

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ &
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΑ
ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΩΝ
ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Νικολακάκη Σταυρούλα

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

Πειραιάς, Μάρτιος 2017

UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF ECONOMICS



MASTER PROGRAM IN
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY

FINANCIAL ANALYSIS AND
VALUATION OF HELLENIC
PETROLEUM S.A

By

Stavroula Nikolakaki

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

Piraeus, Greece, March 2017

Στην οικογένειά μου

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στην κυρία Ψυλλάκη Μαρία, αναπληρώτρια καθηγήτρια του Πανεπιστήμιου Πειραιώς και επιβλέπουσα καθηγήτριας της διπλωματικής μου εργασίας, η οποία με πολύτιμη καθοδήγηση και εμπειρία συνέβαλε καταλυτικά στην εκπόνηση της μελέτης αυτής. Η πολύτιμη βοήθεια και η άριστη συνεργασία που είχα μαζί της αποτέλεσαν καθοριστικούς παράγοντες της διεκπεραίωσης της παρούσας εργασίας.

Επιθυμώ, ακόμη, να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στην οικογένεια και τους φίλους μου για την πολύτιμη βοήθεια, υποστήριξη και αμέριστη συμπαράσταση τους καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Περίληψη

Η παρούσα εργασία διαπραγματεύεται την έννοια της αποτίμησης των επιχειρήσεων σε ένα σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον, όπου ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης είναι μια διαρκής προσπάθεια και η επίτευξη μιας εύρυθμης χρηματοοικονομικής λειτουργίας είναι απαραίτητη για την βελτίωση των επιδόσεων της και την εξασφάλιση της βιωσιμότητάς της.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι σημαντικό στρατηγικό εργαλείο τόσο για τους ενδιαφερόμενους (stakeholders) και μετόχους (shareholders), όσο και για τους διοικούντες και ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης, καθώς δίνει τη δυνατότητα να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα για τη λειτουργία της και μέσα από αυτά να οδηγηθούμε στη λήψη επενδυτικών και επιχειρησιακών αποφάσεων.

Το Α' μέρος της εργασίας παρουσιάζει το θεωρητικό κομμάτι της αποτίμησης αναλύοντας την έννοια της αποτίμησης και των βασικότερων χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών αξιολόγησης και των σημαντικότερων μεθόδων που χρησιμοποιούνται τις τελευταίες δεκαετίες. Παράλληλα αναπτύσσονται οι βασικές έννοιες που σχετίζονται με την αποτίμηση και παρουσιάζονται τα δημοφιλέστερα μοντέλα υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης και πρόβλεψης της μελλοντικής της κατάστασης.

Το Β' μέρος αποτιμά μια συγκεκριμένη εταιρεία, την «Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.Ε» χρησιμοποιώντας κάποια μοντέλα αποτίμησης που παρουσιάστηκαν στο Α' μέρος και δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Κατάλληλο μοντέλο για την αποτίμηση της αξία της μετοχής των Ελληνικών Πετρελαίων θεωρήθηκε το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Επίσης, επιχειρείται η εκτίμηση μιας δίκαιης τιμής της μετοχής του ομίλου.

Η εταιρεία που θα αναλυθεί, ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια επιλέχθηκε διότι είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και στο Χρηματιστήριο Λονδίνου και κατέχει σημαντικό μερίδιο αγοράς σε έναν πολύ ανταγωνιστικό κλάδο. Είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες πετρελαιοειδών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, με σημαντική παρουσία σε πολλές χώρες του εξωτερικού (συνολικό δίκτυο 295 πρατηρίων στο εξωτερικό) αποτελεί μια επιχείρηση με ισχυρές βάσεις που έχει πρωταγωνιστικό ρόλο

στις εξελίξεις του ενεργειακού τομέα τόσο στην Ελλάδα όσο και στον ευρύτερο χώρο της Ευρώπης.

Abstract

In a modern and continuously evolving economic environment, determining the value of a business is a constant effort and the achievement of a well-functioning operation is necessary to improve performance and ensure sustainability. In recent years, entrepreneurship presents significant changes as a result of global economic and business environment changes.

Financial analysis is an important strategic tool for the stakeholders and shareholders, as well as the managers and owners of a business, as it enables them to come to useful conclusions about its operation and through them to be led in making investment and operational decisions.

The purpose of this dissertation is to present the evaluation methods used in recent years and the case study of “Hellenic Petroleum” group of companies. The choice of this company was mainly for two reasons: first, because it is listed on the Athens Stock Exchange and secondly, because it holds the majority of the market shares in the oil refinery industry.

To achieve this, the paper is divided into two sections. The first part of the thesis refers to the meaning of valuation and major analyzing methods used in recent decades. The second part analyses “Hellenic Petroleum” company using its published financial statements and some evaluation methods presented in part I.

Περιεχόμενα

Περίληψη	vii
Abstract	x
Κατάλογος Πινάκων	xv
Κατάλογος Διαγραμμάτων	Xvii

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

1.1 Μέθοδοι ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων	1
1.1.1 Διαστρωματική ή Κάθετη Ανάλυση	1
1.1.2 Διαχρονική ή Οριζόντια Ανάλυση	3
1.1.3 Ανάλυση με αριθμοδείκτης Τάσης Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων με	4
1.2 αριθμοδείκτες Ανάλυση της ποσοστιαίας σύνθεσης ενεργητικού	4
1.2.1 & παθητικού	5
1.3 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	7
1.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	11
1.5 Δείκτες Περιθωρίου Κέρδους	12
1.6 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας	14
1.7 Αριθμοδείκτες Οικονομικής Διάρθρωσης	17
1.8 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες	19

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Βασικές Έννοιες Αποτίμησης Επιχειρήσεων – Σημαντικότερα μοντέλα Αποτίμησης Εταιριών

2.1 Γενικές Έννοιες Αποτίμησης Επιχειρήσεων	21
2.1.1 Ιστορική αναδρομή μεθόδων Αποτίμησης	25

2.1.2	Ανασκόπηση βιβλιογραφίας Υποδείγματα ανάλυσης ταμειακών ροών από	28
2.1.3	παλαιότερες εμπειρικές μελέτες	31
2.2	Κατηγορίες μοντέλων αποτίμησης Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά	32
2.2.1	Δεδομένα (Balance- Sheet Based Method)	33
2.2.1.1	Λογιστική Αξία (Book Value)	34
2.2.1.2	Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value)	34
2.2.1.3	Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)	35
2.2.1.4	Αξία αντικατάστασης (Substantial Value) Μέθοδοι που βασίζονται στην προεξόφληση των ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow	35
2.2.2	Method- DCF) Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων	36
2.2.2.1	(Discount Dividend Method)	37
2.2.2.2	Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method)	41
2.2.2.3	Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method –APV)	43
2.2.2.4	Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method (DFCF)	45
2.2.3	Μέθοδοι Πολλαπλασιαστών (Multiples Valuation or Comparable companies Method)	51
2.3	Συνηθέστερα σφάλματα κατά τη διαδικασία αποτίμησης	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Παρουσίαση & Χρηματοοικονομική Ανάλυση του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια

	Παγκόσμια & Ευρωπαϊκή Οικονομία την περίοδο	
3.1	2015-2017	57
3.1.1	Ελληνική Οικονομία την περίοδο 2015-2017 Επισκόπηση του κλάδου των πετρελαιοειδών στην	60
3.2	Ελλάδα	69
3.2.1	Εξέλιξη των τιμών των καυσίμων στην Ελλάδα την περίοδο 2011-2016	69

3.2.2	Εξέλιξη των διεθνών τιμών πετρελαίου	73
3.2.3	Κατανάλωση καυσίμων κίνησης στην Ελλάδα	74
3.3	Γενικά για τον όμιλο ΕΛΠΕ	75
	Ιστορική Αναδρομή του ομίλου Ελληνικά	
3.3.1	Πετρέλαια	77
	Γεωγραφικές Αγορές & Περιοχές	
3.3.2	Δραστηριοποίησης Ομίλου	80
3.4	Μετοχική σύνθεση	81
3.5	Στρατηγική της εταιρείας	81
3.6	Βιώσιμη ανάπτυξη	82
3.7	SWOT Analysis	83
3.8	Ανάλυση Αριθμοδεικτών ΕΛΠΕ	85
	Ανάλυση του ομίλου ΕΛΠΕ με αριθμοδείκτες	
3.8.1	Ρευστότητας	85
	Ανάλυση του ομίλου ΕΛΠΕ με αριθμοδείκτες	
3.8.2	Δραστηριότητας	88
	Ανάλυση του ομίλου ΕΛΠΕ με αριθμοδείκτες	
3.8.3	Αποδοτικότητα	94
	Ανάλυση του ομίλου ΕΛΠΕ με αριθμοδείκτες	
3.8.4	Διάρθρωσης	98
	Συμπεράσματα από τη Χρηματοοικονομική	
3.9	ανάλυση του ομίλου ΕΛΠΕ	100

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Αποτίμηση του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια

4.1	Μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας	105
4.2	Προεξόφληση ταμειακών ροών	106
	Εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης FCFE για τον	
4.3	όμιλο Ελληνικά Πετρέλαια	110
4.3.1	Προβλέψεις ρυθμού ανάπτυξης ομίλου ΕΛΠΕ	114
	Υπολογισμός καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών	
4.3.2	(Net capex)	112
4.3.3	Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης	112
	Καθορισμός σταδίων ανάπτυξης &	
4.4	Χρηματοοικονομικού ορίζοντα πρόβλεψης	113
4.5	Υπολογισμός του Μέσου Σταθερού Κεφαλαίου	114

(WACC)	
4.5.1 Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων	114
4.5.2 Το κόστος των ξένων κεφαλαίων	116
4.5.3 Τελικός υπολογισμός του WACC	117
Προσδιορισμός αξίας εταιρίας βάση της προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών και	
4.6 της υπολειμματικής αξίας	119
4.7 Αποτίμηση βάση FCFE	120
Σύγκριση αποτελεσμάτων με τη χρηματιστηριακή	
4.8 αξία της μετοχής	120
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Συμπεράσματα - Προτάσεις	
5.1 Συμπεράσματα	123
5.2 Προτάσεις	126
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	127
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	131

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 2.1 Κατάταξη βασικών μεθόδων αποτίμησης επιχείρησης	25
Πίνακας 2.2 Χρησιμοποιούμενοι πολλαπλασιαστές σε αναλύσεις	53
Πίνακας 3.1 Βασικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας	57
Πίνακας 3.1.1 Βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας	62
Πίνακας 3.1.2 Δείκτης Οικονομικού Κλίματος Ευρωζώνης-Ελλάδας	63
Πίνακας 3.1.3 Δείκτης υπευθύνων προμηθειών PMI στην μεταποίηση(Ιαν.2016)	64
Πίνακας 3.1.4 Η πορεία του δείκτη ΚΕΡΕ GRIV, μηνιαίες παρατηρήσεις 2015-4/2016	66
Πίνακας 3.1.5 Spread 10ετών ομολόγων κρατών-μελών της Ευρωζώνης σε σύγκριση με το αντίστοιχο γερμανικό	67
Πίνακας 3.1.6 Αποτελέσματα Γενικής Κυβέρνησης	68
Πίνακας 3.2 Ποσοστά συμμετοχής σε εταιρείες εξωτερικού	70
Πίνακας 3.2.1 Εξέλιξη των τιμών καυσίμων κίνησης την περίοδο 2011-2016 (σε €/ΧΛΤ)-μέσες ετήσιες τιμές αμόλυβδης βενζίνης	70
Πίνακας 3.2.2 Εξέλιξη των τιμών καυσίμων κίνησης την περίοδο 2011-2016 (€/ΧΛΤ)-μέσες ετήσιες τιμές πετρελαίου κίνησης	71
Πίνακας 3.2.3 Εξέλιξη των τιμών πετρελαίου θέρμανσης την περίοδο 2010-2016 (σε €/ΧΛΤ)	72
Πίνακας 3.2.4 Ποσοστιαία συμμετοχή της φορολογίας & του ΕΦΚ στην τελική τιμή του πετρελαίου θέρμανσης την περίοδο 2010-2016	72
Πίνακας 3.2.5 Μέσες τιμές αργού πετρελαίου OPE 2010-2016	74
Πίνακας 3.8.1 Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας 2010-2015	85
Πίνακας 3.8.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας 2010-2015	86
Πίνακας 3.8.3 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας 2010-2016	87
Πίνακας 3.8.4 Κεφάλαιο Κίνησης	88
Πίνακας 3.8.5 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης	89

Πίνακας 3.8.6 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	89
Πίνακας 3.8.7 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού	90
Πίνακας 3.8.8 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων	90
Πίνακας 3.8.9 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων	92
Πίνακας 3.8.10 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	93
Πίνακας 3.8.11 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού	94
Πίνακας 3.8.12 Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους	94
Πίνακας 3.8.13 Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους	95
Πίνακας 3.8.14 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	96
Πίνακας 3.8.15 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων	97
Πίνακας 3.8.16 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	97
Πίνακας 3.8.17 Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια	98
Πίνακας 3.8.18 Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης	99
Πίνακας 4.1 Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων ΕΛΠΕ	118
Πίνακας 4.2 Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων ΕΛΠΕ	118
Πίνακας 4.3 FCFE για το έτος 2015	119
Πίνακας 4.4 Προβλεπόμενες ταμειακές ροές	120

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 3.8.1 Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας	86
Διάγραμμα 3.8.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας	87
Διάγραμμα 3.8.3 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας	87
Διάγραμμα 3.8.4 Κεφάλαιο Κίνησης	88
Διάγραμμα 3.8.5 Ταχύτητα Κεφαλαίου Κίνησης	89
Διάγραμμα 3.8.6 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	90
Διάγραμμα 3.8.7 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Παγίου Ενεργητικού	90
Διάγραμμα 3.8.8 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων	91
Διάγραμμα 3.8.9 Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων	92
Διάγραμμα 3.8.10 Ταχύτητα Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	93
Διάγραμμα 3.8.11 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού	94
Διάγραμμα 3.8.12 Περιθώριο Μικτού Κέρδους	95
Διάγραμμα 3.8.13 Περιθώριο Καθαρού Κέρδους	95
Διάγραμμα 3.8.14 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	96
Διάγραμμα 3.8.15 Απόδοση Παγίων	97
Διάγραμμα 3.8.16 Απόδοση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	98
Διάγραμμα 3.8.17 Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	99
Διάγραμμα 3.8.18 Οικονομική Μόγλευση	100

Κεφάλαιο 1: Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

Οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις σκοπό έχουν να παρέχουν τα απαραίτητα στοιχεία σχετικά με τα αποτελέσματα των εργασιών της επιχείρησης για όσους λαμβάνουν αποφάσεις. Για να διεξαχθεί η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων γίνεται χρήση των επίσημων στοιχείων της επιχείρησης και άλλων πηγών όπως για παράδειγμα οι συνολικοί οικονομικοί δείκτες μιας χώρας. Χρήστες του συστήματος πληροφόρησης μέσω των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι οι λαμβάνοντες αποφάσεις, όσον αφορά στην εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης, και οι κáνοντες προβλέψεις της μελλοντικής πορείας της (Φίλιος, 1996). Οι κύριες ομάδες χρηστών αποτελούνται από τους:

-Ιδιοκτήτες, μετόχους, διοίκηση

-Πιστωτές

- Πιθανούς Επενδυτές

-Χρηματοδοτικούς οργανισμούς

-Εργατικά συνδικάτα

-Φορολογικές και άλλες αρχές

1.1 Μέθοδοι ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων διαθέτει μια σειρά από μεθόδους, από τις οποίες ο αναλυτής μπορεί να επιλέξει όποια εξυπηρετεί καλύτερα το σκοπό της ανάλυσης του και μελετάει τα οικονομικά στοιχεία που αναφέρονται σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζουμε τις πιο βασικές μεθόδους ανάλυσης:

1. Διαστρωματική ή κάθετη μέθοδος αναλύσεως (Vertical Analysis).

2. Διαχρονική ή οριζόντια μέθοδος αναλύσεως (Comparative Analysis).
3. Μέθοδος αναλύσεως των χρονολογικών σειρών με δείκτες τάσης (Trend Percentages).
4. Ανάλυση με Αριθμοδείκτες (Ratio Analysis).
5. Εξειδικευμένες μέθοδοι, όπως για παράδειγμα η ανάλυση του Νεκρού Σημείου, ανάλυση με τη χρήση Παλινδρόμησης αλλά και η ανάλυση μεταβολών της οικονομικής θέσης της επιχείρησης.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο ανάλυσης με αριθμοδείκτες, καθώς αποτελούν το πιο σημαντικό εργαλείο της χρηματοοικονομικής λογιστικής. Αναλύουν την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης και μαζί με την Κατάσταση Ταμειακών Ροών δείχνουν την πραγματική εικόνα της ως προς τη ρευστότητα, απόδοση και βιωσιμότητά της.

1.1.1 Διαστρωματική ή κάθετη Ανάλυση.

Πρόκειται για μια μέθοδο ανάλυσης κατά την οποία ένα σημαντικό μέγεθος ή στοιχείο μιας συγκεκριμένης οικονομικής κατάστασης χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού και όλα τα άλλα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης συγκρίνονται με αυτό. Η διαστρωματική ανάλυση περιλαμβάνει την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων σε ποσοστά των συνολικών μεγεθών του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης. Στην προκειμένη περίπτωση ο αναλυτής θέτει το σύνολο των στοιχείων του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων ίσο με 100 και υπολογίζει το ποσοστό του κάθε στοιχείου στο σύνολο του ισολογισμού ή της κατάστασης μεγέθους. Το αποτέλεσμα που προκύπτει ονομάζεται κατάσταση κοινού μεγέθους. Συχνά χρησιμοποιείται για διευκόλυνση των συγκρίσεων μεταξύ των επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους αλλά και για να βρεθεί η σημαντικότητα κάθε στοιχείου του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης καθώς και ο ρόλος τους στην λειτουργία της επιχείρησης. Επιπλέον, επιτρέπουν στον αναλυτή να συγκρίνει τα λειτουργικά και διάφορα άλλα χαρακτηριστικά δυο εταιρειών ίδιου κλάδου αλλά διαφορετικού μεγέθους. (Αλεξάκης, 2015).

1.1.2 Διαχρονική ή Οριζόντια Ανάλυση

Πρόκειται για μια ακόμη μέθοδο ανάλυσης κατά την οποία συγκρίνονται και αξιολογούνται οι μεταβολές των διαφόρων ομάδων- στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων και των μεταβολών της χρηματοοικονομικής θέσης μιας επιχείρησης για μια σειρά ετών.

Τα λογιστικά στοιχεία ενός έτους αποκτούν μεγαλύτερη σημασία όταν συγκρίνονται με άλλα ίδια ή παρόμοια στοιχεία παλαιότερων ετών και χρήσεων. Οι καταστάσεις που παρουσιάζουν τα λογιστικά στοιχεία δύο ή περισσότερων ετών και χρήσεων ονομάζονται συγκριτικές οικονομικές καταστάσεις. Όσο περισσότερες είναι οι λογιστικές χρήσεις που παρουσιάζονται τόσο πιο αξιόπιστα είναι τα συμπεράσματα στα οποία μπορεί να καταλήξει ο αναλυτής.

Προκειμένου να είναι δυνατή η σύγκριση των λογιστικών στοιχείων διαχρονικά, πρέπει οι συγκριτικές καταστάσεις να πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις :

- Η ταξινόμηση των στοιχείων να είναι ομοιόμορφη σε όλες τις περιόδους στις οποίες αναφέρονται.
- Τα στοιχεία να είναι ενταγμένα στις ίδιες επιμέρους ομάδες στοιχείων.
- Να τηρούνται οι λογιστικές αρχές, καθ'όλη την υπό κρίση περίοδο. Σε περίπτωση που υπάρχει κάποια αλλαγή αυτών θα πρέπει να σημειώνεται ώστε να λαμβάνεται υπόψη από τον αναλυτή.
- Να σημειώνονται τυχόν μεταβολές στις συνθήκες ή στη φύση των στοιχείων.

