

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ

ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



Χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας "ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε." για
το χρονικό διάστημα 2017

ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ: ΚΩΣΤΑΡΑΣ ΟΔΥΣΣΕΑΣ

Α.Μ.: 15111

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΣΥΚΙΑΝΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	1
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	3
1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	3
1.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΝΑΛΥΤΕΣ.....	4
1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	6
2.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΣΩ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	6
2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	9
2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	12
2.3.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....	13
2.3.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	13
2.3.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ.....	13
2.3.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	14
2.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	14
2.4.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ.....	15
2.4.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΒΑΘΜΟΥ ΚΑΛΥΨΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΜΟΝΙΜΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	16
3.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ 1/1- 31/12/2017.....	16
3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΟΜΙΛΟΥ.....	17
3.2.1 ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ.....	17
3.2.2 ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ.....	17
3.2.3 ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ,ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΠΟΤ/ΤΩΝ & ΑΠ/ΣΕΩΝ.....	17
3.2.4 ΚΑΘΑΡΑ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ.....	18
3.2.5 ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ.....	18
3.2.6 ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΟΜΙΛΟΥ.....	18
3.2.7 ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ.....	18
3.2.8 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ.....	19
3.2.9 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	19
3.2.10 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ.....	19

3.3 ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	20
3.3.1 ΜΗΤΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ.....	20
3.3.2 ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ.....	22
3.3.3 ΒΑΣΗ ΣΥΝΤΑΞΗΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	22
3.3.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	23
3.3.4.1 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	23
3.3.4.2 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	24
3.3.4.3 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΛΟΓΩ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ.....	24
3.3.5 ΠΕΛΑΤΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ.....	25
3.3.6 ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ.....	27
3.3.7 ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ.....	28
3.3.8 ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ.....	29
3.3.9 ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ.....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	31
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	33

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η “ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ”

Η “Καθημερινή” είναι πρωινή καθημερινή εφημερίδα που εκδίδεται στην Αθήνα και κυκλοφορεί σε όλη την Ελλάδα. Ιδρυτής ήταν ο Γεώργιος Βλάχος και το πρώτο φύλλο κυκλοφόρησε στις 15 Σεπτεμβρίου το 1919. Το 1951 μετά το θάνατό του η εφημερίδα μεταβιβάστηκε στα χέρια της κόρης του Ελένη Βλάχου η οποία και πούλησε την εφημερίδα το 1987 στο Γιώργο Κοσκωτά. Από το 1988 έως και σήμερα είναι ενταγμένη στον όμιλο Αλαφούζου. Όσο αφορά τον τομέα της δραστηριότητας η “Καθημερινή” έχει σαν στόχο την έκδοση ημερήσιων εφημερίδων πρωινών και απογευματινών, περιοδικών, ειδικών εφημερίδων και κάθε είδους εντύπου γενικού ή ειδικού περιεχομένου. Θεωρείται εφημερίδα της Κεντροδεξιάς με κύρια επιρροή στους κύκλους της συντηρητικής παράταξης. Δεν είναι λίγοι εκείνοι που υποστηρίζουν ότι πρόκειται για την πιο πολυσυλλεκτική ελληνική εφημερίδα. Αν και θεωρείται κατ’ εξοχήν συντηρητική – συνδεδεμένη παλαιότερα και με τα “αστικά” κομμάτια της κοινωνίας, η “Καθημερινή” φιλοξενεί παραδοσιακά και τις απόψεις κεντροαριστερών ή και ακόμα και αριστερών δημοσιογράφων. Με αυτόν τον τρόπο μέσα από τις στήλες της εφημερίδας πολλές φορές εκφράζονται και τελείως διαφορετικές προσεγγίσεις πάνω σε ένα ζήτημα. Πρόεδρος του Διοικητικού συμβουλίου είναι ο Αριστείδης Αλαφούζος και διευθύνων σύμβουλος ο Θεμιστοκλής Αλαφούζος. Επίσης, και ο δημοσιογράφος Αλέξης Παπαχελάς αποτελεί μέρος του διοικητικού συμβουλίου. Όσο αφορά τα ποσοστά της σύνθεσης της εταιρείας ο Αριστείδης Αλαφούζος κατέχει το 40,75%, ο Θεμιστοκλής Αλαφούζος το 21,79%, η Ελένη Αλαφούζου (σύζυγος του Α. Αλαφούζου) το 12,41% και το ευρύ επενδυτικό κοινό και οι θεσμικοί επενδυτές το υπόλοιπο 25,05%.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε είναι η Μητρική εταιρεία του ομίλου η οποία μετά την απόσχιση του εκδοτικού της κλάδου τον οποίο απορρόφησε η 100% θυγατρική της εταιρεία “ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ”, διατηρεί όλες τις συμμετοχές της στις θυγατρικές και συγγενείς της εταιρείες. Διατηρεί επίσης, την εκμετάλλευση των ακινήτων της, την παροχή συμβουλευτικών και διοικητικών υπηρεσιών προς τις θυγατρικές και συγγενείς της εταιρείες καθώς και την εμπορική εκμετάλλευση εκδόσεων τρίτων. Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στην χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε, η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο των εκδόσεων. Ο σκοπός της εκπόνησης της συνιστάται, τόσο στην πληροφόρηση όσο και στην εξαγωγή συμπερασμάτων, εκ μέρους των αναγνωστών, σχετικά με την εξεταζόμενη εταιρεία. Η χρηματοοικονομική ανάλυση επιτυγχάνεται με την εκτεταμένη εξέταση των ισολογισμών των εταιρειών, της στρατηγικής που ακολουθούν καθώς και μέσω της χρήσης της μεθόδου ανάλυσης των αριθμοδεικτών. Στην παρούσα πτυχιακή εργασία παραθέτονται αναλυτικά οι δικαιοδοσίες των χρηματοοικονομικών αναλυτών, τα στοιχεία που λαμβάνονται υπ’ όψιν τους καθώς και διάφοροι οικονομικοί δείκτες μέσα από την Οικονομική Έκθεση της Καθημερινής που αφορούν την πορεία της από το 2011 έως το 2015.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

1.1 ΕΝΝΟΙΑ & ΣΚΟΠΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση συναποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο συσσώρευσης συμπερασμάτων σχετικά με την ευρωστία, την εμπιστοσύνη και την δυναμική των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα σε ένα ανταγωνιστικό και συνεχώς μεταβαλλόμενο εσωτερικό και διεθνές – παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες απαρτίζουν ένα αναπόσπαστο τμήμα του συστήματος πληροφόρησης των ηγετικών στελεχών της επιχείρησης και είναι για τη διοίκηση αυτής “εκ των ουκ άνευ” (Weston & Brigham 1986, Παπαδόπουλος 1986, Ζοπουνίδης 1998). Η χρηματοοικονομική ανάλυση αφορά τη μελέτη, την ερμηνεία και την αναλόγηση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης με σκοπό τον προσδιορισμό των δυνατών και αδύναμων στοιχείων της. Οι χρηματοοικονομικές ή λογιστικές καταστάσεις θεωρούνται ως σημαντική προέλευση πληροφοριών αφού μπορούν να βοηθήσουν κάθε ενδιαφερόμενο (χρήστες του εσωτερικού και του εξωτερικού) να λάβει τις σωστές αποφάσεις οι οποίες αφορούν την αποτελεσματικότητα των οικονομικών πόρων, όπως είναι η χρηματοδότηση, η επιλογή των επενδύσεων, η χορήγηση πιστώσεων, οι αμοιβές στελεχών και εργαζομένων και άλλα. Μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις εκτιμάται η αποδοτικότητα και ο κίνδυνος της επιχείρησης. Με τον όρο Ανάλυση εννοούμε την κριτική διερεύνηση σε δεδομένη χρονική στιγμή, των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης, όπως επίσης και την ερμηνεία πρόσθετων πινάκων, δεδομένων και στατιστικών στοιχείων της επιχείρησης, τμηματικά και συνολικά συγκρίνοντας πάντα με την τάση που μπορεί να επικρατεί και με τα ιστορικά στοιχεία των υπαρχόντων ισολογισμών της ίδιας ή ομοειδούς επιχείρησης, με απόρροια την παρακολούθηση της οικονομικής κατάστασης. Μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις εκτιμάται ο κίνδυνος και η αποδοτικότητα της επιχείρησης. Οι οικονομικές καταστάσεις με βάση τα Ε.Λ.Π και το Ν.2190/1920 είναι:

- Ο Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων

- Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- Ο Ισολογισμός
- Το Προσάρτημα

Επιπλέον το Ε.Γ.Λ.Σ προβλέπει και το Λογαριασμό Γενικής Εκμετάλλευσης ως οικονομική κατάσταση.

Σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π οι οικονομικές καταστάσεις είναι:

- Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης
- Ο Πίνακας Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων
- Ο Ισολογισμός
- Οι Καταστάσεις Ταμειακών Ροών
- Οι Σημειώσεις

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων γίνεται με τη χρήση διαφόρων εργαλείων- μέσων αξιολόγησης, μερικά από τα οποία είναι:

- Οι Αριθμοδείκτες: Οι αριθμοδείκτες (ή δείκτες θεμελιώδους ανάλυσης) επιτρέπουν τη γρήγορη και άμεση σύγκριση των θεμελιωδών μεγεθών μίας επιχείρησης. Αφορούν τις διάφορες αντιλήψεις της γενικότερης οικονομίας της επιχείρησης όπως π.χ αποδοτικότητα, ρευστότητα, διάρθρωση κεφαλαίων κτλ. Δίνουν την δυνατότητα στον αναλυτή να διενεργεί συγκρίσεις, όπως συμβαίνει και στις καταστάσεις κοινών μεγεθών, είτε διαστρωματικές είτε διαχρονικές.
- Οι Καταστάσεις Τάσης: Με τις καταστάσεις αυτές εξετάζονται σε βάθος χρόνου οι μεταβολές των λογιστικών καταστάσεων και προκύπτουν ανάλογα συμπεράσματα σχετικά με το ρυθμό μετατροπής των εξόδων.
- Οι Καταστάσεις Κοινών Μεγεθών: Χρησιμοποιούνται για αλληπάλληλες συγκρίσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου και μεγέθους ή ακόμα απεριόριστες για την ίδια επιχείρηση.
- Διάφορες Στατιστικές Εκτιμήσεις: Ο αναλυτής που ενδιαφέρεται για τη συμπεριφορά ενός δείγματος παρατηρήσεων, όπως το ρυθμό αύξησης μεγέθους, χρησιμοποιεί στατιστικές παραμέτρους, όπως ο μέσος όρος, η τυπική απόκλιση, η διάμεσος και λοιπές, που μπορούν να αποφέρουν ωφέλιμα συμπεράσματα.

1.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΝΑΛΥΤΕΣ

Σκοπός του χρηματοοικονομικού αναλυτή είναι να ερευνά, να συλλέγει, να συντονίζει, να επεξεργάζεται και να προβλέπει τους ρυθμούς της οικονομικής αγοράς και να παρουσιάζει τις επιπτώσεις της επεξεργασίας αυτής σε απλή μορφή, ώστε να γίνονται κατανοητά από τον κάθε ενδιαφερόμενο. Ο χρηματοοικονομικός αναλυτής εφαρμόζει τη χρηματοοικονομική επιστήμη στον χώρο των επιχειρήσεων. Η ειδικότητα αυτή προϋποθέτει υψηλού επιπέδου γνώση Λογιστικής, αλλά και άλλων τμημάτων της Οικονομικής Επιστήμης, Προϋπολογιστικής (Budgeting), Διαχείρισης Ταμειακών Διαθεσίμων και Αξιολόγησης Εταιρειών και Έργων (Company and Project Valuation). Ανάλογα με το ποιος διεξάγει την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων και ποιους στόχους επιδιώκει, οι αναλυτές και όλοι όσοι χρησιμοποιούν τη χρηματοοικονομική ανάλυση για τη λήψη αποφάσεων, διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες όπως:

- Επενδυτές και μέτοχοι
- Δανειστές της επιχείρησης
- Διοικούντες της επιχείρησης
- Οικονομικοί αναλυτές
- Χρηματιστές και τραπεζικά στελέχη
- Αναλυτές σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων
- Ελεγκτές λογιστικών καταστάσεων

1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων αφορά τη σύγκριση κατά αξία διάφορων ομαδοποιημένων στοιχείων του ισολογισμού προς το σύνολό τους ή προς την αξία ορισμένης ομάδας στοιχείων και ακόμη προς στοιχεία άλλου ή άλλων ισολογισμών της ίδιας ή ομοειδούς επιχείρησης με στόχο τη μελέτη της οικονομικής κατάστασης. Η διαδικασία της ανάλυσης διακρίνεται σε δύο μέρη, την επεξεργασία των διάφορων αριθμητικών στοιχείων των ισολογισμών και στην εξαγωγή απαραίτητων πληροφοριών κατάλληλων για τη λήψη αποφάσεων. Επομένως, η ανάλυση ισολογισμών, διευκολύνει τη μετατροπή των απλών στοιχείων σε χρήσιμες πληροφορίες. Τέλος, από την ανάλυση των στοιχείων του ισολογισμού επακολουθεί η εξαγωγή συμπερασμάτων για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και τις τάσεις που διαμορφώνονται στην εξέλιξή της. Τα μέσα που μπορεί να ακολουθήσει ένας αναλυτής είναι τα εξής:

- Η οριζόντια μέθοδος: υπολογίζει τη μεταβολή των μεγεθών ανά περίοδο

και μας δείχνει τη σημαντικότητα των αποτελεσμάτων της εταιρείας στη διάρκεια μιας χρήσεως. Για την εφαρμογή της χρησιμοποιούμε δύο ή περισσότερους διαδοχικούς ισολογισμούς. Η οριζόντια ανάλυση δείχνει τη σχετική τάση διαφόρων μεγεθών.

- Η κάθετη(ή διαστρωματική) μέθοδος: αναδεικνύει τη σύνθεση των οικονομικών καταστάσεων και τη σχετική βαρύτητα των επιμέρους τμημάτων στο σύνολο.
- Η μέθοδος με επεξεργασμένα στοιχεία ηλεκτρονικών υπολογιστών: ο μεγάλος όγκος δεδομένων και πληροφοριών, που πρέπει να ερευνηθεί ένας αναλυτής καθιστούν την εργασία της αναλύσεως ορισμένες φορές προβληματική από πολλές απόψεις. Έτσι κάτω από αυτές τις συνθήκες, οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές μπορούν να προσφέρουν σημαντική βοήθεια, γιατί μπορούν να δεχθούν μεγάλο όγκο πληροφοριών, ο οποίος συνεχώς συμπληρώνεται και μετασχηματίζεται ανάλογα με τις ανάγκες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

2.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΣΩ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι αριθμοδείκτες είναι απλές μαθηματικές σχέσεις που παραχωρούν την εξέταση δύο ή περισσότερων στοιχείων του ισολογισμού ή την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μιας οικονομικής μονάδας, επιπλέον δείχνουν το δυναμικό, την καθαρή θέση, τη δραστηριότητα και την αποδοτικότητα της οικονομικής μονάδας. Είναι ευνόητο ότι ο αριθμοδείκτης δεν έχει αξία αν τα μεγέθη από τα οποία αποτελείται έχουν επιλεγεί εσφαλμένα. Τα μεγέθη που μπορούν να μεταχειριστούν σαν όροι αριθμοδεικτών είναι τα λογιστικά δεδομένα που συμπεραίνεται από τους λογαριασμούς εκμετάλλευσης ή το λογαριασμό κερδών και ζημιών ή και από τον ισολογισμό. Επιπρόσθετα με τους αριθμοδείκτες αποσαφηνίζεται η σχέση μεταξύ βασικών επιχειρηματικών μεγεθών, εξυπηρετείται η επιχειρηματική δράση και επεξηγούνται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από αυτή. Είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο, όχι μόνο για τον εξωτερικό αναλυτή του ισολογισμού μιας επιχείρησης, αλλά κυρίως για την διοίκησή της. Οι αποφάσεις της διοίκησης της επιχείρησης λαμβάνονται μετά από λεπτομερειακές αναλύσεις, μετρήσεις και συγκρίσεις όλων των στοιχείων που συγκροτούν τη δραστηριότητά της με τη βοήθεια ενός οργανωμένου συστήματος αριθμοδεικτών. Στην επιτυχημένη απόδοση ενός τέτοιου συστήματος

συνεισφέρουν σημαντικά τα τελευταία χρόνια οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές με τα πληροφοριακά συστήματα διοίκησης, τα οποία στην ουσία είναι μηχανισμοί επεξεργασίας, συσχέτισης και αποθήκευσης πληροφοριών. Άλλα σχετικά βοηθητικά μέσα που προσφέρουν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές είναι οι βάσεις δεδομένων και οι τράπεζες πληροφοριών που είναι εξειδικευμένες στην ανάλυση ισολογισμών. Οι αριθμοδείκτες κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στην κατάρτισή τους και τον τύπο της επιχειρηματικής έρευνας και αναλύσεως που επιζητείται. Πρώτη κατηγορία είναι οι εξατομικευμένοι οι οποίοι αναφέρονται σε μια επιχείρηση και του συνόλου που αναφέρονται οι περισσότερες από μια επιχείρηση του κλάδου. Δεύτερη είναι οι τμηματικοί που καταλαμβάνουν μία επιχειρηματική δραστηριότητα και οι γενικοί καθολικοί που καλύπτουν το σύνολο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Τρίτη κατηγορία είναι οι πραγματικοί που προκύπτουν από στατιστικά ή λογιστικά στοιχεία του παρελθόντος και προϋπολογιστικοί που προκύπτουν από προγνώσεις ως προς τις τιμές διαφόρων στοιχείων στο μέλλον. Τέταρτη διάκριση είναι οι στατιστικοί που προέρχονται από στοιχεία του λογαριασμού “Γενική Εκμετάλλευση” ή του λογαριασμού “Αποτελέσματα Χρήσεως”. Τελευταία διάκριση είναι οι αριθμοδείκτες δομής που προκύπτουν από στοιχεία τα οποία αφορούν τη δομή της επιχείρησης και λειτουργίας, αριθμοδείκτες που σχετίζονται με στοιχεία της λειτουργίας της επιχείρησης. Για το σχηματισμό αριθμοδεικτών θα πρέπει μεταξύ των μεγεθών του αριθμητή και του παρονομαστή να υπάρχει κάποια λογική σχέση. Τρία είναι τα είδη λογικών σχέσεων που προτείνονται.

