς, προμηθευτών, κατασκευών, τεχνολογίας κλπ) τεκμηριώνεται από την εφικτότητα ασφαλιστικών συμβάσεων ως προς τη σταθερότητα κάλυψη λειτουργικών και επενδυτικών δαπανών και εξυπηρέτησης χρέους. Η δυναμική εκτίμηση σε απωλειών επιχειρηματικής αξίας συνδυαστικά με την τιμολογιακή πληροφόρηση από δείκτες πιθανοφάνειας αγοράς ανά υπηρεσία υποδομής , προσδιορίζει το εφικτό ασφαλιστικό κόστος με τη μέγιστη ποιοτική αντιστάθμιση κινδύνου. Οι προκαθορισμένοι δείκτες συνεισφοράς αναδόχων/λειτουργία επιμερίζει και τη σχετική ασφαλιστική επιβάρυνση και η ανάληψη υποχρεώσεων προσανατολίζεται σε έμφαση κόστους ή κύκλου εργασιών. Ενδεικτικά στις φάσεις ανάπτυξης-κατασκευής οι κίνδυνοι αφορούν συντονισμό υπεργολαβιών και τριτογενών συμβάσεων ανάπτυξης έργου άρα επιβαρύνονται κατασκευαστές και προμηθευτές, με ένταση κάλυψης κόστους.

Η συμβολαιακή διάρθρωση εταιρικής διακυβέρνησης επικεντρώνεται στην εξειδίκευση συμβάσεων κατανομής ευθυνών και προστιθέμενης αξίας μεταξύ των αναδόχων, αναφορικά με χρηματοδοτικό επιμερισμό, στρατηγική οργάνωση, μεταφορά τεχνογνωσίας και σχεδιασμού εκμετάλλευσης. Οι συμβάσεις ρυθμιστικής πολιτικής και θεσμικών διακανονισμών, προσδιορίζουν

την εξισορρόπηση εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και περιφερειακής ευημερίας. Κρίσιμες παράμετροι του θεσμικού πλαισίου όπως άδειοδοτήσεις διαχείρισης πλουτοπαραγωγικών πόρων, δικαιώματα κυριότητας και εμπορικής ανάπτυξης, μεταφορά τεχνογνωσίας συντίθενται με τις νόρμες κατοχύρωσης εμπράγματων δικαιωμάτων(υποθήκες, ενεχυρίαση τίτλων) και το πλαίσιο ενοχικών συμβάσεων, εταιρικών διαπραγματεύσεων και διαιτησίας.

Η επίτευξη αποτελεσματικότητας διαμεσολάβησης ενσωματώνει ενδογενείς ρυθμίσεις διάχυσης κρίσιμης πληροφόρησης καθώς ελαχιστοποιεί τη δομή κινήτρων ανταγωνιστικών συμπεριφορών(competitive bidding actions)σε έργα υποδομής που το δυσανάλογο κόστος παρακολούθησης και αποτίμησης αντισταθμίζεται από κίνητρα συμπαιγνίας με αμοιβαία κατανομή ωφελειών.Οι σύνθετες σταθμίσεις διαπραγματεύσεων συνεπάγονται ηθικό κίνδυνο στην κατάστροφη κεφαλαιουχικών προϋπολογισμών και στρατηγικών τεχνικής αποτελεσματικότητας. Οι επενδυτικές στρεβλώσεις ανακύπτουν με υπερεπένδυση σε προγράμματα αρνητικής προεξοφλημένης αξίας(free cash flows conflicts)και επιλύονται με την εκτεταμένη χρηματοοικονομική μόχλευση ή αρνητικής παρούσας αξίας υψηλού κινδύνου(risk shifting) Αντίστοιχα η υποεπένδυση σε projects θετικής παρούσας αξίας(debt overhang)αποτρέπεται μέσω της τμηματοποίησης ταμειακών ροών και ενυπόθηκων εγγυήσεων με αυτόματη συμβατική δέσμευση ανά απαίτηση χρέους. Τέλος η αποφυγή projects θετικής παρούσας αξίας υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου επιλύεται με το διαχωρισμό απαιτήσεων και κινδύνων κοινοπραξίας έναντι εταιρειών συμμετοχών περιορίζοντας τη διάχυση κόστους χρεοκοπίας.

Η εξάλειψη ηθικού κινδύνου στις οργανωσιακές παραμέτρους παράγεται από την σύγκλιση συμφερόντων και την ανάπτυξη μηχανισμών εμπιστοσύνης αναδόχων, πιστωτών και προμηθευτών. Η συσχέτιση προστιθέμενης αξίας(ταμειακών ροών)με την τομεακή διαχείριση ρίσκου ανά συμβαλλόμενο ευνοεί τη συμπαγνιακή πρακτική μέσω εσωτερικευμένων εταιρικών μηχανισμών παρακολούθησης, ελέγχου.Η εκτίμηση της παρούσας προεξοφλημένης αξίας ενός αναπτυξιακού έργου εκτιμώντας εναλλακτικά κοινοπρακτικά σχήματα, χρηματοδοτικές και λειτουργικές παραμέτρους τιμολογείται ως ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς υποκείμενης χρηματοπιστωτικής απαίτησης δυνητικού έργου. Η αξία τιμολόγησης C(call option price)προσδιορίζεται από την πραγματική αξία αποτίμησης περιουσιακών πόρων, που απεικονίζει το

περιθώριο τιμής εξάσκησης ενός δικαιώματος(exercise price) με την τρέχουσα αγοραία αξία $S-X$ (underlying asset value)και της υποκείμενης εταιρείας.

Η τάση αύξησης μελλοντικών ταμειακών ροών(growth)μεγιστοποιεί τη αποτίμηση τρέχουσας αξίας άρα και τα κέρδη από την διαφορά τιμής εξάσκησης δικαιώματος εκμετάλλευσης έργου-όπου μηδενίζεται συντελεστή εσωτερικής απόδοσης Σε περίπτωση υποτιμημένης έναντι της τιμής εξάσκησης τρέχουσας αξίας το έργο κρίνεται μη βιώσιμο. Η διαχρονική αξία χρήματος εισέρχεται μέσω της μέσω της μόχλευσης, καθώς η αύξηση της χρηματοδότησης χρέους σε δεδομένο χρόνο ωρίμανσης υποχρέωσης μεγιστοποιεί την παρούσα αξία. Η πιθανοφάνεια εξάσκησης δικαιώματος προαίρεσης και το εύρος απόδοσης $S-C=market\ value-exercise\ price$ συσχετίζεται αντίστροφα με τη μεταβλητότητα υποκείμενης αγοράς και το επίπεδο επιτοκίου μηδενικού κινδύνου. Η αγορά παραγώγων εμπορευμάτων και χρηματοπιστωτικών τίτλων αποτελεί χρήσιμο εργαλείο αντιστάθμισης κινδύνου.



6. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ LAMDA DEVELOPMENT A.E

6.1. Εταιρική Ταυτότητα & Συμμετοχές

Η Εταιρεία(μελέτη περίπτωσης) LAMDA DEVELOPMENT A.E δραστηριοποιείται στον κλάδο «Ελέγχουσες Εταιρείες Συμμετοχών»(holdings) και δραστηριοποιείται στους υποκλάδους Ακίνητης Περιουσίας και παροχής Υπηρεσιών, που εμφανίζουν σημαντική αύξηση ζήτησης ολοκληρωμένων αυτοχρηματοδοτούμενων έργων και Υπηρεσιών. Ο κλάδος ακινήτων διακρίνεται μέσω θυγατρικών εταιρειών στην Ανάπτυξη και Επένδυση. Η Ανάπτυξη και Αξιοποίηση Ακινήτων στοχεύει στη δημιουργία υπεραξίας κατά το σχεδιασμό, εκτέλεση και εκμετάλλευση μέσω σύνθεσης εξειδικευμένων συνδεδεμένων υπηρεσιών και τα επιμέρους projects σχετίζονται με κατασκευή κτιρίων γραφείων, εμπορικά κέντρα, αινητα εφοδιστικής, τουριστικών υπηρεσιών δημόσιες υποδομές, όπως ενεργειακά και οδικά έργα, αεροδρόμια κλπ. Εκπροσωπείται από εταιρείες διαχείρισης αυτοχρηματοδότησης κάθε επιμέρους έργου, LAMDA ΠΥΛΑΙΑΣ, LAMDA ΜΕΓΑΛΑ ΕΡΓΑ, LAMDA ΑΚΙΝΗΤΑ A.E.

Η Επένδυση Ακινήτων σε αντίθεση με τις εισοδηματικές ροές που στην περίπτωση ανάπτυξης διαχέονται από τις αρχικές φάσεις εκτέλεσης έργου, παρέχει υπεραξία μέσω της απόδοσης μισθωμάτων στον οποίο δραστηριοποιείται μέσω των θυγατρικών EFG EUROBANK PROPERTIES και ΟΛΥΜΠΙΑ A.E στους τομείς μεσίτευσης-διακανονισμού αγοραπωλησιών, εκτιμήσεων και συμμετοχών υψηλής προστιθέμενης αξίας. Στον χώρο Παροχής Υπηρεσιών αφορά δυο υποαγορές υποδομής, τις θαλάσσιες και αεροπορικές μεταφορές. Στο ναυπηγοεπισκευαστικό τμήμα μέσω της ΗΦΑΙΣΤΟΣ A.E παρέχει καθετοποιημένες υπηρεσίες εξυπηρέτησης ναυτιλικών εταιρειών τουριστικής φύσης. Στις υπηρεσίες επιγείας εξυπηρέτησης αεροσκαφών, μέσω της SWISSPORT HELLAS, τα χαρακτηριστικά της οποίας είναι η αύξουσα ζήτηση και απελευθέρωση από τον ολιγοπωλιακό έλεγχο αεροπορικών εταιρειών, άρα η αύξηση του ποιοτικού αποτελέσματος και η τιμολογιακή μείωση συνδυασμένων υπηρεσιών οι ενσωματώνουν υψηλές οικονομίες κλίμακας.

Η απόδοση της Εταιρίας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την προσπάθεια και τις ικανότητες των ανώτατων διοικητικών στελεχών και του υπόλοιπου προσωπικού συμπεριλαμβανομένων και των διευθυντών. Η απώλεια των υπηρεσιών κάποιων από τα σημαντικά στελέχη της Εταιρείας μπορεί να έχει δυσμενείς επιπτώσεις στις δραστηριότητες. Ο κλάδος της αξιοποίησης ακινήτων, στον οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρία, χαρακτηρίζεται τα τελευταία έτη από διαρκώς αυξανόμενο ανταγωνισμό λόγω της εμφάνισης και δραστηριοποίησης νέων εταιρειών διαχείρισης ακινήτων, οι ιδρυτές και κύριοι μέτοχοι των οποίων σε μερικές περιπτώσεις είναι μεγάλες, οικονομικά ισχυρές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες με ισχυρή οικονομική διάρθρωση.

Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός μπορεί να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην λειτουργία ή και στην κερδοφορία της Εταιρείας. Όμως μέχρι σήμερα στην κατ' εξοχήν αξιοποίηση των ακινήτων δεν έχουν ακόμα δραστηριοποιηθεί οι εταιρείες αυτές και επιδίδονται κυρίως στις εκτιμήσεις της αγοραίας ή μισθωτικής αξίας ακινήτων για λογαριασμό των μητρικών εταιριών (τράπεζες). Η Εκδότρια έχει εμπειρία, πλούσιο πελατολόγιο, άρτια στελέχωση, σε βαθμό που τόσο οι ιδιοκτήτες οικοπέδων όσο και οι ενδιαφερόμενοι πελάτες (αγοραστές - μισθωτές), απευθύνονται απευθείας στην Εταιρεία χωρίς τη μεσολάβηση τρίτων.

Η οικοδομική δραστηριότητα ενδέχεται να επηρεασθεί αρνητικά από απρόβλεπτους εξωγενείς παράγοντες, κυρίως φυσικές καταστροφές (σεισμοί - πλημμύρες κ.λ.π.) και να υπάρξει αντίστοιχη αρνητική επίδραση στα αποτελέσματα της Εταιρίας. Σημειώνεται πάντως ότι από τους δύο σεισμούς του παρελθόντος κανένα από τα κτίρια των θυγατρικών της Εταιρείας δεν υπέστη οποιαδήποτε ζημιά. Υπό την επιφύλαξη της ελληνικής νομοθεσίας όσον αφορά στον κλάδο αξιοποίησης ακινήτων, η Εταιρία προτίθεται να εξετάσει ενεργά τη δυνατότητα επενδύσεων σε νέους τομείς σε περιοχές αστικές ή μη. Δεν έχουν ακόμη υπάρξει οριστικές αποφάσεις και δεν μπορούν να υπάρξουν διαβεβαιώσεις για την επιτυχή έκβαση των σχεδίων επέκτασης. Τυχόν αποτυχία στην επέκταση των δραστηριοτήτων της Εταιρίας, μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματα της. Ενδεχόμενη κατασκευαστική αστοχία θα μπορούσε να επιδράσει αρνητικά στα αποτελέσματα της Εταιρείας. Αυτή μπορεί να προέλθει από ελλιπή εδαφολογική μελέτη, από μειωμένη αντοχή των οικοδομικών υλικών, από κακό σχεδιασμό και στατική μελέτη κ.λ.π.

Υπάρχει κίνδυνος κάποιο από τα μισθωμένα ακίνητα να παραμείνει ανεκμετάλλευτο, όλο ή εν μέρει, επί μακρό χρονικό διάστημα, γεγονός το οποίο θα έχει αρνητική επίδραση στα αποτελέσματα της Εταιρείας. Αλλαγές στο νομικό πλαίσιο, οι οποίες επηρεάζονται μεταξύ άλλων και από τοπικές - πολιτικές τάσεις στις σχετικές τοποθεσίες, μπορεί να έχουν αρνητική επίπτωση στις επενδυτικές ευκαιρίες και στην αξία των ήδη υπαρχόντων επενδύσεων καθώς η ζήτηση των πιθανών αγοραστών- ενοικιαστών μειώνεται. Τέτοιοι παράγοντες ενδεικτικά -και όχι περιοριστικά είναι: η μεταβολή των όρων δόμησης, η θέσπιση κινήτρων αποκέντρωσης, η αλλαγή φορολογικής νομοθεσίας, η αναστροφή ρεύματος αστυφιλίας κλπ.