Στην περίπτωση που δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω τα αποτελέσματα των συγκρίσεων ενδεχομένως να οδηγήσουν σε λανθασμένα συμπεράσματα (Αλεξάκης, 2015).

1.1.3 Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης.

Η ανάλυση με αριθμοδείκτες τάσης χρησιμοποιείται όταν πρέπει να εξετασθούν λογιστικές καταστάσεις για μακρά χρονική περίοδο (για παράδειγμα 5-10 χρόνια). Ο αναλυτής επιλέγει ένα έτος ή μια χρονική στιγμή σαν έτος βάσης και οι αριθμοδείκτες θεωρούνται ίσοι με 100. Σημειώνεται ότι το έτος που επιλέγεται ως έτος βάσης πρέπει να περιέχει «κανονικές» συνθήκες και αποτελέσματα της επιχείρησης (Αλεξιάκης 2015).

1.2 Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες

Μια από τις πιο διαδεδομένες και χρήσιμες μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης αποτελεί η χρήση αριθμοδεικτών. Η ανάλυση με αριθμοδείκτες παρέχει μόνο ενδείξεις και είναι χρήσιμη στο να αξιολογηθεί η οικονομική θέση και η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης καθώς και η σύγκριση των αποτελεσμάτων τόσο διαχρονικά όσο και με άλλες επιχειρήσεις (Αλεξιάκης, 2015).

Συνεπώς, οι μέθοδοι ανάλυσης που χρησιμοποιούνταν μέχρι και σήμερα συμπληρώνονται με τη χρήση αριθμοδεικτών, οι οποίοι αποτελούν σημαντικό εργαλείο για την ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των οικονομικών μονάδων. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες βοηθούν στην εκτίμηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση και δίνουν πληροφορίες για το παρελθόν, το παρόν και το μέλλον της. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών αντλεί πληροφορίες προερχόμενες από τις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης. Η σπουδαιότητα αυτής της μεθόδου οφείλεται κυρίως στο ότι παρακάμπτεται η δυσκολία ανάλυσης και ερμηνείας των απόλυτων δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων. Επίσης, περιορίζεται ο μεγάλος όγκος στοιχείων που περιλαμβάνεται στις οικονομικές καταστάσεις, σε ένα μικρό σύνολο δεικτών, που συνεπάγεται καλύτερη διαχείριση στον αναλυτή (Βασιλείου & Ηριώτης, 2008).

Οι αριθμοδείκτες μπορούν να ταξινομηθούν σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με το κριτήριο που χρησιμοποιείται και τον τύπο της επιχειρηματικής δραστηριότητας που αναφέρεται, αλλά και ανάλογα με την ανάλυση και έρευνα που επιχειρούνται.

1.2.1 Ανάλυση της ποσοστιαίας σύνθεσης ενεργητικού και παθητικού

Με την ανάλυση αυτή γίνεται η απεικόνιση της ποσοστιαίας αναλογίας κάθε ομάδας στοιχείων του ενεργητικού προς το σύνολο του και κάθε ομάδας στοιχείων του παθητικού προς το σύνολο του. Σκοπός της ανάλυσης της σύνθεσης των παραπάνω στοιχείων είναι να διαπιστωθούν τυχόν οργανικές αδυναμίες:

- στην ποσοστιαία σύνθεση των πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης, δηλαδή στο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων, των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- στην ποσοστιαία σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού, δηλαδή στο ποσοστό των παγίων, κυκλοφορούντων και διαθεσίμων, στα οποία έχουν επενδυθεί τα κεφάλαια (ξένα και ίδια) της επιχείρησης.

Η σημασία της ανάλυσης της ποσοστιαίας αναλογίας των στοιχείων του ισολογισμού γίνεται φανερή σε διάφορες περιπτώσεις, όπως για παράδειγμα σε περίπτωση δυσανάλογης συμμετοχής του ξένου κεφαλαίου στο σύνολο του παθητικού, το οποίο ερμηνεύεται ως υπέρμετρη επιβάρυνση της επιχείρησης με τόκους, μείωση κερδών και άλλων προβλημάτων.

Επιπροσθέτως, υπερβολικά μεγάλα πάγια χωρίς την παρουσία αντίστοιχων πωλήσεων ενδεχομένως να δείχνουν περιττές αποσβέσεις και δαπάνες συντηρήσεων και επισκευών με δυσμενή αντίκτυπο στα οικονομικά αποτελέσματα. Στην αντίθετη περίπτωση, η ύπαρξη μικρών παγίων μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Τέλος, μικρότερα ή μεγαλύτερα αποθέματα από το απαιτούμενο μπορούν είτε να επιβαρύνουν την επιχείρηση με λειτουργικές δαπάνες ή να διαταράξουν την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης.

- **Αριθμοδείκτης συνθέσεως παθητικού** = $\frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Σύνολο παθητικού}}$

Ο αριθμοδείκτης συνθέσεως παθητικού ονομάζεται και αριθμοδείκτης δομής κεφαλαίων ή οικονομικής εξάρτησης με μεγάλη σημασία διότι η συνολική δανειακή επιβάρυνση επηρεάζει σοβαρά την αποδοτικότητα του επιχειρηματία και την ρευστότητα της επιχείρησης. Επιπλέον, ο αριθμοδείκτης αυτός δίνει πληροφορίες για την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και το βαθμό εξάρτησης της από την αγορά κεφαλαίων.

Σε περίπτωση που η τιμή του αριθμοδείκτη είναι μεγαλύτερη από την μονάδα, δείχνει πως οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης συμμετέχουν περισσότερο στην χρηματοδότηση της επιχείρησης απ'ότι οι πιστωτές και οι δανειστές. Αντιθέτως, όταν η τιμή του αριθμοδείκτη είναι μικρότερη της μονάδας, οι δανειστές της επιχείρησης έχουν μεγαλύτερο χρηματοδοτικό ενδιαφέρον έναντι των μετόχων.

Σε γενικές γραμμές, η σύνθεση του παθητικού μας δείχνει το μέτρο της πιστωτικής επιφάνειας που διαθέτει η κάθε επιχείρηση. Η παραπάνω αναλογία των ιδίων κεφαλαίων προς τη σύνθεση του παθητικού είναι σημαντική για την ικανότητα της επιχείρησης να δανείζεται ξένα κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, όταν η συγκεκριμένη αναλογία είναι μεγαλύτερη από $\frac{2}{3}$, σημαίνει πως η επιχείρηση έχει σχετική ευχέρεια δανεισμού, ενώ όταν είναι μικρότερη του $\frac{1}{2}$ σημαίνει πως η επιχείρηση ενδέχεται να δυσκολεύεται να βρει δανειστές.

- **Αριθμοδείκτης συνθέσεως ενεργητικού** = $\frac{\text{Πάγια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$

Η σύνθεση του ενεργητικού μας παρουσιάζει το μέτρο της ρευστότητας της περιουσίας και εν μέρει διαχωρίζει την εμπορική από τη βιομηχανική επιχείρηση, αφού κατά κανόνα η πρώτη δεν χρησιμοποιεί μεγάλη αναλογία παγίων, σε αντίθεση με τη δεύτερη. Η διάρθρωση του ενεργητικού είναι σημαντική κυρίως από την άποψη του βαθμού ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων, λόγω του γεγονότος ότι ορισμένα από αυτά ρευστοποιούνται σχετικά εύκολα (εμπορεύματα, απαιτήσεις, πρώτες ύλες κλπ).

Ο βαθμός ρευστότητας των στοιχείων του ενεργητικού σε περιόδους ύφεσης επηρεάζει την ικανότητα της επιχείρησης να περιορίζει την αξία των κυκλοφορούντων ανάλογα με τις ανάγκες της και με τον τρόπο αυτό να εξοικονομεί κεφάλαια. Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό ή αλλιώς τον βαθμό παγιοποιήσεως του ενεργητικού και είναι στενά συνδεδεμένος με τη φύση των εργασιών της επιχείρησης.

1.3 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η χρήση των αριθμοδεικτών ρευστότητας αποσκοπεί στο να προσδιορίσουν την βραχυχρόνια οικονομική θέση μιας οικονομικής μονάδας, καθώς επίσης και την ικανότητα της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες ρευστότητας είναι οι εξής:

- 1.Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας
- 2.Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας
- 3.Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας

Για να μπορεί μια οικονομική μονάδα να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της θα πρέπει να διαθέτει επαρκή ρευστά στοιχεία, τα οποία δημιουργούνται μέσα από τη καθημερινή μετατροπή των αποθεμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και τέλος των απαιτήσεων σε μετρητά.

Η ρευστότητα επηρεάζει άμεσα τα κέρδη μιας οικονομικής μονάδας και αυτό συμβαίνει γιατί εάν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δεν μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε μετρητά ή εάν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα η οικονομική μονάδα δεν έχει τη δυνατότητα να πληρώσει τις υποχρεώσεις της. Κατά συνέπεια η επιχείρηση δυσφημείται και μειώνεται η εμπιστοσύνη των συναλλασσομένων προς εκείνη. Για αυτό το λόγο η πλειοψηφία των οικονομικών μονάδων φροντίζει να διατηρεί πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων, ύψους

ανάλογου με εκείνο των τρεχουσών υποχρεώσεων προκειμένου να μπορούν να τις εξοφλούν κανονικά.

Ωστόσο, η διατήρηση υπερβολικά υψηλών στοιχείων ενδέχεται να οδηγήσει σε μείωση της κερδοφόρας δυναμικότητας της επιχείρησης.

Επειδή όμως σε ένα ανάλογο αποτέλεσμα μπορεί να οδηγήσει και η ανεπάρκεια κυκλοφοριακών στοιχείων, υπάρχει ένα άριστο ύψος κυκλοφοριακών στοιχείων και τρεχουσών υποχρεώσεων.

Συνεχίζοντας την ανάλυση της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης δημιουργούνται ερωτήματα που σχετίζονται με την ρευστότητα και την ικανότητα της επιχείρησης να εκπληρώνει όλες τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Τα ερωτήματα που προκύπτουν είναι τα παρακάτω:

-Υπάρχουν ή όχι επαρκή κυκλοφοριακά στοιχεία και κατά συνέπεια η οικονομική μονάδα είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της;

-Υπάρχουν υπερβολικές αποθεματοποιήσεις;

-Υπάρχουν επαρκή διαθέσιμα προκειμένου να λειτουργήσει ομαλά η οικονομική μονάδα και να δύναται να εκμεταλλευτεί μελλοντικές ευκαιρίες που θα παρουσιαστούν;

-Έχει υπερβολικές απαιτήσεις;

-Είναι σε θέση να χορηγεί μεγάλες πιστώσεις στους πελάτες της;

Τα παραπάνω ερωτήματα απαντώνται μέσα από την χρηματοοικονομική ανάλυση με τη χρήση των αριθμοδεικτών ρευστότητας. Πιο συγκεκριμένα, οι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες σκοπό έχουν να αποδώσουν την τρέχουσα οικονομικά κατάσταση της επιχείρησης, η οποία απασχολεί όλους όσους σχετίζονται, κατά οποιονδήποτε τρόπο, με αυτή, αφενός γιατί συνδέονται με τις καθημερινές λειτουργίες της, αφετέρου γιατί η ανεπάρκεια κεφαλαίων κίνησης και η κακή διαχείριση τους αποτελεί μια από τις σημαντικότερες αιτίες πτώχευσης.

Για να θεωρηθεί μια οικονομική μονάδα ότι βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση θα πρέπει να πληροί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

1. Να μπορεί να ανταποκριθεί στις καθημερινές απαιτήσεις των βραχυπρόθεσμων δανειστών της και να είναι σε θέση να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
2. Να μπορεί να ανταποκρίνεται στην εξόφληση των απαιτούμενων τόκων και μερισμάτων των μετόχων της.
3. Να εκτελεί απρόσκοπτα τις εργασίες της και να μπορεί να εκμεταλλευτεί τυχόν ευκαιρίες.

Να σημειωθεί πως καλή οικονομική κατάσταση εννοούμε όταν οι τρέχουσες δραστηριότητες της επιχείρησης χρηματοδοτούνται από τους βραχυχρόνιους πιστωτές της.

- **Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας** = $\frac{\text{Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού}}{\text{Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων}}$

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει το μέτρο ρευστότητας μιας οικονομικής μονάδας. Το βασικό του χαρακτηριστικό είναι η μέτρηση της σχέσης μεταξύ κυκλοφορούντων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η παραπάνω σχέση δείχνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες ή ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με χρήση των διαθέσιμων και των λοιπών κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων της.

Επιπλέον, ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας δεν δείχνει μόνο το ποσοστό της ρευστότητας της επιχείρησης, αλλά και το περιθώριο ασφαλείας που διατηρεί η διοίκηση της προκειμένου να μπορεί να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά οποιαδήποτε ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κίνησης.

Σε γενικές γραμμές, ένας αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας που κυμαίνεται γύρω στο 2 θεωρείται ικανοποιητικός για μια εμπορική επιχείρηση ή βιομηχανία.

- **Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας** = $\frac{\text{Απαιτήσεις+Ταμείο}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας μας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της οικονομικής μονάδας – που μπορεί να είναι τραπεζικές

καταθέσεις, χρεόγραφα, απαιτήσεις- καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, δηλαδή εκφράζει την κάλυψη των αναγκών της επιχείρησης χωρίς την προσφυγή στα αποθέματα της. Ωστόσο, αυτό που τον διαφοροποιεί από τον δείκτη γενικής ρευστότητας είναι ότι ο συγκεκριμένος δεν περιλαμβάνει όσα στοιχεία δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα.

Πιο συγκεκριμένα, στον υπολογισμό του αριθμοδείκτη ειδικής ρευστότητας δεν περιλαμβάνονται:

-τα αποθέματα πρώτων υλών και βοηθητικών υλικών, ημικατεργασμένων και έτοιμων προϊόντων

-οι δαπάνες που έχουν ήδη καταβληθεί και για τις οποίες χρειάζεται κάποιο χρονικό διάστημα για να μετατραπούν σε χρήματα.

Ένας αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας γύρω στη μονάδα θεωρείται ικανοποιητικός, ενώ αντίθετα ένας αριθμοδείκτης μικρότερος της μονάδας δείχνει ότι τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της οικονομικής μονάδας δεν επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η οικονομική μονάδα να εξαρτάται από τις μελλοντικές της πωλήσεις προκειμένου να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η ύπαρξη διαφοράς μεταξύ των αριθμοδεικτών γενικής και ειδικής ρευστότητας υποδηλώνει ότι υπάρχουν αυξημένα αποθέματα στην επιχείρηση.

$$\bullet \text{ Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Χρεόγραφα} + \text{Ταμείο}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης καλύπτουν τις τρέχουσες και ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

1.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Εξίσου σημαντική για την οικονομική μονάδα είναι η ανάλυση αποτελεσμάτων χρήσης, διότι όλες οι επιχειρήσεις έχουν ως σκοπό τους το κέρδος και συνεπώς οι ενδιαφερόμενοι ενδιαφέρονται να μάθουν πόσο αποδοτική είναι η επιχείρηση από άποψη κερδών καθώς και τις βλέψεις της για το μέλλον.

Η αποδοτικότητα της επιχείρησης αντανακλά την ικανότητα της τελευταίας να δημιουργεί κέρδη μέσω των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σε αυτήν από τους μετόχους της. Δείχνει δηλαδή την δυνατότητα που έχει να διατηρεί αλλά και να επεκτείνει την καθαρή θέση της. Για να υπολογιστεί η αποδοτικότητα χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια, όπως για παράδειγμα η πορεία του όγκου παραγωγής, πωλήσεων και κερδών.

- **Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων** = $\frac{\text{Καθαρά Έσοδα}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} * 100$

Απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη) και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες. Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης, δηλαδή υποδηλώνει το πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Να σημειωθεί πως οι επενδυτές αναζητούν επιχειρήσεις με αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων.

- **Αποδοτικότητα Ενεργητικού** = $\frac{\text{Κέρδος προ Φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού είναι σημαντικό εργαλείο για τη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με τη δέσμευση ή όχι κεφαλαίων από την επιχείρηση. Μετρά την αποδοτικότητα των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας, καθώς επίσης και των επί μέρους τμημάτων της και ταυτόχρονα αποτελεί είδος αξιολογήσεως και ελέγχου της διοικήσεως της. Επιπλέον, μέσω του δείκτη αυτού μπορούμε να συγκρίνουμε την αποδοτικότητα της επιχείρησης με την

αποδοτικότητα άλλων επιχειρήσεων ή μορφών επενδύσεων και να παρακολουθούμε την αποδοτικότητα της σε βάθος χρόνου σε σύγκριση με άλλα αντίστοιχα μεγέθη άλλων ομοειδών επιχειρήσεων. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού, τόσο πιο αποτελεσματική είναι η αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Χαμηλή τιμή ενδέχεται να δηλώνει υποαπασχόληση περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού, χαμηλό περιθώριο κέρδους στις πωλήσεις κ.ά (Dickerson et al., 1995).

- **Αποδοτικότητας Απασχολούμενου κεφαλαίου**

$$=100 * \left(\frac{\text{Καθαρά Κέρδη εκμ/σης}}{\text{Απασχολούμενο Παθητικό}} \right)$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός, όπως και ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού μας μετρά την αποδοτικότητα της επιχείρησης ανεξάρτητα από την προέλευση των κεφαλαίων της καθώς επίσης και την ικανότητα της να δημιουργεί κέρδη. Σε μια επιχείρηση η επιθυμητή πορεία του δείκτη είναι ανοδική που δηλώνει διαχρονική αύξηση της αποδοτικότητας.

1.5 Δείκτες Περιθωρίου Κέρδους

- **Περιθώριο Μικτού Κέρδους** = $\left(\frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}} \right) * 100$

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους, είναι ένας σημαντικός δείκτης, διότι μετρά την αποτελεσματικότητα του κύκλου εργασιών και απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του μικτού κέρδους και των πωλήσεων. Φανερώνει το μικτό κέρδος της επιχείρησης για κάθε ένα ευρώ καθαρών πωλήσεων που πραγματοποιεί. Όσο μεγαλύτερο είναι το μικτό κέρδος και κατά συνέπεια ο δείκτης μικτού περιθωρίου, τόσο πιο εύκολα καλύπτονται τα λειτουργικά και άλλα έξοδα. Μια υψηλή τιμή του δείκτη περιθωρίου μικτού κέρδους φανερώνει την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης στο να επιτυγχάνει για παράδειγμα χαμηλό κόστος παραγωγής

προϊόντων και πώληση σε ψηλές τιμές ή φθηνές αγορές εμπορευμάτων. Αντίθετα, μια χαμηλή τιμή του δείκτη δείχνει μια κακή πολιτική της διοίκησης στον τομέα αγορών και πωλήσεων και μπορεί να είναι επακόλουθο μιας μείωσης των τιμών πώλησης ή αύξησης του κόστους παραγωγής. Το γεγονός αυτό ενδέχεται να οδηγήσει σε στασιμότητα πληρωμών με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν αγορές και σε μεγάλες ποσότητες με χαμηλές τιμές.

Συνεπώς, μια επιχείρηση μπορεί να έχει υψηλό ποσοστό περιθωρίου κέρδους αλλά να έχει μικρά μικτά κέρδη, εφόσον οι πωλήσεις της είναι σε χαμηλά επίπεδα. Αντιστρόφως η επιχείρηση με χαμηλό ποσοστό μικτού κέρδους, εφόσον πραγματοποιεί υψηλές πωλήσεις, μπορεί να έχει ψηλά μικτά κέρδη.