- Οι αριθμοδείκτες θα πρέπει να συσχετίζουν μεγέθη που σχετίζονται μεταξύ τους, όπως π.χ. τα καθαρά κέρδη και τα ίδια κεφάλαια. Ισχυρίζεται ότι δύο μεγέθη σχετίζονται, μόνο αν από τη συσχέτισή τους προκύπτει μια οικονομική σχέση.
- Οι αριθμοδείκτες θα πρέπει να συγκροτούνται μόνο από στοιχεία που βασίζονται σε κοινές αξίες. Έτσι στον αριθμητή κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων, πρέπει να χρησιμοποιηθεί το κόστος πωληθέντων, αφού στον παρονομαστή χρησιμοποιείται η αξία των αποθεμάτων που υπολογίζεται σε τιμές κόστους.
- Οι αριθμοδείκτες θα πρέπει να σχηματίζονται μόνο από μεγέθη που τελούν σε άμεση συνάρτηση μεταξύ τους, δηλαδή από μεγέθη που μετασχηματίζονται κατά κάποιο καθορισμένο τρόπο. Έτσι η χρησιμότητα

του αριθμοδείκτη των καθαρών κερδών πάνω στις πωλήσεις έχει αμφισβητηθεί, αφού τα σταθερά έξοδα δεν μεταβάλλονται με τις πωλήσεις.

Βέβαια μόνο αυτά τα στοιχεία δεν είναι επαρκή για τη δημιουργία αριθμοδεικτών. Αυτό, όμως, που είναι αναμφίβολο είναι ότι πρέπει να υπάρχει οικονομική σχέση ανάμεσα στους όρους του αριθμοδείκτη. Γενικά η επιλογή μιας ομάδας αριθμοδεικτών εξαρτάται από τη μία από τον επιδιωκόμενο στόχο εκείνου που τα χρησιμοποιεί και από την άλλη από τα στοιχεία που διαθέτει η επιχείρηση. Ακόμη, τα λογιστικά μεγέθη για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών λαμβάνονται από τον:

- Ισολογισμό
- Το λογαριασμό “Γενικής Εκμετάλλευσης”
- Το λογαριασμό “Αποτελέσματα Χρήσης”
- Τους λογαριασμούς της γενικής λογιστικής
- Τους λογαριασμούς της αναλυτικής λογιστικής
- Τα λογιστικά και εξωλογιστικά έντυπα και στατιστικά στοιχεία της οικονομικής μονάδας.

Συμπερασματικά λοιπόν έγινε αντιληπτό ότι η χρησιμότητα των αριθμοδεικτών ως μεθόδου ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων είναι πολύ μεγάλη. Αυτό συμβαίνει διότι:

- Από τη μία μεριά παραβλέπεται η δυσκολία ανάλυσης και ερμηνείας των απόλυτων δεδομένων με την θέσπιση των μεταξύ τους σχέσεων.
- Με τον υπολογισμό μόνο των απαραίτητων σχέσεων επιτυγχάνεται ο περιορισμός του μεγάλου πλήθους στοιχείων που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις, σε ένα μικρό σύνολο αριθμοδεικτών, γεγονός που διευκολύνει σημαντικά το έργο της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων.

Οι αριθμοδείκτες που θα μας απασχολήσουν στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗΣ Α.Ε είναι:

- Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίου
- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

- Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Εκτός από τους προαναφερθέντες, υπάρχουν και άλλες κατηγορίες αριθμοδεικτών, οι οποίοι ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στην κατάρτισή τους και τον τύπο της επιχειρηματικής έρευνας και αναλύσεως που επιδιώκει ο αναλυτής.

2.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ρευστότητα είναι η ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταπεξέρχεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας εύκολα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Το πόσο ρευστό είναι ένα περιουσιακό στοιχείο εξαρτάται από την ταχύτητα με την οποία μπορεί να μετατραπεί σε χρήμα χωρίς να υπάρξει μείωση στην αξία του. Η ύπαρξη ρευστότητας σε μία επιχείρηση έχει επιρροή στα κέρδη της, αφού αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν ικανοποιητικά ρευστά διαθέσιμα, τότε η επιχείρηση δεν θα είναι σε θέση να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Αυτό θα έχει σαν απόρροια τη δυσφήμιση της και τη μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσόμενων με αυτή. Η τακτική αυτή παρόλο που θεωρείται βραχυπρόθεσμα σωστή, μακροπρόθεσμα δεν επισύρει τα επιθυμητά κέρδη που προσδοκούν οι μέτοχοι. Άρα ο δείκτης της ρευστότητας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να εξισορροπεί τα δύο αυτά μέρη, δηλαδή την εκμετάλλευση κάθε ευκαιρίας που εμφανίζεται από τη μία και την ευκαιρία για ικανοποίηση των δανειστών από την άλλη. Δεν είναι εύκολο να παραβλέψει κάποιος ότι η ύπαρξη ρευστότητας βοηθά την επιχείρηση να βγάζει εις πέρας τις υποχρεώσεις της, να αποφεύγει τον κίνδυνο δυσφήμισης και να δημιουργεί φερέγγυες σχέσεις με τους προμηθευτές της. Το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων προτιμούν να διατηρήσουν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων, ώστε να μπορούν να καλύπτουν τις υποχρεώσεις τους. Στην περίπτωση βέβαια υπερβολικής ρευστότητας κυκλοφοριακών στοιχείων, η επιχείρηση πιθανότατα βρίσκεται σε κατάσταση ακινησίας. Για να αποφύγουν τέτοιες καταστάσεις η επιχείρηση θα πρέπει να βρει τον κατάλληλο συνδυασμό ανάμεσα στα κυκλοφοριακά της στοιχεία και τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Η ανάλυση των αριθμοδεικτών ρευστότητας αποτελεί πολύ σημαντικό εργαλείο για τη διοίκηση της

επιχείρησης, αφού μέσω του εργαλείου αυτού προσφέρεται η δυνατότητα να ελέγχει τη χρήση των κεφαλαίων κίνησης. Η σύγκριση των αριθμοδεικτών ρευστότητας διαχρονικά μας παρέχει τη δυνατότητα διαπίστωσης ή μη, της βελτίωσης της ικανότητας της επιχείρησης να ανταπεξέρχεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Αριθμοδείκτες Γενικής Ρευστότητας

$$\Delta Γ Ρ = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.}} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρ.}}$$

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας είναι ένας από τους πιο διαδομένους δείκτες και δείχνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα κυκλοφοριακά περυσιακά της στοιχεία. Οι σημαντικότερες κατηγορίες που περιλαμβάνονται στον αριθμητή του κλάσματος, είναι τα διαθέσιμα, τα χρεόγραφα, οι απαιτήσεις, τα αποθέματα, οι προκαταβολές των προμηθευτών και οι μεταβατικοί λογαριασμοί του Ενεργητικού. Από την άλλη στον παρανομαστή περιλαμβάνονται τα βραχυπρόθεσμα δάνεια των τραπεζών, οι προκαταβολές των πελατών, οι πιστώσεις των προμηθευτών, τα μερίσματα πληρωτέα, οι φόροι πληρωτέοι, οι υποχρεώσεις της επιχείρησης που αναμένεται να πληρωθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα και οι μεταβατικοί λογαριασμοί Παθητικού. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης της γενικής ρευστότητας, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης από άποψη ρευστότητας. Βέβαια αν μία επιχείρηση έχει υψηλό δείκτη γενικής ρευστότητας δεν σημαίνει αυτομάτως ότι μπορεί να ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις της. Αυτό συμβαίνει διότι μερικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν μέρος των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων τους ως μακροχρόνιες ή παραλείπουν μέρος των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων τους, με στόχο τη βελτίωση του δείκτη της γενικής ρευστότητας. Άρα λόγω των παραπάνω οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων πρέπει να δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στο Πιστοποιητικό του Ορκωτού Ελεγκτή. Επιπλέον πρέπει να λαμβάνουμε υπ' όψιν μας ότι κάποια στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού δεν ρευστοποιούνται τόσο εύκολα π.χ. αποθέματα (εκ των οποίων κάποια είναι απαξιωμένα - δύσκολα πωλούνται)

και χρεόγραφα (εταιρικά μερίδια που δύσκολα μεταβιβάζονται, ομόλογα κλπ). Γενικά ο αριθμοδείκτης πρέπει να είναι μεγαλύτερος ή ίσος του 2 ή του 200%. Πιο αναλυτικά αν ο δείκτης μιας επιχείρησης είναι:

- =1, τότε θεωρείται κακός δείκτης και σημαίνει ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει πρόβλημα αφερεγγυότητας.
- 1-2, τότε θεωρείται ένας σχετικά ικανοποιητικός δείκτης.
- 2-3, τότε θεωρείται ένας πολύ καλός δείκτης.
- >3, τότε είναι πολύ υψηλός δείκτης και τα κεφάλαια της επιχείρησης δεν χρησιμοποιούνται αποδοτικά και πιθανόν να είναι αδρανή.

Αριθμοδείκτες Ειδικής Ρευστότητας

Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας= Κυκλοφορούν Ενεργητικό- Αποθέματα

Βραχ. Υποχρεώσεις - Προκ/λες Πελατών

Αναφέρεται στο ίδιο δείκτη με εκείνον της γενικής ρευστότητας, με τη διαφορά όμως ότι από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρούνται τα αποθέματα. Ο δείκτης αυτός συνθέτει ένα πολύ αυστηρό κριτήριο ρευστότητας της επιχείρησης. Εξετάζει κατά πόσο η επιχείρηση θα συνεχίζει να ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, αφού τα αποθέματα θεωρούνται τα δυσκολότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ο αριθμοδείκτης της ειδικής ρευστότητας περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τα οποία μπορούν να μετατραπούν, σε μικρό σχετικά χρονικό διάστημα σε ρευστά διαθέσιμα και παραλείπει όσα παρουσιάζουν δυσκολίες ρευστοποίησης. Ο υπολογισμός του δείκτη γίνεται αν από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρέσουμε τα αποθέματα και το διαιρέσουμε με τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Στα αποθέματα περιλαμβάνονται οι πρώτες και βοηθητικές ύλες, καθώς και τα ημικατεργασμένα και έτοιμα προϊόντα. Τα συγκεκριμένα αντιμετωπίζουν το μεγαλύτερο πρόβλημα ρευστοποίησης, εξαιτίας του χρόνου που απαιτείται για τα ημικατεργασμένα και τις πρώτες ύλες να μετασχηματιστούν σε έτοιμα προϊόντα προς πώληση. Επίσης δεν είναι γνωστό αν η πώλησή τους είναι εύκολη και σε συμφέρουσα τιμή για την επιχείρηση.

