

# SHADES

Η

ΑΝΑΛΥΣΗ

του ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ

Η Στάση που Τηρούν οι Εισηγμένες Εταιρίες

---

---

---

**V**aluation &  
**R**esearch  
**S**pecialists



---

Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

# Ανάλυση Κύκλου Εργασιών / Καταμερισμός Πωλήσεων [ Turnover Breakdown ]

**Η Πρόκληση της Αξιόπιστης και Τεκμηριωμένης Ανάλυσης του Κύκλου Εργασιών ή του “Καταμερισμού” των Πωλήσεων Αναδύεται Σήμερα ως Ένα Δύσκολο Έργο εν μέσω “Ανασφαλειών” για τις Εισηγμένες Εταιρίες**

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

Η ολοκληρωμένη – σε επίπεδο αξιοπιστίας και τεκμηρίωσης - ανάλυση των πωλήσεων ή του κύκλου εργασιών (\*\*\*) αποτελεί τη σημαντικότερη αφετηρία στη διαδικασία αποτίμησης των εισηγμένων εταιριών και της επακόλουθης εξαγωγής της δίκαιης τιμής των μετοχών τους, μέσω των εξειδικευμένων μοντέλων που χρησιμοποιούν σήμερα οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές των επενδυτικών οίκων τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. **Δυστυχώς μέχρι πριν λίγα μόνο χρόνια, οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες – ιδιαίτερα οι εταιρίες της μεσαίας και της μικρής κεφαλαιοποίησης – απέδιδαν περιορισμένη σημασία στην παράμετρο αυτήν και μόνο λόγω της ανάγκης αύξησης της διαφάνειας και της ικανοποίησης σημαντικών ποιοτικών κριτηρίων (που ετέθησαν από τις χρηματιστηριακές αρχές) στο πρόσφατο παρελθόν, οι διοικήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων συνειδητοποίησαν ότι έπρεπε να αλλάξουν εν μέρει πορεία και να αυξήσουν τη γνωστοποίηση χρήσιμων στοιχείων προς τους αναλυτές.**

**Ακόμη όμως και σήμερα η ανάλυση των πωλήσεων δεν προσφέρεται σε όλα τα επιθυμητά επίπεδα από τις εισηγμένες εταιρίες. Όπως θα παρουσιασθεί παρακάτω, οι οπτικές γωνίες ανάλυσης ή καταμερισμού (breakdown) των πωλήσεων / κύκλου εργασιών είναι περισσότερες από μία και ταυτόχρονα όλες προσφέρουν χρήσιμα συμπεράσματα στην πρόβλεψη κρίσιμων μελλοντικών στοιχείων, όπως της κερδοφορίας και των ταμειακών ροών μιας εταιρίας.**

(\*\*\*) Ο όρος “πωλήσεις” χρησιμοποιείται κυρίως για τις εμπορικές και τις βιομηχανικές επιχειρήσεις, ενώ ο όρος “κύκλος εργασιών” για τις κατασκευαστικές εταιρίες ή τις εταιρίες παροχής υπηρεσιών.

## **Τα Σημαντικότερα Προβλήματα της Ανάλυσης των Πωλήσεων**

Αμέσως πιο κάτω εκθέτονται επιγραμματικά ορισμένα από τα προβλήματα που παρατηρούνται κατά καιρούς στην ελλιπή προσπάθεια των εισηγμένων εταιριών να «ρίξουν φως» στην ανάλυση των πωλήσεών τους προς τους αναλυτές, κυρίως λόγω της μερικής και μόνο προσπάθειας που καταβάλλουν αρκετές από αυτές στην εκπλήρωση αποκλειστικά των τυπικών τους υποχρεώσεων:

**1. Η ανάλυση των πωλήσεων στις λογιστικές καταστάσεις παρουσιάζεται υποχρεωτικά πλέον κατά ΣΤΑΚΟΔ, μέθοδος η οποία όμως δεν διευκολύνει ιδιαίτερα την αναλυτική προσέγγιση, διότι οι κατηγορίες που εξάγονται βάσει αυτής της κατηγοριοποίησης είναι άκρως ειδικές και δεν παρακολουθούνται εύκολα σε επίπεδο προβλέψεων.** Επιπρόσθετα, η ανάλυση των πωλήσεων ενδέχεται να παρουσιάζεται με διαφορετικό τρόπο στον ετήσιο απολογισμό σε σύγκριση με τις περιοδικές ή ετήσιες λογιστικές καταστάσεις, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται αποκλίσεις στη συστηματική τήρηση μιας κοινής αφετηρίας στον καταμερισμό του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού μεγέθους.