Πάντως, με δεδομένο το ύψος των πωλήσεων, η επιχείρηση που έχει το μεγαλύτερο ποσοστό μικτού κέρδους πραγματοποιεί τα υψηλότερα μικτά κέρδη (Νιάρχος, 2004).

Θα πρέπει να σημειωθεί πως μια επιχείρηση μπορεί να θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους αποσκοπώντας στην αύξηση του όγκου πωλήσεων ενός προϊόντος ή γενικά των προϊόντων της ώστε να διευρύνει τη δυναμική παρουσία της στην αγορά. Επιπλέον, αν και ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους φαίνεται να είναι εκ πρώτης όψεως επιθυμητός, παρόλα αυτά θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες. Για παράδειγμα, υπάρχει η περίπτωση μια επιχείρηση που έχει χαμηλό περιθώριο κέρδους να εφαρμόζει μια δυναμική πολιτική πωλήσεων και με τον τρόπο αυτό να αντισταθμίζει το χαμηλό περιθώριο κέρδους της. Από την άλλη μεριά, μια επιχείρηση που παρουσιάζει υψηλό περιθώριο κέρδους ενδέχεται να είναι μια καθετοποιημένη επιχείρηση, το οποίο έχει σαν αποτέλεσμα το συνολικό κέρδος όλων των επιμέρους διαδικασιών να επιτυγχάνεται με βάση την τιμή πώλησης των ετοιμών προϊόντων της. Επιπλέον, μια επιχείρηση στο τελευταίο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας δεν υπολογίζει τα κέρδη των προηγούμενων σταδίων έτσι θα έχει μικρότερο περιθώριο κέρδους.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μπορεί να παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει κάνει επενδύσεις οι οποίες δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεων της, με αποτέλεσμα να έχει αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων της (Αλεξάκης, 2015).

$$\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Κύκλος εργασιών}} * 100$$

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους μετρά την αποτελεσματικότητα του κύκλου εργασιών και δείχνει το ποσοστό κέρδους επί των πωλήσεων, δηλαδή μας πληροφορεί για το κέρδος που έχει για τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους βρίσκεται αν διαιρεθούν τα καθαρά κέρδη μιας περιόδου με το σύνολο των πωλήσεων της ίδιας περιόδου (Νιάρχος, 2004).

1.6 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Ο αποτελεσματικός τρόπος χρήσης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης ενδιαφέρει τόσο τους διοικούντες αυτήν, όσο και όσους ασχολούνται με αυτήν. Η παραγωγικότητα μιας οικονομικής μονάδας και ο βαθμός χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων μπορεί να υπολογιστεί με διάφορες μεθόδους. Αυτό που ισχύει γενικά για όλες τις επιχειρήσεις είναι ότι η επιχείρηση πρέπει να χρησιμοποιεί προς όφελος της τα περιουσιακά της στοιχεία. Συνυφασμένα λοιπόν με το βαθμό ρευστότητας της οικονομικής μονάδας είναι οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας. Για να είναι λοιπόν όσο το δυνατόν πληρέστερες οι πληροφορίες που μας δίνουν οι αριθμοδείκτες ρευστότητας πρέπει να υπολογίσουμε και τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας που μας δίνουν στοιχεία σχετικά με την είσπραξη των απαιτήσεων, την πληρωμή υποχρεώσεων και την ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων (Αλεξιάκης, 2015). Οι δείκτες δραστηριότητας μετρούν το βαθμό στον οποίο μια οικονομική μονάδα είναι αποτελεσματική στη διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων. Στους αριθμοδείκτες δραστηριότητας περιλαμβάνονται α) ο μέσος όρος προθεσμίας είσπραξης απαιτήσεων, β) ο μέσος όρος προθεσμίας εξόφλησης προμηθευτών, γ) η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων και δ) η κυκλοφοριακή ταχύτητα απασχολουμένων κεφαλαίων.

- **Περίοδος Πώλησης Αποθεμάτων** = $\frac{365 \times \text{Αποθέματα}}{\text{Κόστος Πωλήσεως Αποθεμάτων}}$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων κατά τη διάρκεια μιας χρήσης. Είναι γνωστό πως τα αποθέματα είναι ζωτικής σημασίας για το κεφάλαιο κίνησης των επιχειρήσεων και η διοίκηση θέλει να έχει τη δυνατότητα να τα μετατρέψει σε χρηματικά ποσά ώστε να διατηρείται πάντοτε ο επιθυμητός βαθμός ρευστότητας. Μέσα από τον υπολογισμό του δείκτη βλέπουμε πόσες φορές κατά τη διάρκεια της χρήσης τα αποθέματα ανακυκλώθηκαν σε σχέση με τις πωλήσεις. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η εξεταζόμενη επιχείρηση.

- **Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων** = $\frac{365 \times \text{Απαιτήσεις από Πελάτες}}{\text{Πωλήσεις}}$

Ο αριθμοδείκτης της περιόδου είσπραξης απαιτήσεων δείχνει το χρονικό διάστημα που πρέπει να περάσει για να μπορέσει η επιχείρηση να εισπράξει τις απαιτήσεις της. Το χρονικό αυτό διάστημα ξεκινάει από τη στιγμή που πραγματοποιήθηκε η πίστωση μέχρι τη στιγμή που οι απαιτήσεις θα μετατραπούν σε μετρητά. Η περίοδος είσπραξης απαιτήσεως πρέπει να διατηρείται όσο το δυνατόν μικρότερη διότι τα κεφάλαια που δεσμεύονται για χρηματοδότηση των πωλήσεων έχουν όχι μόνο κόστος αλλά έχουν και κόστος ευκαιρίας με τη λογική ότι θα μπορούσαν να επενδυθούν κάπου αλλού και να έχουν περισσότερες αποδόσεις. Επιπλέον, η επιχείρηση στοχεύει σε μεγάλη ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων διότι θα είναι μικρότερος ο χρόνος που τα κεφάλαια θα είναι δεσμευμένα και η θέση της επιχείρησης από πλευράς χορηγούμενων πιστώσεων θα είναι σαφώς καλύτερη. Τέλος, μεγάλη ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες (Νιάρχος, 2004).

- **Περίοδος Εξόφλησης Προμηθευτών** = $\frac{365 \times \text{Υποχρεώσεις σε Προμηθευτές}}{\text{Αγορές}}$

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει σε ημέρες το μέσο όρο προθεσμίας εξόφλησεως των οφειλών της επιχείρησης στους προμηθευτές της.

- **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού** = $\frac{\text{Κύκλος Εργασιών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού μιας εταιρείας δείχνει τη σχέση του κύκλου εργασιών και του συνολικού ενεργητικού και κατ' επέκταση την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης να χρησιμοποιεί στοιχεία του ενεργητικού της προκειμένου να πετύχει ορισμένο όγκο πωλήσεων. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών πωλήσεων μιας χρήσεως με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, τα οποία χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια αυτής της χρήσεως για την επίτευξη των πωλήσεων της (Κάντζος, 2002).

- **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων** = $\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων μας δείχνει πόσο συχνά χρησιμοποιείται το ίδιο κεφάλαιο για την επίτευξη των πωλήσεων της επιχείρησης. Δείχνει δηλαδή την ταχύτητα περιστροφής του ιδίου κεφαλαίου μέσα σε μια διαχειριστική περίοδο υπό κανονικές συνθήκες. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης διότι η τελευταία είναι σε θέση να πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις με σχετικά μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων, το οποίο οδηγεί σε αυξημένα κέρδη της επιχείρησης.

Σε περίπτωση όμως που αλλάξουν οι συνθήκες το σχετικά μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης δεν θα επαρκεί για να απορροφήσει της ζημιές που ενδέχεται να προκύψουν ως αποτέλεσμα της μείωσης των πωλήσεων. Με βάση το παραπάνω η επιχείρηση θα πρέπει να χρησιμοποιήσει αρκετά κεφάλαια κίνησης για να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

1.7 Αριθμοδείκτες Οικονομικής Διάρθρωσης

Η ανάλυση της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης μιας επιχείρησης περιλαμβάνει τους δείκτες της συνολικής δανειακής επιβάρυνσης, τον δείκτη υπερχρέωσης, τον δείκτη οικονομικής μόχλευσης, τον δείκτη μακροπρόθεσμου δανεισμού προς ίδια κεφάλαια, τον δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών και τον δείκτη βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια.

- **Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης** = $\frac{\text{Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$

Ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης μετρά το ποσοστό των κεφαλαίων που έχουν συνολικά επενδυθεί σε στοιχεία του ενεργητικού και προήλθαν από τους πιστωτές της επιχείρησης, δείχνει δηλαδή το ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού πάνω στο οποίο οι πιστωτές έχουν οποιαδήποτε μορφή απαίτησης. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαίρεσης του συνόλου των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων με το σύνολο του ενεργητικού ή το σύνολο των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι η εξασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης έναντι των ζημιών που ενδέχεται να υποστούν σε περίπτωση αποτυχίας της επιχείρησης και ρευστοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού της. Αντιθέτως, όταν ο δείκτης βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα σημαίνει ότι τα δανειακά κεφάλαια καλύπτουν ένα μεγάλο ποσοστό των συνολικών επενδυμένων. Το γεγονός αυτό μπορεί να έχει αρνητικό αποτέλεσμα, δηλαδή οι ιδιοκτήτες ενδέχεται να παρασυρθούν σε μη ορθολογικές επενδύσεις και να ζημιωθεί η επιχείρηση. Να σημειωθεί πως στην περίπτωση αυτή η συμμετοχή των ιδιοκτητών της επιχείρησης στις ζημίες θα είναι μικρή, διότι τα ίδια κεφάλαια καλύπτουν ένα πολύ μικρό ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί.

- **Δείκτης Υπερχρέωσης** = $\frac{\text{Ένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$

Ο αριθμοδείκτης υπερχρέωσης δείχνει την δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός είναι ικανοποιητικός όταν κυμαίνεται στο 0,50 μέχρι 0,75. Αυτό σημαίνει πως για να μπορέσει η επιχείρηση να είναι σε καλύτερη θέση από άποψη χρηματοδοτήσεως αλλά και να είναι εύκολο να βρει δανειστές αν και εφόσον το χρειαστεί, το ξένο κεφάλαιο θα πρέπει να είναι μικρότερο από το ίδιο κεφάλαιο.

- **Αριθμοδείκτης Οικονομικής**

$$\text{Μόχλευσης} = \frac{\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα συνολ.απασχολ. Κεφαλαίων}}$$

Ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης μας δείχνει το ποσοστό μεταβολής των καθαρών κερδών προς διάθεση στους μετόχους από την μεταβολή κατά 1% των καθαρών κερδών προ φόρων και των χρηματοοικονομικών εξόδων. Όταν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών της κεφαλαίων, τότε η επιχείρηση θα επωφεληθεί από το δανεισμό. Σε γενικές γραμμές, αν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο της μονάδας τότε η επίδραση από τη χρήση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι θετική, αν είναι ίσο με τη μονάδα η επίδραση των ξένων κεφαλαίων είναι μηδενική χωρίς κανένα οικονομικό όφελος για την επιχείρηση, ενώ όταν ο αριθμοδείκτης είναι μικρότερος της μονάδας η επίδραση των ξένων κεφαλαίων είναι αρνητική και η επιχείρηση αναγκάζεται να δανειστεί με δυσμενείς όρους.

- **Δείκτης Μακρ. Δανεισμού Προς Ίδια Κεφάλαια** = $\frac{\text{Μακρο. Τραπ. Δανεισμός}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη ποσοστιαία σχέση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τα ίδια κεφάλαια αυτής.

- **Δείκτης Βραχ. Τραπ. Δανεισμού προς Ίδια**

$$\text{Κεφάλαια} = \frac{\text{Βραχ. Τραπ. Δανεισμός}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη σχέση % των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας προς τα ίδια κεφάλαια αυτής.

- **Δείκτης κάλυψης χρημ. δαπανών** = $\frac{\text{Κέρδη προ Φόρων} + \text{Χρημ. Δαπάνες}}{\text{Χρημ. Δαπάνες}}$

Ο βαθμός κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών προσδιορίζει το βαθμό στον οποίο μπορούν να μειωθούν τα κέρδη της επιχείρησης χωρίς όμως να βρεθεί σε οικονομικό αδιέξοδο λόγω αδυναμίας κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών της. Η αδυναμία αυτή ενδέχεται να οδηγήσει ακόμα και σε πτώχευση.

1.8 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες επενδύσεων συσχετίζουν το αριθμό των μετοχών μιας επιχείρησης και την χρηματιστηριακή τους τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα υπόλοιπα περιουσιακά τη στοιχεία. Οι επενδυτές όταν πρέπει να πάρουν κάποια απόφαση σχετικά με αγορά, πώληση ή διατήρηση της επένδυσης τους σε μετοχικούς τίτλους της επιχείρησης χρησιμοποιούν στην ανάλυση τους επενδυτικούς αριθμοδείκτες. Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται περισσότερο από τους επενδυτές είναι:

- **Κέρδη ανά μετοχή** =
$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών το οποίο αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης και επηρεάζεται τόσο από το συνολικό ύψος των κερδών όσο και από τον αριθμό των μετοχών της. Το ύψος των μετοχών ανά μετοχή αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητα της οικονομικής μονάδας με βάση τη μια μετοχή της. Ο αριθμοδείκτης κερδών ανά μετοχή προκύπτει αν διαιρέσουμε το σύνολο των καθαρών κερδών της λογιστικής χρήσης με τον μέσο αριθμό των μετοχών της που βρίσκονται σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια της χρήσης αυτής. Τα ανά μετοχή κέρδη μιας επιχείρησης είναι από τους πιο σημαντικούς δείκτες στην χρηματοοικονομική ανάλυση αλλά συγχρόνως και ο πιο παραπλανητικός διότι δεν έχουν όλες οι επιχειρήσεις τον ίδιο αριθμό μετοχών. Επιπλέον, θα πρέπει να γίνονται προσεκτικές συγκρίσεις στα κέρδη ανά μετοχή μιας επιχείρησης καθώς οποιαδήποτε διαφορά μπορεί να οφείλεται στη μεταβολή της πολιτικής της μερισματικής μονάδας και όχι στη μείωση της κερδοφόρου δυναμικότητας της.

- **Μέρισμα ανά μετοχή** =
$$\frac{\text{Σύνολο μερισμάτων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Μέσα από το δείκτη αυτό πληροφορούμαστε για το ποσοστό όλων των κερδών που μοιράζονται στους μετόχους (μερίσματα) και του ποσοστού που παρακρατείται από την επιχείρηση με τη μορφή διάφορων αποθεματικών. Προκύπτει διαιρώντας το συνολικό ποσό των διανεμομένων κερδών της λογιστικής χρήσης με το σύνολο των μετοχών που δικαιούνται μερίσματος.

- **Μερισματική Απόδοση** = $100 * \frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο χρηματιστήριο}}$

Ο παραπάνω δείκτης δείχνει την απόδοση των μετοχών στις οποίες οι επενδυτές έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους. Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο πιο ελκυστική γίνεται στους επενδυτές.

- **Εσωτερική αξία μετοχής** = $\frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$

Η εσωτερική αξία της μετοχής χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν μια μετοχή στο χρηματιστήριο είναι υπερτιμημένη ή όχι και προκύπτει αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας οικονομικής μονάδας με τον αριθμό των μετοχών της που βρίσκονται σε κυκλοφορία.

- **Ποσοστό διανεμομένων κερδών** = $\frac{\text{Σύνολο μερισμάτων χρήσης}}{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}$

Το ποσοστό των κερδών που διανέμει μια επιχείρηση στους μετόχους της με τη μορφή μερίσματος προκύπτει αν διαιρέσουμε το σύνολο των μερισμάτων που έχουν καταβληθεί με το σύνολο των καθαρών κερδών της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό διανεμομένων κερδών της επιχείρησης τόσο μεγαλύτερο θα είναι το μέρισμα που θα καταβληθεί στους μετόχους. Αντίθετα, όσο μικρότερο είναι το ποσοστό αυτό, τόσο πιο συντηρητική θα είναι η μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει η επιχείρηση. Επιπλέον, το ποσοστό των κερδών που έχουν παρακρατηθεί με τη μορφή αποθεματικών θα είναι μεγάλο για να χρησιμοποιηθεί στη χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων.

Κεφάλαιο 2: Βασικές Έννοιες Αποτίμησης Επιχειρήσεων-Σημαντικότερα μοντέλα Αποτίμησης Εταιρειών

2.1 Γενικές Έννοιες της Αποτίμησης Επιχειρήσεων

Η αποτίμηση της επιχείρησης θεωρείται απαραίτητο εργαλείο για την χρηματοοικονομική ανάλυση, καθώς ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον της παγκόσμιας αλλά και εγχώριας αγοράς συνδέεται άρρηκτα με τη βιωσιμότητα της. Αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός αγαθού ή ενός περιουσιακού στοιχείου (πραγματικού ή χρηματοοικονομικού) ή επιχειρηματικής μονάδας ή επενδυτικού σχεδίου, είτε βάσει κάποιων παραμέτρων που θεωρεί ο αποτιμών ότι επηρεάζουν τις μελλοντικές του αποδόσεις είτε σε σύγκριση με κάποιο άλλο. Η αξία της επιχείρησης δεν αφορά μόνο τους μετόχους και τους διοικούντες της αλλά και όλο το συναλλακτικό περιβάλλον. Έτσι, η γνώση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης είναι ιδιαίτερα σημαντική και αποτελεί ένδειξη για την χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης και κυρίως για την δυνατότητα βελτίωσης στο μέλλον. Μια πιθανή υπερτίμηση ή υποτίμηση της επιχείρησης μπορούν να προκαλέσουν προβλήματα. Πιο συγκεκριμένα, η υπερτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολική αισιοδοξία σχετικά με τις δυνατότητες της επιχείρησης και σε περίπτωση πώλησης οι υποψήφιοι επενδυτές δεν θα είναι πρόθυμοι να καλύψουν την επιπλέον αξία. Από την άλλη μεριά η υποτίμηση μιας επιχείρησης μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένες εκτιμήσεις των ενεργειών που έχουν γίνει και σε περίπτωση πώλησης η αξία της επιχείρησης θα είναι χαμηλότερη από την πραγματική αξία. Επιπλέον, σε πολλές περιπτώσεις δημιουργείται σύγχυση μεταξύ των όρων «τιμής» (price) και «αξίας» (value), μιας επιχείρησης. Η τιμή ορίζεται ως το τίμημα που έχει συμφωνηθεί μεταξύ αγοραστή και πωλητή κατά την πώληση μιας επιχείρησης.

Η διαφορά μεταξύ της αξίας και της τιμής μιας επιχείρησης μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους (Fernandez, 2002). Ας πάρουμε για παράδειγμα μια μεγάλη πολυεθνική εταιρεία που ενδιαφέρεται να εξαγοράσει μια εδραιωμένη στο χώρο της τοπική επιχείρηση, αποσκοπώντας την είσοδο της στην συγκεκριμένη τοπική αγορά, εκμεταλλευόμενη τη φήμη και την αναγνωρισιμότητα των υπαρχόντων σημάτων (brands) της τοπικής επιχείρησης. Ο ενδιαφερόμενος αγοραστής θα εκτιμήσει την

αξία της φήμης και του σήματος (brand) της επιχείρησης αλλά όχι την αξία των εγκαταστάσεων και του εξοπλισμού που διαθέτει η τελευταία, πιθανόν γιατί μπορεί να διαθέτει πιο σύγχρονα συστήματα παραγωγής. Εντούτοις, ο πωλητής θα εκτιμήσει τις υποδομές και τα μηχανήματα που διαθέτει σε υψηλή τιμή διότι μπορούν ακόμα να παράγουν προϊόντα. Σε όλες σχεδόν τις εξαγορές που πραγματοποιούνται υπάρχουν κάποιοι βασικοί παράγοντες διαμόρφωσης του τελικού χρηματικού ανταλλάγματος κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων. Πιο συγκεκριμένα, από την πλευρά του ο αγοραστής αποσκοπεί στο να προσδιορίσει την αξία που είναι διατεθειμένος να πληρώσει για αυτό που θεωρεί ότι η επιχείρηση την οποία θέλει να εξαγοράσει θα συνεισφέρει. Από την άλλη πλευρά, ο πωλητής πρέπει να προσδιορίσει την ελάχιστη αξία στην οποία είναι διατεθειμένος να αποδεχτεί την εξαγορά.