Αριθμοδείκτες Ταμειακής Ρευστότητας

Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας = Διαθέσιμα

Βραχ. Υποχρ.- Προκ/λες Πελατών

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας μας δείχνει κατά πόσο τα ρευστά διαθέσιμα μίας επιχείρησης είναι επαρκή για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Μας δείχνει δηλαδή την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, χρησιμοποιώντας μόνο τα μετρητά που έχει στην διάθεσή της. Ο υπολογισμός γίνεται αν διαιρέσουμε τα Διαθέσιμα προσαυξημένα με τα ευκόλως ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα της επιχείρησης, με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με την αφαίρεση των προκαταβολών πελατών. Στα διαθέσιμα περιέχονται τα μετρητά στο ταμείο, οι καταθέσεις όψεως, τα τοκομερίδια που έληξαν, οι επιταγές, το συνάλλαγμα και τα εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεόγραφα. Ο αριθμητής του αριθμοδείκτη θα προσαυξηθεί με τα εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεόγραφα. Ένας χαμηλός δείκτης αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας δεν σημαίνει απαραίτητα πρόβλημα στη ρευστότητα.

2.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Αποδοτικότητα ονομάζουμε την πιθανότητα του κεφαλαίου να παράγει κέρδος καθώς επίσης και την ικανότητα που έχει η επιχείρηση να πραγματοποιεί κέρδη από τις διάφορες δραστηριότητές της κυρίως. Η αποδοτικότητα κάθε επιχείρησης αφορά το αποτέλεσμα ενός μεγάλου αριθμού επιχειρηματικών αποφάσεων, καθώς επιπλέον και της πολιτικής που ακολουθεί κάθε φορά σε περιπτώσεις διαφήμισης, τιμών κλπ. Η ανάλυση της αποδοτικότητας μας ενημερώνει σχετικά με το δυναμικό των κερδών της επιχείρησης και το βαθμό αποτελεσματικότητας με τον οποίο διοικείται. Η περίπτωση λοιπόν, ότι η ύπαρξη των περισσότερων επιχειρήσεων είναι συνυφασμένη με την πραγματοποίηση κερδών, αυτό καθιστά απόλυτα αναγκαία την ανάλυση αποδοτικότητας. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας αφορούν από τη μία τις σχέσεις μεταξύ κερδών και πωλήσεων και δείχνουν πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια μιας ή και περισσότερων χρήσεων και από την άλλη τις σχέσεις κερδών και απασχολούμενων στην επιχείρηση κεφαλαίων. Γενικά οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας υπολογίζονται είτε με βάση τις επενδύσεις της επιχείρησης είτε με βάση τις πωλήσεις της κατά τη διάρκεια μίας

χρήσης. Οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες μέτρησης αποδοτικότητας είναι οι εξής:

2.3.1 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού

$$\text{ΑΑΣΕ} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 100$$

Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού υπολογίζει την απόδοση των συνολικών περουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, καθώς και των επί μέρους τμημάτων της. Αποτελεί ένα τρόπο αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης της επιχειρήσεως. Για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη τα καθαρά λειτουργικά κέρδη πρέπει να λαμβάνονται υπόψη πριν από την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών εξόδων. Επιπλέον στο σύνολο ενεργητικού δεν περιλαμβάνονται οι συμμετοχές καθώς και άλλες παρεμφερείς επενδύσεις διότι αυτές δεν συντελούν στη δημιουργία των λειτουργικών κερδών.

2.3.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{ΔΑΙΚ} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ φόρου}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} * 100$$

Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Είναι ένας πολύ απαραίτητος αριθμοδείκτης, καθώς μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα ίδια κεφάλαια απασχολούνται στην επιχείρηση. Προσφέρει πληροφορίες για τη σωστή ή όχι τοποθέτηση και απόδοση των κεφαλαίων τους ως αποτέλεσμα των αποφάσεων της Διοίκησης.

2.3.3 Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Μικτού Κέρδους

$$\text{ΑΠΜΚ} = \frac{\text{Πωλήσεις-Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}} * 100$$

Πωλήσεις

Ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους μας δείχνει το μικτό κέρδος που απολαμβάνει μία επιχείρηση από την πώληση προϊόντων αξίας 100 ευρώ,

δείχνει ακόμα την αποτελεσματικότητα της εκμετάλλευσης καθώς και τον τρόπο με τον οποίο καθορίζει την τιμή του προϊόντος η επιχείρηση. Ο δείκτης αυτός εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά του κλάδου εντός του οποίου δραστηριοποιείται η επιχείρηση, την περίοδο του οικονομικού κύκλου και του κύκλου ζωής του προϊόντος ή του κλάδου, τον ανταγωνισμό στον κλάδο, τη στρατηγική της επιχείρησης κλπ. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους τόσο καλύτερη από άποψης κερδών, είναι η θέση της επιχείρησης γιατί μπορεί να φέρει εις πέρας χωρίς δυσκολία μία τυχαία αύξηση του κόστους των προϊόντων της προς πώληση.

2.3.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων

ΑΑΣΚ= Καθαρά κέρδη χρήσης(προ φόρων + τόκων) * 100

Σύνολο Ενεργητικού

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει τα ποσοστιαία κέρδη που τα επενδυμένα κεφάλαια αποδίδουν στην επιχείρηση. Ο υπολογισμός δεν περιλαμβάνει φόρους και τόκους, γιατί αυτά τα δύο στοιχεία δεν ελέγχονται από τη διεύθυνση της επιχείρησης και δεν μπορούν να μειωθούν με μια καλύτερη χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού. Όταν έχουμε να συγκρίνουμε πανομοιότυπες επιχειρήσεις, ο συγκεκριμένος δείκτης αξιολογεί το βαθμό χρησιμοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού των επιχειρήσεων και δείχνει ποια από όλες χρησιμοποιεί τα στοιχεία του ενεργητικού της περισσότερο αποδοτικά. Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων ορίζεται ως το πηλίκο της διαίρεσεως των καθαρών κερδών χρήσης με το σύνολο του ενεργητικού.

2.4 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίου

Η τεχνική προσδιορισμού της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης από μακροχρόνια σκοπιά, περιλαμβάνει την ανάλυση της διάρθρωσης των κεφαλαίων της. Με τον όρο διάρθρωση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης εννοούμε τα διάφορα είδη και τους τύπους των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότησή της. Έτσι έχουμε τα ίδια κεφάλαια, βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Το σημαντικό αυτό στοιχείο της διάρθρωσης των κεφαλαίων πηγάζει από την ουσιαστική διαφορά που υπάρχει μεταξύ των δανειακών και ιδίων κεφαλαίων. Τα δανειακά κεφάλαια είναι απαραίτητο να εξοφληθούν

προσαυξημένα από την οικονομική θέση της επιχείρησης. Στην περίπτωση που μια επιχείρηση δεν είναι σε ικανή κατάσταση να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της που προκύπτουν από τη χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων θα έχει σαν επίπτωση να υποστούν ζημιά τα ίδια της τα κεφάλαια. Όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία των ξένων κεφαλαίων στο σύνολο των κεφαλαίων μιας επιχείρησης τόσο περισσότερο χρεωμένη παρουσιάζεται αυτή και τόσο μεγαλύτερες είναι οι σταθερές επιβαρύνσεις και υποχρεώσεις της για την εξόφλησή τους. Από την άλλη το χαρακτηριστικό των ίδιων κεφαλαίων είναι ότι δεν έχουν ορισμένο χρόνο επιστροφής ούτε εξασφαλισμένη απόδοση, δεδομένου ότι η διανομή μερίσματος στους μετόχους εξαρτάται από την απόφαση της διοίκησης. Τα ίδια κεφάλαια, λόγω της σταθερότητας, επενδύονται συνήθως σε μακροχρόνιες επενδύσεις και εκτίθενται σε περισσότερους κινδύνους από ότι τα δανειακά.

2.4.1 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

ΑΔΕ= Ίδια Κεφάλαια

Ξένα Κεφάλαια

Το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά πλαισιώνουν τα ίδια κεφάλαια, ενώ τα ξένα κεφάλαια αποτελούνται από τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μας δείχνει αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων προς τα ξένα κεφάλαια. Μας πληροφορεί δηλαδή για την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Αν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα, τότε οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια απ' ότι οι πιστωτές της. Άρα όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η σχέση, τόσο μεγαλύτερη τόσο μεγαλύτερη ασφάλεια παρέχεται από την επιχείρηση στους πιστωτές της.

2.4.2 Αριθμοδείκτης Βαθμού Κάλυψης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Μόνιμο Κεφάλαιο Κίνησης

ΑΒΚΚΕ με ΜΚΚ = ΜΚΚ(Κυκλοφορούν – Βραχυπρόθεσμες υποχρ.)