**2. Αρκετές φορές, οι κατηγοριοποιήσεις των πηγών εσόδων είναι γενικές με τρόπο που δεν μπορούν εύκολα να αποτελέσουν αντικείμενο παρακολούθησης από τους αναλυτές.** Π.χ. μία εταιρία πληροφορικής συνηθίζει να παρουσιάζει τα αναληφθέντα έργα της μεταξύ του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα, γεγονός όμως το οποίο δεν διευκολύνει την περαιτέρω ανάλυση των προοπτικών της και τη διατύπωση υποθέσεων για την πρόβλεψη των μελλοντικών της μεγεθών. Αντίθετα, η διάκριση των πωλήσεων ανά τομέα δραστηριότητας – λογισμικό, περιφερειακά συστήματα, συμβουλευτικές υπηρεσίες – είναι σαφώς περισσότερο διαφωτιστική και επιτρέπει τη διατύπωση υποθέσεων μελλοντικής ανάπτυξης με βάση τις προοπτικές της κάθε επιμέρους αγοράς (οι οποίες είναι γνωστές στην εκάστοτε χρονική στιγμή).

**3. Στα 3μηνιαία αποτελέσματα (ή περιοδικά αποτελέσματα) η ανάλυση των πωλήσεων παραμένει ελλιπής.** Π.χ. η εξαμηνιαία κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης είναι χρήσιμη αλλά περισσότερο ουσιαστική είναι και η ταυτόχρονη διαχώριση των 2 τριμήνων της περιόδου αυτής. Τα προβλήματα όμως δεν εξαντλούνται στο επίπεδο αυτό και μόνο, αλλά επεκτείνονται και σε άλλες ιδιαίζουσες περιπτώσεις. Πρόσφατα παρατηρήθηκε το φαινόμενο εισηγμένη εταιρία να παραθέτει ανάλυση των πωλήσεών της κατά ΣΤΑΚΟΔ σε ενοποιημένη μόνο βάση και όχι ταυτόχρονα σε μητρική. Αυτό το φαινόμενο μπορεί γενικά να συμβαίνει εξαιτίας του γεγονότος ότι υπάρχουν υψηλές ενδοεταιρικές πωλήσεις, με αποτέλεσμα η διοίκηση μιας εισηγμένης εταιρίας να μην επιθυμεί τη γνωστοποίηση περισσότερων στοιχείων προς την αναλυτική κοινότητα.

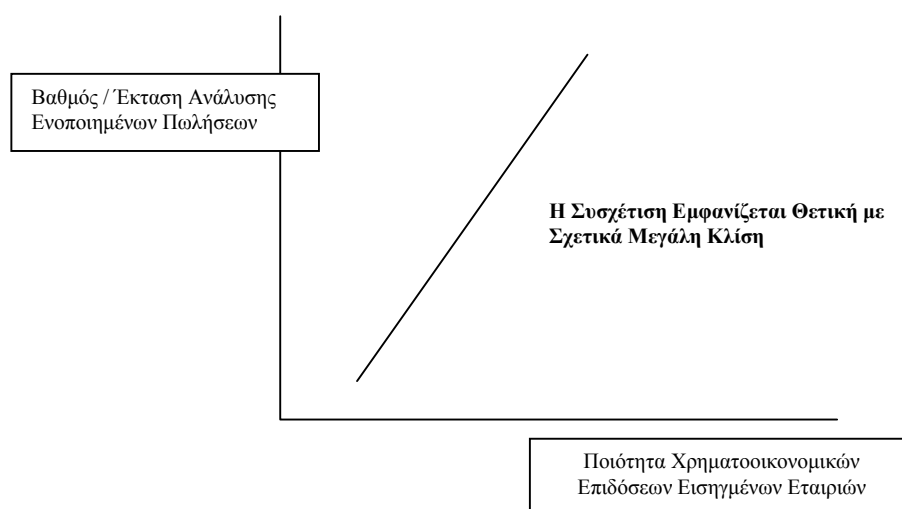
**4. Η ανάλυση πωλήσεων στα ετήσια αποτελέσματα λαμβάνει χώρα κυρίως σε επίπεδο μητρικό και είναι ελλιπής σε ενοποιημένο επίπεδο.**

Π.χ. μία εισηγμένη εταιρία αναλύει τις “μητρικές” πωλήσεις ανά κατηγορία δραστηριότητας, αλλά η ίδια ανάλυση δεν παρέχεται σε επίπεδο Ομίλου. Συνεπώς για το σκοπό αυτής της ανάλυσης δημιουργείται η ανάγκη είτε προσθήκης μίας ακόμη κατηγορίας – θυγατρικές εταιρίες – προκειμένου να ολοκληρωθεί το λεγόμενο “breakdown” των ενοποιημένων πωλήσεων είτε πραγματοποίησης αρκετών υποθέσεων εργασίας στην περίπτωση κατά την οποία δεν υπάρχουν ικανοποιητικά στοιχεία ή διευκρινήσεις από τις διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών στο στάδιο της επικοινωνίας τους με τους ενδιαφερόμενους αναλυτές.