Επιπλέον, μια επιχείρηση ενδέχεται να έχει διαφορετικές αξίες για διαφορετικούς αγοραστές λόγω της ύπαρξης οικονομιών κλίμακας (economies of scale), οικονομιών φάσματος (economies of scope) ή ακόμη και λόγω διαφορετικών αντιλήψεων σχετικά με τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση ή και για την ίδια την επιχείρηση (Fernandez, 2004).

Οι σημαντικότεροι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης σύμφωνα με τους Paleru, Healy & Bernard (2003) είναι:

- i. Επιλογή της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης
- ii. Διαμόρφωση στρατηγικής
- iii. Επενδυτικές προτάσεις αναλυτών
- iv. Εξαγορές και συγχωνεύσεις
- v. Συγκέντρωση σημαντικής και χρήσιμης πηγής πληροφόρησης

Σκοπός της αποτίμησης είναι η διάκριση μετοχών σε υπερτιμημένες και υποτιμημένες προκειμένου να εντοπιστούν επενδυτικές ευκαιρίες. Επιπλέον, μέσω της διαδικασίας της αποτίμησης προσδιορίζεται η τιμή πώλησης μιας επιχείρησης λόγω συγχώνευσης ή εξαγοράς, διευκολύνεται σημαντικά ο επιχειρησιακός σχεδιασμός, προσδιορίζονται οι αμοιβές των στελεχών και των μελών της επιχείρησης που συνδέονται με την αξία της επιχείρησης και εξάγονται συμπεράσματα για τις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με την βιωσιμότητα και την κερδοφορία της επιχείρησης που αποτιμάται, μέσω

σύγκρισης των θεμελιωδών της στοιχείων αλλά και τη δημιουργία σημείων αναφοράς (benchmarks).

Με βάση τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει ένα ευρύ πεδίο εφαρμογών και μπορούμε να τα συνοψίσουμε στα παρακάτω:

- i. Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: στην περίπτωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων η συνεισφορά της αποτίμησης είναι πολύ σημαντική, καθώς η ενδιαφερόμενη επιχείρηση ή άτομο πρέπει να αποφασίσει έχοντας πρώτα καταλήξει σε μια ορθή αξία - ή αλλιώς fair value- για την εταιρεία-στόχο (target firm). Από την άλλη μεριά, η εταιρεία- στόχος θα πρέπει να έχει καθορίσει μια λογική αξία σύμφωνα με τη οποία θα αποφασίσει αν θα δεχτεί ή θα απορρίψει την προσφορά που θα γίνει. Επιπλέον, υπάρχουν δύο ακόμα σημαντικοί παράγοντες που πρέπει να λάβουμε υπόψη στην αποτίμηση εξαγορών. Πιο συγκεκριμένα, είναι η αξία της συνέργειας στην αξία δύο εταιρειών που προκύπτει από την εξαγορά και συνδυασμένη αξία των δύο μερών ή οι επιδράσεις που μπορεί να έχουν στην αξία η αλλαγή της διαχείρισης και αναδιοργάνωσης της εταιρείας- στόχου.

Τέλος, ένα σημαντικό πρόβλημα που μας απασχολεί στην αποτίμηση μιας επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς είναι τυχόν προκαταλήψεις που μπορεί να έχουν τα εμπλεκόμενα μέρη, οι οποίες είναι δυνατό να επηρεάσουν σημαντικά την αντικειμενικότητα των υπολογισμών. Για παράδειγμα, αν μια εταιρεία- στόχος υπερεκτιμά την αξία της θα προσπαθήσει να πείσει τους μετόχους της ότι η τιμή προσφοράς είναι χαμηλή. Με την ίδια λογική, ενδέχεται η ενδιαφερόμενη επιχείρηση να έχει ήδη αποφασίσει την εξαγορά για στρατηγικούς λόγους και λόγω αυτού να προσπαθήσει να ασκήσει πίεση τους εκτιμητές ώστε τα αποτελέσματα της αποτίμησης να εξασφαλίσουν την εξαγορά.

- ii. Διαχείριση χαρτοφυλακίου: σύμφωνα με τον A. Damodaran (2002), ο ρόλος της αποτίμησης στην διαχείριση χαρτοφυλακίου εξαρτάται από την επενδυτική φιλοσοφία του επενδυτή. Ο ρόλος σε παθητικό επενδυτή είναι μικρότερος και μεγαλύτερος σε ενεργό. Επιπλέον, υπάρχουν διαφοροποιήσεις ανάμεσα σε ενεργούς επενδυτές ανάλογα με την κατηγορία στην οποία ανήκει

ο επενδυτής. Για παράδειγμα, ο επενδυτής που επιλέγει συγκεκριμένες μετοχές και στηρίζεται στο σύνολο της αγοράς για τις αποφάσεις του χρησιμοποιεί περισσότερο την αποτίμηση από τον επενδυτή αγοράς. Στη διαχείριση χαρτοφυλακίου στόχος είναι ο εντοπισμός εκείνων των επιχειρήσεων που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται ως υποτιμημένες με την προσδοκία να αυξηθούν οι τιμές τους και να συγκλίνουν προς την πραγματική τους αξία με στόχο το κέρδος.

- iii. Εταιρική Οικονομική Διαχείριση: η αποτίμηση στην εταιρική οικονομική διαχείριση είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς αναγνωρίζονται οι βασικοί παράγοντες δημιουργίας αξίας της επιχείρησης. Αντικειμενικός σκοπός όλων των οικονομικών στελεχών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και με το σκεπτικό αυτό όποιες οικονομικές και στρατηγικές αποφάσεις πρόκειται να ληφθούν είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αξία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία παρατηρούμε ότι δεν υπάρχει μια ενιαία κατηγοριοποίηση των μεθόδων αποτίμησης που να είναι αποδεκτή. Επιπλέον, υπάρχει σύγκλιση ως προς τις εφαρμογές και τους περιορισμούς τους. Σύμφωνα με τον A. Damodaran (2002), οι βασικές προσεγγίσεις των μεθόδων αποτίμησης είναι τρεις:

- i. Discounted cash flow valuation, όπου η αξία μιας επιχείρησης είναι συνδεδεμένη με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών,
- ii. Relative valuation, σύμφωνα με την οποία η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης στηρίζεται στην αξία άλλων συγκρίσιμων επιχειρήσεων ως προς μια συγκεκριμένη μεταβλητή (κέρδη, ταμειακές ροές, πωλήσεις, λογιστική αξία), και
- iii. Αποτίμηση βασισμένη σε option pricing models, τα οποία υπολογίζουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χαρακτηριστικά δικαιώματος προαίρεσης (option) ¹.

¹ Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την κατηγοριοποίηση των μεθόδων αποτίμησης σύμφωνα με τον καθηγητή A.Damodaran διατίθενται στην ιστοσελίδα <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Πίνακας 2.1 Κατάταξη βασικών μεθόδων αποτίμησης επιχειρήσεων

MAIN VALUATION METHODS					
BALANCE SHEET	INCOME STATEMENT	MIXED (GOODWILL)	CASH FLOW DISCOUNTING	VALUE CREATION	OPTIONS
Book value	Multiples	Classic	Equity cash flow	EVA	Black and Scholes
Adjusted book value	PER Sales	Union of European Accounting Experts	Dividends	Economic profit	Investment option
Liquidation value	P/EBITDA	Abbreviated income	Free cash flow	Cash value added	Expand the project
Substantial value	Other multiples	Others	Capital Cash flow APV	CFROI	Delay the investment Alternative uses

Πηγή: Pablo Fernandez, Company Valuation Methods, The Most Common Errors (2004)

2.1.1 Ιστορική Αναδρομή Μεθόδων Αποτίμησης

Το 1938 ο Williams δημοσιεύει το βιβλίο του αναφορικά με την αξία της επιχείρησης και για πρώτη φορά βλέπουμε τον όρο «εσωτερική αξία» (intrinsic value) της επιχείρησης και τη σχέση που έχει με την αγοραία τιμή. Το βιβλίο του «The theory of investment value» αποτελεί την πρώτη ολοκληρωμένη διατύπωση της μεθόδου εκτίμησης εταιρικής αξίας βάσει προεξόφλησης των μελλοντικών χρηματοροών που θα λάβουν οι μέτοχοι της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, πρόκειται για την

προεξόφληση των ταμειακών ροών (discounted cash flows) και τα μερίσματα είναι οι χρηματοροές που χρησιμοποιούνται.

Προς το τέλος της δεκαετίας του '50 ο Gordon δημοσιεύει ένα σημαντικό άρθρο όσον αφορά τα μερίσματα, τις τιμές των μετοχών και τα κέρδη. Εξελίσσει την άποψη του Williams και εισάγει τα κέρδη της οικονομικής μονάδας ως χρηματοροή που είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση της αξίας. Το σκεπτικό του επεκτείνεται και αποτελεί μια διηνεκή ράντα (perpetuity) με σταθερό εκτιμώμενο χρόνο ανάπτυξης. Ο ρυθμός ανάπτυξης, καθώς και το υπόδειγμα του ήταν η βάση για τη δημιουργία του Gordon Growth Model το οποίο αποτελεί τη βάση όλων των μεθόδων αποτίμησης. Οι μέθοδοι αποτίμησης, με κάποιες βέβαια παραλλαγές, χρησιμοποιούνται μέχρι σήμερα.

Συνεχίζοντας, το 1934 οι Graham & Dodd πρότειναν μια διαφορετική μέθοδο εκτίμησης της εσωτερικής αξίας των μετοχών. Θεωρήθηκε συντηρητική προσέγγιση καθώς είναι προβάλλεται η άποψη ότι σε βάθος χρόνου ο σημαντικότερος παράγοντας που καθορίζει την πραγματική αξία της μετοχής είναι το μέσο αναμενόμενο κέρδος. Πιο συγκεκριμένα, στόχος είναι η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη τα οποία να μπορούν να διατηρηθούν, να προσδιοριστούν και να μην μεταβάλλονται.

Αργότερα, το 1962, οι ίδιοι προχώρησαν τη σκέψη τους σε συνδυασμό με τις μεθόδους αποτίμησης των Williams και Gordon και υπολόγισαν την αξία των μετοχών που έχουν χαμηλή μερισματική απόδοση στο διηνεκές. Οι απόψεις των Dodd, Graham and Cottle διέπονται από συντηρητισμός καθώς θεωρούν και είναι φανερό σε όλα τα συγγράμματα τους πως υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα στην εκτίμηση των μελλοντικών κερδών, και πως έστω και η παραμικρή αλλαγή στις εισροές και τις εκροές θα έχει σημαντικές επιπτώσεις στις αξίες που πρέπει να υπολογισθούν.

Συνεχίζοντας, το 1965 η δημοσίευση του Fama αναφέρει το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου (random walk), αν και αρχικά το μοντέλο είχε αναφερθεί το 1953 από τον Maurice Kendall. Η δημοσίευση του Fama αποτέλεσε αποτέλεσμα το έναυσμα για την αμφισβήτηση όλων των προσπαθειών αποτίμησης εταιρικών αξιών διότι οι μελλοντικές τους ροές ακολουθούν ένα τυχαίο μονοπάτι. Η θεωρία αυτή αναφέρθηκε

και το 1973 στο βιβλίο του Burton Malkiel «A Random Walk Down Wall Street». Ο Fama επέκτεινε τη θεωρία του τυχαίου περπατήματος και έκανε λόγο για την αποτελεσματικότητα της αγοράς EMH (efficient market hypothesis) την οποία και διαίρεσε στις τρεις γνωστές υποπεριπτώσεις: ασθενής, μέτρια και ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας.

Προς τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και αρχές του 1990, βλέπουμε να αναφέρεται ο όρος των ελεύθερων ταμειακών ροών FCFs (free cash flows). Οι Copel and et. al αρχικά (1990 και 1948²), οι Rappaport³ (1986), Stewart⁴(1991) και Hackel and Livnant (1992)⁵ απέδειξαν ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν εναλλακτικό εργαλείο αποτίμησης της εταιρικής αξίας. Την μέθοδο αυτή επέκτεινε και τελειοποίησε ο Damodaran με πολλά άρθρα που δημοσίευε από το 1998 και μετά, στα οποία ανέλυε τη σημασία υπολογισμού του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου (discount rate) και του επιτοκίου άνευ κινδύνου (risk free rate), προκειμένου να συγκρίνει τα υποδείγματα προεξόφλησης FCFs και μερισμάτων.

Με το πέρασμα των ετών έχει πραγματοποιηθεί μεγάλη πρόοδος στον προσδιορισμό των πολυάριθμων παραγόντων που επηρεάζουν τη διαδικασία αποτίμησης εταιρικών αξιών. Οι πιο σημαντικές εξελίξεις που επιτεύχθηκαν αφορούν στη βελτίωση της ποιότητας της πληροφόρησης ή αλλιώς financial reporting αλλά και στην εξέλιξη της τεχνολογίας και των υπολογιστικών συστημάτων. Για τους σημερινούς ερευνητές και επαγγελματίες του κλάδου είναι ευκολότερη η επεξεργασία ενός πολύ μεγαλύτερου πλήθους στοιχείων σε σχέση με το παρελθόν.

Με βάση την παραπάνω βιβλιογραφία και τα ερευνητικά άρθρα που συνεχώς παρουσιάζονται βλέπουμε πως υπάρχουν αναρίθμητες περιπτώσεις που επιβεβαιώνουν την κάθε πλευρά. Πιο συγκεκριμένα, περιπτώσεις όπου η εκτίμηση

² Copeland Thomas, E., Koller, T., & Murrin, J. (1994). Valuation: measuring and managing the value of companies. *Wiley frontiers in finance*

³ Rappaport, A. (1986). Creating shareholder value: the new standard for business performance (Vol.22). New York: Free press

⁴ Stewart, G. B. (1990). The quest for value: the EVA TM management guide. New York: Harper Business.

⁵ Hackel, Kenneth S. and Joshua Livnat [1992], Cash Flow and Security Analysis, Homewood, BusinessOneIrwin.

των μελλοντικών ροών και της παρούσας αξίας ήταν επιτυχής, αλλά και περιπτώσεις πλήρους αποτυχίας εκτίμησης των μελλοντικών ροών και επιτοκίων.

2.1.2 Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

Μόλις πριν από λίγα χρόνια αναγνωρίστηκε η σημασία των ταμειακών ροών στην ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα. Οι περισσότερες επιχειρήσεις στην Ελλάδα συνέτασσαν μόνο ετήσιο ισολογισμό και αποτελέσματα χρήσης και αγνοούσαν την ύπαρξη λογαριασμού ταμειακών ροών, το οποίο σε μερικές μικρές επιχειρήσεις συμβαίνει μέχρι και σήμερα. Για το λόγο αυτό παρατηρούμε μια χρονική υστέρηση της εγχώριας βιβλιογραφίας σε σχέση με τις αντίστοιχες άλλων χωρών του εξωτερικού. Πιο συγκεκριμένα, επιστημονικά άρθρα και έρευνες που σχετίζονται με τη σημασία των ταμειακών ροών και τη σύνδεση τους με αγοραίες αξίες εμφανίζονται από τα τέλη του 1990 και μετά.

Το 1990, οι Charitou and Venieris τονίζουν πως είναι αναγκαίο οι ελληνικές επιχειρήσεις λογαριασμό ταμειακών ροών. Ο Kousenidis σε άρθρο του το 2006 με τίτλο «A free cash flow version of the cash flow statement: a note», αναφέρει έναν εναλλακτικό τρόπο υπολογισμού των επενδυτικών και λειτουργικών δραστηριοτήτων μέσω ροών που λαμβάνουν οι κάτοχοι ομολόγων και οι μέτοχοι.

Συνεχίζοντας, ο Sharpe το 2002 αναλύει τις επιπτώσεις των προβλέψεων κερδοφορίας στις μετοχικές αξίες. Παρουσιάζει την ύπαρξη υπερβολής (πληθωρισμού) στις εκτιμήσεις μελλοντικής κερδοφορίας, με άμεσο αποτέλεσμα το λανθασμένο υπολογισμό στην αξία. Εντούτοις, αναφέρει ότι το λάθος εκτίμησης παρουσιάζεται και όταν ο ενδιαφερόμενος εκτιμά μελλοντικά επιτόκια στην αγορά που επηρεάζουν το προεξοφλητικό επιτόκιο. Αυτό αναφέρει ο Sharpe σημαίνει πως το μακροπρόθεσμο αποτέλεσμα στην εκτίμηση των μετοχικών αξιών εξουδετερώνεται.

Λίγα χρόνια αργότερα, το 2002 οι Liu et al εφαρμόζουν την μεθοδολογία αποτίμησης βάσει πολλαπλασιαστών καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι τα υποδείγματα αποτίμησης εταιρικής αξίας δύναται να υπολογίσουν σωστά τις μετοχικές αξίες.

Ομοίως, ο Fernandez το 2007 συγκρίνει 10 διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης εταιρικής αξίας και συμπεραίνει πως όλα τα μοντέλα υπολογίζουν παρόμοιες σχεδόν αξίες. Η διαφορά τους παρατηρείται στον διαφορετικό τρόπο που υπολογίζεται η φορολογική ασπίδα (tax shield) η οποία επηρεάζει την τελική αξία της επιχείρησης. Λίγα χρόνια πριν οι Collins et al σε δημοσίευση τους στο περιοδικό «The Accounting Review» παρουσίασαν την μελέτη τους για τη σημασία της λογιστικής αξίας στην αποτίμηση αξίας εταιρειών με αρνητική κερδοφορία υποστηρίζοντας ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης.

Οι Francis et al το 2000 βασίστηκαν σε τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις για την αποτελεσματικότητα αποτίμησης και συγκεκριμένα στα μερίσματα (divided discount model), στις ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows) και στα μη- κανονικά κέρδη (abnormal earnings). Για τη μελέτη τους χρησιμοποίησαν ένα δείγμα σχεδόν 3000 παρατηρήσεων και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το τελευταίο υπόδειγμα είναι πιο ακριβές και εξηγεί με τον καλύτερο τρόπο τις μεταβολές των αγοραίων τιμών των επιχειρήσεων.

Σε άρθρο τους στο περιοδικό «The Journal of Finance» το 2006, οι Pinkowitz et al μελέτησαν τη σχέση της εταιρικής αξίας και των ταμειακών διαθεσίμων. Πιο συγκεκριμένα, για την έρευνα τους χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 35 περίπου κρατών σε διάστημα 15 ετών και εφαρμόζοντας την μεθοδολογία των Fama and French (1998) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι πράγματι υφίσταται μια σχέση μεταξύ εταιρικής αξίας και ταμειακών διαθεσίμων. Το μειονέκτημα είναι πως η παραπάνω σχέση παρουσιάζεται πιο αδύναμη σε κράτη που δεν διαθέτουν ισχυρές νομοθεσίες προστασίας των επενδυτών, επιβεβαιώνοντας τα προηγούμενα συμπεράσματα των La Port et al το 2002.