Σύνολο Κυκλοφορούντος

Αναφέρεται στο ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού, το οποίο καλύπτεται από το μόνιμο κεφάλαιο κίνησης. Ο δείκτης αυτός μας δείχνει εκτός από την επάρκεια της επιχείρησης με μόνιμο κεφάλαιο κίνησης, και το βαθμό στον οποίο τα κεφάλαια μέσης και μακράς διάρκειας καλύπτουν τα πάγια περυσιακά της στοιχεία. Συμπερασματικά λοιπόν, η επιχείρηση διαθέτει μόνιμο κεφάλαιο κίνησης, το οποίο είναι απαραίτητο για τη χρηματοδότηση ορισμένων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

3.1 Χρηματοοικονομικές Εξελίξεις και Επιδόσεις της Χρήσης 1.1-31.12.2017

Η επίδραση της οικονομικής συγκυρίας και των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης δεν θα μπορούσε να μην ήταν εμφανής στον χώρο των Μ.Μ.Ε. Υπήρξε σαν αποτέλεσμα πτώση των πωλήσεων των περιοδικών και των εφημερίδων που αποτελεί το κύριο αντικείμενο εργασιών των εκδοτικών εταιρειών του Ομίλου. Η οικονομική εξασθένηση έπληξε μεγάλες κατηγορίες διαφημιζόμενων στον τύπο (τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανίες κλπ.), με συνέπεια τα διαφημιστικά έσοδα να μειωθούν αμέσως και να υπάρχει σημαντική πίεση στις πωλήσεις διαφημιστικού χώρου. Συγχρόνως όμως έχουμε εμφανείς ενδείξεις ανάκαμψης της Ναυτιλίας με σημαντικό αντίκτυπο στις τιμές των ναυλώσεων και επομένως στα αποτελέσματα του Ναυτιλιακού Τομέα του Ομίλου. Μέσα στην ανεπιθύμητη οικονομική περίσταση ο κύκλος εργασιών του Ομίλου στην τρέχουσα χρήση ανήλθε σε 59,28 εκατ. Ευρώ και παρουσίασε οριακή μείωση σε ποσοστό 2% σε σχέση με την χρήση του 2016. Η μείωση αυτή οφείλεται στον κύκλο εργασιών του Ναυτιλιακού κλάδου ο οποίος ανήλθε σε 21,12 εκατ. Ευρώ από 23,85 εκατ. Ευρώ τη χρήση 2016. Τα αποτελέσματα προ φόρων χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων παρουσίασαν ελάχιστη μείωση την τρέχουσα χρήση για τον όμιλο και διαμορφώθηκαν σε κέρδη 7,15 εκατ. Ευρώ έναντι κερδών 8,82 εκατ. Ευρώ την περσινή χρήση. Σε ενοποιημένο επίπεδο, τα αποτελέσματα προ φόρων του ομίλου ήταν ζημιογόνα. Το ύψος των ζημιών ανήλθε σε 2,38 εκατ. Ευρώ συμπεριλαμβάνοντας ζημιές από επενδυτικά και χρηματοοικονομικά αποτελέσματα ύψους -4,55 εκατ. Ευρώ. Στην χρήση 2016 τα αποτελέσματα προ φόρων ανήλθαν σε 38,80 εκατ. Ευρώ συμπεριλαμβάνοντας ζημιές 5,76 εκατ. Ευρώ από επενδυτικά και

χρηματοοικονομικά αποτελέσματα ύψους -41,30 εκατ. Ευρώ.

3.2 Οικονομικά Μεγέθη σε επίπεδο Ομίλου

3.2.1 Κύκλος εργασιών

Ο κύκλος εργασιών του Ομίλου στην παρούσα χρήση ανήλθε σε ποσό 59,28 εκατ. Ευρώ προκαλώντας μείωση της τάξης του 2% σε σχέση με την περσινή χρήση. Πιο αναλυτικά, τα έσοδα από διαφημίσεις των έντυπων εκδόσεων και των διαφημίσεων μέσω του διαδικτύου το 2017 ανήλθαν σε 37,82 εκατ. Ευρώ σε σχέση με τα 36,31 εκατ. Ευρώ της περσινής χρήσης. Στον Ναυτιλιακό τομέα ο κύκλος εργασιών ανήλθε στα 21,12 εκατ. Ευρώ το 2017 σε σχέση με τα 23,85 εκατ. Ευρώ του 2016 προκαλώντας μείωση κατά 11,44%. Συνοψίζοντας, οι λοιπές πωλήσεις στον Όμιλο για το τρέχον έτος απέφεραν έσοδα της τάξης των 0,34 εκατ., τα οποία παρέμειναν σταθερά όπως και το προηγούμενο έτος.

3.2.2 Μικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης

Το περιθώριο των μικτών κερδών δεν είχε κάποιες ιδιαίτερες αυξομειώσεις για τη χρήση του 2017 οπότε παρέμεινε σταθερό και κυμάνθηκε στο 24%.

3.2.3 Κέρδη προ Φόρων, Χρηματοδοτικών και Επενδυτικών αποτελεσμάτων και Αποσβέσεων(EBITDA)

Στα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) υπήρξε οριακή μείωση αφού σαν αποτέλεσμα έχουν τον επηρεασμό τους από τους παραπάνω παράγοντες οπότε και διαμορφώθηκαν σε κέρδη 7,15 εκατ. Ευρώ σε σχέση με τα 8,82 εκατ. Ευρώ της προηγούμενης χρήσης. Πιο συγκεκριμένα στον τομέα Εκδόσεις – Εκτυπώσεις παρουσιάστηκαν κέρδη 2,92 εκατ. Ευρώ έναντι κερδών 0,96 εκατ. Ευρώ για τη χρήση του 2016. Όσο αφορά τον τομέα της Ναυτιλίας, ο δείκτης EBITDA διαμορφώθηκε σε κέρδη 4,05 εκατ. Ευρώ έναντι 7,69 εκατ. Ευρώ κερδών της περσινής χρήσης.

3.2.4 Καθαρά Ενοποιημένα Αποτελέσματα μετά από Φόρους

Τα αποτελέσματα μετά από φόρους του Ομίλου εμφανίζονται επιδεινωμένα και διαμορφώνονται σε ζημιές ποσού 2,71 εκατ. Ευρώ έναντι ζημιών ποσού 37,23 εκατ. Ευρώ κατά την περσινή χρήση. Συγκεκριμένα στον τομέα Εκτυπώσεις- Εκδόσεις παρουσιάζονται ζημιές 1,89 εκατ. Ευρώ έναντι ζημιών 7,45 σε σχέση με την περσινή χρήση. Ο τομέας της Ναυτιλίας παρουσιάζει ζημιές 0,47 εκατ. Ευρώ έναντι ζημιών 28,36 εκατ. Ευρώ τη χρήση του 2016. Επιπλέον στη χρήση του 2017 περιλαμβάνονται χρηματοοικονομικά και επενδυτικά αποτελέσματα ύψους -4,55 εκατ. Ευρώ ένα ποσό το οποίο προέρχεται κατά βάση από την αποτίμηση των πλοίων που κατέχει η θυγατρική εταιρεία του Ομίλου, ενώ στη χρήση του 2016 περιλαμβάνονταν χρηματοοικονομικά και επενδυτικά αποτελέσματα ύψους -31,14 εκατ. Ευρώ.

3.2.5 Καθαρές Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες του Ομίλου

Οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες του Ομίλου ανήλθαν σε 2,07 εκατ. Ευρώ από 4,13 εκατ. Ευρώ, οι επενδυτικές ροές ανήλθαν σε -7,69 εκατ. Ευρώ από 1,45 εκατ. Ευρώ και οι ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες ανήλθαν σε -6,71 εκατ. Ευρώ από -7,53 εκατ. Ευρώ. Τα ταμειακά διαθέσιμα ανήλθαν σε 6,42 εκατ. Ευρώ από 21,25 εκατ. Ευρώ σε σχέση με την περσινή χρήση.

3.2.6 Υποκαταστήματα Ομίλου

Ο Όμιλος κατέχει τα παρακάτω Υποκαταστήματα:

- Στοά Αρσακείου
- Θεσσαλονίκη έως Μάιο του 2017

Επίσης, σαν απασχολούμενο προσωπικό ο Όμιλος είχε υπό την επίβλεψη του 460 εργαζόμενους εκ των οποίων 77 ημερομίσθιοι την 31η Δεκεμβρίου 2017 σε σχέση με τους 443 εργαζόμενους εκ των οποίων 62 ημερομίσθιοι την 31η Δεκεμβρίου το 2016.

3.2.7 Αναπόσβεστα Πάγια Στοιχεία του Ενεργητικού του Ομίλου

Στις 31.12.2017 τα αναπόσβεστα πάγια στοιχεία του ενεργητικού του Ομίλου ανέρχονται σε 94,78 εκατ. Ευρώ περίπου και αναλογούν στο 61,86%

του συνολικού ενεργητικού του Ομίλου. Στην περίοδο της σύγκρισης 31.12.2016 ανέρχονταν σε 100,70 εκατ. Ευρώ. Η μεταβολή των παγίων στοιχείων του ενεργητικού πέραν των αποσβέσεων ποσού 4,92 εκατ. Ευρώ και των αγορών ύψους 0,14 εκατ. Ευρώ οφείλεται στην αποτίμηση των πλοίων στις 31.12.2017 η οποία απέφερε ζημιές 2,63 εκατ. Ευρώ καθώς και από τις συ/κες διαφορές που ανέρχονται στο ύψος του 1,76 εκατ. Ευρώ.