6.2. Ανταγωνιστικό Περιβάλλον-*Five Forces analysis*

α. Ενδοκλαδική Ανταγωνιστική Οργάνωση

Η ενδοκλαδική οργάνωση υπηρεσιών διαχείρισης υποδομών χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό διαφοροποίησης, που τείνει στη μείωση της αλληλεξάρτησης επιχειρησιακών αποφάσεων. Οι προσφερόμενες υπηρεσίες πχ διοίκηση έργων, παρόλη την ύπαρξη σταθερών προδιαγραφών τεχνογνωσίας, προσδιορίζεται από τη φύση του έργου. Η μείωση αυτής της ομοιογένειας ενισχύεται και από τη σημαντική γεωγραφική διασπορά έργων και οικιστικής ανάπτυξης, ώστε οι αποφάσεις επιχειρηματικής χωροθέτησης που σχετίζονται με τις απαιτήσεις υποστηρικτικών υποδομών εξαρτώνται από την ελαχιστοποίηση κόστους μεταφορών και εγκατάστασης, οικονομίες αστικής συγκέντρωσης, οικονομίες πεδίου(οργανωμένες επιχειρηματικές ζώνες) και μεγιστοποίηση μεριδίων ζήτησης. Η ελαστικότητα ζήτησης ως προς την τιμολογιακή συμπεριφορά είναι χαμηλή, που υποδεικνύει ικανοποιητικά περιθώρια κέρδους(profit margins) με τη παραδοχή ότι οι διαχειριστές ακινήτων ακολουθούν υψηλή γεωγραφική διασπορά έργων.

Η εγχώρια κτηματαγορά τοποθετείται στη φάση της ταχείας μεγέθυνσης(growth gate), αξιοποιώντας τη σωρευτική τεχνογνωσία(learning effects) που επιβάλλουν οι απαιτητικές κατασκευαστικές προδιαγραφές και οι καινοτόμες αντιλήψεις διαχείρισης όπως βιώσιμη οικιστική ανάπτυξη, τεχνικές αυτοχρηματοδότησης έργων κλπ. Παράλληλα η ύπαρξη δεσμευτικών επενδύσεων πόρων υψηλής ειδίκευσης μειώνει την ευελιξία στρατηγικών

αποφάσεων που μειώνει τα αποτελέσματα της χωρικής διαφοροποίησης και επιβάλλει υψηλό βαθμό ολιγοπωλιακής συγκέντρωσης, που σταδιακά μειώνεται με τη σωρευτική ωρίμανση της αγοράς, όπως αποτυπώνεται εμπειρικά με τους υψηλούς ρυθμούς εισόδου νέων διαχειριστών ακινήτων. Με δείκτη το ρυθμό αύξησης του % ανεκτέλεστων συμβάσεων έργων(δείκτη υψηλής βραχυπρόθεσμης ζήτησης)των απαιτήσεων σε δίκτυα, υποδομές και οργανωμένες επιχειρηματικές και οικιστικές περιοχές, και την αύξηση των Κοινοτικών εισροών, η μείωση τη ολιγοπωλιακής εξάρτησης προσδιορίζεται από τη σχέση υπερβάλλουσα ζήτηση/αποτελέσμα συσσώρευσης γνώσης.

Η ατέλεια της αγοράς ενισχύεται και από τη μορφή των συμβάσεων ανάληψης έργου, βάσει διαγωνισμών και με προκαθορισμένους όρους εκτέλεσης. Ο σχετικός βαθμός συγκέντρωσης συμβάλει στην ανάληψη άτυπων μορφών συνεργασίας όπως εναρμονισμένες πρακτικές στις διαπραγματεύσεις, υπερτιμολογήσεις οργανωτικών τεχνικών κλπ, που οδηγούν σε μονοπωλιακή τιμολογιακή στρατηγική(συμπαιγνία μη συνεργασίας) Το οργανωτικό σχήμα των εταιρειών διαχείρισης ακινήτων απαιτεί τη μορφή σύνθετων ατελών δεσμευτικών συμβολαίων οργάνωσης projects , με κύριους συμμετέχοντες τραπεζικούς και κατασκευαστικούς ομίλους. Έτσι η ύπαρξη σημαντικών στρατηγικών διαφοροποιήσεων και ασυμμετρίας κόστους, επιβάλλει δυναμική ανακατανομή μεριδίων, άρα και σταδιακά αύξουσες ανταγωνιστικές πιέσεις. Έτσι ενώ η διατηρησιμότητα της συμπαιγνίας μονοπωλιακής τιμολόγησης θεωρείται στατικά εφικτή, η μεγένθυση της αγοράς και οι ασυμμετρίες συμπεριφοράς, ελλατώνουν τα σχετικά κίνητρα σχέσεων άτυπης συνεργασίας.

β. Διεκδηκησιμότητα- Συνθήκες Εισόδου-Εξόδου

Η οργανωση των συναλλαγών στην υποκείμενη αγορά δεν είναι μια συνεχής διαδικασία διαπραγματεύσεων σύζευξης προσφοράς-ζήτησης. Η ροής πληροφόρησης είναι ατελής καθώς δεν υφίστανται οργανωμένα δίκτυα διάχυσης τεκμηριωμένων πληροφοριών και κεντρικός οργανισμός διαμεσολάβησης, πχ κεφαλαιαγορά ακινήτων. Παράλληλα οι συμβάσεις διαχείρισης έργου καταρτίζονται με σύστημα δημοπράτησης και οι όροι εκπλήρωσης συμβατικών υποχρεώσεων δεν είναι εύελικτοι λόγω των δεσμευτικών εξειδικευμένων επενδύσεων και τεχνογνωσίας. Η διερεύνηση του

ρυθμού αύξησης εισόδου στον κλάδο αποδεικνύει ότι η σχετική δυναμική προκύπτει από τη υπερβάλλουσα αύξηση της δυνητικής ζήτησης, όπου μια ενδεχόμενη απειλή από τις εγκατεστημένες επιχειρήσεις διατήρησης παραγωγικού δυναμικού δεν θεωρείται ιδιαίτερα αξιόπιστη. Αλλιώς λόγω του ατελούς περιβάλλοντος οργάνωσης της αγοράς, μπορεί θεωρητικά να εγείρεται αξιόπιστη απειλή λόγω των μακροχρόνιων αλληλεξαρτήσεων κόστους και τεχνογνωσίας (learning effects) που επιβάλουν κόστη προσαρμογής, όπου όμως το σχετικό κίνητρο μειώνεται με την προοπτική ηγεσίας τιμολόγησης, καθώς η παράμετρος γνώση και τομεακή εξειδίκευση υπερισχύουν στις δημοπρατήσεις.

Σημαντική πηγή εμποδίων εισόδου αποτελεί η ποιοτική διάσταση της διαφοροποίησης του προϊόντος. Η γεωγραφική διασπορά και χωροταξική οριοθέτηση ζήτησης, βάσει πχ τοπικής φήμης και προσκόλησης πελατείας, δεν επέτρεπε σημαντική υπολειπόμενη ζήτηση για τη είσοδο στις τοπικές αγορές. Επιπλέον η έλλειψη προσαρμοστικής ευελιξίας της πελατείας ενισχύεται και από την κυρίαρχια σε εξειδικευμένες αγορές, όπως βιομηχανικά κτίρια σε περιοχές υψηλής ειδίκευσης στο δευτερογενή τομέα, ή τουριστικοί πόλοι. Εδώ προκύπτουν και τα πρώτα market niches στο ελληνικό real estate (άρα ευκαιρίες εισόδου), καθώς η σταδιακή ωρίμανση μέσω μεταβολών των προδιαγραφών του μεταβιομηχανικού περιβάλλοντος και η αρχές βιώσιμης οικιστικής ανάπτυξης επιβάλουν συνθήκες διεκδικησιμότητας. Ενδεικτικά αναφέρουμε την ανάδειξη τοπικής αρχιτεκτονικής κληρονομιάς στον τουριστικό χώρο, και την οργάνωση Βιομηχανικών Επιχειρηματικών Περιοχών, με δίκτυα και υποδομές υποστήριξης, όπως διασύνδεση με Ερευνητικά κέντρα, συνεδριακούς χώρους, τεχνολογική υποδομή-πχ intranets.

Η εγκατάσταση και οργανωτική ανάπτυξη μιας διαμεσολαβητητικής εταιρείας στο χώρο του real estate, προυποθέτει υψηλό αναπόκτητο κόστος εισόδου. Απαιτείται ενσωμάτωσης σχετικής τεχνογνωσίας, ανθρωπίνου δυναμικού και δυνητικά κόστη διεκπεραίωσης συναλλαγών, απόκτησης πληροφόρησης και δημιουργίας σχέσεων εμπιστοσύνης με πελάτες-εξάλειψης ηθικού κινδύνου. Η ύπαρξη δεσμευτικών εναρμονισμένων πρακτικών που παρατηρείται στην οργανωσιακή συμπαιγνία διάρθρωσης και καταμερισμού έργου, ευθύνης και κινδύνων χρηματοδότησης-παρακολούθησης-κατασκευής ενός project αποτελεί το πιο ισχυρό στρατηγικό εμπόδιο εισόδου. Διασυνδέει τις αναπόκτητες δαπάνες των ταχύτερα εισερχομένων με την προνομιακή δέσμευση των έργων υψηλής απόδοτικότητας, λόγω κοινοτικής χρηματοδότησης

και μονοπωλιακής τιμολόγησης-στρατηγικής συμπαιγνίας, άρα και τον έλεγχο, μέσω πολιτικής ηγετικής τιμολόγησης, του ρυθμού εισόδου. Η παροχή διαμεσολαβητικών υπηρεσιών στο τομέα κτηματαγοράς απαιτεί κυρίως αυτες επενδύσεις, σε ανθρωπινο δυναμικό, συστήματα υποστήριξης και marketing- απόκτηση φήμης, ενσωμάτωσης και διαχείριση γνώσης κλπ, πλην του υποκλάδου development. Εκεί η οι πάγιες κατασκευαστικές επένδύσεις προϋποθέτουν ένα υψηλό προϋπολογισμό και μακρό χρόνο απόσβεσης. Το δεδομένο αυτό επιλύεται με την υφιστάμνηγ δομή όπου το development παραμένει οργανωτικά και νομικά συνδεδεμένο με τη δομή των κατασκευαστικών εταιρειών.

Οι πηγές οικονομιών κλίμακας στο τομέα αφορύν την ισχυρή επίδραση των πλεονεκτημάτων συσσωρευμένης γνώσης. Τα αποτελέσματα της μείωσης του λειτουργικού κόστους από την διάχυση γνωστικών καινοτομιών προέρχεται από την μη ύπαρξη ενός κεντρικού διαμεσολαβητικού οργανισμού εκκαθάρισης αγοράς. Ετσι εφόσον η υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς δεν μπορεί να εκτιμηθεί ικανοποιητικά, τα εσωτερικά συστήματα συγκέντρωσης αποτίμησης και διάχυσης πληροφορησης στις αποφάσεις διαμεσολάβησης κρίνονται ο σημαντικότερος πόρος ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Παράλληλα η διενέργεια διαπραγματεύσεων μέσω διαύλων συνεργασίας και ατύπων κανόνων συναλλαγών και η κατάρτιση συμβολαίων εξαρτώνται από τους την κατάκτηση φήμης και στρατηγικής εμπειρίας. Η ύπαρξη σχέσεων εμπιστοσύνης και αμοιβαίας ανταλλαγής πληροφορησης και τεχνογνωσίας με το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποδίδει υψηλές χορηγήσεις πόρων χρηματοδότησης σε έργα με δομή project financing.

γ. Στρατηγικά Υποκατάστατα Διαμεσολάβησης & Συμπληρωματικές Υπηρεσίες

Η εξειδικευμένη διαμεσολαβητική μορφή που παρέχεται στον τομέα των ακινήτων εξυπηρετεί ένα συγκεκριμένο market niche, όπου σε επίπεδο αποτελεσματικής αγοράς θεωρητικά δραστηριοποιούνται αυτόνομες νομικές οντότητες, όχι ενταγμένες σε ομίλους. Αρα παρατηρείται μια χαμηλή ελαστικότητα υποκατάστασης με το ευρύτερο περιβάλλον υπηρεσιών διαμεσολάβησης και διοίκησης έργων. Οι μέθοδοι λήψης αποφάσεων, οργανωτικού σχεδιασμού και διεκπεραίωσης συναλλαγών καθορίζονται από ένα ευρύτερο θεσμικό και λειτουργικό πλαίσιο που προσομοιάζει σε ποικίλες

αγορές. Η κτηματαγορά μέσω της χρήσης πιστωτικών πόρων, απαιτεί ενσωμάτωση της τεχνογνωσίας της εκτίμησης οικιστικών αξιών, μεθόδων διοίκησης έργου και εκμετάλλευσης οργανωμένων οικιστικών συνόλων και παραγωγικών χρήσεων γης, στις εσωτερικές δομές του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που σταδιακά καρπώνεται τα σχετικά πλεονεκτήματα γνώσης.

Αντίθετα στο development το κατασκευαστικό τμήμα της οικιστικής ανάπτυξης ουσιαστικά οργανώνεται από τις αμιγώς τεχνικές εταιρείες, που εμπλέκονται και στο τμήμα της εκμετάλλευσης. Αρα η ύπαρξη υποκατάστατων μηχανισμών επιβάλλει υψηλή ελαστικότητα ζήτησης, που μειώνει τα προσδοκώμενα περιθώρια κέρδους, συγκρίνοντας πχ την Lambert-Smith Hampton-ανεξάρτητη συμβουλευτική με την ALPHA Αστικά Ακίνητα, ενταγμένη σε τραπεζικό όμιλο. Η στρατηγική σημασία των υποκατάστατων παραγωγικών πόρων συνίσταται στην ενίσχυση της δυναμικής επιτάχυνσης του ρυθμού αύξησης της ζήτησης. Σε δυναμικό επίπεδο η μείωση του βαθμού συγκέντρωσης, στηρίζεται στις αποφάσεις εισόδου, βάσει των διευρυνόμενων επιχειρηματικών ευκαιριών ανάπτυξης στο real estate. Βέβαια Η μείωση των δυνητικών αναμενόμενων περιθωρίων κέρδους δεν πραγματοποιείται καθώς ο ρυθμός μείωσης του κόστους με τη σωρευτική αύξηση της παραγωγής, είναι υψηλότερος του ρυθμού επέκτασης της ζήτησης, στο συγκεκριμένο στάδιο ανόδου του κλαδικού κύκλου.