Μια παρόμοια μελέτη των Bris and Cabolis το 2008 αναλύει ένα δείγμα 506 εξαγορών σε 39 χώρες και καταλήγει στο συμπέρασμα πως όσο πιο ανεπτυγμένα είναι τα λογιστικά πρότυπα και το τείχος προστασίας των επενδυτών στη χώρα – έδρα του αγοραστή, τόσο μεγαλύτερη είναι η υπεραξία αποτίμησης της απορροφημένης επιχείρησης. Παρόλα αυτά, δύο χρόνια αργότερα, το 2010, οι Chalevas and Tzovas υποστηρίζουν πως η επιβολή νέων αυστηρότερων κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

ουδεμία επίπτωση είχε στην εταιρική αποτελεσματικότητα και επεξεργασία των κερδών.

Το δείγμα των Karathanasis and Spilioti στην μελέτη τους το 2003 περιελάμβανε εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και συνέκρινε την αποτελεσματικότητα αποτίμησης των λεγόμενων παραδοσιακών υποδειγμάτων, όπως είναι η αποτίμηση βάσει ταμειακών ροών, με νεότερες μεθόδους που βασίζονται στη λογιστική αξία και την εκτίμηση εκτάκτων μη κανονικών κερδών. Στην έρευνα τους υποστηρίζουν πως διαφορετικές μεθοδολογίες εκτιμούν παρόμοιες εταιρικές αξίες, ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις που η μη παραδοσιακή μεθοδολογία είναι πιο ακριβής στην αποτίμηση.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται το πρόσφατο άρθρο των Vergos et al το 2013 που συγκρίνει την αποτελεσματικότητα των υποδειγμάτων βάσει ταμειακών ροών με την αντίστοιχη του Ohlson RIM. Το δείγμα που έχει χρησιμοποιηθεί προέρχεται από την ελληνική αγορά και καλύπτει μια περίοδο από το 1969 μέχρι το 2001. Καταλήγει στο συμπέρασμα πως οι δύο παραπάνω μελέτες είναι αξιόπιστες και αλληλοσυμπληρώνονται, χρησιμοποιώντας τόσο μικροοικονομικά όσο και μακροοικονομικά στοιχεία.

Ένα ακόμη άρθρο που εστιάζει στην ελληνική αγορά είναι αυτό των Dimitropoulos et al το 2010, το οποίο μελετά την σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής και των λογιστικών κερδών. Παρατήρησαν ότι η αξία των επιχειρήσεων επηρεάζεται από τις μεταβολές στα κέρδη και όχι από τις μεταβολές στις ταμειακές ροές, υποβαθμίζοντας με τον τρόπο αυτό τη σημασία των τελευταίων στον καθορισμό της αξίας των επιχειρήσεων. Το πόσο σημαντική είναι η ακρίβεια και η ποιότητα των στοιχείων των κερδών φαίνεται και στην έρευνα των Gaiο and Raposo το 2011 με δείγμα 7000 επιχειρήσεων από 38 χώρες.

Επιπλέον, ένα ακόμη σημαντικό ζήτημα είναι η ευαισθησία των υποδειγμάτων αποτίμησης βάσει ταμειακών ροών. Το υπόδειγμα αυτό εφαρμόστηκε το 2008 από τον Steiger, και σύμφωνα με τα αποτελέσματα του παρέχει αξιόπιστες πληροφορίες για την πραγματική αξία των επιχειρήσεων. Το μειονέκτημα κατά τη γνώμη του είναι πως και η πιο μικρή απόκλιση από τις υποθέσεις του συστήματος αναφορικά με τις

μελλοντικές ροές και το επιτόκιο προεξόφλησης μπορεί να οδηγήσει σε απότομες αλλαγές στις υπολογιζόμενες αξίες.

Τέλος, το 2000 οι Papaioannou and Travlos ερευνούν τις συνέπειες των ανακοινώσεων κερδοφορίας των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών και καταλήγουν στο συμπέρασμα πως δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών που να είναι στατιστικά σημαντική. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές δεν δείχνουν να επηρεάζονται από τις ανακοινώσεις κερδοφορίας, γεγονός που είναι αντίθετο στην θεμελιώδη αρχή αποτίμησης της εταιρικής αξίας.

2.1.3 Υποδείγματα ανάλυσης ταμειακών ροών από παλαιότερες εμπειρικές μελέτες

Υπάρχουν πάρα πολλά παραδείγματα από εμπειρικές έρευνες που εξετάζουν τη σημασία των ταμειακών ροών στην ερμηνεία των μεταβολών της αξίας μιας επιχείρησης.

Οι Litzenberger και Rao το 1971 χρησιμοποίησαν ένα υπόδειγμα πολλαπλών επιπέδων αποτίμησης μετοχών, ή αλλιώς cross-sectional equity valuation model προκειμένου να ελέγξουν αν οι ταμειακές ροές εξηγούσαν καλύτερα τις μεταβολές των τιμών των μετοχών από τις λειτουργικές, οικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες.

Παλαιότερα, οι ερευνητές προσέγγιζαν το πρόβλημα είτε με τη χρήση πολλαπλών επιπέδων αξιολόγησης είτε με την πολιτική επιστροφών. Διατυπώθηκε από τους Christie (1987) και Beaver και Landsman (1983), ότι είναι ισοδύναμες και συγκεκριμένα ότι η μια είναι μετασχηματισμός της άλλης καθώς και οι δύο χρησιμοποιούν το υπόδειγμα πρόβλεψης μελλοντικών ταμειακών ροών.

Συνεχίζοντας, την τελευταία δεκαετία, στο πρόβλημα των μελλοντικών ταμειακών ροών έχει προσπαθήσει να δώσει λύση το υπόδειγμα Miller-Orr το οποίο :

α) υποθέτει ότι οι ημερήσιες καθαρές εισροές ακολουθούν κανονική κατανομή (έχουν μέση προβλεπόμενη τιμή ίση με το μηδέν και σταθερή διακύμανση)

β) περιλαμβάνει στους υπολογισμούς του τις εισροές και τις εκροές των μεταβαλλόμενων ανά χρονική περίοδο μετρητών

γ) ορίζει δύο όρια, το H που είναι το ανώτερο και το L που είναι το κατώτερο, μέσα στα οποία βρίσκεται ο στόχος ταμειακού προγραμματισμού Z , και

δ) χρησιμοποιεί το κόστος ευκαιρίας K (που εξαρτάται από τη μέση προβλεπόμενη τιμή των καθαρών εισροών) και το κόστος ανταλλαγής (που εξαρτάται από το μέσο προβλεπόμενο αριθμό των συναλλαγών αξιογράφων) υποθέτοντας ότι ο αριθμός συναλλαγής είναι τυχαίος. Η επιχείρηση με τον τρόπο αυτό είναι σε θέση να ορίσει το κατώτερο επίπεδο L , μέσω του οποίου βρίσκει το στόχο της Z και το ανώτερο όριο H .

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των Miller-Orr, όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση – που δείχνει την αβεβαιότητα που αντιμετωπίζει η επιχείρηση- τόσο μεγαλύτερο πρέπει να είναι το μέσο επίπεδο των μετρητών τους. Μια μεταγενέστερη κριτική στο υπόδειγμα αναφέρει πως κάποιες ταμειακές εισροές και εκροές μπορούν να προβλεφθούν άρα η παραπάνω υπόθεση του υποδείγματος δεν είναι ρεαλιστική.

Ακόμη ένα σημαντικό υπόδειγμα είναι αυτό του William Baumol ο οποίος, στηριζόμενος στο κόστος ευκαιρίας και το κόστος ανταλλαγής που αναφέρθηκαν πιο πάνω, δημιούργησε ένα υπόδειγμα προκειμένου οι εταιρείες να διαχειρίζονται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα διαθέσιμα της. Το άριστο επίπεδο διακράτησης μετρητών βρίσκεται αν ορίσουμε το οριακό συνολικό κόστος ίσο με τα μηδέν. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό όταν οι αποδόσεις των αξιογράφων είναι σε ψηλά επίπεδα είναι συμφέρον για την επιχείρηση να έχει στην κατοχή της λιγότερα μετρητά και να αγοράζει περισσότερα αξιόγραφα.

2.2. Κατηγορίες μοντέλων αποτίμησης

Οι σημαντικότερες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για το προσδιορισμό της αξία των επιχειρήσεων μπορούν να ταξινομηθούν στις παρακάτω κατηγορίες:

- Μέθοδοι που εξάγουν αποτελέσματα με βάση στοιχεία της αγοράς. Συγκεκριμένα, στην κατηγορία αυτή ανήκει η μέθοδος των

Πολλαπλασιαστών (Multiples) ή των Ομοειδών Εταιριών της Αγοράς (Comparable Firms). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή όπου βασική προϋπόθεση είναι η ύπαρξη κερδών, η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης βασίζεται στην ανάλυση ομοειδών επιχειρήσεων εισηγμένων σε διάφορα χρηματιστήρια, σε Ελλάδα και χώρες του εξωτερικού αλλά και στην ανάλυση πολλαπλασιαστών του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία.

- Μέθοδοι που βασίζονται σε δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι πιο παραδοσιακές μέθοδοι αποτίμησης της επιχείρησης, όπως είναι μέθοδος της λογιστικής αξίας (Book Value), όπου ο υπολογισμός της αξίας της οικονομικής μονάδας προέρχεται από την εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που έχει στην κατοχή της.
- Μέθοδοι που στηρίζονται στην προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών. Στην μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Method – DCF) προκειμένου να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης πρέπει να μεταβληθεί μια ή περισσότερες από τις παρακάτω παραμέτρους: το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, την ικανότητα που έχει η τελευταία να δημιουργεί ταμειακές ροές, τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης τους καθώς και το χρονικό διάστημα που χρειάζεται για να πετύχει η επιχείρηση ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

2.2.1. Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα (Balance Sheet- Based Methods)

Οι μέθοδοι που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα, ή αλλιώς δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις στηρίζονται στη λογική ότι η αξία οποιαδήποτε επιχείρησης φαίνεται στον ισολογισμό της, επομένως στηρίζεται στην εκτίμηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων. Ορισμένες από αυτές είναι α) η μέθοδος λογιστικής αξίας (Book Value), β) η Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value), γ) η αξία ρευστοποίησης (Liquidation Value και δ) η αξία αντικατάστασης (Substantial Value) (Fernandez, 2004). Ένα από τα βασικά

μειονεκτήματα των μεθόδων αυτών είναι πως δεν υπολογίζουν παραμέτρους όπως για παράδειγμα ανθρώπινοι πόροι που δεν παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις, εντούτοις ασκούν σημαντική επίδραση. Επιπλέον, οι υπολογισμοί των μεθόδων αυτών στηρίζονται σε στοιχεία μιας δεδομένης χρονικής στιγμής χωρίς όμως να λαμβάνουν υπόψη στις μετρήσεις μεταβλητές όπως η διαχρονική αξία του χρήματος ή η μελλοντική εξέλιξη της επιχείρησης.

2.2.1.1 Λογιστική Αξία (Book Value)

Σύμφωνα με τη με τη μέθοδο αυτή, η λογιστική αξία μιας επιχείρησης υπολογίζεται από το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που βρίσκονται στον ισολογισμό της. Επίσης η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων ισούται με την αφαίρεση του συνόλου των υποχρεώσεων που εμφανίζονται στο παθητικό από το σύνολο του ενεργητικού.

Ένα από τα μειονεκτήματα της μεθόδου της λογιστικής αξίας για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης είναι οι ατέλειες που εμφανίζουν τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων, τα οποία είναι σχετικά εύκολο να παραποιηθούν. Συνεπώς, η λογιστική αξία είναι σπάνιο να είναι ίδια με την αγοραία αξία της επιχείρησης (Fernandez, 2004).

2.2.1.2 Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted Book Value)

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας χρησιμοποιείται για να ξεπεραστούν τα λάθη των υπολογισμών που στηρίζονται στα δεδομένα των λογιστικών καταστάσεων, ώστε ο ερευνητής να έχει καλύτερη εικόνα της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Η προσαρμογή των οικονομικών στοιχείων του ισολογισμού αφορά κυρίως στην αποτύπωση αυτών στην αγοραία τους αξία (Fernandez, 2004).

2.2.1.3 Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται σε περίπτωση πτώχευσης, προκειμένου η επιχείρηση να μετατρέψει τα στοιχεία του ενεργητικού της σε μετρητά και να πληρώσει τους πιστωτές της. Χρησιμοποιείται επίσης όταν η επιχείρηση είναι ζημιογόνος, δεν έχει μελλοντική προοπτική και προβαίνει σε εκκαθάριση. Στην περίπτωση αυτή η αξία ρευστοποίησης εκφράζει την ελάχιστη αξία της επιχείρησης διότι η αξία της οικονομικής μονάδας- που συνεχίζει να λειτουργεί κανονικά- υπερβαίνει κάθε φορά την αξία ρευστοποίησης της (Fernandez, 2004). Υπολογίζεται εάν από τα αναπροσαρμοσμένα συνολικά ίδια κεφάλαια αφαιρέσουμε τα έξοδα της επιχείρησης που ρευστοποιούνται άμεσα, όπως για παράδειγμα καταβολή αποζημιώσεων στο προσωπικό ή πληρωμές φόρων.

2.2.1.4 Αξία Αντικατάστασης (Substantial Value)

Η αξία αντικατάστασης είναι αντίθετη με την αξία ρευστοποίησης, διότι δείχνει την επένδυση που απαιτείται προκειμένου να δημιουργηθεί μια επιχείρηση με πανομοιότυπες συνθήκες λειτουργίας και χαρακτηριστικά όπως η εταιρεία που αποτιμάται. Ο υπολογισμός της αξίας αντικατάστασης δεν περιλαμβάνει την αξία στοιχείων χωρίς ενεργή συμμετοχή στις λειτουργίες της επιχείρησης όπως για παράδειγμα η αξία των εγκαταστάσεων που δεν χρησιμοποιούνται.

Στο βιβλίο του Fernandez (2004) αναφέρονται τρία είδη αξίας αντικατάστασης:

- Μικτή αξία αντικατάστασης (Gross Substantial Value), δηλαδή την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας, υπολογισμένα σε τρέχουσες τιμές.

- Καθαρή ή Διορθωμένη Αξία Αντικατάστασης (Net Substantial Value or Corrected Net Assets), όπου για να προκύψει η καθαρή αξία αντικατάστασης πρέπει από τη μικτή αξία αντικατάστασης να αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις.
- Μειωμένη Μικτή Αξία Αντικατάστασης (Reduced Gross Substantial Value), δηλαδή την μικτή αξία αντικατάστασης αν αφαιρέσουμε την αξία των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της οικονομικής μονάδας σε τρίτους.

2.2.2. Μέθοδοι που βασίζονται στην προεξόφληση των ταμειακών ροών (Discounted cash flow methods - DCF)

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών αποτελεί την πλέον διαδεδομένη και αξιόπιστη θεωρητικά μέθοδο προσδιορισμού της αξίας των εισηγμένων και μη επιχειρήσεων παγκοσμίως. Βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της.

Η προεξόφληση των ταμειακών ροών ενδέχεται να χρησιμοποιείται στην αποτίμηση επιχειρηματικών μονάδων (firm valuation) ή κοινών μετοχών (equity valuation). Στην πρώτη περίπτωση, αποτιμάται ολόκληρη η εταιρεία και περιλαμβάνει το υπόδειγμα κόστους κεφαλαίου, το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας (adjusted present value- APV) και τη μέθοδο των πλεοναζόντων ταμειακών ροών (S.Penman &T.Sougiannis, 1998). Στην δεύτερη περίπτωση, χρησιμοποιείται η μετοχική σύνθεση της επιχείρησης (dividends) (M.Gordon, 1961), (S.Penman &T.Sougiannis, 1998) ή οι υπολειμματικές ταμειακές ροές προς τους μετόχους (free cash flow to equity). Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών όπως για παράδειγμα επενδύσεις ή πωλήσεις, με ορίζοντα 5ετίας συνήθως, όπως αυτές εκτιμήθηκαν από τους αρμόδιους της εταιρείας.

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών βασίζεται αρχικά στον υπολογισμό της παρούσας αξίας, που παρουσιάζεται παρακάτω:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου:

n=διάρκεια ζωής του παγίου

CF_t=οι ταμειακές ροές της περιόδου

r=το προεξοφλητικό επιτόκιο που δείχνει την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμειακών ροών

Προκειμένου να υπολογίσουμε την dcf αξία μιας εταιρείας πρέπει αρχικά να υπολογίσουμε τις προσδοκώμενες ταμειακές ροές από το ενεργητικό της επιχείρησης, το ποσοστό που θα χρειαστεί για να προεξοφληθούν οι ταμειακές ροές των πάγιων στοιχείων, η παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης μετά την αφαίρεση οποιουδήποτε χρέους ή δανεισμού (Ψυλλάκη, 2014). Επομένως η αξία μιας επιχείρησης για μια περίοδο σύμφωνα με την παραπάνω σχέση είναι:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + RV}{(1+k)^n}$$

όπου:

CF₁= οι συνολικές εκτιμώμενες ταμειακές ροές για την περίοδο i

RV η υπολειμματική αξία (Residual Value) της επιχείρησης στο έτος n

k= το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για τον κίνδυνο των ταμειακών ροών

Οι ταμειακές ροές υποθετικά μπορούν να έχουν διάρκεια στο διηνεκές αν και ορισμένοι ερευνητές είναι αντίθετοι καθώς έχει αποδειχθεί πως η παρούσα αξία των ταμειακών ροών μειώνεται προοδευτικά σε βάθος χρόνου. Επιπλέον, το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των περισσότερων επιχειρήσεων τείνει να εξαφανίζεται μετά την πάροδο ορισμένων ετών (P.Fernandez, 2002).

Τα τρία σημαντικότερα μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων με προεξόφληση ταμειακών ροών είναι η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων, η μέθοδος

προεξόφλησης υπερκερδών, η μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας και τέλος η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών.

2.2.2.1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method)

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, βασικό εργαλείο για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων, σύμφωνα με την οποία ο επενδυτής αγοράζει μετοχές αποσκοπώντας στο μέρισμα που πρόκειται να λάβει κατά την περίοδο που θα έχει τις μετοχές στην κατοχή του και στην επιδιωκόμενη τιμή πώλησης της μετά το πέρας της χρονικής περιόδου. Εφόσον η μέθοδος αυτή στηρίζεται στην αποτίμηση μερισμάτων, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η αποτίμηση αφορά εκείνο το μέρος της εταιρείας που χρηματοδοτείται από μετοχικό κεφάλαιο (η αξία που ανήκει στους μετόχους). Η αξία των μετόχων μπορεί να υπολογιστεί με τους εξής τρόπους: α) με βάση τα μερίσματα ανά μετοχή και έτσι προκύπτει η αξία ανά μετοχή και β) με βάση τα συνολικά μερίσματα και έτσι προκύπτει η συνολική αξία (A. Damodaran, 2002).

Η μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων αποτελεί ένα θεμελιώδες υπόδειγμα αποτίμησης και πάνω στη μεθοδολογία του βασίζονται τα υπόλοιπα εναλλακτικά υποδείγματα αποτίμησης. Βασικά στοιχεία αυτού του υποδείγματος είναι ότι (Π.Αρτίκης, 2009):

- Τα μερίσματα υπολογίζονται με υποθέσεις που γίνονται αναφορικά με τους αναμενόμενους ρυθμούς αύξησης των κερδών στο μέλλον και τους δείκτες διανομής κερδών.

- Η απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής (κόστος μετοχικού κεφαλαίου) προσδιορίζεται από την επικινδυνότητα της.

Ο J. B. Williams το 1938 ανέπτυξε το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων το οποίο αποτελεί σημείο αναφοράς στην θεωρία της χρηματοοικονομικής και είναι η πιο απλή μορφή αποτίμησης μετοχών. Το παραπάνω υπόδειγμα είναι ιδιαίτερα ευέλικτο, με αποτέλεσμα να επιτρέπει τη μεταβολή των προεξοφλητικών επιτοκίων στο χρόνο, καθώς τόσο τα επιτόκια όσο και ο κίνδυνος μεταβάλλονται (Miller & Modigliani, 1961).