**5. Δραστηριότητες με υψηλά περιθώρια κέρδους αναφέρονται αυτόνομα, ενώ οι υπόλοιπες και λιγότερο κερδοφόρες πηγές εσόδων συγκεντρώνονται σε μία κατηγορία.** Το γεγονός αυτό μειώνει το βαθμό διαφάνειας των μέσων εκείνων με τα οποία μία εταιρία “παράγει” κέρδη ανεξαρτήτως της βαρύτητας των επιμέρους εσόδων της στο σύνολο των πωλήσεων. Σε γενικές γραμμές, οι εισηγμένες εταιρίες αποφεύγουν να παρουσιάζουν τα ιστορικά ή / και τα μικτά περιθώρια κέρδους από τους επιμέρους τομείς πωλήσεών τους, είτε για λόγους ανταγωνισμού, είτε από ανασφάλεια περί ενδεχόμενης επιδείνωσης της χρηματιστηριακής τους εικόνας.

**Διάγραμμα 1 : Η Ποιότητα των Οικονομικών Επιδόσεων**

(Όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός στον οποίο μία εισηγμένη εταιρία βελτιώνει τις οικονομικές της επιδόσεις τόσο υψηλότερο είναι το επίπεδο ανάλυσης των πωλήσεών της. Εισηγμένες εταιρίες με μη ευνοϊκές / φθίνουσες επιδόσεις τείνουν να περιορίζουν το βαθμό ανάλυσης των πωλήσεών τους)



### Τα Επίπεδα Ανάλυσης των Πωλήσεων / Κύκλου Εργασιών

	Π.χ.
Ανά Τομέα Δραστηριότητας	Βιομηχανικός, Εμπορικός, κ.λ.π.
Ανά Γεωγραφικό Τομέα	Εσωτερικό και Εξωτερικό
Ανά Προϊόν ή Υπηρεσία	Διαφορετικά Προϊόντα Τροφίμων
Ανά Κατηγορία Πελατών	Πελάτες άνω ή κάτω του 5%
Ανά Εταιρία	Μητρική και θυγατρικές
Ανά Τρίμηνο	Α' 3μηνο, Β' 3μηνο, κ.λ.π.
Συνδυασμένα Κριτήρια (2 ή περισσότερα)	Εμπορικός Τομέας Εσωτερικού, Ομίλου

Η ανάλυση του κύκλου εργασιών ή ο καταμερισμός των πωλήσεων ανά τομέα δραστηριότητας είναι η πιο συχνή προσέγγιση των εισηγμένων εταιριών, ωστόσο από μόνη της δεν μπορεί να είναι επαρκής. Είναι απαραίτητη η γνωστοποίηση όλων των δυνατών κριτηρίων καταμερισμού των πωλήσεων τόσο σε μητρική όσο και σε ενοποιημένη βάση, ενώ πολύ χρήσιμος είναι και ο συνδυασμός δύο ή περισσότερων κριτηρίων. **Η παράθεση συνδυαστικών κριτηρίων ανάλυσης πωλήσεων εκ μέρους των εισηγμένων εταιριών παραμένει ακόμη και σήμερα μάλλον σημαντικά φειδωλή, για διαφορετικούς όμως στην κάθε περίπτωση λόγους.**

#### Ο Ακριβής Ορισμός των Τομέων Δραστηριότητας

Οι εισηγμένες εταιρίες χρησιμοποιούν αρκετές φορές ανακριβείς όρους για να περιγράψουν τις δραστηριότητές τους και τις αντίστοιχες πηγές εσόδων τους με σκοπό να γενικεύσουν ή να εξειδικεύσουν – ανάλογα με τις συγκυρίες – την γκάμα των εργασιών τους. Για παράδειγμα, μία αρκετά συχνή περίπτωση σύγχυσης αποτελεί ο όρος «βιομηχανικός τομέας» ο οποίος μεταξύ των άλλων δύναται να σημαίνει συναρμολόγηση εξοπλισμού, ερμηνεία όμως η οποία δεν πρέπει να θεωρείται ορθή. Επιπρόσθετα **πολλές εισηγμένες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη βιομηχανική δραστηριότητα για να ερμηνεύσουν μεταποιητικές εργασίες τους για τις οποίες όμως η προστιθέμενη αξία είναι μικρή έως και ανύπαρκτη**, με αποτέλεσμα να μην τεκμηριώνεται ο χρησιμοποιούμενος όρος. Κατά συνέπεια, οι αναλυτές μάλλον θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικοί απέναντι σε συγκεκριμένους ορισμούς, οι οποίοι **προορίζονται για να δημιουργούν εντυπώσεις χωρίς να αντιπροσωπεύουν όμως τις πραγματικές διαστάσεις των πωλήσεων μιας εισηγμένης εταιρίας.**

#### Ενδεικτικές – Μη Εξαντλητικές Προτάσεις Βελτίωσης της Ανάλυσης των Πωλήσεων

Η αποτελεσματικότερη ανάλυση των πωλήσεων μιας εισηγμένης εταιρίας είναι άμεση συνάρτηση του βαθμού διαφάνειας που επιθυμεί να υιοθετεί η διοίκησή της αλλά και της ποιότητας των χρηματοοικονομικών της