Σημαντική συμβολή στα profit margins προέρχεται από την τον κύκλο των συμπληρωματικών αγορών-μεταβλητών. Η ζήτηση υπηρεσιών στο χώρο σχετίζεται με τη ζήτηση οικιστικής ανάπτυξης και έργων υποδομής. Η επενδυτική αξιοποίηση ενός ακινήτου στατικά διαρκεί με χρονικό ορίζοντα ανακατασκευής η ευρύτερης πολεοδομικής ανάπλασης. Ο βαθμός συσχέτισης αύξησης ρυθμού οικιστικής ζήτησης και υπηρεσιών διαχείρισης προσεγγίζει το 100% τόσο στον τομέα του development όσο και στην επενδυτική αξιοποίηση. Η οργανωτική αναβάθμιση της αγοράς πειραλμάνει και ένα σύνολο μελετητικών απαιτήσεων σε θέματα έρευνας αγοράς, χωροθεσιακών προτιμήσεων, νέων τεχνολογιών κατασκευής κλπ. Παράλληλα ο ρυθμός επέκτασης της στεγαστικής πίστης μέσω κυρίως της μείωσης των επιτοκίων, αναβάθμισε σημαντικά της αξίας των εκτιμητικών και διαμεσολαβητικών μηχανισμών στην αποτίμηση της αξίας των ενυπόθηκων εγγυήσεων και την απαιτούμενη ρευστότητα της αγοράς.

δ. Διαπραγματευτική Δύναμη Προμηθευτών-Πελατών

Η εκμετάλλευση ακίνητης περιουσίας και έργων υποδομής αποτελεί το ενδιάμεσο στάδιο σε καθετοποιημένη βάση, με οπίσθιες διασυνδέσεις το αμιγώς κατασκευαστικό τμήμα του έργου. Ο διαχωρισμό των λειτουργιών ακόμα και σε εταιρικό επίπεδο συνίσταται στην ύπαρξη σύγκρουσης συμφερόντων και ασύμμετρης πληροφόρησης. Η χρονική-οικονομική κοστολόγηση ενός έργου απαιτεί πλεονέκτημα γνώσης του κατασκευαστή, ενώ η αποτίμηση των δυνητικών κερδών εκμετάλλευσης του διαχειριστή. Η ασύμμετρη πληροφόρηση εξέλιξης κόστους και οικιστικών προδιαγραφών σε συνδυασμό με την ύπαρξη δεσμευτικών εξειδικευμένων επενδύσεων και συμβάσεων και την ένταση των συγχωνεύσεων, αυξάνουν τις δυνατότητες καταχρηστικής συμπεριφοράς των κατασκευαστών(προμηθευτές έργου), όπως υπερτιμολογήσεις, ορίζοντας ολοκλήρωσης, προϋπολογισμοί κλπ. Ο τομέας της κτηματαγοράς στηρίζεται σε χαμηλά % αυτοχρηματοδότησης, εξαρτάται από τραπεζικά κεφάλαια, που επιβάλουν μια μη συμμετρική θέση στη κατάρτιση συμβάσεων. Ο συντονισμός-έλεγχος μέσω δεσμευτικών ασύμμετρου ελέγχου επενδύσεων που ασκείται ως προς το project management της εκμετάλλευσης και η αξία των υποθηκών-εγγυήσεων, μειώνουν το βαθμό ευελιξίας που απαιτεί η εξασφάλιση ρευστότητας και κυρίως των περιθωρίων κέρδους του developer.

Η προστιθέμενη χρηματοοικονομική αξία απαιτεί έναν σταθερό ρυθμό αύξησης μισθωμάτων στο σύνολο της υπολειμματικής ζωής του ακινήτου και προεξόφλησης ενσωματωμένων υπεραξιών από το πολεοδομικό ή οικονομικό περιβάλλον. Το κόστος κεφαλαίου προσδιορίζεται από τη σταθμισμένο άθροισμα(βάσει του βαθμού χρηματοδότησης της κατασκευαστικής υπεργολαβίας) του κόστους χρηματοδότησης, δάνεια με υποθήκη ή χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτου, και του κόστους περιουσίας- Ίδιων Κεφαλαίων. Η επιτυχία της διαδικασίας εμπορικοποίησης(commercialization) προσδιορίζεται από τις χωροθεσιακές και επενδυτικές αποφάσεις των αγοραστών. Οι επενδυτές ακινήτων στο βαθμό που ο χωροταξικός σχεδιασμός στην Ελλάδα είναι ατελής, επικεντρώνουν την διαπραγματευτική τους δύναμη στην απόκτηση αξίας μέσω της εμπορικοποίησης.

Παράλληλα η έλλειψη οργανωμένης δευτερογενούς αγοράς μειώνει τη αποτελεσματικότητα των συμβάσεων, καθώς η έξοδος από τη σύμβαση ενός χρήστη ζημιώνει ασύμμετρα τον developer, που έχει το δεσμευτικό ανάποκτητο

κόστος. Το μέγεθος της ασυμμετρίας προσδιορίζεται από τη ελαστικότητα ζήτησης που διαφοροποιείται χωροταξικά, με κύριες παραμέτρους το αστικό και περιφερειακό στρατηγικό προσανατολισμό. Η υπερβάλλουσα φορολογική και ρυθμιστική επιβάρυνση του κράτους στα ακίνητα, επηρεάζουν τις δυνατότητες μεταβίβασης στους τελικούς χρήστες.

6.3 Κλαδική & Μακροοικονομική Ανάλυση

Ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης ΔGDP της ελληνικής οικονομίας κατά το έτος 2002 εκτιμήθηκε στο 3,4% κατά το τρίτο τετράμηνο(Q3) σύμφωνα με τις προσαρμοσμένες προσδοκίες αγορών ως προς την αναπτυξιακή δυναμική όπως αποτυπώνεται στο Q2 growth 4,0%, ενώ αναμένεται να κλείσει στο 3,2% με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,7%, τετραπλάσιο της ευρωζώνης. Περαιτέρω η συνεισφορά των επενδυτικών δαπανών τείνει στο ύψος του 8,6% ρυθμού αύξησης, παρουσιάζοντας κάμψη σχετικά με το τετράμηνο 9,8%¹⁴. Η αιτιολογία κάμψης των επιχειρηματικών επενδύσεων συνίσταται στην αβεβαιότητα προσδοκιών ως προς τη δυναμικότητα ζήτησης και την σημαντική μείωση των κερδών που εκτιμάται ότι θα παρουσιαστούν στις 9μηνες λογιστικές καταστάσεις. Αντίστοιχη αποκλιμάκωση παρουσιάζει και ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής που ενώ επιταχύνθηκε κατά 2% στο Q2 εμφανίζεται κάμψη -1,4%, παρόλο που η παραγωγική δυναμικότητα με τη σταθεροποιημένη τάση στο 78% δεν υποδεικνύει περαιτέρω μείωση.

Ο δείκτης επιχειρηματικής εμπιστοσύνης-προσδοκιών θετικής προστιθέμενης αξίας επιχειρηματικής ανάπτυξης είναι θετικός στις 4 μονάδες, καθώς αναμένονται οι εκροές του Γ ΚΠΣ, που όμως προέρχεται από τον κατασκευαστικό χώρο, καθώς ο τομέας των υπηρεσιών αντιμετωπίζει ασύμμετρες προσδοκίες ως προς τους επιχειρηματικούς κινδύνους στο διεθνές περιβάλλον. Οι καθαρές εξαγωγές επίσης παρουσίασαν κάμψη μεγέθυνσης με σωρευτικό ρυθμό 1,7% από το 2,6%(Q2), που όμως αντισταθμίζονται από τις εισαγωγές που αυξάνονται κατά 2,8%, αποτυπώνοντας τη χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, ενώ στο τέλος του έτους οι προσδοκίες συγκλίνουν στο έλλειμμα -0,4%. Οι αρνητικές επιπτώσεις στον εξωτερικό τομέα εντείνονται και από την στασιμότητα μεγεθών των

¹⁴ Πηγές: "Economic&Market analysis"-Δελτίο Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος, Οκτώβριος-Νοέμβριος 2002



ευρωπαϊκών οικονομιών που επηρεάζουν την τουριστική κίνηση, το ύψος των ξένων άμεσων επενδύσεων, σε συνδυασμό με τις διακυμάνσεις των ενεργειακών τιμών, την εξίσωση της ισοτιμίας ευρώ-δολλαρίου και το επίπεδο πληθωρισμού. Το θετικό ισοζύγιο κεφαλαίων δεν οφείλεται στην προσέλκυση επενδύσεων της πραγματικής οικονομίας, αλλά στις ελκυστικές αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, δείγμα ενίσχυσης της έλλειψης δομικών παραγόντων πραγματικής σύγκλισης.

Ο δομικός πληθωρισμός ανέρχεται στο ύψος του 3,5%, ενώ η προσαρμογή σύμφωνα με τη τρέχουσα συγκυρία τιμολογιακών διακυμάνσεων αγοράς τροφίμων και ενέργειας είναι μόλις +0,2%. Χαρακτηριστικά μια αύξηση στο παραγωγικό κενό(διαφορά πραγματικής από δυνητική παραγωγή πλήρους απασχόλησης)κατά 1%, αυξάνει τον πληθωρισμό κατά 0,25%, ενώ οι μισθολογικές αυξήσεις κατά 1% διαχέονται με υστέρηση 1 έτους και επηρεάζουν τον πληθωρισμό κατά 0,08%. Τα χαρακτηριστικά ολιγοπωλιακής δομής και ο αργός ρυθμός απελευθέρωσης αγορών παράλληλα με την υπερβάλλουσα ζήτηση συνθέτουν έλλειψη μεσοπρόθεσμων προοπτικών μείωσης του δομικού πληθωρισμού.

Οι καταναλωτικές δαπάνες διαμορφώνονται στο 2,2%, με επέκταση από το 1,6% στο Q2 που οφείλεται σε συγκυριακούς παράγοντες. Η καταναλωτική ζήτηση ενισχύει σημαντικό το συνολικό ΑΕΠ, καθώς οι προσδοκίες ζήτησης υπερκαλύφθηκαν όπως αποτυπώνεται από τα επιχειρηματικά αποθέματα που μειώθηκαν σημαντικά με ιδιαίτερη έμφαση στις αγορές διαρκών καταναλωτικών αγαθών όπου η ζήτηση αυξήθηκε κατά 5,3%. Η καταναλωτική εμπιστοσύνη ως δείκτης δυναμικότητας ζήτησης σχετικά με τις προσδοκίες των καταναλωτών ως προς το μελλοντικό διαθέσιμο εισόδημα διατηρείται σε υψηλότερο συγκριτικό επίπεδο από την ευρωζώνη στις -29 μονάδες και κινείται στον 5ετη κινητό μέσο εξαιτίας της υστέρησης διάχυσης των αποτελεσμάτων αποκλιμάκωσης επιτοκίων και της πιστωτικής επέκτασης.

Η τεχνική εκτίμησης του spread πτώχευσης(DtD) απεικονίζει την ενδογενή διακύμανση της μελλοντικής αξίας ενεργητικού από το όριο πτώχευσης. Η ανάπτυξη του μόντελου ενσωματώνει τις προσδοκίες ως προς την ολική αξία επιχείρησης, μέσω της πληροφοριακής σημαντικότητας της ενδογενούς διάκύμανσης. Το μέσο spread της ελληνική αγοράς ομολόγων τιμολογείται 10 μονάδες βάσης χαμηλότερα από το μέσο 10ετές ευρωπαϊκό BBB κλάση λόγω του χαμηλότερου DtD κατά 0,5%, 2,12 μέση διακύμανση για τον

κατασκευαστικό κλάδο ,που παρατηρείται λόγω χαμηλής χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Στην πραγματικότητα σε σχέση με το γερμανικό 10ετές(δείκτη αναφοράς)BBB κλάσης κινείται στις 27 μονάδες βάσης υψηλότερα, ενώ με το μέσο ευρωπαϊκό στις 17μ.β (έλλειψη ερμηνευτικότητας μοντέλων λόγω έλλειψης δευτερογενούς αγοράς-ρευστότητας)

Σύμφωνα με στοιχεία της Τραπεζας της Ελλάδος το σύνολο των επιχειρηματικών πιστώσεων, κυρίως λόγω της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων, αυξήθηκαν από 27,6% ως ποσοστό του ΑΕΠ το 1997 στο 36% τον Ιούνιο του 2002, που υπολείπεται του 50% στην Ευρωζώνη. Οι θετικές της ταχείας μείωσης των επιτοκίων απεικονίζονται στην ταχεία πιστωτική επέκταση στον καταναλωτικό τομέα μέσω της αντικατάστασης τμήματος της αποταμίευσης από δανεισμό διατηρώντας σταθερό το ύψος του διαθέσιμου εισοδήματος, αλλά αυξανοντας την παρούσα αξία των χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων. Στον επιχειρηματικό τομέα συνέβαλε αποφασιστικά στη μείωση του κόστους κεφαλαίου που αντικατοπτρίζεται στη μείωση των χρηματοοικονομικών δαπανών(αποπληρωμές τόκων) που βελτιώνει το κόστος παραγωγής και την πιστοληπτική ικανότητα, συμβάλλοντας ταυτόχρονα στη αύξηση των επενδυτικών δαπανών μέσω του μειωμένου εσωτερικού συντελεστή απόδοσης-κόστους κεφαλαίου ως όριο αποδοχής επενδύσεων. Ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης του συνόλου των ελληνικών επιχειρήσεων δανειακό χρέος/ μετοχικό κεφάλαιο τείνει στο 43,2%, έναντι 63% στην Ε.Ε, ενώ ο δείκτης κάλυψης τόκων χρηματοοικονομικά έξοδα/ κέρδη προ φόρων και τόκων 15,4% έναντι 35%.Η συγκριτική αυτή χαμηλή μόχλευση υποδεικνύει περιθώρια επέκτασης κερδοφορίας κύκλου εργασιών, που μειώνουν το επίπεδο συνολικού κινδύνου, κυρίως μέσω σταθεροποίησης του διακυμάνσεων πωλήσεων(μείωση επιχειρησιακού κινδύνου)και του συγκριτικά χαμηλού ρυθμού αύξησης χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Σε γενικές γραμμές τα θετικά θεμελιώδη αποτελέσματα σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς δεν αντικατοπτρίζονται στις μετοχικές αποτιμήσεις, δεδομένου ότι η υπόθεση αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς δεν υφίσταται κυρίως λόγω έλλειψης ρευστότητας και μηχανισμών ορθολογικής πληροφόρησης. Η αύξηση του κύκλου εργασιών σε μέσο επίπεδο κεφαλαιαγοράς, επιβραδύνθηκε από 10,3% σωρευτικά το 2001 στο 6,3% το 2002, ενώ ο κλάδος έργων υποδομής λόγω Γ ΚΠΣ τείνει στο 41,7%, με ακόλουθους ηγετικούς κλάδους την ενέργεια, λιανικές πωλήσεις και τρόφιμα. Το μέσο περιθώριο κέρδους ως προς πωλήσεις

παραμένει στο ευρωπαϊκό υψηλό 12,6% αν και σταδιακά συρικνώνεται ως αποτέλεσμα της αύξησης ανταγωνισμού και των απαιτήσεων λειτουργικών δαπανών που ακολουθούν τις επιχειρηματικές αναδιαρθρώσεις. Βέβαια τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων μειώνονται στο 6,9% ως αποτέλεσμα των κεφαλαιακών υποαξιών από συμμετοχές στο ΧΑΑ, ενώ οι βασικοί δείκτες λειτουργικής αποδοτικότητας(κυκλοφορία ενεργητικού,παγίων και κεφαλαίου κίνησης)ακολουθούν αρνητική τάση. Έτσι η κερδοφορία στηρίζεται κυρίως από τη διατηρήσιμη ζήτηση,που όμως υπόκεινται στους κινδύνους μιας μη προσδοκώμενης ύφεσης. Τα μέσα επίπεδα ρευστότητας παραμένουν στο 1,50% έναντι 1,76% στην ΕΕ, παρέχοντας σημαντικά επίπεδα ρευστότητας, διεκπαιραίωσης συναλλαγών και επιχειρησιακής ανάπτυξης.