Υπάρχουν διάφορες απόψεις για το προαναφερθέν θεώρημα. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τα μερίσματα θεωρούνται διανεμημένα, παρά ως παράγοντες δημιουργίας πλούτου. Σύμφωνα με τους Pennan & Sougiannis η τιμή βασίζεται στα μελλοντικά μερίσματα, αλλά εκείνα που έχουν ήδη διανεμηθεί δεν δίνουν καμία πληροφορία σχετικά με την τιμή.

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, οι μέτοχοι μιας εταιρείας λαμβάνουν μερίσματα ως οικονομικές αποζημιώσεις, επομένως η αξία των ιδίων κεφαλαίων ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών καταβληθέντων μερισμάτων, όπως φαίνεται και από την παρακάτω σχέση (Paleru, 2003):

$$\text{Equity value} = \text{PV of expected future dividends}$$

Εάν αλλάξουμε το μέρισμα ενός δεδομένου χρόνου με DIV και με r_e το προεξοφλητικό επιτόκιο ή το κόστος της καθαρής θέσης τότε η παραπάνω σχέση γίνεται (Ψυλλάκη, 2014):

$$\text{Equity Value} = \frac{DIV_1}{(1+r_e)} + \frac{DIV_2}{(1+r_e)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r_e)^3} + \dots$$

Καταλαβαίνουμε ότι με βάση τον παραπάνω τύπο η λειτουργία μιας επιχείρησης εκτείνεται στο διηνεκές. Στην πραγματική αγορά όμως, που οι εταιρείες κάποιες φορές εξαγοράζονται ή χρεοκοπούν, οι μέτοχοι μιας επιχείρησης στην κατάσταση αυτή θα λάβουν ένα υπολειμματικό μέρισμα (terminal dividend) επί των μετοχών που κατέχουν.

Η απόδοση r_e , που απαιτείται, επί της καθαρής θέσης, δύναται να εκτιμηθεί είτε με το μοντέλο σταθερής ανάπτυξης Gordon & Shapiro (Gordon & Shapiro's constant growth valuation model) ή με το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων ή αλλιώς CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Σύμφωνα με το πρώτο μοντέλο, η απόδοση r μπορεί να υπολογιστεί ως εξής:

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g$$

όπου:

D_1 : τα μερίσματα που θα καταβληθούν το επόμενο έτος και ισούται με $D_1 = D_0 * (1 + g)$,

P_0 : η τρέχουσα τιμή της μετοχής

g : το ποσοστό σταθερής αύξησης των μερισμάτων (constant divided growth rate)

Σύμφωνα με το μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων η απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές είναι ίση με το άθροισμα της χωρίς κίνδυνο απόδοσης (risk free rate), η απόδοση που θα είχαν επενδύοντας σε ένα κρατικό ομόλογο χωρίς κίνδυνο και μιας απόδοσης που είναι αντίστοιχη με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν από την παραχώρηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές της εταιρείας ως αποζημίωση (αμοιβή κινδύνου- risk premium). Για να υπολογίσουμε την αμοιβή κινδύνου πρέπει να πολλαπλασιάσουμε τον συντελεστή beta της μετοχής της επιχείρησης με την αμοιβή κινδύνου της αγοράς (market risk premium) για μια μέση επένδυση (Αρτίκης Γ., 2002). Επομένως η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής μιας επιχείρησης υπολογίζεται ως εξής:

$$r_e = R_F + \beta(R_M - R_F)$$

Όπου:

R_F = η απόδοση κρατικού ομολόγου χωρίς κίνδυνο

R_M = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

$R_M - R_F$ = η αμοιβή κινδύνου της αγοράς

β = το beta της μετοχής

$\beta * (R_M - R_F)$ = η αμοιβή κινδύνου της μετοχής της επιχείρησης

Ο συντελεστής beta ή αλλιώς beta coefficient υπολογίζει το συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής το οποίο σημαίνει πως όσο ψηλότερη είναι η τιμή του τόσο ψηλότερη πρέπει να είναι και η απόδοση της. Πιο συγκεκριμένα ο συντελεστής βήτα είναι το μέτρο του βαθμού μεταβλητότητας των αποδόσεων μιας επένδυσης σε σχέση με τις

αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου αγοράς το οποίο υπολογίζεται με κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη (Ψυλλάκη, 2014). Μετοχές εταιρειών που έχουν $\beta=1$ είναι συγχρονισμένες με την αγορά και έχουν τον ίδιο κίνδυνο με αυτή. Αντιθέτως, επιχειρήσεις με $\beta>1$ έχουν αποδόσεις που κυμαίνονται περισσότερο από εκείνες της αγοράς και θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες από την αγορά. Επίσης επιχειρήσεις με $\beta<1$ θεωρούνται λιγότερο ριψοκίνδυνες βάσει των αποδόσεων τους (Αρτίκης, Γ.,2002).

Επομένως αν έχουμε μια επιχείρηση με σταθερό ποσοστό αύξησης μερισμάτων g στο διηνεκές, η αξία της σύμφωνα με τον παραπάνω τύπο θα είναι:

$$\text{Equity value} = \frac{DIV_1}{(r_e - g)}$$

Ο τύπος αποτίμησης που μόλις αναφέρθηκε ονομάζεται Μοντέλο Προεξοφλητικών Μερισμάτων ή αλλιώς Divided Discount Model. Στην ίδια κατηγορία ανήκουν και η Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method) και η Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, οι οποίες θα παρουσιαστούν εκτενέστερα παρακάτω.

2.2.2.2. Μέθοδος Προεξόφλησης Υπερκερδών (Discounted Abnormal Earnings Valuation Method)

Ας υποθέσουμε ότι οι κινήσεις των ιδίων κεφαλαίων και της καθαρής θέσης φαίνονται στον ισολογισμό της επιχείρησης. Για να βρούμε επομένως την αναμενόμενη λογιστική τους αξία στο τέλος του έτους για λογαριασμό των μετόχων της επιχείρησης υπολογίζουμε το άθροισμα της λογιστικής τους αξίας στην αρχή του έτους και του αναμενόμενου καθαρού εισοδήματος αφαιρώντας τα αναμενόμενα μερίσματα, δηλαδή έχουμε την σχέση (Paleru, 2003):

$$BVE_1 = BVE_0 + NI_1 - DIV_1$$

Όπου:

BVE_1 = Book value of equity at the end of year 1

BVE_0 = Book value of equity at the beginning of the year

NI_1 = Net Income at the end of year 1

DIV_1 = Dividends at the end of year 1

Από τα παραπάνω προκύπτει η σχέση:

$$DIV_1 = BVE_0 + NI_1 - BVE_1$$

Με βάση το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων και την παραπάνω σχέση μπορούμε να προσδιορίσουμε την αξία μιας επιχείρησης ως εξής:

Equity value = Book value of equity + PV of expected future abnormal earnings

Τα υπερκέρδη που αναφέρονται παραπάνω μπορούν να οριστούν ως το καθαρό εισόδημα προσαρμοσμένο σε μια κεφαλαιακή χρέωση η οποία υπολογίζεται αν πολλαπλασιάσουμε το προεξοφλητικό επιτόκιο r_e (δηλαδή το κόστος της καθαρής θέσης) με την αρχική λογιστική αξία της καθαρής θέσης.

Σύμφωνα με τους Lee & Myers (1997), αλλά και με βάση πολλές έρευνες, οι εκτιμήσεις που γίνονται για να υπολογιστούν οι μελλοντικές αποδόσεις μιας επιχείρησης με τη μέθοδο των προεξοφλητικών υπερκερδών είναι πιο αξιόπιστες συγκριτικά με εκείνες που υπολογίζονται με τη χρήση Πολλαπλασιαστών.

Επιπλέον, πολλές έρευνες αναφέρουν πως τα αποτελέσματα της αποτίμησης με βάση τη συγκεκριμένη μέθοδο είναι πιο ακριβή σε σχέση με εκείνα της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών ή μερισμάτων (αν βέβαια λάβουμε υπόψη μας ότι πρόκειται για σχετικά περιορισμένα διαστήματα προβλέψεων) (J. Francis, P. Olsson, D. Oswald, 2000).

Τέλος, δεν θα πρέπει να λησμονάμε το γεγονός ότι η μέθοδος προεξόφλησης υπερκερδών βασίζεται σε λογιστικά δεδομένα και θα πρέπει ο ερευνητής να προσέχει ιδιαίτερα στην ερμηνεία των δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων που

χρησιμοποιεί για την αποτίμηση προς αποφυγή στρεβλώσεων των αποτελεσμάτων της μεθόδου αυτής.

2.2.2.3. Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method - APV)

Η αναπροσαρμοσμένη παρούσα αξία είναι μια μέθοδος που αποτιμά την επιχείρηση τμηματικά, δηλαδή πρώτα αποτιμώνται οι βασικές πηγές των ταμειακών ροών και έπειτα υπολογίζεται το κόστος δανεισμού και των υπολοίπων απαιτήσεων. Έπειτα, αφαιρείται το κόστος δανεισμού όπως αυτό ορίζεται και προεξοφλείται.

Πιο συγκεκριμένα, η αξία μιας επιχείρησης χωρίς δανεισμό μπορεί να υπολογιστεί αν προεξοφλήσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές με το προεξοφλητικό επιτόκιο της απαιτούμενης απόδοσης της καθαρής θέσης, το οποίο δύναται να εφαρμοστεί στην περίπτωση αυτή εφόσον διατηρούμε την υπόθεση ότι δεν υπάρχει δανειακή επιβάρυνση δανειακή επιβάρυνση. Το επιτόκιο αυτό είναι γνωστό ως απαιτούμενη απόδοση παγίων στοιχείων (required return to assets), είναι ελεύθερο δανεισμού, και μικρότερο από το κόστος της καθαρής θέσης εάν στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης συμπεριλαμβάνονται και δανειακά κεφάλαια (Ψυλλάκη, 2014). Στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι θα αντιμετωπίσουν οικονομικό κίνδυνο της ύπαρξης δανεισμού – financial risk- και έτσι θα απαιτήσουν υψηλότερο ποσοστό απόδοσης (equity risk premium). Επιπλέον, στις περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει δανεισμός η απαιτούμενη απόδοση της καθαρής θέσης ισούται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC (weighted average cost of capital), αφού η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης αποτελείται από ίδια κεφάλαια.

Συνεχίζοντας, προκειμένου να βρούμε τη φορολογική ωφέλεια του δανεισμού για μια οικονομική μονάδα πρέπει να ασχοληθούμε με την απασχόληση δανειακών κεφαλαίων που έχουν ως αποτέλεσμα την καταβολή χαμηλότερου φόρου ανά έτος λόγω των τόκων που αφαιρούνται από το φορολογητέο της εισόδημα στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης. Προκειμένου να υπολογίσουμε την παρούσα αξία αυτής της φορολογικής ωφέλειας πρέπει αρχικά να υπολογιστεί το ετήσιο όφελος (υπολογίζεται από τον πολλαπλασιασμό του ετήσιου ποσού των τόκων με τον φορολογικό

συντελεστή) και εν συνεχεία να προεξοφληθούν οι χρηματοροές αυτές με το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης. Πολλοί ερευνητές δεν συμφωνούν στο ποιο ποσοστό προεξόφλησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε αυτό το μοντέλο αποτίμησης, εντούτοις συγκλίνουν στη χρήση του κόστους δανεισμού που προβλέπεται από την αγορά, το οποίο δεν είναι απαραίτητα ίσο με το επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, ο υπολογισμός της αξίας μιας επιχείρησης με το μοντέλο της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας δίνεται από τη σχέση:

Firm's Value= Debt + Equity= NPV (FCF; r_u) + Value of the debt's tax shield

Σύμφωνα με την Mckinsey & Company (2005)⁶, το ποσοστό προεξόφλησης που εδώ συμβολίζεται με k_u για τον υπολογισμό της αξίας των ελεύθερων ταμειακών ροών και του φορολογικού οφέλους με τη μέθοδο αποτίμησης APV είναι:

$$k_u = WACC + k_b \frac{B}{B + S} T$$

Όπου:

K_b = cost of debt

T= marginal tax rate on interest expense

B= market value of debt

S= market value of equity

Η μέθοδος της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας συγκλίνει στα αποτελέσματα με την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών, αρκεί όμως στο WACC να έχουν γίνει οι κατάλληλες αλλαγές προκειμένου να λαμβάνονται υπόψη οι όποιες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση.

⁶ Mckinsey & Company, Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 4th edition, Copyright 2005, Jon Wiley & Sons Inc. www.WileyValuation.com

2.2.2.4. Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method - DFCF)

Η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτελεί μια από τις πιο ολοκληρωμένες μεθόδους παγκοσμίως και τις πιο δημοφιλείς για την αποτίμηση επιχειρήσεων στην περίπτωση συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η συγκεκριμένη μέθοδος επιχειρεί να προσδιορίσει την αξία της εξεταζόμενης επιχείρησης υπολογίζοντας την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών κατά τη διάρκεια ζωής της. Εφόσον μια επιχείρηση μπορεί να λειτουργεί επ' αόριστο μπορούμε να χωρίσουμε την ανάλυση σε δύο μέρη: στη χρονική περίοδο των προβλέψεων και την τελική αξία. Σύμφωνα με την μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, για να προσδιορίσει ο αναλυτής την αξία της επιχείρησης πρέπει πρώτα να υπολογίσει τις προσδοκώμενες ελεύθερες ταμειακές ροές της, το ποσοστό με το οποίο αυτές θα εξοφληθούν στο παρόν (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου –WACC), την παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών, την υπολειμματική αξία της επιχείρησης και τέλος την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης, αφού πρώτα όμως αφαιρέσει όποιο χρέος ή μορφή δανεισμού υπάρχει.

Στη συνέχεια θα αναλύσουμε τις βασικές έννοιες του μοντέλου προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.

Βασικές Έννοιες Μοντέλου Αποτίμησης DFCF

- Χρονική διάρκεια προβλέψεων

Ένας σημαντικός παράγοντας είναι η χρονική διάρκεια των ροών που θα αποτιμηθούν. Έχει ορισθεί μια συγκεκριμένη διάρκεια ζωής για την καλύτερη δυνατή αποτύπωση των ροών παρότι μια επιχείρηση μπορεί να υπάρχει για πολλά χρόνια. Η εμπειρία έχει δείξει πως στις περισσότερες περιπτώσεις χρησιμοποιείται μια περίοδος πέντε με δέκα ετών. Κατά τη χρονική διάρκεια των προβλέψεων, ο ερευνητής θα πρέπει να κάνει αναλυτικές προβλέψεις για τα οικονομικά κόστη και οφέλη της επιχείρησης. Σε μια αργά αναπτυσσόμενη επιχείρηση (ο κλάδος χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, με μικρά περιθώρια κέρδους) η χρονική διάρκεια των προβλέψεων είναι ένας χρόνος, σε ισχυρή επιχείρηση (ισχυρό δίκτυο διανομής, αναγνωρίσιμα σήματα προϊόντων) η

χρονική διάρκεια είναι 5 χρόνια και τέλος σε μια επιχείρηση με υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης (λειτουργεί με ισχυρά εμπόδια εισόδου και κατέχει την επικρατέστερη θέση στον κλάδο) η χρονική διάρκεια είναι δέκα χρόνια.

-Ρυθμός ανάπτυξης

Μετά το χρονικό εύρος των προβλέψεων ακολουθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της εξεταζόμενης επιχείρησης. Η συνήθης πρακτική είναι να λαμβάνεται ως ρυθμός ανάπτυξης η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της οικονομίας, δηλαδή η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ μείον τον πληθωρισμό και στη συνέχεια τα στοιχεία αυτά να εξετάζονται με τα ιστορικά στοιχεία της εταιρείας και να ελέγχονται για την εγκυρότητα τους.

Η πρόβλεψη των εισροών για μια επιχείρηση είναι από τις δυσκολότερες υποθέσεις που καλείται να κάνει ένας αναλυτής καθώς είναι μέγιστης σημασίας να είναι σε θέση να προβλέψει την εξέλιξη της επιχείρησης και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται λαμβάνοντας υπόψη πάντα πως οι εκτιμήσεις αυτές είναι σε μεγάλο βαθμό αβέβαιες. Προκειμένου να περιοριστεί αυτός ο βαθμός αβεβαιότητας των προβλέψεων ο αναλυτής εκτιμά και μια σειρά παραγόντων κατά τη διαδικασία πρόβλεψης του ρυθμού αύξησης. Συγκεκριμένα πρέπει να υπάρχουν ισχυρά εργαλεία αξιολόγησης, και να αναλύεται το εξωτερικό περιβάλλον καθώς και οι δυνάμεις της επιχείρησης (swot analysis) (A. Damodaran, 2002).

-Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flow)

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές μιας επιχείρησης αποτελούν ένα πολύ σημαντικό κριτήριο αξιολόγησης της ελκυστικότητας μιας μετοχής. Ορίζονται συνήθως ως οι καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές μείον τις καθαρές επενδυτικές ροές και τις καταβολές για τις φορολογικές της υποχρεώσεις και παρέχουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση να καταβάλει μερίσματα και να αξιοποιεί όσες επενδυτικές ευκαιρίες βελτιώνουν την απόδοση της και αυξάνουν την αξία στους μετόχους της. Αντιθέτως, η ύπαρξη αρνητικών ελεύθερων ταμειακών ροών ενδέχεται να έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του δανεισμού ή της καθαρής θέσης.

Προκειμένου να υπολογίσει ο αναλυτής τις ελεύθερες ταμειακές ροές, δεν πρέπει να συμπεριλάβει στους υπολογισμούς του τη χρηματοδότηση των λειτουργιών της επιχείρησης που προέρχεται από δανειακά κεφάλαια αλλά να δώσει βάση στην απόδοση μετά φόρων επί των παγίων στοιχείων της επιχείρησης και παράλληλα να λάβει υπόψη τις απαιτούμενες επενδύσεις σε κάθε περίοδο για να εξασφαλίσει την απρόσκοπτη λειτουργία της.

Με βάση τα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίζονται ως εξής:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{EBIT} (1-T) + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NWC}$$

Όπου:

T= ο φορολογικός συντελεστής (tax rate)

CAPEX= τα έξοδα για τις επενδύσεις (capital expenditure)

ΔNWC = η μεταβολή κεφαλαίου κίνησης (change in net working capital) στον παραπάνω τύπο εμφανίζεται η αύξηση κεφαλαίου κίνησης.

Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\text{Working capital} = \text{Operating Cash} + \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories} - \text{Accounts Payable}$$

Στην περίπτωση που μια επιχείρηση χρηματοδοτείται μόνο από ίδια κεφάλαια οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίζονται αν διαιρέσουμε τις ταμειακές ροές προς την καθαρή θέση. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές απεικονίζουν τα ταμειακά διαθέσιμα που απομένουν στην επιχείρηση μετά από την κάλυψη όλων των δανειακών υποχρεώσεων και επενδυτικών αναγκών και δύναται να χρησιμοποιηθούν για την καταβολή μερισμάτων. Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι ότι δεν επηρεάζονται από τη μόχλευση των κεφαλαίων της επιχείρησης και δίνουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα, καθώς οι τόκοι δεν επηρεάζονται στη διαδικασία.

-Υπολειμματική Αξία

Η Υπολειμματική Αξία (τελική αξία) ορίζεται ως η αξία της επιχείρησης, όπως προσδιορίζεται από τις ταμειακές ροές μετά την πάροδο του χρονικού διαστήματος στο οποίο πραγματοποιούνται οι προβλέψεις των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Η υπολειμματική αξία ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μετά το τέλος της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου, επομένως η υπολειμματική αξία μιας επιχείρησης είναι η αξία της στο διηνεκές. Σήμερα αποτελεί ένα πολύ σημαντικό μέρος της εκτιμώμενης αξίας για το λόγο ότι η τελική αξία συμπεριλαμβάνει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης.