επιδόσεων. Είναι ενδεικτικό ότι οι εταιρίες που γνωστοποιούν συστηματικά, αναλυτικό καταμερισμό πωλήσεων είναι είτε μεγάλης κεφαλαιοποίησης εταιρίες είτε εταιρίες με θετική ανάπτυξη και ευνοϊκές προοπτικές στα θεμελιώδη μεγέθη τους. Αυτό συμβαίνει διότι και στις δύο περιπτώσεις, **η διαφάνεια των στοιχείων των πωλήσεων «επιβάλλεται» τόσο για λόγους εμπορευσιμότητας, όσο και εξαιτίας υψηλών αναπτυξιακών ρυθμών που δεν εμποδίζουν τη διοίκηση μιας εταιρίας να εκθέτει με υπερηφάνεια και όσο γίνεται πληρέστερα τα θεμελιώδη μεγέθη της.** Αντίθετα, όταν οι χρηματοοικονομικές επιδόσεις βαίνουν φθίνουσες τότε είναι πιθανό να παρατηρηθούν φαινόμενα περιορισμού της αυτόβουλης γνωστοποίησης στοιχείων, τουλάχιστο στην ευρύτητα που συνηθιζόταν στις εποχές των θετικών οικονομικών στοιχείων.

Αμέσως πιο κάτω επισημαίνονται ορισμένοι καίριοι τομείς γνωστοποίησης στοιχείων πωλήσεων, οι οποίοι αποτελούν αντικείμενο βελτίωσης από μέρους των εισηγμένων εταιριών ή των οποίων η ύπαρξη βοηθά στην αποτελεσματικότερη κατανόηση των πωλήσεων, ιδιαίτερα σε ενοποιημένο επίπεδο (ομίλου επιχειρήσεων):

**1. Οι ενδοεταιρικές πωλήσεις είναι μία πολύ σημαντική παράμετρος γνώσης** στον καταμερισμό – όταν πρόκειται για ιστορικά στοιχεία – αλλά και στην πρόβλεψη – όταν ως σημείο αναφοράς καθίσταται το μέλλον - των πωλήσεων ενός Ομίλου εταιριών. Αυτή η ανάγκη γνώσης είναι ιδιαίτερα έντονη σήμερα, καθώς οι αποτιμήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, παρακολουθούνται βάσει των ενοποιημένων τους πωλήσεων και των καθαρών τους κερδών<sup>1</sup>. Συνεπώς, η πλήρης και η διαφανής γνωστοποίηση εκείνου του μέρους των πωλήσεων που αποτελεί ενδοεταιρικές συναλλαγές είναι απαραίτητη εκ μέρους ενός ομίλου επιχειρήσεων, προκειμένου να εξάγεται μια ολοκληρωμένη εικόνα των πραγματικών δυνατοτήτων αυτού του Ομίλου να πετυχαίνει πωλήσεις προς το εξωτερικό του περιβάλλον, καθώς σε αυτόν το χώρο υφίστανται έντονος ανταγωνισμός και ρεαλιστικές συνθήκες αγοράς.

**2. Ιδιαίτερα χρήσιμη επίσης είναι η αναφορά της μεθόδου ενοποίησης** (π.χ. μέθοδος ολικής ενοποίησης και μέθοδος καθαρής θέσης ή βάσει των αντίστοιχων αγγλικών όρων “pooling-of-interests method” και “purchase method”) και η συμμετοχή της μητρικής επιχείρησης στην καθεμία θυγατρική εταιρία που ενοποιείται στον όμιλο της πρώτης. **Τα ποσοστά συμμετοχής είναι εξίσου σημαντικό να γνωστοποιούνται και για τις προηγούμενες λογιστικές περιόδους**, ώστε να καθίστανται εμφανείς ενδεχόμενες διαφοροποιήσεις συμμετοχής ή / και αλλαγές επιδράσεων στα ενοποιημένα μεγέθη από περίοδο σε περίοδο. Σε γενικές γραμμές, με τους παραπάνω τρόπους γίνεται εφικτός ο υπολογισμός του αθροίσματος των ενοποιημένων πωλήσεων και της βαρύτητας της κάθε θυγατρικής εταιρίας στις οικονομικές επιδόσεις ενός ομίλου. Η επισήμανση – εκ μέρους της διοίκησης μιας εισηγμένης εταιρίας - των ενδεχόμενων αλλαγών των ποσοστών συμμετοχής στο άμεσο μέλλον είναι προσδιοριστική των

<sup>1</sup> Σύμφωνα με θεωρητικούς παρατηρητές αλλά και σύμφωνα με μερίδα της διεθνούς αναλυτικής κοινότητας, η πρακτική αυτή δεν είναι ορθή καθώς η μητρική εταιρία – και όχι ο όμιλος - είναι εκείνη η οποία χορηγεί μέρισμα στους μετόχους της.

προβλέψεων που πρέπει να γίνουν ως προς τη μελλοντική βαρύτητα της κάθε θυγατρικής στα ενοποιημένα μεγέθη, ωστόσο αποτελεί μάλλον “πολυτέλεια” στις μέχρι σήμερα φειδωλές συνήθειες των εισηγμένων επιχειρήσεων.