6.4 Θεμελιώδης Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων

Μέσω της θεμελιώδους ανάλυσης της LAMDA DEVELOPMENT επιβεβαιώνεται η θέση της αγοράς υποδομής ως ηγετικός κλάδος της ελληνικής οικονομίας ως προς τις αναπτυξιακές επιδράσεις. Ειδικότερα η εξέλιξη του κύκλου εργασιών σε ενοποιημένη βάση ανέρχεται σωρευτικά από την τελευταία χρήση προ απόσχισης(1999) του στο 462%. Ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών το 2001 με την πλήρη ενεργοποίηση των εταιριών του Ομίλου ανήλθε στο ποσό των € 43.965 χιλ. από € 11.090 χιλ., το 2000 παρουσιάζοντας αύξηση 296,5% και προέρχεται από τη δραστηριότητα των θυγατρικών εταιριών. Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ Α.Ε επεκτείνοντας τη δραστηριότητα της στον τομέα της ανάπτυξης ακινήτων παρουσίασε σημαντική αύξηση του κύκλου εργασιών της κατά 349% σε € 13,7 εκατ. έναντι € 3,0 εκατ. το 2000 ενώ η ΟΛΥΜΠΙΑ Α.Ε. μέσα στο 2001 άρχισε να αποκομίζει έσοδα εκμετάλλευσης ακίνητης περιουσίας. Στον τομέα των υπηρεσιών, η ναυπηγοεπισκευαστική μονάδα ΗΦΑΙΣΤΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. παρουσίασε αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 124% φτάνοντας το ποσό των € 12,5 εκατ., έναντι € 5,6 και η SWISSPORT που ενεργοποιήθηκε το 2001 αύξησε τον ενοποιημένο κύκλο εργασιών της κατά 595%, που διαμορφώθηκε στο ποσοστό των €17,2εκατ.,έναντι €2,5 εκατ. το 2000.Σύμφωνα με τις προβλέψεις ως προς την ολοκλήρωση project σε εξέλιξη αναμένεται να παρουσιάσει αύξηση κατά 76% και να ανέλθει σε € 77.408 χιλ. έναντι € 43.965 χιλ. το 2002 γεγονός που αποδίδεται στη σημαντική αύξηση του κύκλου



εργασιών όλων ανεξαιρέτως των θυγατρικών εταιρειών όπως παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα.

Οι συμμετοχές της Εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 2001 παρατίθενται στον επόμενο πίνακα:

ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ	%ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ	ΚΟΣΤΟΣ ΚΤΗΣΗΣ	ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	ΔΙΑΦΟΡΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΤΗΣΗΣ-
ΗΦΑΙΣΤΟΣ	75,0%	12.789	4.032	-8.757
ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	100,0%	52.622	35.460	-17.159
ΟΛΥΜΠΙΑ	100,0%	12.326	2.365	-9.960
EFGOPERTIES	29,9%	12.607	10.905	-1.702
LAMDA ΠΥΛΑΙΑΣ	50%	2.897	67	-2.826
LAMDA ΕΡΓ.	100%	939	927	-15
LAMDA ΑΚΙΝΗΤ.	100%	4.167	4.731	563
LAMDA HELLI	50%	59	56	-3
Σύνολο (Α)	85%			
LAMDA		98.406	58.543	40.422

Ως προς την ανάλυση της κερδοφορίας το μικτό κέρδος του Ομίλου (ρυθμός αύξησης κερδών) για τη χρήση 2001 ανήλθε σε € 6.586 χιλ. παρουσιάζοντας αύξηση 169% ως προς το 2000 (1η ενοποιημένη χρήση), στη χρήση ενώ προ μετασχηματισμού (1999-2000) διαμορφώθηκε στο -100% εξαιτίας του ανασχεδιασμού διαδικασιών. Ως ποσοστό του κύκλου εργασιών παρουσιάζει μια κάμψη από 22% (2000) σε 14,98% (2001), ενώ στο 9μηνο 2002 τείνει στο 22,8%, σε υψηλότερο επίπεδο από τις προυπολογιστικές προβλέψεις (15%). Η λειτουργική κερδοφορία-κερδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και δικαιωμάτων μειοψηφίας (EBITDA) ακολουθεί μια αντίστοιχη τάση 33,1%-4,58%-4,57%. Η κατά 7% μείωση του μικτού περιθωρίου το 2001 οφείλεται στα έσοδα μεταβίβασης του κατασκευαστικού κλάδου και στις οικονομίες κλίμακας και αποτελεσματική διαχείριση πόρων. Παρατηρείται μια υπερβάλλουσα υποτίμηση (συγκριτικά με το μικτό περιθώριο) του καθαρού περιθωρίου κατά 28,5% που εξειδικεύεται στην μείωση των εσόδων συμμετοχών κατά 80%, την αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων (πιστωτική επέκταση) κατά 8,6% και τη μείωση των επιτοκιακών αποδόσεων από τη διαχείριση διαθεσίμων κατά 50%.

Το περιθώριο μικτού κέρδους επί του ενοποιημένου κύκλου εργασιών εκτιμάται ότι θα κυμανθεί το 2002 στα ίδια περίπου επίπεδα με τη χρήση 2001, ήτοι σε 15% περίπου. Τα έξοδα διοίκησης προβλέπεται να παρουσιάσουν αύξηση το 2002 σε σχέση με το 2001 σε απόλυτες τιμές κυρίως λόγω των αυξημένων αμοιβών μισθοδοσίας, αλλά ως ποσοστό του κύκλου εργασιών θα εμφανιστούν μειωμένα, και συγκεκριμένα από 15,22% το 2001 μειώνονται σε 8,91% το 2002 γεγονός που αποδίδεται στην αύξηση του κύκλου εργασιών και σε αποτελεσματικότερη διαχείριση των πόρων καθώς και στην επίτευξη οικονομικών κλίμακας οι οποίες αναμένεται να επιτευχθούν με την αύξηση του κύκλου εργασιών. Τα έσοδα συμμετοχών αναμένεται να ανέλθουν σε € 4.568 χιλ. προερχόμενα κυρίως (κατά 88% περίπου) από την πώληση συμμετοχών στην οποία προτίθεται να προβεί η Εταιρεία κατόπιν διενέργειας σχετικής έρευνας με στόχο την επίτευξη του βέλτιστου τιμήματος πώλησης υπό το πρίσμα της μεγιστοποίησης της αξίας της Εταιρείας και του οφέλους των μετόχων αυτής και κατά 12% περίπου από την συμμετοχή της Εταιρείας στα μετά από φόρους αποτελέσματα της EFG EUROBANK PROPERTIES (συμμετοχή 29,9%) Από τη διαχείριση της ρευστότητας της Εταιρείας αναμένεται να προκύψουν πιστωτικοί τόκοι ύψους € 641 χιλ. ενώ χρεωστικοί τόκοι ύψους € 940 χιλ περίπου προερχόμενοι από δανεισμό της ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ Α.Ε. και της ΟΛΥΜΠΙΑ Α.Ε., θα επιβαρύνουν τα ενοποιημένα αποτελέσματα. Οι αποσβέσεις του Ομίλου αναμένεται να διαμορφωθούν σε € 2.976 χιλ τη χρήση 2002 παρουσιάζοντας αύξηση περίπου 136% σε σχέση τη χρήση 2001, κυρίως λόγω των αποσβέσεων των ακινήτων της θυγατρικής ΟΛΥΜΠΙΑ Α.Ε., και ειδικότερα του συγκροτήματος ΟΕΟΠ, η πλήρης εκμετάλλευση του οποίου ξεκίνησε

Με βάση τις ανωτέρω παραδοχές, τα ενοποιημένα κέρδη προ φόρων και δικαίωμα μειοψηφίας της Εταιρείας τη χρήση 2002 προβλέπεται να αυξηθούν κατά 349% και να διαμορφωθούν σε € 8.513 χιλ, ήτοι 11,00% επί του κύκλου εργασιών, έναντι € 1.896 χιλ., ήτοι 4,32% επί του κύκλου εργασιών τη χρήση 2001. Στην 9μηνη συνοπτική κατάσταση δεν επαληθεύεται η πρόβλεψη ως προς το EBITDA, καθώς διαμορφώνεται στο 4,7%, που μπορεί να προέρχεται από μη τήρηση χρονοδιαγραμμάτων εισροών από συμμετοχές και απαιτήσεις μεταβολές πιστωτικής πολιτικής, αποκλίσεις κόστους διάθεσης λόγω συνθηκών ανταγωνισμού κλπ. Η επίδραση της πολιτικής αποσβέσεων (που εξαρτάται από φορολογικά κίνητρα και τον ωφέλιμο χρόνο ζωής ανα τομέα

υποδομών) απεικονίζεται στα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) τα οποία κυμαίνονται στο επίπεδο 22,5%-19,2%-2,6%-4,95% στην τετραετία 1999-2002. Οι παρατηρούμενες διακυμάνσεις αιτιολογούνται από την ασύμμετρη σταθμική διάρκεια ολοκλήρωσης επενδύσεων σε έργα υποδομής που με την έναρξη εκμετάλλευσης μεταβάλουν το ύψος αποσβέσεων. Τα καθαρά κέρδη προς διάθεση μετά φόρων, προ αποσβέσεων-χρηματοοικονομικών δαπανών και ανόργανων αποτελεσμάτων είναι δείκτης των λειτουργικών και επενδυτικών ταμειακών ροών (αποσβέσεις=λογιστική τεχνική, χρηματοδοτική πολιτική=άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση και ανόργανα=ασύμμετρες συνθήκες) όπου τείνουν στο ύψος (00-02) 21,5%-2,9%-3,05%.

Ως προς την ανάλυση του αποτελεσματικού συντονισμού επιχειρησιακών συναλλαγών αξιολογείται ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων που ακολουθεί στην τετραετία 1999-2002 την τάση 24,6-2,1-2,1-3,3. Η πιστωτική πολιτική μεταβλήθηκε ολοκληρωτικά κατά την εταιρική αναδιάρθρωση, καθώς ανα μία μονάδα εμπορικής πίστωσης αντιστοιχούσαν 24,6 πωλήσεις, μετα σταθεροποιήθηκε στις 2,1 πωλήσεις/πίστωση και αυξήθηκε μέσω της ανάπτυξης εμπορικών σχέσεων εμπιστοσύνης και ορθολογικότερης διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Η μεσοσταθμική διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων ισούται με το εκτεταμένο επίπεδο 171 ημερών με τάση μείωσης στις 109 το 2002, που καθορίζονται από τους ρυθμούς πληρωμών εκτέλεσης συμβάσεων ανάπτυξης υποδομών που έχουν καθιερωθεί στον ελληνικό κατασκευαστικό τομέα.