3.2.8 Αποθέματα

Τα αποθέματα δεν εκπροσωπούν απαραίτητο ποσοστό του συνολικού ενοποιημένου ενεργητικού στο οποίο συμμετέχουν κατά 3,19%.

3.2.9 Ενοποιημένα Ίδια Κεφάλαια

Τα ενοποιημένα ίδια κεφάλαια ποσού 35,12 εκατ. Ευρώ, αναλογούν σε ποσοστό 22,92% του συνολικού παθητικού του Ομίλου την 31η Δεκεμβρίου 2017 έναντι 26% της 31η Δεκεμβρίου το 2016.

3.2.10 Τραπεζικός Δανεισμός

Ο τραπεζικός δανεισμός του Ομίλου ανήλθε σε 82,27 εκατ. Ευρώ κατά την 31.12.2017 από 93,88 εκατ. την 31.12.2016. Πιο συγκεκριμένα από αυτά τα 40,01 εκατ. Ευρώ αναφέρονται σε δάνεια των θυγατρικών πλοιοκτητριών εταιρειών για την κατασκευή των πλοίων τους. Τα 3,93 εκατ. Ευρώ αφορούν δάνειο της θυγατρικής "ΑΤΕ ΕΡΓΩΝ" για την αγορά βιομηχανικού κτιρίου για την αποθήκευση των αποθεμάτων του Ομίλου. Τα υπόλοιπα 38,33 εκατ. Ευρώ επιβαρύνουν τις δραστηριότητες του τομέα εκτυπώσεων- εκδόσεων.

Πίνακας παρουσίασης βασικών αριθμοδεικτών για τον Όμιλο κατά την 31.12.2017

Ο ΟΜΙΛΟΣ

Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	31/12/2017	31/12/2016
Γενική Ρευστότητα	0,76	0,93
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων (μέρες)	175	157
Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς		
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	-	-
Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης		
Συν. Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια	3,36	2,86
Μακρ/σμες Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια	1,23	1,19
Πάγιο Ενεργητικό προς Ίδια Κεφάλαια	2,74	2,31
Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας		
Απόδοση Ενεργητικού	-0,02	-0,22
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	-0,08	-0,84
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	24%	24%

Πηγή : Ετήσια Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

3.3 Σημειώσεις επί των Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων

3.3.1 Μητρική Εταιρεία

Όπως έχει προαναφερθεί “ η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ”, με διακριτικό τίτλο “Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.”, ιδρύθηκε το 1988 και είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών με αριθμό 18435/06/Β/88/26. Έδρα της εταιρείας είναι ο δήμος Πειραιά και σύμφωνα με το καταστατικό της, της έχει καθοριστεί πενήτηκονταετής (50ετής) διάρκεια. Σκοπός της εταιρείας σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού της είναι:

- 1) Η δημιουργία και εκμετάλλευση βιβλιοδετείων, πιεστηρίων, τυπογραφείων, λιθογραφείων καθώς και η εκτέλεση των παραπάνω εργασιών και όλων των εργασιών που εντάσσονται στις γραφικές τέχνες.
- 2) Η έκδοση και εμπορία, εισαγωγή και εξαγωγή βιβλίων και συγγραμμάτων Ελλήνων και ξένων συγγραφέων, καθώς και μεταφράσεων κάθε είδους εντύπου.
- 3) Η πρακτόρευση, διανομή και κυκλοφορία των εντύπων είτε αφορά δική της έκδοση είτε ξένη.

- 4) Η ίδρυση και εκμετάλλευση ραδιοφωνικών σταθμών.
- 5) Η έκδοση ημερήσιων εφημερίδων(πρωϊνών και απογευματινών), εβδομαδιαίων εφημερίδων, περιοδικών, ειδικών εφημερίδων και κάθε είδους εντύπου ειδικού ή γενικού περιεχομένου.
- 6) Η εγκατάσταση, διαχείριση και εκμετάλλευση δικτυακής και τηλεπικοινωνιακής υποδομής για την παροχή και διανομή υπηρεσιών και προϊόντων, που υπάγονται στους σκοπούς της εταιρείας.
- 7) Η παραγωγή και εκμετάλλευση οπτικοακουστικών προγραμμάτων και οποιοδήποτε υλικού και περιεχομένου Πολυμέσων (MULTIMEDIA).
- 8) Η εγκατάσταση και συντήρηση συστημάτων, μηχανών και συσκευών που άμεσα σχέση με τα προϊόντα και υπηρεσίες της εταιρείας.
- 9) Η παραγωγή και απόκτηση κέρδους από ραδιοφωνικά προγράμματα.
- 10) Η παροχή σχετικών υπηρεσιών σε νομικά και φυσικά πρόσωπα στο χώρο των εκδόσεων, τεχνολογίας και διοίκησης επιχειρήσεων, ΜΜΕ καθώς και τις υπηρεσίες συμβούλων στους ανωτέρω χώρους.
- 11) Η πραγματοποίηση της εμπορίας και διανομής όλων των παραπάνω προϊόντων διεξάγεται είτε μέσω οργάνωσης δικτύων διανομής μεταπωλητών και συνεργατών, είτε απευθείας, είτε εξ αποστάσεως.
- 12) Η συμμετοχή της εταιρείας σε άλλες εταιρείες με πανομοιότυπο ή διαφορετικό στόχο.

Για την υλοποίηση, αναβάθμιση και ανάπτυξη του στόχου της εταιρείας είναι απαραίτητο:

Η συμμετοχή σε κοινοπραξίες με οποιαδήποτε νομικά και φυσικά πρόσωπα και η συνεργασία με νομικά ή φυσικά πρόσωπα, εθνικές ή διεθνείς, δημοσιογραφικές, επαγγελματικές, επιστημονικές, κοινωνικές και πολιτιστικές οργανώσεις, βιομηχανίες και Οργανισμούς.

Αξιοσημείωτο είναι επίσης, ότι ο στόχος της εταιρείας επεκτάθηκε σύμφωνα με την (από 21.03.2001) Έκτακτη Γενική Συνέλευση και δεν έχει επέλθει κάποια άλλη αλλαγή πέραν αυτής. Σύμφωνα με την ταξινόμηση της Ε.Σ.Υ.Ε., η εταιρεία υπάγεται στον κλάδο των εκδόσεων με κωδικό 221 και πιο συγκεκριμένα στον υποκλάδο της έκδοσης

Εφημερίδων με κωδικό 221.2. Οι ανωτέρω ετήσιες οικονομικές καταστάσεις επιβεβαιώθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο της 30ης Ιουνίου 2017. Καθορίζεται ότι οι παρούσες οικονομικές καταστάσεις

τελούν υπό την οριστική έγκριση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων.

3.3.2 Θυγατρικές Εταιρείες

Οι δραστηριότητες του Ομίλου εξαπλώνονται και σε άλλους τομείς, όπως υπηρεσίες διεθνών θαλάσσιων μεταφορών μέσω της εκμετάλλευσης πλοίων ιδιοκτησίας των θυγατρικών της ΑΡΓΟΝΑΥΤΗΣ Ε.Ε.Π.Ν. Εκτός της εκδοτικής δραστηριότητας της μητρικής εταιρείας η οποία αφομοιώθηκε πλέον από την θυγατρική της "ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε" ο Όμιλος έχει κύρια παρουσία και σε άλλες εκδοτικές δραστηριότητες ειδικών εκδόσεων όπως περιοδικά ειδικού περιεχομένου και ταξιδιωτικοί οδηγοί.

3.3.3 Βάση σύνταξης των Οικονομικών Καταστάσεων

Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας "Η Καθημερινή Α.Ε. Έκδοση Εντύπων-Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας" την 31η Δεκεμβρίου 2017 που ικανοποιούν όλη τη χρήση του 2017, έχουν συνταχθεί με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) όπου τα συγκεκριμένα έχουν εκδοθεί από την Επιτροπή Ερμηνείας Προτύπων και έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η σύνταξη των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων έχει βάση την αρχή του ιστορικού κόστους, όπως αυτή μεταρρυθμίζεται με την αναπροσαρμογή συγκεκριμένων στοιχείων ενεργητικού και παθητικού σε τρέχουσες αξίες, την αρχή της συνέχισης της δραστηριότητας (going concern) και ακολουθούν τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) όπου τα συγκεκριμένα έχουν εκδοθεί από την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (I.A.S.B.), καθώς και των ερμηνειών του, σύμφωνα με την έκδοσή τους από την Επιτροπή Ερμηνείας Προτύπων της I.A.S.B.. Για να συνταχθούν οι οικονομικές καταστάσεις με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) απαιτείται η χρήση λογιστικών εκτιμήσεων. Επιπρόσθετα, απαιτείται η συμβολή της διοίκησης στη διάρκεια της εφαρμογής των λογιστικών αρχών του ομίλου. Η Διοίκηση της εταιρείας κατά τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων ξεκίνησε την εκτέλεση σε όλες τις αναγκαίες προσαρμογές στις μεθόδους αποτίμησης, λογιστικής και ενοποίησης προκειμένου να είναι σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς και τις βασικές αρχές των ετήσιων Οικονομικών Καταστάσεων της 31ης

Δεκεμβρίου του 2017. Για στόχους ενοποίησης οι οικονομικές καταστάσεις των θυγατρικών Εταιρειών της ΑΡΓΟΝΑΥΤΗΣ Ε.Ε.Π.Ν. άλλαξαν σε ευρώ σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 21. Οι συναλλαγματικές διαφορές που επακολούθησαν από την μετατροπή αυτή εμφανίζονται σαν ξεχωριστό στοιχείο της καθαρής θέσης στους ετήσιους ενοποιημένους ισολογισμούς. Σε περίπτωση πώλησης θυγατρικής, οι σχετικές συσσωρευμένες συναλλαγματικές διαφορές μεταβιβάζονται στα αποτελέσματα χρήσης.