**3. Θεωρητικά αλλά και πρακτικά, οι εισηγμένες εταιρίες πρέπει να μερμινούν για την αναφορά ενδεχόμενων στοιχείων εποχικότητας ή παραγόντων που προκαλούν σημαντικές διακυμάνσεις στις πωλήσεις τους ανά 3μηνο ή ανά έτος.** Η κατανόηση τάσεων ή στοιχείων εποχικότητας στη διάρκεια μιας χρονιάς για μία εισηγμένη εταιρία “ρίχνει” ακόμη μεγαλύτερο φως στην ανάλυση των ετήσιων πωλήσεων. Συνεπώς, και όπως άλλωστε προαναφέρθηκε, τα βασικά μεγέθη όπως είναι ο κύκλος εργασιών και η καθαρή κερδοφορία είναι χρήσιμο να προβάλλονται και ανά τρίμηνο – π.χ. α’ 3μηνο, β’ 3μηνο κ.λ.π. - και να μην γίνεται μόνο παρουσίαση του 6μήνου ή του 9μήνου, που ουσιαστικά δείχνουν μία σωρευτική εικόνα σε επίπεδο χρηματοοικονομικών επιδόσεων.

**4. Παράλληλα, σε γενικές γραμμές, αρκετές από τις εισηγμένες εταιρίες αποφεύγουν ή προσπαθούν να αποφύγουν τη γνωστοποίηση εκείνων των επενδυτικών κινδύνων που συνδέονται με τον κύκλο εργασιών τους, όπως π.χ. την εξάρτηση από ένα μεγάλο πελάτη, την εξάρτηση από ένα συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο το οποίο πρόκειται να αλλάξει στα ερχόμενα χρόνια, κ.λ.π..** Το θετικό και “παρήγορο” στοιχείο σήμερα έγκειται στο γεγονός ότι τα ενημερωτικά δελτία των υποψήφιων προς εισαγωγή εταιριών εμπεριέχουν πλέον ειδική ενότητα η οποία αναφέρεται ευρύτερα στο ζήτημα των επενδυτικών κινδύνων, αλλά και ειδικότερα σε εκείνα τα πιθανά, μελλοντικά, και αρνητικής φύσεως σενάρια που σχετίζονται άμεσα με τον κύκλο εργασιών της εκάστοτε εξεταζόμενης επιχείρησης.

**5. Η ανάλυση των ενοποιημένων και των μητρικών πωλήσεων βάσει της γεωγραφικής τους διασποράς αποτελεί μία ακόμη σημαντική οπτική γωνία στην κατανόηση των προοπτικών ανάπτυξης μιας εισηγμένης εταιρίας.** Ο συγκεκριμένος τρόπος ανάλυσης των πωλήσεων καθίσταται σήμερα περισσότερο επίκαιρος παρά ποτέ, λόγω της εντονότερης χρόνο με το χρόνο διεθνοποίησης της Ελληνικής οικονομίας και των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων. Όμως αυτή η ανάλυση των πωλήσεων δεν έχει ενδιαφέρον να υλοποιείται μόνο βάσει του εσωτερικού και του εξωτερικού, και μάλιστα μέσω μόνο γενικών κατηγοριοποιήσεων. Αντίθετα παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον όταν η εν λόγω ανάλυση γίνεται και βάσει των επιμέρους γεωγραφικών διαμερισμάτων της Ελληνικής ή / και της διεθνούς αγοράς ώστε να διαφαίνεται είτε η συνήθως υψηλή εξάρτηση των πωλήσεων από τα μεγάλα αστικά κέντρα, είτε – σε πιο σπάνιες περιπτώσεις – η γεωγραφική αποκέντρωση των εξεταζόμενων πωλήσεων.

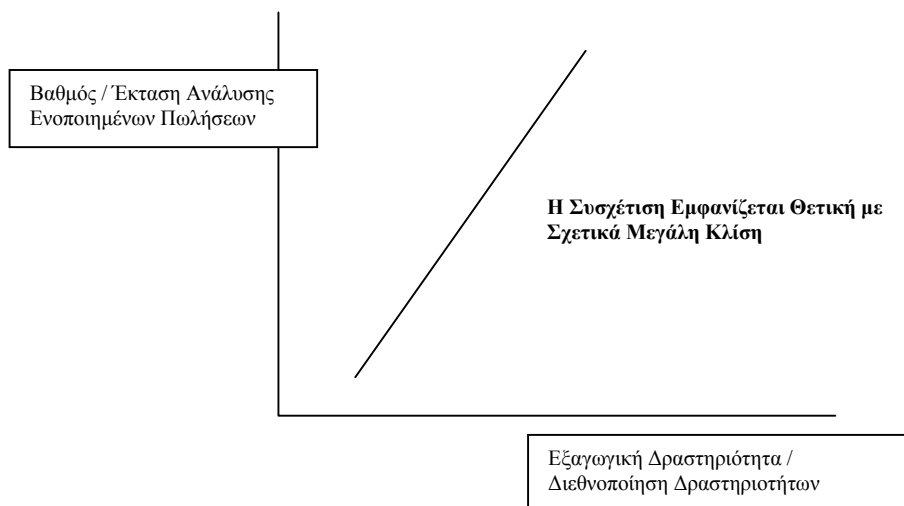
**6. Τέλος, άκρως σημαντική – εάν και μέχρι σήμερα παραμένει “ευσεβής πόθος” - είναι και η παράθεση των ιστορικών μικτών ή καθαρών περιθωρίων κέρδους ανά τομέα δραστηριότητας ή ανά κατηγορία που απαρτίζουν το συνολικό κύκλο εργασιών, τόσο σε**