Η πιστοληπτική αποτίμηση της εταιρείας προσδιορίζεται από τους αριθμοδείκτες ρευστότητας και πρωταρχική από τη γενική ρευστότητα που διαμορφώθηκε στα επίπεδα 1999:3,5-2000-6,78-2001:3,97-2002:1,85. Συγκριτικά με το μέσο επίπεδο εισηγμένων εταιρειών τις προηγούμενες περιόδους η ρευστότητα ήταν υπερβάλλουσα δείχνοντας μια επικέντρωση στη χρηματοδότηση πωλήσεων μέσω ιδίων κεφαλαίων, ενώ για το 2002 συγκριτικά με το μέσο (1,76) κινείται σε ικανοποιητικά επίπεδα. Δεν υπάρχουν όμως περιθώρια μείωσης, καθώς οι συνθήκες ζήτησης είναι αστάθμητες και υφίστανται αργούντα διαθέσιμα αποθέματα, όπως απεικονίζεται στην άμεση ρευστότητα 2002: 1,47 που θα έπρεπε να λαμβάνεται υπόψη, καθώς ο δείκτης παγιοποίησης στην ακίνητη περιουσία είναι υψηλός. Για τα υπόλοιπα έτη κινήθηκε σε υψηλά επίπεδα 2001: 2,28-20

Η συνολική αποδοτικότητα ενεργητικών πόρων (ROA) μειώθηκε διαχρονικά ως εξής: 2000: 18% - 2001: 8%, 2002: 3% υποδεικνύοντας το μακροχρόνιο ορίζοντα διάχυσης προστιθέμενης αξίας στους μετόχους του επενδυτικού προγράμματος. Η ανάλυση στις επιμέρους συνιστώσες $ROA = \text{asset turnover} * \text{profit margin}$ δείχνει ότι η θετική επίδραση της κυκλοφορίας ενεργητικού (παραγωγικότητας επενδύσεων) αντισταθμίζεται από τη μείωση της κερδοφορίας ως αποτέλεσμα των αυξημένων δαπανών εταιρικής αναδιάρθρωσης, ανάπτυξης ακινήτων και δραστηριοτήτων παροχής υπηρεσιών, πχ εγκατάσταση εξοπλισμού και λειτουργική οργάνωση SWISS PORT στον αερολιμένα Σπάτων. Χαρακτηριστικά στο 9μηνο 2002 όπου $ROA = 3\%$ (συγκριτικά με το 2001) η βελτίωση της κερδοφορίας από 2,9% σε 3,05, αντισταθμίστηκε από την αρνητική επίδραση της μείωσης της κυκλοφορίας ενεργητικού από 0,28 σε 0,11. Η χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση 14,9% δανεισμός/ενεργητικό συγκριτικά με το μέσο ύψος 37% των ελληνικών επιχειρήσεων απεικονίζει τις δυνατότητες πιστωτικής επέκτασης της εταιρείας, δεδομένο που ενισχύεται και από το θετικό $ROE > ROA$, όπου ROE : 2000: Η χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση 14,9% δανεισμός/ενεργητικό συγκριτικά με το μέσο ύψος 37% των ελληνικών επιχειρήσεων απεικονίζει τις δυνατότητες πιστωτικής επέκτασης της εταιρείας, δεδομένο που ενισχύεται και από το θετικό $ROE > ROA$, όπου ROE : 2000: 25,7%, 2001: 11,3 %, 2002: 4,26 %.

Η μείωση της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων έχει αρνητική επίδραση στη μετοχική αποτίμηση και φυσικά αιτιολογείται από το μακροπρόθεσμο χαρακτήρα των επενδυτικών προγραμμάτων, που λόγω στατικότητας των αριθμοδεικτών, παραπέμουμε στην ανάλυση προεξόφλησης για την εξαγωγής συμπερασμάτων πρόβλεψης. Το θετικό spread από το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου 11,25% το 2000-01 γίνεται αρνητικό για το 2002, που σημαίνει ότι η αποτίμηση συστηματικού κινδύνου υπερβαίνει την βέλτιστη αποδοτικότητα από τη διακράτηση της μετοχής, άρα δεν ενδύκνεται ως στόχος αγοράς σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες των ενοποιημένων οικονομικών μεγεθών της Εταιρείας για τις χρήσεις 2000, 2001, 2002 εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα:

	2000	2001	2002
<i>PROFIT MARGIN</i>	22%	14,98 %	22,8%
<i>EBITDA</i>	33,1%	4,58%	4,57%
<i>EBIT</i>	19,2%	2,6%	4,95%
<i>NOPAT</i>	21,5%	2,9%	3,05%
<i>ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ</i>	2,1	2,1	3,3
<i>ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</i>	1,2	2,6	0,33
<i>ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ</i>	1,33	0,97	0,72
<i>ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</i>	0,086	0,28	0,11
<i>ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</i>	6,78	3,97	1,85
<i>ΑΜΕΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ</i>	6,28	2,28	1,47
<i>ROE</i>	25,7%	11,3%	4,26%
<i>ROA</i>	1,8	8	3
<i>INTEREST COVERAGE</i>	11%	24,66 %	34,3%

6.5 Μέθοδοι Προεξόφλησης Χρηματοοικονομικής Αξίας (DCF)

Το ύψος χρηματοοικονομικών δαπανών ανέρχεται στις 464 χιλ και ο σχετικός δείκτης κάλυψης τόκων 3,43. Με βάση το 10ετές επιτόκιο αναφοράς 4,73%, η πιστοληπτική αποτίμηση της εταιρείας ως προς το περιθώριο πτώχευσης διαμορφώνεται στο 3,50%, δηλαδή το άριστο επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού τείνει στο 8,23%, καθώς το rating της εταιρείας είναι Βαθμού ΒΒ.

<i>ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ</i>		
<i>Κέρδη προ φόρων και τόκων(EBIT)</i>		\$1.590.750,00
<i>Χρηματοοικονομικά έξοδα</i>		\$464.000,00
<i>10ετές επιτόκιο ομολόγων</i>		4,73%

<i>Δείκτης Κάλυψης Χρέους</i>			3,43
<i>Πιστοληπτικό Rating</i>			BB
<i>Spread Πτώχευσης</i>			3,50%
<i>Κόστος Δανεισμού</i>			8,23%
Εύρος δείκτη κάλυψης			
-100000	0,499999	D	14,00%
0,5	0,799999	C	12,70%
0,8	1,249999	CC	11,50%
1,25	1,499999	CCO	10,00%
1,5	1,999999	B-	8,00%
2	2,499999	B	6,50%
2,5	2,999999	B+	4,75%
3	3,499999	BB	3,50%
3,5	4,499999	BBB	2,25%
4,5	5,999999	A-	2,00%
6	7,499999	A	1,80%
7,5	9,499999	A+	1,50%
9,5	12,499999	AA	1,00%
12,5	100000	AAA	0,75%

Οι μετοχές της Εταιρείας εισήχθησαν για διαπραγμάτευση στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου στις 22/09/95. Τον Ιούνιο του 2001 η Εταιρεία μετατάχθηκε στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Κατά την 07.06.2002, ημέρα της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Εταιρείας, η τιμή της μετοχής της διαμορφώθηκε σε € 9,54 ενώ η χρηματιστηριακή αξία της Εταιρείας την ίδια ημερομηνία ανήλθε σε €138.294.225. Με την από 20.01.2000 απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων

αποφασίστηκε μεταξύ άλλων η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας κατά €1.417.461,5 (δρχ. 483.000.000) με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 4.830.000 κοινών ονοματικών μετοχών οι οποίες διανεμήθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία δύο (2) νέες μετοχές για κάθε μία (1) παλαιά..

ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ Η Εταιρεία κατά τη χρήση 1998 προέβη στην αγορά 129.400 ιδίων μετοχών οι οποίες ήταν χωρίς δικαίωμα απόληψης μερίσματος. Οι μετοχές που δικαιούνται μέρισμα κατά τη χρήση 1998 ήταν 2.285.600.

Η μερισματική πολιτική της Εταιρείας έχει ως στόχο τη διανομή μερίσματος το οποίο θα ανέρχεται σε ποσοστό 35% τουλάχιστο επί των καθαρών κερδών μετά από φόρους χρήσεως και αμοιβές Δ,Σ. Σημειώνεται ότι σύμφωνα με την από 07.06.2002 απόφαση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων αποφασίστηκε ότι οι παλαιές μετοχές θα δικαιούνται μέρισμα από τα κέρδη της χρήσης 2001 (€ 0,07 ανά μετοχή) και προμέρισμα από τα κέρδη της χρήσης 2002. Με βάση την τρέχουσα χρηματιστηριακή συγκυρία (31/12/2002) η συνολική χρηματιστηριακή αποτίμηση της εταιρείας ανέρχεται στο επίπεδο 210.485.550 χιλ, με αξία ανά μετοχή 4,84€ (43.488.750 διαπραγματεύσιμες μετοχές). Με βάση το υπόδειγμα CAPM και υπό τον περιορισμό της μεροληψίας λόγω της ατέλειας κεφαλαιαγοράς (χαμηλός όγκος συναλλαγών, έλλειψη μηχανισμών πληροφόρησης κλπ) η αποτίμηση κινδύνου της εταιρείας εκφράζεται με το $BETA=0,249$, που συνεπάγεται χαμηλό βαθμό διακυμάνσεων σε σχέση με την τάση της αγοράς. Η συνολική απόδοση κεφαλαιαγοράς στην τετραετία 1999-2002 τείνει στο αρνητικό 75,03 και με το βραχυχρόνιο επιτόκιο εντόκων γραμματίων 2,73, το κόστος κεφαλαίου ισούται με $-15,95\%$ και το μεσοσταθμικό $-12,76$. Φυσικά η έλλειψη αξιόπιστων δεδομένων, οδηγεί στον υπολογισμό μέσω του υποδείγματος Gordon, όπου $r_{equity}=13,62\%$ και $r_{WACC}=13,35\%$, όπου οι σταθμίσεις μετοχικών και δανειακών κεφαλαίων υπολογίζονται με βάση την τρέχουσα αξία (ως προς το χρέος υποθέτουμε 10ετή μέση σταθμική διάρκεια πιστώσεων)

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Γενικός δείκτης τιμών Κεφαλαιαγοράς	1800,46
Μερισματική απόδοση	35,00%
Μέσος Ρυθμός Αύξησης κερδών	12,60%
10ετές επιτόκιο Ομολόγων	4,73%
Περιθώριο Κινδύνου(Gordon)	10,62%
NORAT(Κερδη μετά φόρων)	\$ 1.378.650,00

**ΜΕΤΟΧΙΚΟ
ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

Αριθμός Μετοχών	43488750
Τιμή Μετοχής	4,84
Συντελεστής ΒΕΤΑ	0,249
Επιτόκιο risk-free	2,73%
Περιθώριο Κινδύνου(CAPM)	75,03%

**ΔΑΝΕΙΑΚΟ
ΚΕΦΑΛΑΙΟ**

Λογιστική Αξία Δανείων	75000000
Τόκοι Δανείων	464000
Μέση Σταθμική Διάρκεια	10
Κόστος Δανεισμού	8,23%
Συντελεστής Φορολόγησης	35,00%

Εκτίμηση Τρεχουσας Αξίας Δανείων	37089715		
	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΑΝΕΙΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ
Συνολική αξία	210485550	75000000	285485550
Στάθμιση	73,73%	26,27%	100,00%
Επιτοκιακό Κόστος	13,35%	5,35%	11,25%

Για την αποτίμηση της ολικής αξίας της επιχείρησης οι συμπληρωματικές στα ανωτέρω υποθέσεις που στηρίζεται το υπόδειγμα αδέσμευτων ταμειακών ροών¹⁶:

Κύκλος εργασιών	44.493.000,00
Κεφαλαιουχικοί Πόροι	303.765.000,00
Αποσβέσεις	420.000,00
Επενδυτικές Εκροές	58.175,25
Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης	185.720,00
Ρυθμός Πωλήσεων	76,00%
Λειτουργικά Εξοδα % Πωλήσεων	8,91%
Χρηματοοικονομική μόχλευση	32,89%
	1.373.109.86
ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	2
- ΑΞΙΑ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	75.000.000
	1.298.109.86
ΑΞΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	2
ΤΙΜΗ/ΜΕΤΟΧΗ	29,85

Με τη μέθοδο της προστιθέμενης οικονομικής αξίας

	Base
EBIT (1-t)	1.021.556.610
- WACC (CI)	271.817.916
EVA	749.738.693
ΤΕΡΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	3.936.488.687
ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ EVA	1.680.495.158
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	303.765.000
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	(611.150.295)
ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	1.373.109.862
ΤΙΜΗ/ΜΕΤΟΧΗ	31,57390963

¹⁶ Οι υποθέσεις εξάγονται από τις προβλέψεις του Ενημερωτικού Δελτίου της Εταιρείας για την αύξηση Μ.Κ

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η αποτίμηση προστιθέμενης αξίας επιχειρήσεων λόγω του ιδιαίτερου βάρους για ποικίλες ομάδες συμφερόντων έχει αναχθεί σε ανερχόμενο εξειδικευμένο κλάδο της χρηματοοικονομικής, που στις ΗΠΑ και την ΕΕ αντιπροσωπεύεται από επαγγελματικές ενώσεις όπως η *American Society of Appraisers (ASA)* με χρήση εξειδικευμένων προτύπων, *Business Valuation Standards*. Οι σημαντικές διαφορές που παρατηρούνται μεταξύ των ποικίλων μοντέλων σχετίζονται με τη μεροληψία υποθέσεων-προβλέψεων μεγεθών, που σταδιακά εξαλείφονται με την εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και την εφαρμογή ρυθμιστικών θεσμών-μηχανισμών, αποτελούν όμως και τη μεγαλύτερη πρόκληση για το χρηματοοικονομικό αναλυτή. Ο ηθικός κίνδυνος και η δυσμενής επιλογή είναι συνδεδεμένα με τις κοινωνικές διαστάσεις της σύγχρονης επιχειρηματικής ηθικής που σχετίζεται με τις προκλήσεις κοινωνικής συνοχής στο μεταβιομηχανικό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον. Θα ήθελα να ευχαριστήσω του διδάσκοντες του Msc κκ Χριστόπουλο και Λελεδάκη για τις πολύτιμες συμβουλές τους, τους συναδέλφους μου στον Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών για την υπομονή τους, την οικογένεια μου και την Αγγελική για την συμπαράστασή τους.



LAMBDA DEVELOPMENT

ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

ΠΡΩΗΝ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΧΡΙΣΤΟΦΟΡΟΣ Δ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2000 - 23η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (1.1.2000 - 31.12.2000) ΑΡ.ΜΑΕ 3039/06/Β/86/28

ΠΟΣΑ ΣΕ ΔΡΧ.