3.3.4 Παράγοντες Χρηματοοικονομικού Κινδύνου

3.3.4.1 Συναλλαγματικός Κίνδυνος

Ο Όμιλος επιχειρεί συναλλαγές σε ξένα νομίσματα με αποτέλεσμα να εκτίθεται σε συναλλαγματικό κίνδυνο προερχόμενο κυρίως από το Δολάριο της Αμερικής(USD). Η διοίκηση παρακολουθεί στενά τη θέση του Ομίλου ως προς τον κίνδυνο αυτό σε συνεχή βάση έτσι ώστε να μπορεί να αξιολογεί εάν είναι αναγκαία η χρησιμοποίηση χρηματοπιστωτικών εργαλείων για τον περιορισμό του. Τα ίδια κεφάλαια σε σχέση με τα χρηματοοικονομικά περυσιακά στοιχεία, τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις αλλά και τη συναλλαγματική ισοτιμία € / \$ παρουσιάζουν ευαισθησία στα αποτελέσματα της χρήσης όπως αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα:

ΟΜΙΛΟΣ		
Ποσά σε €	2017	2016
	US\$	US\$
Αποτελέσματα χρήσης	-19.198,00	-281.496,00
Καθαρή θέση	-469.729,00	-524.913,00

Πηγή: Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

Η έκθεση του Ομίλου δεν είναι σταθερή κατά τη διάρκεια του έτους και αυτό οφείλεται στον όγκο συναλλαγών σε ξένο νόμισμα. Συμπερασματικά η ανωτέρω ανάλυση μπορεί να θεωρηθεί αντιπροσωπευτική της έκθεσης του Ομίλου στο συναλλαγματικό κίνδυνο.

3.3.4.2 Πιστωτικός Κίνδυνος

Τα χρηματοοικονομικά περουνσιακά στοιχεία του Ομίλου την ημερομηνία του Ισολογισμού αναλύονται ως εξής:

ΟΜΙΛΟΣ		
	2017	2016
Ταμειακά Διαθέσιμα	6.417.328,17	21.254.314,90
Εμπορικές και Λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις	28.609.805,78	24.053.160,83

Πηγή: Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι σε χαμηλά επίπεδα για τον Όμιλο. Οι πωλήσεις χονδρικής γίνονται κυρίως σε πελάτες με αξιολογημένο ιστορικό πιστώσεων. Η διοίκηση του Ομίλου αντιμετωπίζει τον κίνδυνο επισφάλειας των ναυλωτών μέσω της συνεργασίας με αξιόλογους ναυλωτές, που κατέχουν άριστο ιστορικό στο χώρο της ναυτιλίας και τη σύναψη μακροχρόνιων ναυλοσύμφωνων με τους ναυλωτές. Θεωρείται από τη διοίκηση του Ομίλου ότι όλα τα ανωτέρω χρηματοοικονομικά περουνσιακά στοιχεία και συγκεκριμένα όσα δεν έχουν απομειωθεί είναι υψηλής πιστωτικής ποιότητας, συμπεριλαμβανομένων και των οφειλομένων.

3.3.4.3 Κίνδυνος Ταμειακών Ροών λόγω Μεταβολής των Επιτοκίων

Ο Όμιλος έχει σαν πολιτική να ελαχιστοποιεί την έκθεσή του στον κίνδυνο ταμειακών ροών του επιτοκίου όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση. Την 31η Δεκεμβρίου 2017, παρατηρείται έκθεση του Ομίλου στις μεταβολές της αγοράς του επιτοκίου όσον αφορά τον τραπεζικό δανεισμό του, ο οποίος υπόκειται σε μεταβλητό ποσοστό επιτοκίου. Ακόμα και σε μια μεταβολή του επιτοκίου της τάξης του +1% / -1% σε επίπεδο Ομίλου μπορεί να προκαλέσει αλλαγές του αποτελέσματος της χρήσης καθώς και των ιδίων κεφαλαίων όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Ποσά σε €	2017		2016	
	1%	-1%	1%	-1%
Αποτέλεσμα χρήσης	-880.718,50	880.718,50	-966.539,92	966.539,92
Ίδια Κεφάλαια	-880.718,50	880.718,50	-966.539,92	966.539,92

Πηγή: Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

3.3.5 Πελάτες και λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις

Ανάλυση των πελατών και των λοιπών εμπορικών απαιτήσεων του Ομίλου:

ΟΜΙΛΟΣ

	31/12/2017	31/12/2016
Πελάτες	26.011.351,64	22.635.254,98
Γραμμάτια εισπρακτέα Χαρτοφυλακίου	942.395,33	942.395,33
Γραμμάτια εισπρακτέα σε Τράπεζες	0,00	0,00
Επιταγές εισπρακτέες Χαρτοφυλακίου	2.552.568,31	2.084.321,26
Επιταγές εισπρακτέες σε Τράπεζες	3.243.414,91	2.563.055,11
Προβλέψεις Απομείωσης	-4.267.565,51	-4.238.867,79
Καθαρές Εμπορικές Απαιτήσεις	28.482.164,68	23.986.158,89
Προκαταβολές για Αγορές Αποθεμάτων	127.641,10	67.001,94
Σύνολο	28.609.805,78	24.053.160,83
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	28.609.805,78	24.053.160,83
	28.609.805,78	24.053.160,83

Οι εύλογες αξίες των απαιτήσεων είναι οι ακόλουθες:

Πελάτες	24.332.358,49	20.948.715,18
Γραμμάτια εισπρακτέα Χαρτοφυλακίου	81.697,61	111.697,61
Γραμμάτια εισπρακτέα σε Τράπεζες	0,00	0,00
Επιταγές εισπρακτέες Χαρτοφυλακίου	824.693,67	362.690,99
Επιταγές Εισπρακτέες σε Τράπεζες	3.243.414,91	2.563.055,11
Προκαταβολές για αγορές Αποθεμάτων	127.6414,10	67.001,94
Σύνολο	28.609.805,78	24.053.160,83

Οι παραπάνω απαιτήσεις αποτελούν ένα σύνολο το οποίο θεωρείται πως είναι βραχυπρόθεσμης λήξης. Η εύλογη αξία των συγκεκριμένων βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών περουσιακών στοιχείων δεν προσδιορίζεται ανεξάρτητα διότι η λογιστική αξία θεωρείται πως συγκλίνει προς την εύλογη αξία τους. Σε όλες τις απαιτήσεις του Ομίλου έχει διενεργηθεί εκτίμηση των ενδείξεων για τυχόν απομείωσή τους. Οι απαιτήσεις που έχουν απομειωθεί ανάγονται κυρίως σε πελάτες του Ομίλου οι οποίοι βρίσκονται σε δύσκολη οικονομική θέση. Κάποιες από τις ανωτέρω απαιτήσεις έχουν υποστεί απομείωση για τις οποίες σχηματίστηκε επιπλέον πρόβλεψη ποσού € 28.697,72 για τη χρήση του 2017 (2016: € 54.469,96) για τον Όμιλο. Επίσης, βρίσκονται σε καθυστέρηση κάποιες από τις απαιτήσεις οι οποίες δεν έχουν απομειωθεί.

ΟΜΙΛΟΣ

	31/12/2017	31/12/2016
Λιγότερο απο 3 μήνες	1.847.930,07	389.718,92
Μεταξύ 3 και 6 μηνών	155.635,09	150.202,59
Μεταξύ 6 μηνών και ενός έτους	315.524,82	430.412,27
Μεγαλύτερη του ενός έτους	10.304.569,13	3.449.139,67
Σύνολο	12.623.659,11	4.419.473,45

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

3.3.6 Λοιπές Απαιτήσεις

Η ανάλυση των λοιπών απαιτήσεων του Ομίλου έχει ως εξής:

ΟΜΙΛΟΣ

	31/12/2017	31/12/2016
Χρεώστες Διάφοροι	3.887.812,86	3.894.766,36
Απαιτήσεις από Ελληνικό Δημόσιο	1.854.885,01	3.563.837,38
Λοιπές Απαιτήσεις	3.424.748,33	4.008.035,36
Προβλέψεις για Επισφαλείς Χρεώστες	-842.173,93	-917.838,03
Καθαρές Απαιτήσεις Χρεωστών	8.325.272,27	10.548.801,07
Κυκλοφορούν Ενεργητικό Λοιπών Απαιτήσεων	8.325.272,27	10.548.801,07
Σύνολο	8.325.272,27	10.548.801,07

Οι εύλογες αξίες των απαιτήσεων είναι οι ακόλουθες:

Χρεώστες Διάφοροι	2.045.638,93	2.976.928,33
Απαιτήσεις από Ελληνικό Δημόσιο	1.854.885,01	3.563.837,38
Λοιπές Απαιτήσεις	3.424.748,33	4.008.035,36
Σύνολο	8.325.272,27	10.548.801,07

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

Άξιο σημείωσης είναι ότι στο κονδύλι “Λοιπές Απαιτήσεις” συμπεριλαμβάνονται οι προκαταβολές σε προμηθευτές για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών ποσού 3,89 εκατ. Ευρώ, παρακρατούμενοι φόροι και απαιτήσεις από το Ελληνικό Δημόσιο ποσού 1,85 εκατ. Ευρώ (κατά κύρια βάση από τον αναπτυξιακό νόμο 3299/2004 ποσό 1,47 εκατ. €).