**μητρική όσο και σε ενοποιημένη βάση.** Στον τομέα αυτόν, οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες σε γενικές γραμμές προτιμούν να παραμένουν όσο το δυνατόν πιο φειδωλές τόσο για λόγους ανταγωνισμού όσο και εξαιτίας της συνήθειάς τους να αφήνουν αρκετές υποθέσεις εργασίας στη διακριτική ευχέρεια των ίδιων των χρηματοοικονομικών αναλυτών.

### Διάγραμμα 2 : Ο Βαθμός της Διεθνούς Παρουσίας μιας Εταιρίας

(Η αύξηση της εξαγωγικής τους δραστηριότητας, οδηγεί τις εισηγμένες επιχειρήσεις στη συστηματικότερη ανάλυση των πωλήσεών τους βάσει των επιμέρους γεωγραφικών αγορών)



### **Οι Εισηγμένες Εταιρίες Απέναντι στην Ανάλυση των Πωλήσεων**

#### **Ενδεικτικές Περιπτωσιολογικές Μελέτες**

Η “Coca Cola Hellenic Bottling Company” αποτελεί μία κλασσική πλέον περίπτωση στο Ελληνικό Χρηματιστήριο η οποία αναλύει τις πωλήσεις της βάσει των λεγόμενων αναδυόμενων, αναπτυσσόμενων και ανεπτυγμένων αγορών στις οποίες εντάσσει τις περισσότερες από 21 χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται ο Όμιλος. Η συγκεκριμένη εταιρία – ίσως και λόγω του μεγέθους της αλλά και της συνειδητής πολιτικής της να μεγιστοποιεί τη γνωστοποίηση πληροφοριών προς τους αναλυτές – παραθέτει εμπειριστατωμένα στοιχεία για την καθεμία χώρα (γεωγραφική αγορά), προκειμένου οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές να είναι σε θέση να “κτίζουν” μοντέλα πρόβλεψης των ενοποιημένων πωλήσεων βάσει των επιμέρους αγορών, προεξοφλώντας παράμετρους όπως το ρυθμό αύξησης του Α.Ε.Π. στην κάθε χώρα.

Όμως και άλλες εταιρίες όπως οι **Τιτάν, Μ. Μαΐλλης και Folli Follie** επίσης συνηθίζουν να γνωστοποιούν τη γεωγραφική ανάλυση των πωλήσεών τους λόγω της έντονης εξαγωγικής τους δραστηριότητας και του διεθνοποιημένου χαρακτήρα που έχει πλέον αποκτήσει ο αντίστοιχος όμιλος εταιριών.

Ως μία πρόσθετη περιπτωσιολογική μελέτη, παρατίθεται αμέσως πιο κάτω η ανάλυση πωλήσεων<sup>2</sup> του **Ομίλου Χ. Ρόκας** βάσει της θεμελιώδους ανάλυσης που εκπόνησε η Εταιρία Εξειδικευμένων Χρηματοοικονομικών Συμβούλων “VRS” (“Valuation & Research Specialists”) το Νοέμβριο – Δεκέμβριο του 2002. Η Διοίκηση του Ομίλου Χ. Ρόκας ακολουθεί μία πολιτική βάσει της οποίας συμπεριλαμβάνει τις ενδοεταιρικές πωλήσεις στο σύνολο των πωλήσεων του Ομίλου που εμφανίζονται στην ετήσια ενοποιημένη λογιστική κατάσταση. Η μητρική εταιρία λαμβάνει έσοδα από τις θυγατρικές της, όσον αφορά στην κατασκευή των μεταλλικών τμημάτων των αιολικών πάρκων που εκμεταλλεύονται οι τελευταίες προκειμένου να παράγουν και να πωλούν την ηλεκτρική ενέργεια στη Δ.Ε.Η.. Το γεγονός ότι οι συγκεκριμένες πωλήσεις (μεταλλικών τμημάτων) προς τις θυγατρικές γίνονται προκειμένου οι ίδιες θυγατρικές να δραστηριοποιηθούν σε έναν τομέα εντελώς διαφορετικό (παραγωγή και πώληση ενέργειας) από την προαναφερθείσα κατασκευή των μεταλλικών τμημάτων, είναι και ο λόγος που έχει επικαλεσθεί στο παρελθόν η Διοίκηση του Ομίλου για την υιοθέτηση αυτής της πρακτικής στον υπολογισμό των ενοποιημένων πωλήσεων.