Γ Η Τ Ι Κ Ο

ΚΑΤΑΣΤΑΣΙΩΣ	Ποσά κλειομένης χρήσεως 2000			Ποσά προηγούμενης χρήσεως 1999		
	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπόσβ. αξία	Αξία κτήσεως	Αποσβέσεις	Αναπόσβ. αξία
ιδρύσεως και πρώτης εγκαταστάσεως	6.468.845	539.070	5.929.775	0	0	0
έξτρα εγκαταστάσεως	268.766.873	55.205.474	213.561.399	132.244.811	65.412.975	66.831.836
	275.235.718	55.744.544	219.491.174	132.244.811	65.412.975	66.831.836
ΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Σ ακινητοποιήσεις						
Ι - Οικόπεδα	0	0	0	37.680.000	0	37.680.000
και τεχνικά έργα	0	0	0	176.818.713	16.739.084	160.079.629
ήματα - τεχνικές εγκαταστάσεις & μηχανολογικός εξοπλισμός	0	0	0	259.460.868	67.766.426	191.694.442
κρικά μέσα	0	0	0	579.838.604	100.820.459	479.018.145
και λοιπός εξοπλισμός	35.636.341	4.086.752	31.549.589	77.188.210	44.794.552	32.393.658
αποσβέσεις υπό εκτέλεση & προκαταβολές κινητοποιήσεων (ΓΙΙ)	0	0	0	5.750.697	0	5.750.697
	35.636.341	4.086.752	31.549.589	1.136.737.092	230.120.521	906.616.571
Σ και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις						
σχέσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις		25.350.022.819			41.770.000	
Οφειλόμενες δόσεις συμμετοχών		-292.453.500	25.057.569.319		0	41.770.000
μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			804.200			1.503.860
			25.058.373.519			43.273.860
αγίου Ενεργητικού (ΓΙΙ+ΓΙΙΙ)			25.089.923.108			949.890.431
ΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
α						
αποβλές για αγορές αποθεμάτων			0			8.940.091
			0			8.940.091
β						
πρόθεσμες απαιτήσεις κατά μένων επιχειρήσεων			0			109.491.133
στες διάφοροι			337.801.218			29.540.673
μοί διαχείρισεως προκαταβολών και πιστώσεων			49.806.701			702.150.220
			387.607.919			1.381.399.667
			108.531			44.953.089
σεις όψεως και προθεσμίας			17.863.620.300			56.069.695
			17.863.728.831			101.022.784
κυκλοφορούντος Ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΒ+ΔΙΥ)			18.251.336.750			1.491.362.542
ΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
χρήσεως εισπρακτέα			2.233.716			0
			2.233.716			0
ΓΝΩΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Β+Γ+Δ+Ε)			43.562.984.748			2.508.084.809
ΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΥ						
οικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και ήματων ασφαλειών			0			2.519.255.555
σεις αμφοτεροβαρών συμβάσεων			0			7.988.926.533
λογαριασμοί τόξεως			0			129.275.083
			0			10.637.457.171

ΠΑ Θ Η Τ Ι Κ Ο

Α Ι Δ Ι Α Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Α	Ποσά κλειομένης χρήσεως 2000	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 1999
	I Μετοχικό κεφάλαιο (14.496.250 μετοχές των 100 δρχ.)	
1. Καταβλημένο	1.449.625.000	241.500.000
II Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το όριο	39.213.250.000	539.500.000
IV Αποθεματικά κεφάλαια		
1. Τακτικό αποθεματικό	126.420.448	82.670.487
4. Εκτακτα αποθεματικά	25.500.000	25.500.000
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	1.246.798.058	1.059.491.538
	1.398.718.506	1.167.662.025
V Αποτελέσματα εις νέο		
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέο	134.090.055	134.090.055
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (ΑΙ+ΑΙΙ+ΑΙΥ+ΑΥ)	42.195.683.561	2.082.752.080
Γ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
II Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
1. Προμηθευτές	63.043.664	147.781.616
3. Τράπεζες λογ. βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	0	1
5. Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	521.158.668	52.445.337
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	2.472.271	8.082.500
10. Μερίσματα πληρωτέα	779.569.784	209.049.000
11. Πιστωτές Διάφοροι	1.056.800	7.974.275
Σύνολο Υποχρεώσεων (ΓΙΙ)	1.367.301.187	425.332.729
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α+Γ)	43.562.984.748	2.508.084.809
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ		
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπραγμάτων ασφαλειών	0	2.519.255.555
3. Υπί/σεις από αμφοτεροβαρείς συμβάσεις	0	7.988.926.533
4. Λοιποί λογαριασμοί τόξεως	0	129.275.083
	0	10.637.457.171

Ώδος της εταιρείας αποσχίστηκε στις 29/2/2000 μετά από έγκριση της Έκτακτης Γ.Σ. και ολοκληρώθηκε την 26/4/2000.

ο απασχολούμενου προσωπικού κατά την 31/12/00 ήταν 6 άτομα.

ο εμπράγματα βάρη και προσημειώσεων επί των παγίων της εταιρείας.

ο ΓΙΙ "Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις" του Ενεργητικού περιλαμβάνεται η αξία απόκτησης ποσοστών συμμετοχής σε τρεις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο ανάπτυξης ακινήτων ύψους 25,1 δισ. περίπου. Η αναλογούσα εσωτερική λογιστική αξία των παγίων, με βάση τους τελευταίους ισολογισμούς των είναι μικρότερη της αξίας κτήσεως κατά 12,8 δισ. δρχ. περίπου. Εκ του ποσού αυτού, 8,0 δισ. δρχ. περίπου αντιπροσωπεύει διαφορά μεταξύ του κόστους κτήσεως και της τρέχουσας αγοραίας αξίας (βάσει εκτιμήσεων από ανεξάρτητους κινήτων ιδιοκτήσιας των συμμετοχών αυτών, ενώ το υπολειπόμενο ποσό 4,8 δισ. δρχ αντιπροσωπεύει, σύμφωνα με την εταιρεία, υπεραξία απόκτησης των συμμετοχών αυτών. Οι ανωτέρω συμμετοχές αποτιμήθηκαν στην αξία κτήσεώς τους, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 3 του άρθρου 90/1920, περί παρορισίας της πραγματικής εικόνας της περιουσιακής διάρθρωσης της Εταιρείας.

οι ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και τη χρήση 1999.



ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2000 (1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2000)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

I Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως	Ποσά κλειομένης χρήσεως 2000		Ποσά προηγούμενης χρήσεως 1999		Ποσά κλειομένης χρήσεως 2000	Ποσά προηγούμενης χρήσεως 1999
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	0		1.223.340.745			
Μείον: Κόστος πωλήσεων	0		787.036.154			
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	0		436.304.591			
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	0		21.708.546			
Σύνολο	0		458.013.137			
Μείον: 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	296.657.133		203.834.961			
Μερικά αποτελέσματα (ζημίες) εκμεταλλεύσεως	-296.657.133		254.178.176			
ΠΛΕΟΝ: 1. Έσοδα συμμετοχών	0		109.992.238			
3. Κέρδη πωλήσεως συμμετοχών & χρεογράφων	922.350.000		441.026.810			
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα	898.521.573		203.599			
	1.820.871.573		551.222.647			
Μείον: 2. Έξοδα και ζημίες συμμετοχών & χρεογράφων	0		138.220.113			
3. Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	173.351.063	173.351.063	37.456.700	175.676.813	375.545.834	
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		1.350.863.377		629.724.010		
II ΠΛΕΟΝ : Έκτακτα αποτελέσματα						
1. Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	244.444		915.692			
Μείον:						
1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	4.955.186		0			
2. Έκτακτες ζημίες	0	4.955.186	-4.710.742	21.094.697	21.094.697	-20.179.005
Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)		1.346.152.635		609.545.005		
ΜΕΙΟΝ: Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	59.831.296		122.228.389			
Μείον: Οι από αυτές ενσωμ. στο λειτουργικό κόστος	59.831.296	0	122.228.389	0		
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ προ φόρων		1.346.152.635		609.545.005		

Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη) χρήσεως
 (+) Υπόλοιπο αποτίμων (κερδών) προηγ. χρήσεων
 (+) Αποθεματικά φορολογηθέντα Ν.2579/98
 (+) Αποθεματικά φορολογηθέντα κατ'ειδικό τρόπο
 (+) Αποθεματικά ιδίων μετοχών

Σύνολο
 ΜΕΙΟΝ: 1. Φόρος εισοδήματος
 1α. Φόρος αποθεμ.φορολ.κατά
 ειδικό τρόπο
 Κέρδη προς διάθεση
1.089.959.036

Η διάθεση των κερδών γίνεται ως εξής:

1. Τακτικό αποθεματικό 43.749.961
2. Μερίσματα πληρωτέα 724.812.500
- 6α. Αποθεματικά από απαλλασσόμενα της φορολογίας έσοδα 92.118.892
- 6β. Αποθεματικά από έσοδα φορολογηθέντα κατ' ειδικό τρόπο 95.187.628
- 6γ. Αφορολόγητο Αποθεματικό από πώληση χρεογράφων 0
- 6δ. Αποθεματικά τεκμαρτών κερδών Κ/Ξ φορολ. 0
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο 134.090.055

1.089.959.036

Αθήνα, 9 Απριλίου 2001

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ. Ο ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ Ο ΒΟΗΘΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗ ΚΑΙ ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ ΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

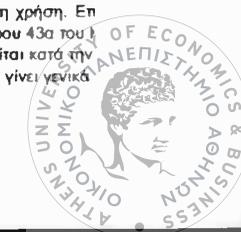
ΣΠΥΡΙΔΩΝ Γ. ΜΑΚΡΥΔΑΚΗΣ Α.Δ.Τ. Α 711644 ΛΑΜΠΡΟΣ Γ. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΑΡ.ΔΙΑΒ. Ν 627134 ΑΝΤΩΝΙΟΣ Κ. ΚΑΦΦΑΣ Α.Δ.Τ. Σ 272217 ΧΡΗΣΤΟΣ Α. ΜΠΑΪΡΑΚΤΑΡΗΣ Α.Δ.Τ. Π 700290

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ
 Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων
 "LAMBDA DEVELOPMENT A.E." (πρώην ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΧΡΙΣΤΟΦΟΡΟΣ Δ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.)"

Ελέγξαμε τις ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις καθώς και το σχετικό Προσάρτημα της Ανώνυμης Εταιρείας Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων «LAMBDA DEVELOPMENT A.E.» (πρώην Τεχνική Εταιρεία «ΧΡΙΣΤΟΦΟΡΟΣ Δ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.») της εταιρικής χρήσεως που δεκεμβρίου 2000. Ο έλεγχός μας έγινε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 37 του Κ.Ν. 2190/1920 "περί Ανωνύμων Εταιρειών" και τις ελεγκτικές διαδικασίες που κρίναμε κατάλληλες, βάσει των αρχών και κανόνων ελεγκτικής που ακολουθεί το Σύστημα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών. Τέθηκε μας τα βιβλία και στοιχεία που τήρησε η εταιρεία και μας δόθηκαν οι αναγκαίες για τον έλεγχο πληροφορίες και επεξηγήσεις που ζητήσαμε. Η εταιρεία εφάρμοσε ορθά το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο. Δεν τροποποιήθηκε η μέθοδος απογραφής σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Επ συμφωνία του περιεχομένου της εκθέσεως Διαχειρίσεως του Διοικητικού Συμβουλίου προς την Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων, με τις σχετικές Οικονομικές Καταστάσεις. Το Προσάρτημα περιλαμβάνει τις πληροφορίες που προβλέπονται από την παράγραφο 1 του άρθρου 43α του Κ.Ν. 2190/1920. Κατά τη γνώμη μας, οι ανωτέρω Οικονομικές Καταστάσεις, οι οποίες προκύπτουν από τα βιβλία και στοιχεία της εταιρείας, απεικονίζουν, μαζί με το προσάρτημα, σφού ληφθεί υπόψη η σημείωση της εταιρείας υπ' αριθμό 4 που αναφέρεται στο λογιστικό χειρισμό που ακολουθείται κατά την συμμετοχών της, την περιουσιακή διάρθρωση και την οικονομική θέση της εταιρείας κατά την 31η Δεκεμβρίου 2000, καθώς και τα αποτελέσματα της χρήσεως που έληξε αυτή την ημερομηνία, βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και λογιστικών αρχών, οι οποίες έχουν γίνει γενικά δεν διαφέρουν από εκείνες που η εταιρεία εφάρμοσε στην προηγούμενη χρήση.



Αθήνα, 20 Απριλίου 2001
 Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΕΛΕΓΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ
 Χρήστος Πελεντιδής
 Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 17831
 ARTHUR ANDERSEN - ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ Α.Ε.

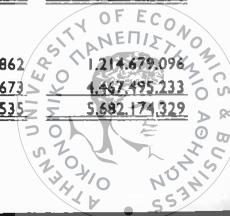


ΗΤΙΚΟ

	Ποσά κλειομένης χρήσεως			Ποσά προηγούμενης χρήσεως		
	Αξία κτήσης	Αποσβέσεις	Αναπ αξία	Αξία κτήσης	Αποσβέσεις	Αναπ αξία
ΑΤΑΞΤΑΣΙΩΣ						
δρυσης & Α' εγκατάστασης	161.810.642	44.446.289	117.364.353	45.921.547	25.724.057	20.197.490
ξοδα εγκατάστασης	1.184.588.370	453.945.430	730.642.940	1.135.288.040	340.087.452	795.200.588
ξόδων εγκαταστάσεως	<u>1.346.399.012</u>	<u>498.391.719</u>	<u>848.007.293</u>	<u>1.181.209.587</u>	<u>365.811.509</u>	<u>815.398.078</u>
ΓΗΤΙΚΟ						
κινήτοποιήσεως						
- Οικόπεδα	6.717.879.765	0	6.717.879.765	9.895.963.305	0	9.895.963.305
ε τεχνικά έργα	7.651.436.090	1.170.341.469	6.481.094.621	4.240.735.479	1.028.901.791	3.211.833.688
-Τεχν εγκ & λοιπός μηχ εξοπλ	1.631.113.203	749.400.782	881.712.421	934.962.841	729.699.547	205.263.294
ηρικα μέσα	392.960.061	53.149.145	339.810.916	116.543.773	41.834.904	74.708.869
& λοιπός εξοπλισμός	408.422.484	125.413.863	283.008.621	123.519.561	58.726.986	64.792.575
η υπό εκτέλεση & προκαταβολές	1.201.679.227	0	1.201.679.227	2.735.001.348	0	2.735.001.348
Σύνολο ακινήτοποιήσεων (ΠΙ)	<u>18.003.490.830</u>	<u>2.098.305.259</u>	<u>15.905.185.571</u>	<u>18.046.726.307</u>	<u>1.859.163.228</u>	<u>16.187.563.079</u>
& άλλες μακρ/σμες απαιτήσεις						
ακές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις		4.631.094.430				4.414.521.109
ακές σε λοιπές επιχειρήσεις		14.000.000				0
Μείζον: Οφειλόμενες δόσεις		-59.827.000	4.585.267.430			
μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			<u>96.969.411</u>			<u>5.519.100</u>
			<u>4.682.236.841</u>			<u>4.420.040.209</u>
ζήσιου ενεργητικού (ΠΙ+ΠΙΙ)			<u>20.587.422.412</u>			<u>20.607.603.288</u>
ΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
η ημετελή προς πώληση			5.017.768.284			175.792.584
δα & υλικά οικοδομών προς πώληση			8.026.282.884			1.967.512.572
ες - Υλικά συσκευασίας			<u>60.706.155</u>			<u>58.164.792</u>
			<u>13.104.757.323</u>			<u>2.201.469.948</u>
ς			5.405.282.646			1.018.654.421
ς εισπρακτέες (μετοχρ/νες)			230.702.577			10.267.608
νεις - Επίδοκοι Πελάτες			2.673.800			2.673.800
αες διάφοροι			1.463.205.762			645.337.407
διατίθετες προκ/λών & πιστώσεων			<u>11.591.880</u>			<u>62.816.829</u>
			<u>7.113.456.665</u>			<u>1.739.750.065</u>
ρωήγραφα			7.526.124.483			30.000.000
			<u>7.526.124.483</u>			<u>30.000.000</u>
σεις οφείσες & προθεσμίας			82.964.369			1.200.589
			<u>3.001.671.231</u>			<u>18.013.208.690</u>
			<u>3.084.635.600</u>			<u>18.014.409.279</u>
πλοφορ ενεργητικού (ΔΙ+ΔΙΙ+ΔΙΙΙ+ΔΙΥ)			<u>30.828.974.071</u>			<u>21.985.629.292</u>
ΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
πομένων χρήσεων			17.849.783			20.038.621
ρήσεως εισπρακτέα			3.732.329			
μεταβατικοί λογαριασμοί			<u>749.228</u>			<u>2.782.107</u>
			<u>22.331.340</u>			<u>22.820.728</u>
ΙΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			<u>52.286.735.116</u>			<u>43.431.451.386</u>
ΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ						
ια περιουσιακά στοιχεία			3.278.483.862			1.214.679.096
ακοί λμοί εγγ & εμπραγμ ασφαλειών			<u>6.563.665.673</u>			<u>4.467.495.233</u>
			<u>9.842.149.535</u>			<u>5.682.174.329</u>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