Για να υπολογίσει ο αναλυτής την υπολειμματική αξία χρησιμοποιεί τη μέθοδο κεφαλαιοποίησης της ταμειακής ροής της τελευταίας περιόδου πρόβλεψης στο διηνεκές. Είναι γενικά παραδεκτό για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης, ότι ο μόνος λόγος που οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό πραγματοποιούνται μετά την περίοδο πρόβλεψης είναι για να διατηρηθεί η υπάρχουσα δυναμικότητα κατά το τελευταίο έτος πρόβλεψης. Η υπολειμματική αξία μετά το πέρας της περιόδου t υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCF_t * (1+g)}{(WACC-g)}$$

Όπου:

FCF_t = οι ελεύθερες ταμειακές ροές στη λήξη της χρονικής περιόδου

$WACC$ = Weighted average cost of capital- Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

g = η προσδοκώμενη σταθερή αύξηση των FCF στο διηνεκές (expected constant growth of FCF)

Από τον παραπάνω τύπο είναι φανερό πως μια μικρή μεταβολή του ποσοστού αύξησης g μπορούν να έχουν μεγάλη επίδραση στο αποτέλεσμα της υπολειμματικής αξίας. Θα πρέπει επομένως να δίνεται ιδιαίτερη σημασία στον καθορισμό του ποσοστού αύξησης, ειδικά στην περίπτωση αποτίμησης επιχειρήσεων. Να σημειωθεί πως στο διηνεκές ο ρυθμός αύξησης δεν μπορεί να ξεπερνά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Οι συνθήκες του ανταγωνισμού

που επικρατούν σε κάθε κλάδο αλλά και η πιθανή είσοδος νέων ανταγωνιστών που αποσκοπούν στην εκμετάλλευση των υπερκερδών, θα έχουν ως αποτέλεσμα τον περιορισμό των αποδόσεων σε επίπεδο ίσο με το κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης. Με βάση αυτό καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η πρόβλεψη των ταμειακών ροών πρέπει να γίνεται μέχρι εκεί που η επιχείρηση και αντίστοιχα ο κλάδος της σε βάθος χρόνου θα βρεθούν σε ισορροπία, δηλαδή σε ένα επίπεδο ωριμότητας (mature stage) Στην πράξη, όλες οι επιχειρήσεις αναμένεται να φτάσουν σε ένα στάδιο ωριμότητας με μέτριο ρυθμό ανάπτυξης μακροπρόθεσμα.

Ποσοστό προεξόφλησης (Discount rate)

Μπορούμε να καθορίσουμε την παρούσα αξία μιας επιχείρησης υπολογίζοντας την παρούσα αξία της υπολειμματικής ταμειακής ροής προς την εξεταζόμενη επιχείρηση με συντελεστή προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Ο αναλυτής θα πρέπει επίσης να συνυπολογίσει τα φορολογικά οφέλη των ξένων κεφαλαίων καθώς και τον αναμενόμενο πρόσθετο κίνδυνο που είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με τα ξένα κεφάλαια. Το ποσοστό προεξόφλησης που θα χρησιμοποιεί κάθε φορά πρέπει να υποδηλώνει το μέσο σταθμικό κόστος ευκαιρίας των επενδυτών σε εναλλακτικές επενδύσεις. Στην περίπτωση αυτή ο ερευνητής χρησιμοποιεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC - weighted average cost of capital).

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι η ελάχιστη απόδοση που αναμένεται να καταβληθεί από την επιχείρηση κατά μέσο όρο στους μετόχους της προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα περιουσιακά της στοιχεία. Κάθε επιχείρηση που θέλει να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της προγράμματα χρησιμοποιούν κυρίως δανειακά κεφάλαια ως πηγές χρηματοδότησης, αλλά και προνομιούχες μετοχές, κοινές μετοχές και παρακρατηθέντα κέρδη.

Όταν μια επιχείρηση θέλει να αποκτήσει νέα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει νέα επενδυτικά προγράμματα, αυτό που προσπαθεί να κάνει είναι να διατηρήσει την δομή των κεφαλαίων αυτό στο ίδιο επίπεδο με την κεφαλαιακή της διάρθρωση ώστε να παραμένει σταθερή και η τιμή της να είναι αμετάβλητη. Επομένως, προκειμένου να υπολογίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου πρέπει να έχουμε πρώτα καθορίσει ποιο θα είναι το κόστος κάθε πηγής

χρηματοδότησης. Να σημειώσουμε πως το κόστος των κάθε πηγών καθορίζεται σύμφωνα με το ποσοστό συμμετοχής της καθεμιάς στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Με βάση τα παραπάνω το μέσο σταθμικό κόστος μιας επιχείρησης είναι ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους διαφόρων πηγών χρηματοδότησης, με συντελεστές στάθμισης τα ποσοστά συμμετοχής που έχει κάθε πηγή στη σύνθεση του κεφαλαίου.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης που απαιτείται προκειμένου η επιχείρηση να μπορεί να προεξοφλήσει τις ταμειακές ροές που θα δημιουργηθούν από τα περιουσιακά της στοιχεία και θα πρέπει να ισούται τουλάχιστον με το κόστος χρηματοδότησης τους.

Το παρόν υπόδειγμα παρουσιάζει ένα μειονέκτημα αναφορικά με τις υποθέσεις του προσδοκώμενου ρυθμού ανάπτυξης, το οποίο οφείλεται στο ότι ο συντελεστής προεξόφλησης είναι το μέσο σταθμικό κόστος, το οποίο είναι πολύ χαμηλότερο από το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, αν ο ρυθμός επανεπένδυσης της επιχείρησης εκτιμάται από την απόδοση συνολικού κεφαλαίου, τότε οι μεταβολές αυτής της απόδοσης θα έχουν σημαντικές επιδράσεις στην αξία της επιχείρησης (Π. Αρτίκης, 2009).

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η εκτίμηση με βάση το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στηρίζεται στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων ή αλλιώς CAPM (Capital Asset Pricing Model).

- Εκτίμηση - Αποτίμηση Αξίας Επιχείρησης (Corporate Value)

Μετά την ανάλυση του μοντέλου αποτίμησης με προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών, ο αναλυτής υπολογίζει την αξία της επιχείρησης ως το άθροισμα του συνόλου των παρούσων αξιών των ελεύθερων ταμειακών ροών και της παρούσας αξίας της υπολειμματικής της αξίας, δηλαδή:

$$\text{Corporate Value} = \Sigma[\text{PV}_{\text{FCF}}] + \text{PV}_{\text{Terminal Value}}$$

Η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας υπολογίζονται στις παρακάτω σχέσεις:

$$PV_{FCF} = \frac{FCF}{(1 + WACC)^t}$$

και

$$PV_{\text{Terminal}} = \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + WACC)^t}$$

Όπου:

$(1+WACC)^t$ = παράγοντας προεξόφλησης

Σε περίπτωση δανεισμού της επιχείρησης η αξία της καθαρής της θέσης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Equity} = \text{Corporate Value} - \text{Borrowings}$$

Προκειμένου ο αναλυτής να διαπιστώσει αν η τελική αξία της επιχείρησης είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, την συγκρίνει με την τρέχουσα αξία της και συγκεκριμένα διαιρώντας την τελική της αξία με τον αριθμό των μετοχών και έτσι προκύπτει η αξία ανά μετοχή που συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο.

2.2.3. Μέθοδος Πολλαπλασιαστών (Multiples valuation or Comparable companies method)

Αντίθετα με τη λογική των μεθόδων που αναλύσαμε πιο πάνω, οι μέθοδο στην κατηγορία αυτή προσπαθεί να προσδιορίσει την αξία της επιχείρησης με βάση τα στοιχεία της αγοράς. Η πιο σημαντική μέθοδος της κατηγορίας αυτής είναι η μέθοδος πολλαπλασιαστών. Ο αναλυτής θα χρησιμοποιήσει τη μέθοδο αυτή για να προσδιορίσει την αξία της επιχείρησης ή της καθαρής της θέσης συσχετίζοντας τη με την τιμή παρόμοιων εταιρειών. Σύμφωνα με τον Damodaran για να λειτουργήσει το μοντέλο θα πρέπει αρχικά οι τιμές να έχουν τυποποιηθεί (συνήθως αυτό γίνεται με την μετατροπή τους σε πολλαπλασιαστές για παράδειγμα κερδών και αξίας ή

πωλήσεων) και εν συνεχεία να έχουν βρεθεί ομοειδείς επιχειρήσεις στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, εισηγμένες σε διάφορα χρηματιστήρια και να είναι συγκρίσιμες με την εξεταζόμενη επιχείρηση. Επιπλέον, οι διάφορες βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προβλέψεις των αναλυτών σχετικά με την ανάπτυξη, την κερδοφορία αλλά και την επίδραση που έχουν στις υπό εξέταση επιχειρήσεις, στηρίζονται στην αγορά. Στη συνέχεια ο αναλυτής προχωράει στην αποτίμηση βασιζόμενος στην εκτίμηση ότι η αξία που προσδιορίστηκε για τις επιχειρήσεις αυτές μπορεί να εφαρμοσθή και στην επιχείρηση που επιθυμεί να αναλύσει.

Οι πιο πολλές αναλύσεις μετοχών και αποτιμήσεις (στην περίπτωση των εξαγορών) βασίζονται σε ένα πολλαπλασιαστή, όπως για παράδειγμα τον price-to-sales ratio και value-to EBITDA και σε ένα σύνολο ομοειδών επιχειρήσεων που μπορούν να χρησιμοποιηθούν στη σύγκριση. Η αποτίμηση μιας επιχείρησης με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών προτιμάται ιδιαίτερα από τους εκτιμητές, κυρίως λόγω της απλότητας τους και του εύκολου τρόπου παρουσίασης τους. Για τον υπολογισμό τους δεν απαιτούνται πολύπλοκοι υπολογισμοί και λεπτομερείς προβλέψεις για μια σειρά ετών για μια σειρά παραμέτρων όπως για παράδειγμα η κερδοφορία της επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίου της. Συνεχίζοντας, ένα ακόμα πλεονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να αντικατοπτρίζουν την τρέχουσα διάθεση της αγοράς, επειδή αποτελούν μια προσπάθεια μέτρησης της σχετικής αξίας (relative value) και όχι της εσωτερικής αξίας (intrinsic value) μιας επιχείρησης (A. Damodaran, 2010).

Σε γενικές γραμμές, σύμφωνα με τους Palepu, G. Krishna, Paul M. Healy & Victor L. Bernard (2003) τα βήματα που ακολουθούνται για την αποτίμηση με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών είναι τα παρακάτω:

-Επιλογή ενός μέτρου απόδοσης ή αξίας, όπως για παράδειγμα κέρδη (earnings), πωλήσεις, ταμειακές ροές, συνολικά ίδια κεφάλαια κ.α ως βάση για τον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή.

-Υπολογισμός του αντίστοιχου πολλαπλασιαστή αξίας για συγκρίσιμες επιχειρήσεις με τη χρήση του μέτρου απόδοσης.

-Εφαρμογή του πολλαπλασιαστή της συγκρίσιμης επιχείρησης, στο μέτρο απόδοσης ή αξίας της υπό ανάλυσης επιχείρησης.

Αν και θεωρητικά η μέθοδος των πολλαπλασιαστών φαίνεται σχετικά απλή, στην πράξη δεν φαίνεται να ισχύει το ίδιο. Πιο συγκεκριμένα, η εύρεση επιχειρήσεων που θα χρησιμοποιηθούν για σύγκριση δεν είναι εύκολη. Τέτοιου τύπου επιχειρήσεις θεωρούνται εκείνες που εμφανίζουν παρόμοια οικονομικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά. Επιπλέον, αν και θεωρητικά κατάλληλη υποψήφια είναι μια επιχείρηση που ανήκει στον ίδιο κλάδο, εντούτοις είναι δύσκολο για τους αναλυτές να βρουν πολλαπλασιαστές για σύγκριση στην πράξη, διότι πολλές επιχειρήσεις ανήκουν σε παραπάνω από ένα κλάδο (Palepu, G. Krishna, Paul.M. Healy, & Victor L. Bernand, 2003). Εξίσου σημαντικό είναι το γεγονός ότι οι τιμές των πολλαπλασιαστών συχνά εμφανίζουν μεγάλη διασπορά. Κάτι που αμφισβητεί την αξία των αποτελεσμάτων (P. Fernandez, 2001).

Παρακάτω παρουσιάζονται οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι πολλαπλασιαστές:

Πίνακας 2.2 Χρησιμοποιούμενοι Πολλαπλασιαστές σε αναλύσεις

P/E, PER	Price earnings ratio	P/Output	Price to output
P/CE	Price to cash earnings	EV/EBITDA	Enterprise Value to EBITDA
P/S	Price to sales	EV/S	Enterprise value to sales
P/LFCF flow	Price to level free cash	EV/FCF	Enterprise value to unlevered free cash flow
P/BV	Price to book value	EV/BV	Enterprise value to book value
P/AV	Price to asset value	PEG	Price earnings (PER) per month
P/Costumer	Price to costumer	EV/EG	Enterprise value to EBITDA growth
P/Units	Price to units		

Πηγή: P. Fernandez , Valuation Using Multiples. How do analysts reach their conclusions?, 2001, IESE Business School

2.3. Συνηθέστερα σφάλματα κατά τη διαδικασία αποτίμησης

Σύμφωνα με τον Fernandez (2004) παρατηρούνται κάποια σφάλματα κατά την διαδικασία αποτίμησης επιχειρήσεων τα οποία είναι:

1. Σφάλματα στον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου, όσον αφορά την επικινδυνότητα της επιχείρησης. Στην κατηγορία αυτή συγκαταλέγονται η λανθασμένη επιλογή ποσοστού απόδοσης χωρίς κίνδυνο (risk free rate), η λανθασμένη επιλογή συντελεστή beta (για παράδειγμα η χρήση του ιστορικού beta του κλάδου, ή του beta ομοειδών επιχειρήσεων), η λανθασμένη επιλογή ποσοστού αμοιβής κινδύνου της αγοράς (market risk premium), τα σφάλματα κατά τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου και τέλος την λανθασμένη θεώρηση και αντιμετώπιση του κινδύνου μιας χώρας, ειδικά στην περίπτωση αναδυόμενων αγορών.
2. Σφάλματα στον υπολογισμό και τις προβλέψεις αναφορικά με τις προσδοκώμενες ταμειακές ροές. Πιο συγκεκριμένα:
 - i) Ενδέχεται κατά τον υπολογισμό των ταμειακών ροών να μην υπολογιστούν οι αυξανόμενες απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης, η αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων της επιχείρησης ή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων να ληφθεί ως ταμειακή ροή καθαρής θέσης και υπάρχει περίπτωση να μην υπολογιστεί σωστά οι φόροι που επηρεάζουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Επίσης, οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές καθαρής θέσης και τα προσδοκώμενα μερίσματα μπορεί να διαφέρουν και τέλος το καθαρό εισόδημα ή το άθροισμα καθαρού εισοδήματος μπορεί να θεωρηθεί ως ταμειακή ροή.
 - ii) Υπάρχει περίπτωση να μην υπολογιστούν σωστά οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης, οι μετοχές (που είναι ταμειακά ισοδύναμα) και τα δανειακά κεφάλαια (στην περίπτωση επιχειρήσεων που εμφανίζουν έντονη εποχικότητα).
 - iii) Επιπλέον, μπορεί η πρόβλεψη των στοιχείων του ισολογισμού να μην υπολογιστεί σωστά – για παράδειγμα να αγνοηθούν

λογαριασμοί άμεσα συνδεδεμένοι με τις ταμειακές ροές ή η επανεκτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου να θεωρηθεί ταμειακή ροή.

- iv) Υπερβολικά αισιόδοξες προβλέψεις αναφορικά με τις ταμειακές ροές.

3) Σφάλματα στον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας, όπου σε μερικές περιπτώσεις οι ταμειακές ροές που χαρακτηρίζονται από ασυνέχεια ευθύνονται για τους λανθασμένους υπολογισμούς. Επίσης πολλές φορές χρησιμοποιείται λανθασμένο WACC για την προεξόφληση των ταμειακών ροών στο διηνεκές.

4) Σφάλματα στην χρήση των πολλαπλασιαστών, όπως για παράδειγμα η χρήση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών με μεγάλη διασπορά μεταξύ των επιχειρήσεων ή ο πολλαπλασιαστής να προέρχεται από μια μοναδική συναλλαγή.

5) Λανθασμένες απόψεις σχετικά με την αποτίμηση όπως για παράδειγμα η εξαίρεση από τους υπολογισμούς των στοιχείων που δεν είναι λειτουργικά, η παράλειψη του αναμενόμενου επιπέδου πληθωρισμού από τον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου και η εφαρμογή διαφορετικών προεξοφλητικών επιτοκίων στις ταμειακές ροές διαφορετικών ετών.

6) Σφάλματα στην ερμηνεία βασικών αρχών αποτίμησης, όπως για παράδειγμα λανθασμένη ερμηνεία ανάμεσα στους όρους «αξία» και «τιμή» και στη μη διάκριση μεταξύ της στρατηγικής αξίας για έναν επενδυτή και στη δίκαιη αξία της αγοράς.

Κεφάλαιο 3: Παρουσίαση & Χρηματοοικονομική Ανάλυση του ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ

3.1 Παγκόσμια και Ευρωπαϊκή Οικονομία την περίοδο 2015-2017

Σύμφωνα με την τελευταία έκθεση τους Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (World Economic Outlook), τον Οκτώβριο του 2016, προβλέπεται επιβράδυνση 3,1% για το 2016 και ανάκαμψη στο 3,4% για το 2017. Η συγκεκριμένη πρόβλεψη αναθεωρήθηκε προς τα κάτω κατά 0,1% της εκατοστιαίας μονάδας για τα έτη 2016 και 2017 σε σύγκριση με τον προηγούμενο Απρίλιο. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την παγκόσμια οικονομία, όπως δημοσιεύτηκαν τον Οκτώβριο του 2016.

Σκιαγραφώντας τους παγκόσμιους κινδύνους, το Ταμείο εστιάζει στις χαμηλές τιμές του πετρελαίου, στην επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας, στη μείωση της τιμής των εμπορευμάτων, στις γεωπολιτικές συγκρούσεις, στην τρομοκρατία, στις προσφυγικές ροές και τέλος, στις παγκόσμιες επιδημίες. (www.naftemporiki.gr).