Οι λόγοι βάσει των οποίων οι εισηγμένες εταιρίες επιλέγουν κατά καιρούς να περιορίζουν τη γνωστοποίηση στοιχείων γύρω από την ανάλυση των πωλήσεών τους ποικίλουν ανά περίπτωση, με ορισμένους ενδεικτικούς παράγοντες να συνοψίζονται όμως στους ακόλουθους:

#### **Εταιρίες στις οποίες Μειώνεται η Έκταση της Ανάλυσης των Πωλήσεων:**

1. Μη επίτευξη των στόχων πωλήσεων που ανακοινώθηκαν στις αρχές του εκάστοτε οικονομικού έτους.
2. Ύπαρξη σταθερής και μεγάλης εξάρτησης από έναν ή λίγους πελάτες.
3. Περιπτώσεις πολυσχιδών ομίλων με πολλές θυγατρικές εταιρίες και επικαλυπτόμενες δραστηριότητες.
4. Ύπαρξη φαινομένων εξάρτησης από μεγάλο μεγέθους έργα τα οποία δεν επαναλαμβάνονται.
5. Οξυνση του ανταγωνισμού στον κλάδο με αποτέλεσμα να μην κρίνεται επιθυμητή η παρουσίαση αναλυτικότερων στοιχείων.

(\*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών  
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

**Investment Research & Analysis Journal**  
**www.iraj.gr**

<sup>2</sup> Το συγκεκριμένο μοντέλο ανάλυσης των πωλήσεων έχει εκπονηθεί από τη “VRS” και αποτελεί υπό προϋποθέσεις μία αρκετά αξιόπιστη προσέγγιση όλων των δυνατών παραμέτρων επεξεργασίας των πωλήσεων του συγκεκριμένου ομίλου επιχειρήσεων.

## Ανάλυση Πωλήσεων &amp; Κερδοφορίας Ομίλου Εταιριών Χ. Ρόκας

(σε εκατ. ευρώ)	1999	2000	2001	2002 E			
<b>Χ. Ρόκας ΑΒΕΕ (Μητρική Εταιρία)</b>							
<b>Πωλήσεις</b>	<b>23,79</b>	<b>31,39</b>	<b>27,22</b>	<b>26,50</b>			
<b>Κέρδη π.φ.</b>	<b>8,31</b>	<b>11,88</b>	<b>10,05</b>	<b>9,25</b>			
<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους</i>	34,92%	37,85%	36,92%	34,91%			
<i>% προς Συνολικές Πωλήσεις</i>	85,63%	73,60%	56,59%	58,95%			
<i>% προς Συνολικά Κέρδη</i>	89,93%	88,27%	65,20%	84,47%			
Ανάλυση Πωλήσεων Μητρικής							
HOCHTIEF	1,69	ΟΛΠ	7,765	TITAN	2,761	Γερανοί	4,00
Α/Π ΑΝΤΙΑ Α'	6,14	Α/Π ΖΑΡΑΚΕΣ	7,542	ΟΛΠ	4,637	Σκελετοί	10,50
Α/Π ΜΑΚΡΥΡΑΧΗ Α'	12,07	Α/Π ΛΕΡΟΣ	0,132	Α/Π ΖΑΡΑΚΕΣ	3,551	Α/Π	12,00
ΟΛΠ	0,70	ΑΝΤΙΑ Β'	7,037	Α/Π ΛΕΡΟΣ / ΚΩΣ	9,605		
ΛΟΙΠΑ	3,20	ΜΑΚΡΥΡΑΧΗ Β'	5,718	Α/Π ΚΕΡΒΕΡΟΣ	0,117		
		ΛΟΙΠΑ	3,192	ΛΟΙΠΑ	6,55		

Θυγατρικές Εταιρίες	1999	2000	2001	2002	
<b>Πωλήσεις</b>	<b>3,99</b>	<b>11,26</b>	<b>20,88</b>	<b>18,45</b>	
<b>Κέρδη π.φ.</b>	<b>0,93</b>	<b>1,58</b>	<b>5,36</b>	<b>1,70</b>	
<u>Ρόκας Αιολική ΑΒΕΕ</u>					
Πωλήσεις	2,982	7,01	10,09	7,70	
Κέρδη π.φ.	0,924	1,38	3,20	1,45	
<i>Συμμετοχή Μητρικής:</i>	<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους</i>	30,99%	19,70%	31,75%	18,83%
99,00%	<i>% προς Συνολικές Πωλήσεις</i>	10,73%	16,45%	20,96%	17,13%
<i>Δυναμικότητα Α/Π</i>	<i>% προς Συνολικά Κέρδη</i>	10,00%	10,27%	20,77%	13,24%
Σητεία Κρήτης 10,2 MW					
Ν. Καρυστίας Εύβοια, 24 MW και 12,6 MW					
<u>Ρόκας Αιολική Εύβοια ΑΒΕΕ</u>					
Πωλήσεις	M/Y	2,78	6,42	5,30	
Κέρδη π.φ.	M/Y	0,16	1,21	-0,20	
<i>Συμμετοχή Μητρικής:</i>	<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους</i>	M/Y	5,91%	18,82%	-3,77%
99,00%	<i>% προς Συνολικές Πωλήσεις</i>	M/Y	6,51%	13,35%	11,79%
<i>Δυναμικότητα Α/Π</i>	<i>% προς Συνολικά Κέρδη</i>	M/Y	1,22%	7,84%	-1,83%
Μακρυράχη Α' 24 MW					
Μακρυράχη Β' 11,6 MW					
<u>Ρόκας Αιολική Ζαράκες ΑΒΕΕ</u>					
Πωλήσεις	M/Y	M/Y	2,80	2,75	
Κέρδη π.φ.	M/Y	M/Y	1,15	-0,10	
<i>Συμμετοχή Μητρικής:</i>	<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους</i>	M/Y	M/Y	40,92%	-3,64%

ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΠΩΣ	99,00%	% προς Συνολικές Πωλήσεις	M/Y	M/Y	5,83%	6,12%
	Δυναμικότητα Α/Π Σκοπές Α' Β' Εύβοια 23,4 MW		% προς Συνολικά Κέρδη	M/Y	M/Y	7,44%
<hr/>						
<u>Ρόκας Αιολική Θράκη ΑΒΕΕ</u>		Πωλήσεις	M/Y	M/Y	M/Y	Αρχίζει το 2003
		Κέρδη π.φ.	M/Y	M/Y	M/Y	
Συμμετοχή Μητρικής:		Περιθώριο Καθαρού Κέρδους	M/Y	M/Y	M/Y	
99,00%		% προς Συνολικές Πωλήσεις	M/Y	M/Y	M/Y	M/Y
Δυναμικότητα Α/Π		% προς Συνολικά Κέρδη	M/Y	M/Y	M/Y	M/Y
N. Ροδόπης 31,2 MW						
<hr/>						
<u>ΔΕΗ Αναεώσιμες - Χ. Ρόκας ΑΒΕΕ</u> (Εκτός Ενοποίησης)		Πωλήσεις	M/Y	M/Y	M/Y	H δραστηριότητα άρχισε το Μάρτιο - Απρίλιο 2002
		Κέρδη π.φ.	M/Y	M/Y	M/Y	1,20 0,70
Συμμετοχή Μητρικής:		Περιθώριο Καθαρού Κέρδους	M/Y	M/Y	M/Y	58,33%
51,00%		% προς Συνολικές Πωλήσεις	M/Y	M/Y	M/Y	2,67%
Δυναμικότητα Α/Π		% προς Συνολικά Κέρδη	M/Y	M/Y	M/Y	6,39%
Κως, Λέρος 8,4 MW						
<hr/>						
ΙΩΝΟ-ΚΑΛΑΜΕΡΓΕΙΕΣ	<u>Ελληνικά Ψάρια ΑΕ</u>	Πωλήσεις	1,01	1,47	1,58	1,50
		Κέρδη π.φ.	0,01	0,03	-0,19	-0,15
	Περιθώριο Καθαρού Κέρδους	0,59%	2,18%	-12,25%	-10,00%	
Συμμετοχή Μητρικής:		% προς Συνολικές Πωλήσεις	3,64%	3,45%	3,27%	3,34%
68,00%		% προς Συνολικά Κέρδη	0,06%	0,24%	-1,25%	-1,37%
<hr/>						
	Προ Ενδοεταιρικών Χρεώσεων ΜΕΓΕΘΗ ΜΗΤΡΙΚΗΣ & ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ	Πωλήσεις	27,78	42,65	48,10	44,95
		Κέρδη π.φ.	9,24	13,46	15,42	10,95
<hr/>						
	Ενδοεταιρικές Χρεώσεις	Πωλήσεις	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
		Κέρδη π.φ.	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,24</b>	<b>0,00</b>
<hr/>						
	<b>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΜΕΓΕΘΗ</b>	<b>Πωλήσεις</b>	<b>27,78</b>	<b>42,65</b>	<b>48,10</b>	<b>44,95</b>
		<b>Κέρδη π.φ.</b>	<b>9,24</b>	<b>13,46</b>	<b>14,18</b>	<b>10,95</b>
		Δικαιώματα Μειοψηφίας	0,01	0,03	0,00	0,02
		Φορολογικός Συντελεστής	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
		<b>Κέρδη μ.φ. &amp; δ.μ.</b>	<b>6,47</b>	<b>9,42</b>	<b>9,92</b>	<b>7,67</b>

Σημειώσεις: Για την εξαγωγή των καθαρών κερδών μετά από φόρους χρησιμοποιείται φορολογικός συντελεστής της τάξεως του 30% (το επίπεδο αυτό αποτελεί ιστορικά το καθαρό φορολογικό συντελεστή της Εταιρίας).

Τα δικαιώματα μειοψηφίας διαμορφώνονται σε ιδιαίτερος μικρά επίπεδα, λόγω της σχεδόν πλήρους συμμετοχής της μητρικής εταιρίας στις περισσότερες εκ των θυγατρικών της.

### Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

---

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειρισματομένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίστηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.

---