3.3.7 Λοιπές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Η ανάλυση των λοιπών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων έχει ως εξής:

ΟΜΙΛΟΣ

	31/12/2017	31/12/2016
Δεδουλευμένα Έξοδα	967.316,45	1.144.045,57
Ασφαλιστικοί Οργανισμοί	2.210.230,77	978.322,48
Μερίσματα Πληρωτέα	18.247,20	18.247,20
Έσοδα Επόμενης Περιόδου	599.755,93	768.236,49
Λοιπές Υποχρεώσεις	3.510.415,33	2.240.556,75
Σύνολο	7.305.965,68	5.149.408,49

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

Θυγατρικές εταιρείες του Ομίλου την 31.12.2017 εμφάνιζαν ληξιπρόθεσμες οφειλές σε ασφαλιστικά ταμεία. Μέσα στο 2018 και συγκεκριμένα πριν την ημερομηνία έγκρισης των οικονομικών καταστάσεων ρύθμισαν το ανεξόφλητο υπόλοιπο των οφειλών τους σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 4152/2013.

3.3.8 Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Οι λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αναλύονται ως εξής:

ΟΜΙΛΟΣ

	31/12/2017	31/12/2016
Επιχορηγήσεις		
Επιχορηγήσεις Υπόλοιπο Αρχής Χρήσεως	5.429.480,09	5.572.592,57
Επιχορηγήσεις - Προσθήκες	-1.390.171,68	0,00
Επιχορηγηθέντος/Πωληθέντος Παγίου-Μεταφορές στα Αποτελέσματα	0,00	0,00
Επιχορηγήσεις Μεταφορές στα Αποτελέσματα	58.983,76	-143.112,48
Υπόλοιπο Τέλους Χρήσεως	4.098.292,17	5.429.480,09
Εγγυήσεις Υπόλοιπο Αρχής Χρήσεως	4.402,05	4.402,05
Υπόλοιπο Τέλους Χρήσεως	4.402,05	4.402,05
Σύνολο	4.102.694,22	5.433.882,14
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	378.114,58	768.236,49
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3.934.579,64	4.665.645,65
Εισπράξεις Επιχορηγήσεων	0,00	0,00

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

3.3.9 Φόρος Εισοδήματος

Σύμφωνα με την ελληνική φορολογική νομοθεσία, ο φορολογικός συντελεστής για τις χρήσεις του 2017 αλλά και του 2016 ανέρχεται στο 29% σύμφωνα με το νόμο 4334/2015. Ο πραγματικός τελικός φορολογικός συντελεστής έχει διαφορά από τον ονομαστικό. Στη μορφοποίηση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή επιδρούν διάφοροι παράγοντες οι κυριότεροι των οποίων είναι η μη φορολογικά έκπτωση συγκεκριμένων δαπανών, οι διαφορές συντελεστών απόσβεσης που απορρέουν από την ωφέλιμη ζωή του παγίου και των συντελεστών που καθορίζονται από το νόμο 4172/2013, η ευκαιρία των εταιρειών να σχηματίζουν αφορολόγητες εκπτώσεις και αφορολόγητα αποθεματικά καθώς η παραπάνω αναφερθείσα αύξηση του φορολογικού συντελεστή μέσω των υπολογισμών του αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος. Τα ποσά των φόρων εισοδήματος που παρουσιάζονται στα αποτελέσματα της τρέχουσας και της συγκριτικής χρήσης αναφέρονται σε αναβαλλόμενο φόρο. Τέλος, δεν προκύπτει κάποιο έξοδο φόρου για την εταιρεία λόγω των μεταφερόμενων φορολογικών ζημιών των προηγούμενων χρήσεων. Η ανάλυση των ποσών των φόρων εισοδήματος που βαρύνουν την τρέχουσα και αντίστοιχη περυσινή χρήση για τον Όμιλο έχει ως εξής:

ΟΜΙΛΟΣ

	1/1- 31/12/2017	1/1- 31/12/2016
Φόρος Χρήσης	-2.188,45	0,00
Αναβαλλόμενος Φόρος Χρήσης	-325.662,71	1.573.274,69
Σύνολο	-327.851,16	1.573.274,69

Πηγή: Ετήσια Οικονομική Έκθεση Καθημερινής 2017

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Συμπερασματικά λοιπόν, συγκρίνοντας αρχικά με βάσει τους αριθμοδείκτες τα έτη 2016 και 2017 του Ομίλου παρατηρούμε ότι δεν υπήρχε ιδιαίτερη διαφορά καθώς κινούνται στα ίδια επίπεδα με μία μικρή θετική μεταβολή το 2017 στους αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης. Στον τομέα των Αποθεμάτων το 2017 παρουσιάζει μία μείωση σε σχέση με το 2016 και αυτό διότι το ποσό των αποθεμάτων αναγνωρίστηκε σαν έξοδο κατά τη διάρκεια της χρήσης. Οι Πελάτες και οι λοιπές Εμπορικές Απαιτήσεις έχουν αυξηθεί το 2017 και αυτό γιατί οι απαιτήσεις έχουν απομειωθεί σε πελάτες του Ομίλου που βρίσκονται σε δύσκολη οικονομική θέση. Στη συνέχεια οι Λοιπές Απαιτήσεις ήταν ελάχιστα μειωμένες το 2017 από ότι το 2016 και αυτό προέκυψε από προκαταβολές σε προμηθευτές, παρακρατούμενους φόρους και απαιτήσεις από το Ελληνικό Δημόσιο. Συνεχίζοντας οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις έχουν αυξηθεί το 2017 σε σχέση με το 2016 και παρόλο που συμπεριλαμβάνονται διάφορες υποχρεώσεις όπως π.χ. σε ασφαλιστικούς οργανισμούς, δεδουλευμένα έξοδα κτλ. παρατηρούμε ότι οι Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις την ίδια στιγμή δηλ. το 2017 παρουσιάζουν μείωση και αυτό φαίνεται και από το υπόλοιπο τέλους χρήσεως. Στον τομέα του χρηματοοικονομικού κινδύνου και ιδιαίτερα του συναλλαγματικού κινδύνου παρατηρούμε μείωση που οφείλεται κυρίως από τα Αποτελέσματα χρήσης που έπεσαν κατακόρυφα σε σχέση με το 2016. Επίσης και ο πιστωτικός κίνδυνος κινείται σε χαμηλά επίπεδα και αυτό οφείλεται στις πωλήσεις χονδρικής σε φερέγγυους πελάτες αλλά και όπως φαίνεται στους παραπάνω πίνακες ανάλυσης όπου τα ταμειακά διαθέσιμα βρίσκονται σχεδόν στο 1/3 το 2017 σε σχέση με το 2016. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω αλλά και μέσα από τους διάφορους πίνακες σύγκρισης των ετών 2017 και 2016 που είδαμε στις Σημειώσεις των Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων ήταν μια καλή χρονιά για την εταιρεία "ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε." αφού δεν ήταν λίγες οι θετικές μεταβολές που προήλθαν σε σχέση με τις αρνητικές και ειδικά σε τομείς που αφορούν τα κέρδη. Επιπλέον, πολλοί κρίνουν μια εφημερίδα όχι μόνο από τη χρηματοοικονομική της ανάλυση και από τους αριθμοδείκτες αλλά και από την αναγνωσιμότητά της. Μπορεί μια εφημερίδα να έχει την εικόνα που προαναφέρθηκε παραπάνω με βάσει όλους αυτούς τους δείκτες, αλλά να

την κάνει πιο προσιτή στους μετόχους η αναγνωσιμότητα, οπότε συγχρόνως και η αποδοχή του κόσμου, αντί η μερισματική απόδοσή της. Αυτό είναι κάτι που η "ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε." το έχει αποδείξει και έμπρακτα με τα τόσα χρόνια επιτυχίας της σε σχέση με άλλες εφημερίδες του ιδίου τύπου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ βικιπαίδεια
- 2) Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων Αδαμίδης, Αργύρης Λ Θεσσαλονίκη University Studio Press 1998.
- 3) Κωνσταντίνος Κάντζος, Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, Αθήνα Interbooks 2002.
- 4) Λογιστική Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων Γκίνογλου Δ., Ταχυνάκης Π (2004), Αθήνα, Γέρακας εκδόσεις Rosili.
- 5) Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Νιάρχος, Νικήτας Α. Αθήνα, Σταμούλης, 2004.
- 6) Μεθοδολογία ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων αποτίμησης επιχειρήσεων, Παπατούκας, Κυριάκος Π. Αθήνα Ipirotiki, 2003.
- 7) Chew, D H., (1997). Studies in International Corporate Finance and Governance Systems, New York, Oxford: Oxford University Press.
- 8) Λαζαρίδης, Ιωάννης Τ. Χρηματοοικονομική Διοίκηση: βασικές έννοιες χρηματοοικονομικής, χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και διοίκηση κεφαλαίου κίνησης, Θεσσαλονίκη, 2001.
- 9) Η Καθημερινή Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, Χρηματοοικονομικές Εξελίξεις και Επιδόσεις της Χρήσης 1/1-31/12/2015.
- 10) Η Καθημερινή Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, Σημειώσεις επί των Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων.
- 11) Η Καθημερινή Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, Ακολουθούμενες Λογιστικές Αρχές.
- 12) Η Καθημερινή Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, Σημειώσεις στις Οικονομικές Καταστάσεις.
- 13) Η Καθημερινή Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, Σημειώσεις στους Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.
- 14) Η Καθημερινή Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, Σημειώσεις στους Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητα.
- 15) Η Καθημερινή Α.Ε. ΕΚΔΟΣΗ ΕΝΤΥΠΩΝ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, Σημειώσεις στους Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων.