	Ποσά κλειομένης χρήσεως	Ποσά προηγούμενης χρήσεως
ΑΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
Ι.Κεφάλαιο		
Μετοχικό κεφάλαιο (14.496.250 μετοχές των 102,225 δρχ)		
1 Καταβλημένο	<u>1.481.879.156</u>	<u>1.449.625.000</u>
ΙΙ.Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτο	<u>39.372.750.708</u>	<u>39.213.250.000</u>
ΙΙΙ.Διαφορές αναπρο/γής - Επιχορ/σεκ επενδύσεων		
3 .Επιχορ/σεις επενδύσεων παγίου ενεργητικού	<u>435.680.000</u>	<u>0</u>
ΙΥ.Αποθεματικά κεφάλαια		
1 .Τακτικό αποθεματικό	192.012.801	133.173.546
4 .Εκτακτα αποθεματικά	25.500.000	25.500.000
5 .Αφορολόγητα αποθεμ ειδικών διατάξ νόμων	<u>1.297.006.679</u>	<u>1.266.783.398</u>
	<u>1.514.519.480</u>	<u>1.425.456.944</u>
Υ.Αποτελέσματα εκ νέο		
Υπόλοιπα κερδών χρήσεως εκ νέο	<u>451.163.599</u>	<u>411.585.791</u>
ΥΙ.Διαφορές Ενοποίησης	<u>-5.565.974.107</u>	<u>-4.852.826.487</u>
ΥΙΙ.Δικαιώματα μειοψηφίας	<u>2.785.376.512</u>	<u>258.170.340</u>
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	<u>40.475.395.348</u>	<u>37.905.261.588</u>
Β.ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ & ΕΞΟΔΑ		
1 .Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού	64.337.933	44.791.701
2 .Λοιπές προβλέψεις		149.814
	<u>64.337.933</u>	<u>44.941.515</u>
Γ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ι.Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
1 .Δάνεια τραπεζών	3.818.897.244	2.172.105.386
2 .Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	<u>150.734.000</u>	<u>60.000.000</u>
	<u>3.969.631.244</u>	<u>2.232.105.386</u>
ΙΙ.Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
1 .Προμηθευτές	2.360.424.244	583.993.074
3 .Τρόπεζες λογ/μοί βραχ/σμων υποχρ/σεων	1.326.975.641	496.444.244
4 .Προκαταβολές πελατών	12.415.260	46.072.590
5 .Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	977.027.543	879.983.365
6 .Ασφαλιστικοί οργανισμοί	297.641.502	126.251.512
10 .Μερίσματα πληρωτέα	507.575.257	779.569.784
11 .Πιστωτές διάφοροι	<u>241.039.464</u>	<u>112.844.854</u>
	<u>5.723.098.911</u>	<u>3.025.159.423</u>
Σύνολο υποχρεώσεων	<u>9.692.730.155</u>	<u>5.257.264.809</u>
Δ.ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		
2 .Εξοδα χρήσεως δουλευμένα	481.219.680	223.983.474
3 .Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	<u>1.573.052.000</u>	<u>1.447.495.233</u>
	<u>2.054.271.680</u>	<u>223.983.474</u>
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	<u>52.286.735.116</u>	<u>43.431.451.386</u>
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ		
1 .Δικαιούχοι αλλοτρίων περιουσιακών στοιχείων	3.278.483.862	1.214.679.096
2 .Πιστωτικοί λμοί εγγ & εμπραγμ ασφαλειών	<u>6.563.665.673</u>	<u>4.467.495.233</u>
	<u>9.842.149.535</u>	<u>5.682.174.329</u>



ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

της 31ης Δεκεμβρίου 2001 (1 Ιανουαρίου 2001 - 31 Δεκεμβρίου 2001)

	Ποσά κλειομένης χρήσεως		Ποσά προηγούμενης χρήσεως	
στα εκμεταλλεύσεως ών (πωλήσεις)		14.981.436.671		3.778.804.207
πωλήσεων		13.131.130.439		3.270.150.603
αμτα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		1.850.306.232		508.653.604
έσοδα εκμεταλλεύσεως		<u>438.644.095</u>		<u>472.356.128</u>
		2.288.950.327		981.009.732
ια διοικητικής λειτουργίας	2.260.259.497		1.125.918.489	
ια λειτουργίας διαθέσεως	20.058.673	2.280.318.170	20.654.985	1.146.573.474
έοδα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		8.632.157		-165.563.742
δα συμμετοχών	183.658.475		118.129.429	
δα κρεωγράφων	8.745.126		16.294.721	
ση πωλήσεως συμ/κών & κρεω/φων			922.350.000	
ιτωικοί τόκοι & συναφή έσοδα	<u>600.647.922</u>	793.051.523	<u>906.822.913</u>	1.963.597.063
ισατικοί τόκοι & συναφή έξοδα		<u>211.473.122</u>		<u>179.743.590</u>
αμτα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως		581.578.401		1.783.853.473
τακτα αποτελέσματα		590.210.558		1.618.289.731
ικτα & ανόργανα έσοδα	34.160.902		9.422.701	
ικτα κέρδη			9.000.000	
δα προηγούμενων χρήσεων	131.199		20.104.100	
δα από ακρησιμοποίητες προβλέψεις	<u>110.609.361</u>	144.901.462	<u>21.209.718</u>	59.736.519
ικτα & ανόργανα έξοδα	21.486.487		13.854.478	
ικτες ζημιές	21.872.980			
δα προηγούμενων χρήσεων	<u>10.815.618</u>	54.175.085	<u>90.726.377</u>	10.687.695
τακτα αποτελέσματα (κέρδη)		680.936.935		1.653.484.077
ο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	429.329.340		522.773.529	
:Οι από αυτές ενσωμ στο λειτουργικό κόστος	<u>394.329.340</u>	35.000.000	<u>324.773.529</u>	198.000.000
ΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (κέρδη) ΧΡΗΣΕΩΣ		645.936.935		1.455.484.077
στα μειοψηφίας επί αποτελεσμάτων		<u>606.364.634</u>		<u>100.927.164</u>
ΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (κέρδη) ΟΜΙΛΟΥ (πρω φόρων)		1.252.301.569		1.556.411.241
ως εισοδήματος	624.354.799		576.060.449	
οι μη ενσωμα στο λειτ κόστος φόροι	34.904.634		20.369.236	
φορές φορολογ ελέγχου προηγ χρήσ		659.259.433	13.236.886	609.666.571
ΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (κέρδη) ΟΜΙΛΟΥ		593.042.136		946.744.670

Αθήνα, 12 Απριλίου 2002

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ ΔΣ

Ο ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Ο ΒΟΗΘΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗ ΚΑΙ ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΣΠΥΡΙΔΩΝ Γ ΜΑΚΡΥΔΑΚΗΣ
ΑΔΤ Α711644

ΛΑΜΠΡΟΣ Γ ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΣ
ΑΔ Ν627134

ΑΝΤΩΝΙΟΣ Κ ΚΑΦΦΑΣ
ΑΔΤ Σ272217

ΦΑΝΟΥΡΙΟΣ Ε ΑΛΙΦΡΑΓΚΗΣ
ΑΔΤ Σ646146

ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΤΗ
Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων
"ΛΑΜΔΑ DEVELOPMENT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ."

ι τις διατάξεις του άρθρου 108 του Κ.Ν. 2190/1920, τον 2ο ενοποιημένο Ισολογισμό και την ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων, καθώς και το σχετικό Προσάρτημα, της Ανώνυμης Εταιρείας Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων «ΛΑΜΔΑ DEVELOPMENT ΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ» για τη χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2001. Εφαρμόσαμε τις διαδικασίες που κρίναμε κατάλληλες για το σκοπό του ελέγχου μας, οι οποίες είναι σύμφωνες με τις αρχές και κανόνες ελεγκτικής που Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, επιληθεύσαμε τη συμφωνία του περιεχομένου της ενοποιημένης Εκθέσεως Διαχείρισεως με τις παραπάνω ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Δεν επεκταθήκαμε στον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών ΛΑΜΔΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. (θυγατρική), και EFG EUROBANK PROPERTIES Α.Ε. (συγγενή) που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση και αντιπροσωπεύουν ποσοστό 13% και 39,5% των ενοποιημένων συνόλων ενεργητικού και κύκλου εργασιών. Οι οικονομικές καταστάσεις ληφθεί από άλλους αναγνωρισμένους ελεγκτές, στα πιστοποιητικά ελέγχου των οποίων βασιστήκαμε για να εκφράσουμε τη γνώμη μας που ακολουθεί, στο μέτρο που αυτή σχεαζεται με τα περιλαμβανόμενα στην ενοποίηση κονδύλια των πιο πάνω επιχειρήσεων. Στην λαμβάνονται και λογιστικές καταστάσεις που δεν συνοδεύονται από πιστοποιητικό Ελέγχου Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή, καθώς οι εταιρείες αυτές διανύουν τη πρώτη τους υπερδεκαήμερη χρήση και αντιπροσωπεύουν συνολικά το 3,3 % του ενοποιημένου συνόλου Κατά τη γνώμη μας, αφού ληφθούν υπόψη οι σημειώσεις της εταιρείας υπ' αριθμόν 3 σχετικά με τις ανέλεγκτες φορολογικά χρήσεις και υπ' αριθμόν 6 σχετικά με την προβλεψη αποζημίωσης προσωπικού, οι ανωτέρω ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις έχουν ήμφωνα με τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920 και απεικονίζουν την περιουσιακή διάρθρωση, τη χρηματοοικονομική θέση και τα αποτελέσματα του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της 31ης Δεκεμβρίου 2001.

Αθήνα, 19 Απριλίου 2002
Ο ΟΡΚΩΤΟΣ ΕΛΕΓΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΗΣ

Χρήστος Πελεντριδης
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 17831
ARTHUR ANDERSEN - ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ Α.Ε.

Σημειώσεις:

1. Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις προέκυψαν με την μέθοδο της ολικής ενοποίησης των κονδυλίων της εταιρείας και των θυγατρικών της: ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΕ, ΓΗ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΑΕ, CITYPARK ΑΕ, ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΕ, ΗΦΑΙΣΤΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ, ΛΑΜΔΑ ΠΥΛΛΙΑΣ ΑΕ, ΛΑΜΔΑ ΑΚΙΝΗΤΑ ΑΕ, ΛΑΜΔΑ ΜΕΓΑΛΑ ΕΡΓΑ ΑΕ, ΛΑΜΔΑ HELIX ΑΕ, SWISSPORT ΛΑΜΔΑ ΕΛΛΑΣ ΑΕ, SWISSPORT ΕΛΛΑΣ SUD ΑΕ, SWISSPORT ΕΛΛΑΣ CARGO ΑΕ, VSW SKYCAP SERVICES ΑΕ, και με την μέθοδο της καθαρής θέσης των εταιρειών EFG EUROBANK PROPERTIES και ΚΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΚΙΝΗΤΟΥ ΑΕ.
2. Επί των ακινήτων της εταιρείας υφίστανται βάρη και προσημειώσεις ύψους 3.900.000.000 δραχμών για την εξασφάλιση τραπεζικών δανείων, των οποίων το υπόλοιπο της 31.12.2001 ανήρχετο σε δραχμές 3.818.897.244.
3. Η μητρική εταιρεία έχει ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και την χρήση 1999 ενώ οι θυγατρικές εταιρείες δεν έχουν ελεχθεί φορολογικά για τις χρήσεις 1999-2001. Η EFG EUROBANK PROPERTIES (συγγενής εταιρεία) δεν έχει ελεχθεί φορολογικά από την χρήση 1987.
4. Οι επενδύσεις του ομίλου το έτος 2001 ανήλθαν σε 6,3 δισ δραχμές.
5. Η τελευταία αναπροσαρμογή επί των ακινήτων των εταιρειών του ομίλου, έγινε την 31.12.2000 βάσει του Ν.2065/1992.
6. Ορισμένες θυγατρικές εταιρείες βασιζόμενες στην υπ' αριθμόν 205/1988 Γνωμοδότηση της Ολομέλειας των Νομικών Συμβούλων της Διοίκησης δεν σχημάτισαν κατά πάγια τακτική πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία. Αν σχημάτιζαν σχετική πρόβλεψη με βάση τις διατάξεις του άρθρου 42 ε του ΚΝ 2190/1920, το ποσό αυτής θα ανερχόταν σε δρχ. 169 εκ. περίπου.
7. Η ανάλυση του κύκλου εργασιών κατά κωδικό δραστηριότητας (ΣΤΑΚΟΔ-91) είναι ως ακολούθως:

	31/12/2001	
	'000 Δρχ	'000 Ευρώ
Κωδ. 285.2 Γενικές μηχανολογικές εργασίες	582.905	1.711
Κωδ. 351.1 Επίσκεψη πλοίων	1.344.443	3.936
Κωδ. 351.2 Επίσκεψη σκαφών αναψυχής	2.323.624	6.819
Κωδ. 452.1 Κατασκευή Κτιρίων & Έργα Πολιτικού Μηχανικού	3.803.637	11.163
Κωδ. 515.7 Χονδρικό Εμπόριο Υπολειμμάτων	15.608	46
Κωδ. 622.0 Μη Προγραμματισμένες Αεροπορικές Μεταφορές	652.358	1.914
Κωδ. 631.1 Διακίνηση φορτίων	538.421	1.580
Κωδ. 632.3 Άλλες βοηθητικές Αεροπορικών Μεταφορών Δραστηρ.	4.675.968	13.722
Κωδ. 702.0 Εκμίσθωση Ιδιοκτητών Ακινήτων	367.210	1.078
Κωδ. 703.2 Διαχείριση ακίνητης περιουσίας	70.568	207
Κωδ. 742.0 Δραστηριότητες Αρχιτεκτόνων Μηχανικών	606.695	1.780
	<u>14.981.437</u>	<u>43.966</u>



LAMDA DEVELOPMENT

2002

ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

ΑΜΑΕ 3039/06/Β/86/28 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ

ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ 30ης ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2002

(Ποσό σε χιλιάδες Ευρώ)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Δαπάνες Πολυετούς Απόσβεσης
Πάγιο Ενεργητικό: Αρχική αξία
Αποσβέσεις
Υπόλοιπο
Συμμετοχές & Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις
Αποθέματα Πελάτες
Λοπές Απαιτήσεις
Χρεώγραφα
Διαθέσιμα

Μεταβατικοί Λογ Ενεργητικού ΣΥΝΟΛΟ
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
Λογαριασμοί Τάξεως Χρεωστικού

2001		2002	
	000 Ευρώ	000 Ευρώ	000 Ευρώ
		3.548	3.849
		137.323	62.480
		6.634	5.749
		130.489	56.731
		17.534	13.424
		49.648	13.993
		13.282	7.429
		127.806	3.386
		2.141	80
		239	222
		397.280	133.976
		76.541	27.938
		52.593	34.862

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Μετοχικό Κεφάλαιο
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο
Αποθεματικό & Λοιποί Λογ Ιδίων Κεφαλαίων
Αποτελέσματα εις νέο
Διαφορές ενοποίησης
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων μετόχων 1_3Γτά3
Δικαιώματα Μειοψηφίας
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων
Ενοποιημένα αποτελέσματα ομίλου περιόδου
Αναλογία μετόχων μειοψ στα αποτελ περιόδου
Προβλέψεις Διάφορες
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις
βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Μεταβατικοί Λογ Παθητικού
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ
Λογαριασμοί Τάξεως Πιστωτικού

2001		2002	
	000 Ευρώ	000 Ευρώ	000 Ευρώ
	13.046	4.349	
	222.819	115.079	
	8.000.1	4.048	
	234 -	1.152 -	
	16.334	16.334	
	228.765	108.294	
	10.775	1.090	
	239.540.2-	109.384	
	989	1.469	
	888.2.183	735	
	17.207	1.335	
	132.365	9.099	
	2.128	11.315	
		639	
	397.280	133.976	
	78.541		
		27.936	

Σημειώσεις:

- Για την σύνταξη της Ενοποιημένης Συνοπτικής Λογιστικής Κατάστασης τηρήθηκαν οι βασικές και γενικώς παραδεκτές αρχές της λογιστικής, οι οποίες είναι αυτές που τηρήθηκαν την αντίστοιχη περίοδο της προηγούμενης χρήσεως.
- Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις προέκυψαν με την μέθοδο της ολικής ενοποίησης των κονδυλίων της εταιρείας και των θυγατρικών της: ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΕ με ποσοστό 100% (άμεση συμμετοχή), ΓΗ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΑΕ με ποσοστό 51% (έμμεση συμμετοχή), ΟΙΤΥΡΑΗΚ ΑΕ με ποσοστό 80% (έμμεση συμμετοχή), ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΕ με ποσοστό 100% (άμεση συμμετοχή), ΗΦΑΙΣΤΟΣ ΕΛΛΑΣ ΑΕ με ποσοστό 75% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΠΥΛΑΙΑΣ ΑΕ με ποσοστό 60% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΑΚΙΝΗΤΑ ΑΕ με ποσοστό 50% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΜΕΓΑΛΑ ΕΡΓΑ ΑΕ με ποσοστό 100% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΕΡΓΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΕ με ποσοστό 100% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΔΟΜΗ ΑΕ με ποσοστό 100% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ PROPEKTY MANAOEMENT ΑΕ με ποσοστό 100% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΗΕΙΙΧ ΑΕ με ποσοστό 85% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΟΙ.ΥΜΡΙΑ ΝΙΛΑΘΕ ΑΕ με ποσοστό 95% (άμεση συμμετοχή), 5N15BPOPT ΙΑΜΟΑ ΕΛΛΑΣ ΑΕ με ποσοστό 50% (άμεση συμμετοχή), 3N155POBT ΕΛΛΑΕ ΟΑΚΟΟ ΑΕ με ποσοστό 60% (έμμεση συμμετοχή) N5N 3KYOPAP 5EKNI0E5 ΑΕ με ποσοστό 42,5% (έμμεση συμμετοχή), και με την μέθοδο της καθαρής θέσης των εταιρειών ΕΓΟ ΕυΚΟΒΑΝΚ ΡΚΟΡΕΚΤΙΕ5 ΑΕ με ποσοστό 29,9% (άμεση συμμετοχή), ΙΑΜΟΑ ΟΙΥΜΡΙΟ 5P1_ (Ρουμανία) με ποσοστό 50% (άμεση συμμετοχή), 5N135POPT ΕΛΛΑΣ 5ΚΟ ΑΕ με ποσοστό 37,5% (έμμεση συμμετοχή) και 4K ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΚΙΝΗΤΟΥ ΑΕ με ποσοστό 25% (έμμεση συμμετοχή).
- Δεν υπάρχουν επίδικες ή υπό διαίτησία διαφορές καθώς και αποφάσεις δικαστικών ή διαιτητικών οργάνων που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση ή λειτουργία του Ομίλου.
- Επί των ακινήτων της εταιρείας υφίστανται βάρη και προσημειώσεις ύψους € 11.445.341,16 να τήν εξασφάλιση τραπεζικών δανείων, των οποίων το υπόλοιπο της 30.09.2002 ανήρχετο σε € 9.320.085,26
- Ο αριθμός του απασχολούμενου προσωπικού στον όμιλο την 30.09.2002 ανήρχετο σε 655 άτομα.
- Η μητρική εταιρεία έχει ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και την χρήση 1999, ενώ οι θυγατρικές εταιρείες δεν έχουν ελεγχθεί φορολογικά για τις χρήσεις 1990-2001. Η ΕΓΟ ΕυΚοββπκ ΡΓθρβΓΓ65 (συγγενής εταιρεία) δεν έχει ελεγχθεί φορολογικά από τη χρήση 1937.
- Οι επενδύσεις του ομίλου την περίοδο 01.01-30.09.2002 ανήλθαν σε € 99,3 εκ
- Η τελευταία αναπροσαρμογή επί των ακινήτων των εταιρειών του ομίλου, έγινε την 31.12.2000 βάσει του Ν.2065/1992.
- Ορισμένες θυγατρικές εταιρείες βασίζόμενες στην υπ' αριθμό 205/1988 Γνωμοδότηση της Ολομέλειας των Νομικών Συμβούλων της Διοίκησης, δε σχηματίζουν κατά πάγια τακτική πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία. Αν σχημάτιζαν σχετική πρόβλεψη με βάση τις διατάξεις του άρθρου 42ε του ΚΝ 2190/1920, το ποσό αυτής θα ανερχόταν σε € 550 χιλιάδες περίπου
- Οι συνοπτικές ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις δεν περιλαμβάνουν πρόβλεψη για τον αναλογούντα φόρο εισοδήματος της χρήσεως 2002.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

	2002	2001
	000 Ευρώ	000 Ευρώ
Εσοδα από Πωληθείς Μείον :Κόστος Πωληθέντων Πλέον :Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης Μικτά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης Μείον :Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας Έξοδα Λειτουργίας Διάθεσης Πλέον :Χρηματοοικονομικά Αποτελέσματα Ολικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης Πλέον :Ανόργανα έσοδα-κέρδη Μείον :Ανόργανα έξοδα-ζημιές Μείον :Σύνολο Αποσβέσεων Μείον :Οι από αυτές ενσωμ στο λειτ κόστος ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ Αναλογία Μετόχων Μειοψηφίας ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΙΑΜΟΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	44.493 35.969 1.594 10.118 8.065.16	27.342 24.54.8 489 3.283 3.974.28)
		1.458
		737.95
	1.344	908
	2.121	734
	688	735
	2.989	1.469

ΕΥΘΥΝΩΝ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΚΑΤΑ ΣΤΑΘΟΔ-91

	2002
	000 Ευρώ
Κωδ 285.2 Γενικές Μηχανολογικές Εργασίες	1.213
Κωδ 351.1 Επίσκεψη Πλοίων	1.382
Κωδ 351.2 Επίσκεψη Σκαφών Αναψυχής	16.644
Κωδ 452.1 Κατασκευή Κτιρίων & Έργα Πολιτικού Μηχανικού	10.294
Κωδ 515.7 Χονδρικό Εμπόριο Υπολειμμάτων	14
Κωδ 622.0 Μη Προγραμματισμένες Αεροπορικές Μεταφορές	3.162
Κωδ 631.1 Διακίνηση Φορτίων	1.673
Κωδ 632.3 Άλλες βοηθητικές Αεροπορικών Μεταφορών Δραστηρι	9.502
Κωδ 702.0 Εκμίσθωση Ιδιοκτητών Ακινήτων	1.228
Κωδ 703.2 Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας	174
Κωδ 742.0 Δραστηριότητες Αρχιτεκτόνων Μηχανικών	207

Αθήνα, 2 Οκτωβρίου 2002
ΟΣ ΟΙΚΟΝΟΛΙΚ



BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- D.Besanco, D.Danove, M.Shanley(2000)“*Economics of Strategy*”. John Willey&Sons, Inc, 2nd ed: 43-197
- E.Helfert(2001)“*Techniques of Financial Analysis*” Irwin McGraw-Hill ,10th ed.:81-130
- O.Williamson(1994)“*Strategizing, Economizing and Economic Organization*” *Strategic Management Journal*, 12:75-94
- V.Goldberg(1976) “*Regulation and Administered Contracts*” *Bell Journal of Economics* ,7:426-448
- M.Porter(1980) “*Industry Structure and Competitive Strategy:Keys to Profitability*”*Financial Analysts Journal*,36:68-95
- J.Barney(1991) “*Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*” *Journal of Management*, 17:99-120
- F.Fabozzi(2002) “*Fixed Income Analysis for The CFA Programme*”Frank Fabozzi Associates, ch 9:663-701
- Ν. Νιάρχος(1997) “ *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*” Εκδόσεις Σταμούλης, 5^η Εκδ:47-200
- J. Grant(1996) “*Foundations of Economic Value Added*”., Frank Fabozzi Associates, 1st ed :10-50
- Γ. Καραθανάσης(1999) “ *Χρηματοοικονομική Διοίκηση& Χρηματιστηριακές Αγορές*”Εκδόσεις Μπένου, 3^η εκδ:330-402



- L. Bernstein, J. Wild (1998) "*Financial Statements Analysis: Theory, Application & Interpretation*" Irwin Mc Graw-Hill, 6th ed: 97-342
- C. Gibson (2001) "*Financial Statements Analysis*" South-West College Publishing, 7th ed: 93-227
- A. Damodaran (1996) "*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*" John Wiley & Sons Inc, ch 12-19
- F. Reilly, K. Brown (2002) "*Investment Analysis & Portfolio Management*" Dryden Editions, 6th ed: ch 12-19
- G. Polio (1999) "*International Project Analysis & Financing*" Houndmills Mc Millan editions, 1st ed: 180-300
- E. Buljevich, V. Park (2001) "*Project Financing & the International Capital Markets*" Kluwer Academic publishers, 1st ed: 107-197
- G. Akerlof (1970) "The Market for Lemons: Quality Uncertainty & the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488-500
- D. Emery, J. Finnerty (1999) "*Corporate Financial Management*" Prentice Hall, pp: 434-456, 805-839
- G. Altman (1998) "Measuring Corporate Bond Mortality and Performance" *Journal of Finance*, 44, pp: 909-922
- R. Merton (1974) "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates" *Journal of Finance*, 29: 449-470
- S. Pratt, R. Reilly, R. Schweihs (2002) "*Valuing a Business: The Analysis & Appraisal of Closely Held Companies*" 3rd Ed: ch 8-13



M.Modigliani, M. Miller(1958)“The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investments”*American Economic Review*,48:

Benjamin Esty(1999) “Petrozuata:A Case of the effective Use of Project Finance”*Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3):16-42

M.Miller(1988) “The Modigliani-Miller Proposition after 30 Years”*Journal of Economic Perspectives*, 4:99-120

S. Benning, O.Sarig(2000) “*Corporate Finance:A Valuation Approach*” Irwin Mc Graw-Hill, 1st ed:220-310

K. Paleru, P Healy , V. Bernard(2001) “*Business Analysis & Valuation Using Financial Statements*” 2nd ed:ch 5-9

Κ.Δελής(1997) “*Χρηματοδότηση, Τιμολόγηση & Αποτελεσματική Διαχείριση Υποδομής*” Οικονομική Επιλογή, Φεβρουάριος 97:47-60

Εθνική Τράπεζα Ελλάδος(2002) “*Greece:Economic & Market Analysis*” October-November ed:1-32

Lamda Development(2002) “*Ενημερωτικό Δελτίο Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου*” Νοέμβριος 02:1-192

Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών(2002) “*Οι Κυριότερες Διαφορές μεταξύ Ελληνικών και Διεθνών Λογιστικών Προτύπων*” Οκτώβριος 02: 1-79





Αρ. 139