Πίνακας 3.1 Βασικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	2015	2016	2017
ΑΕΠ			
ΗΠΑ	2,6	1,6	2,2
Ιαπωνία	0,5	0,5	0,6
Αναπτυσσόμενη Ασία	6,6	6,5	6,3
εκ των οποίων Κίνα	6,9	6,6	6,2
εκ των οποίων Ινδία	7,6	7,6	7,6
ΑΕΣΕΑΝ-5	4,8	4,8	5,1
Ευρωζώνη	2	1,7	1,5
Αναδυόμενη & Αναπτυσσόμενη			
Ευρώπη	3,6	3,3	3,1
Κοινοπολιτεία Ανεξαρτήτων Κρατών			
(CIS)	-2,8	-0,3	1,4
εκ των οποίων Ρωσία	-3,7	-0,8	1,1
Μέση Ανατολή & Βόρεια Αφρική			
(MENA)	2,3	3,4	3,4
Λατινική Αμερική	0	-0,6	1,6
εκ των οποίων Βραζιλία	-3,8	-3,3	0,5

Υποσαχάρια Αφρική	3,4	1,4	2,9
Παγκόσμια οικονομία	3,2	3,1	3,4
Παγκόσμιο εμπόριο			
Όγκος παγκοσμίου εμπορίου (αγαθά & υπηρεσίες)	2,6	2,3	3,8
Προηγμένες οικονομίες			
Εισαγωγές	4,2	2,4	3,9
Εξαγωγές	3,6	1,8	3,5
Αναδυόμενες & Αναπτυσσόμενες οικονομίες			
Εισαγωγές	-0,6	2,3	4,1
Εξαγωγές	1,3	2,9	3,6

Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Οκτώβριος 2016,

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/pdf/text.pdf>

Σημείωση: Προβλέψεις

Η οικονομική ανάπτυξη στην Ευρώπη αναμένεται να παραμείνει συγκρατημένη, σύμφωνα με τις εαρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Μάιο του 2016. Το πόρισμα αυτό δικαιολογείται από τις χαμηλές επιδόσεις των βασικών εμπορικών εταίρων της Ευρώπης και από γεγονός ότι αρχίζουν να υποχωρούν ορισμένοι από τους μέχρι σήμερα ευνοϊκούς παράγοντες. Κατά συνέπεια, η αύξηση του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ θα συνεχιστεί με σταθερούς αλλά συγκρατημένους ρυθμούς την περίοδο 2015-2017. Πιο συγκεκριμένα το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ υπολογίζεται από 1,7% το 2015 στο 1,6% το 2016 και 1,8 το 2017 (εαρινές προβλέψεις της επιτροπής, ενώ αύξηση του ΑΕΠ στην ΕΕ αναμένεται να υποχωρήσει από 2,0% κατά το περασμένο έτος σε 1,8% το 2016, προτού ανέλθει σε 1,9% το 2017 (χειμερινές προβλέψεις: 1,9% το 2015, 1,9% το 2016 και 2,0% το 2017)).⁷

Ένα ιδιαίτερα θετικό στοιχείο είναι η διευκολυντική νομισματική πολιτική που έχει ως άμεσο αποτέλεσμα την ανάκαμψη των επενδύσεων καθώς είναι πλέον ευκολότερη και φθηνότερη η πρόσβαση στη χρηματοδότηση. Ο Pierre Moscovici, επίτροπος Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων, Φορολογίας και Τελωνείων, δήλωσε: «Η ανάπτυξη στην Ευρώπη διατηρείται παρά το δυσμενέστερο παγκόσμιο

⁷ Στοιχεία βάσει των προβλέψεων Ιανουαρίου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Economic Forecast, January 2016).

περιβάλλον. Υπάρχουν ενδείξεις ότι, σταδιακά, οι εφαρμοζόμενες πολιτικές δημιουργούν περισσότερες θέσεις εργασίας και υποστηρίζουν τις επενδύσεις. Πρέπει όμως ακόμη να γίνουν πολλά για να μειωθούν οι ανισότητες. Η ανάκαμψη στην ζώνη του ευρώ παραμένει άنيση, τόσο μεταξύ των κρατών μελών όσο και μεταξύ των ισχυρότερων και των ασθενέστερων στην κοινωνία. Η κατάσταση αυτή είναι απαράδεκτη και απαιτείται αποφασιστική δράση από τις κυβερνήσεις, τόσο μεμονωμένα όσο και συλλογικά.» (<http://europa.eu>, Βρυξέλλες, 3 Μαΐου 2016).

Επιπλέον, σύμφωνα με την ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής οι τιμές του πετρελαίου έπεσαν με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός να είναι κάτω από το μηδέν (συγκεκριμένα στο 0,4% τον Ιανουάριο), και αναμένεται να παραμείνει στο επίπεδο αυτό λόγω των χαμηλών τιμών της ενέργειας, ενώ οι προοπτικές της παγκόσμιας ανάπτυξης παραμένουν υποτονικές λόγω της επιβράδυνσης στις αναδυόμενες αγορές.

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η μέση τιμή του αργού πετρελαίου για το 2015 (UK Brent, Dubai Fateh και West Texas Intermediate, που αποτελούν βάση αναφοράς για τη διαμόρφωση των τιμών) διαμορφώθηκε στα 50,79 δολάρια το βαρέλι. Για το 2016 η μέση τιμή του αργού πετρελαίου αναμένεται να διαμορφωθεί στα 42,9 δολάρια το βαρέλι και για το 2017 στα 50 δολάρια το βαρέλι⁸.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής η αρμόδια επιτροπή της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας αποφάσισε, σε πρόσφατη συνεδρίαση, να διατηρήσει τη νομισματική της πολιτική ως έχει, εκτιμώντας παράλληλα ότι οι εξελίξεις στην οικονομία θα επιτρέπουν σταδιακή μόνο αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου. Επιπλέον, την ίδια περίοδο παρατηρήθηκε άνοδος του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,7% σε σχέση με το τρίτο τρίμηνο του 2015, ενώ ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 0,7% για το μήνα Δεκέμβριο (World Economic Outlook, January 2016).

Σε άλλες μεγάλες οικονομίες όπως για παράδειγμα η Κίνα, παρατηρούμε άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ κατά 6,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2016⁹. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου δεν προβλέπεται απότομη επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της κινέζικης οικονομίας και συγκεκριμένα

⁸ Σύμφωνα με τις προβλέψεις Ιουνίου 2016 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η τιμή του αργού πετρελαίου Brent εκτιμάται ότι θα μειωθεί από τα 52,4 δολάρια το βαρέλι το έτος 2015 στα 43,4 δολάρια το 2016 πριν ανακάμψει στα 49,1 δολάρια το 2017 και στα 51,3 δολάρια το 2018.

⁹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/01/>

αναμένεται να διαμορφωθεί στο 6,3% για το 2016 και 6% για το 2017. Οι παραπάνω δείκτες οφείλονται κυρίως στο χαμηλό ρυθμό αύξησης των επενδύσεων καθώς η κινέζικη οικονομία συνεχίζει τη μετάβαση της σε ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο.

Ακόμη μια μεγάλη δύναμη στην παγκόσμια οικονομία, η Ιαπωνία αποφάσισε τη μείωση των επιτοκίων σε αρνητικό έδαφος, τονίζοντας πως αν καταστεί απαραίτητο θα υπάρξει περαιτέρω μείωση. Επιπλέον, επέκτεινε στο πρώτο εξάμηνο του 2017 το χρονοδιάγραμμα που είχε θέση για επίτευξη του 2% ως στόχο για τον πληθωρισμό και διατήρησε τη δέσμευσή της για αγορά 80 τρις. γεν το χρόνο κρατικών ομολόγων και στοιχείων ενεργητικού υψηλότερου κινδύνου.

Τέλος, ένα από τα μεγαλύτερα γεγονότα του 2016 είναι το δημοψήφισμα που διεξήχθη το καλοκαίρι του 2016 για την παραμονή ή όχι των Βρετανών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Παρά τα προγνωστικά για παραμονή στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η απόφαση της Βρετανίας για αποχώρηση ενίσχυσε το αβέβαιο κλίμα για την παγκόσμια οικονομία, όπως ανακοινώθηκε και μετά την συνάντηση των υπουργών Οικονομικών των G20.

Η ψήφος υπέρ της αποχώρησης της Βρετανίας από την Ευρωπαϊκή Ένωση στο δημοψήφισμα του Ιουνίου έκανε πιθανότερη τη διάλυση της Ευρωζώνης μέσα στα επόμενα 10 χρόνια, εκτιμά ο διευθύνων σύμβουλος της [JPMorgan Chase](#), Jamie Dimon (www.naftemporiki.gr).

«Το Brexit καθιστά την πιθανότητα η Ευρωζώνη να μην επιβιώσει σε 10 χρόνια από τώρα πέντε φορές υψηλότερη», υποστήριξε ο κ. Dimon, μιλώντας στην ετήσια σύνοδο των μελών του Ινστιτούτου Διεθνών Οικονομικών (IIF) στην Ουάσιγκτον, την Παρασκευή (www.naftemporiki.gr).

3.1.1 Ελληνική Οικονομία την περίοδο 2015-2017

Το 2016 ήταν μια χρονιά με σημαντικές εξελίξεις στο εγχώριο αλλά και το διεθνές περιβάλλον, όπως για παράδειγμα η επιδείνωση της ρευστότητας στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, οι ασθενείς ενδείξεις ανάκαμψης του 2015 με την αύξηση του κινδύνου στις διεθνείς χρηματαγορές, η ραγδαία αύξηση των προσφυγικών ροών

στην Ευρώπη μέσω της Ελλάδας καθώς και ευρύτερες συνέπειες από τις εξελίξεις στην Μέση Ανατολή και την Ανατολική Ευρώπη.

Αναθεωρημένες προς τα πάνω είναι οι χειμερινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε σχέση με τις αντίστοιχες που δημοσιεύθηκαν τον Νοέμβρη.

Για το 2016 εκτιμάται ενίσχυση της δραστηριότητας κατά το δεύτερο μισό του έτους λόγω της βελτίωσης του κλίματος εμπιστοσύνης, της σταδιακής χαλάρωσης των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και της εφαρμογής των όρων του τρίτου προγράμματος οικονομικής πολιτικής. Τις επενδύσεις αναμένεται να στηρίξει η επιτυχής ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και η επανεκκίνηση των ιδιωτικοποιήσεων¹⁰. Οι προβλέψεις για την ανεργία αν και παρουσιάζονται αναθεωρημένες προς τα κάτω παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, και συγκεκριμένα στο 24%. Τέλος, ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή παρέμεινε σε αρνητικό αριθμό για το 2015, ωστόσο για το 2016 λόγω της σταδιακής ανάκαμψης της οικονομίας αναμένεται να υπάρχει οριακή αύξηση του το εναρμονισμένου πληθωρισμού. Οι προβλέψεις αυτές συγκλίνουν και με τις αντίστοιχες του Υπουργείου Οικονομικών που παρουσιάζονται παρακάτω:

¹⁰ Στοιχεία σύμφωνα με προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (World Economic Outlook, Μάιος 2016).

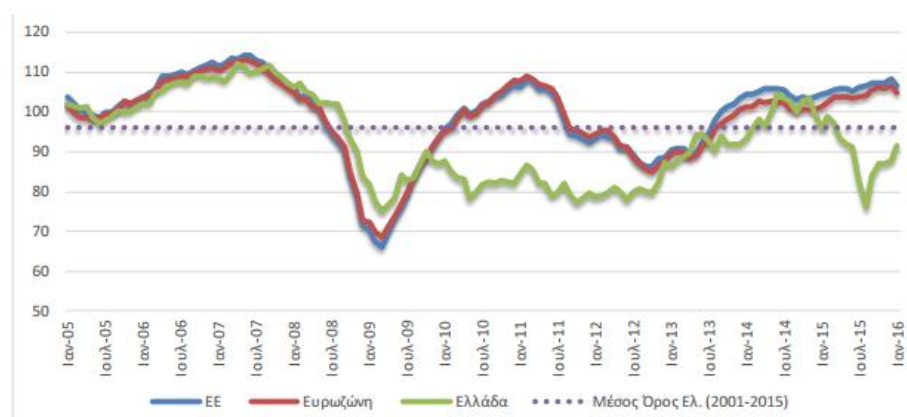
Πίνακας 3.1.1 Βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας

	2015	2016	2017
% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές			
Πραγματικό ΑΕΠ	-0,2	-0,3	2,7
Ιδιωτική κατανάλωση	0,3	-0,6	1,8
Δημόσια κατανάλωση	0,0	-1,5	-0,3
Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου	0,7	3,3	9,1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,8	-6,3	5,3
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-6,9	-2,6	3,3
Αποπληθωριστής ΑΕΠ	-0,6	0,4	0,8
Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή	-1,1	0,0	0,6
Απασχόληση (σε εθνικολογιστική βάση)	1,9	2,0	2,0
Ποσοστό ανεργίας (σε εθνικολογιστική βάση)	22,9	21,5	20,4

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2017

Ο δείκτης οικονομικού κλίματος στην Ελλάδα (Economic Sentiment Indicator) αυξήθηκε για πέμπτο κατά σειρά μήνα σύμφωνα με τα αποτελέσματα έρευνας που ανακοίνωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Συγκεκριμένα, ο εν λόγω δείκτης παρουσίασε αύξηση και διαμορφώθηκε στις 91,6 μονάδες έναντι 87,6 μονάδων που ήταν τον Δεκέμβριο αλλά σε χαμηλότερη τιμή σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος που ήταν στις 95,9 μονάδες. Σύμφωνα με την έκθεση η αύξηση οφείλεται στη βελτίωση των επιμέρους δεικτών επιχειρηματικής δραστηριότητας, όταν αντίθετα ο δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών επιδεινώθηκε. Σε σύγκριση με το επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης που μειώθηκε στις 105 μονάδες από 106,7 η απόκλιση περιορίστηκε στις 13,4 μονάδες, παραμένοντας ωστόσο σε υψηλά επίπεδα.

Πίνακας 3.1.2 Δείκτης Οικονομικού Κλίματος Ευρωζώνη-Ελλάδα



Πηγή: European Commission, Ιανουάριος 2016

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα, η καταναλωτική εμπιστοσύνη είναι σε χαμηλά επίπεδα, καθώς οι προβλέψεις της οικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών για το επόμενο έτος επιδεινώνονται σημαντικά. Πιο συγκεκριμένα, προβλέπονται αρνητικές εξελίξεις στο οικογενειακό εισόδημα κυρίως λόγω των αλλαγών που αναμένονται στον τομέα της κοινωνικής ασφάλισης. Επιπλέον ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης είναι κατά 15 μονάδες χαμηλότερο σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

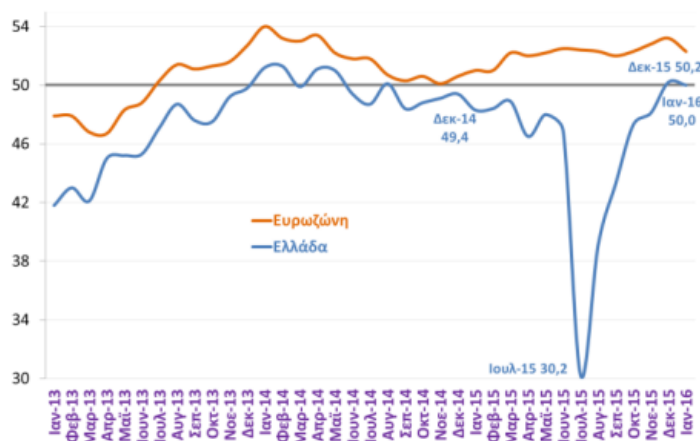
Ο κλάδος της βιομηχανίας διατηρεί την ίδια εικόνα για τους προσεχείς μήνες σε σχέση με πέρυσι, το ισοζύγιο με τις εκτιμήσεις για τα αποθέματα αποκλιμακώνεται σε ένα βαθμό και οι αρνητικές εκτιμήσεις για τις παραγγελίες και τη ζήτηση είναι περιορισμένες. Αναφορικά με τον κλάδο των υπηρεσιών, παρατηρούμε πως περιορίζονται οι αρνητικές εκτιμήσεις για την παρούσα κατάσταση και την τρέχουσα ζήτηση ενώ όσον αφορά την βραχυπρόθεσμη εξέλιξη της ζήτησης παρατηρούμε το ισοζύγιο να βγαίνει θετικό για πρώτη φορά μετά το Δεκέμβριο του 2014.

Όσον αφορά στο λιανικό εμπόριο, διατηρούνται ακόμα οι αρνητικές εκτιμήσεις για τις τρέχουσες πωλήσεις ενώ στον τομέα των κατασκευών παρατηρούμε βελτίωση του κλίματος για το τρέχον επίπεδο εργασιών των επιχειρήσεων για το τρέχον επίπεδο εργασιών των επιχειρήσεων και άνοδο του δείκτη προβλεπόμενης απασχόλησης.

Αναφορικά με τον κλάδο της μεταποίησης, ο εποχικά προσαρμοσμένος δείκτης υπευθύνων προμηθειών (Purchasing Manager's Index- PMI) σύμφωνα με τα στοιχεία

της Markit διαμορφώθηκε για πρώτη φορά πάνω από τις 50 μονάδες (συγκεκριμένα στις 50,2 μονάδες από 48,1 τον προηγούμενο μήνα)¹¹. Οι συνθήκες λειτουργίας των επιχειρήσεων παρέμειναν αμετάβλητες σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, όμως οι νέες παραγγελίες παρουσίασαν περαιτέρω μείωση υποδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα.

Πίνακας 3.1.3 Δείκτης υπευθύνων προμηθειών PMI στη μεταποίηση (Ιαν.2016)



Πηγή: Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων, Ιανουάριος 2016

Το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας τον Ιανουάριο του 2015 διαμορφώθηκε στο 24,4% έναντι 24,3% το Δεκέμβριο του 2015 σύμφωνα με στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ, Απρίλιος 2016). Συγκεκριμένα, το σύνολο των απασχολουμένων τον πρώτο μήνα του 2016 υπολογίζεται σε 3.613.843 άτομα, το σύνολο των ανέργων σε 1.169.119 άτομα, ενώ ο οικονομικά μη ενεργός πληθυσμός ανήλθε σε 3.281.720 άτομα. Το ποσοστό των απασχολουμένων αυξήθηκε κατά 1,7%, δηλαδή κατά 59.789 άτομα σε σχέση με τον Ιανουάριο του προηγούμενου έτους, ενώ το ποσοστό των ανέργων σε σχέση με τον Ιανουάριο του 2015 μειώθηκε κατά 5,1%, δηλαδή κατά 62.999 άτομα αλλά αυξήθηκε κατά 0,3% σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2015.

Όσον αφορά στο διεθνές εμπόριο, σύμφωνα με το δελτίο τύπου της Τράπεζας της Ελλάδος, τον Ιανουάριο του 2016, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε

¹¹ Σύμφωνα με στοιχεία της Markit, όπως αυτά δημοσιεύτηκαν στο μηνιαίο δελτίο οικονομικής δραστηριότητας του Συνδέσμου Ελλήνων Βιομηχάνων, Ιανουάριος 2016 (<http://www.sev.org.gr/vivliothiki-tekmiriosi/erevnes-meletes/miniaio-deltio-oikonomikis-drastiriotitas/me-thetikes-prosdokies-xekina-to-2016/>)

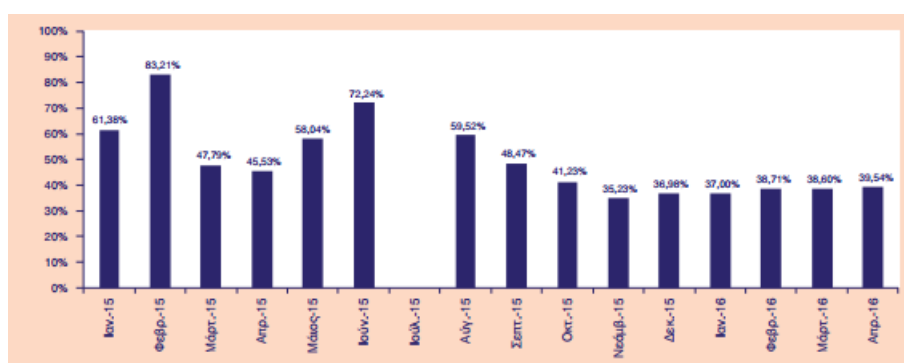
έλλειμμα 742 εκατ. ευρώ, ποσό αυξημένο κατά 461 εκατ. ευρώ σε σύγκριση με το αντίστοιχο ισοζύγιο του Ιανουαρίου του 2015. Σύμφωνα με την ανακοίνωση, η εν λόγω επίδοση οφείλεται στην επιδείνωση των ισοζυγίων, κυρίως των πρωτογενών εισοδημάτων αλλά και των υπηρεσιών και των δευτερογενών εισοδημάτων, η οποία δεν αντισταθμίστηκε από τη βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών. Τα έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών μειώθηκε σε σχέση με το αντίστοιχο του Ιανουαρίου του 2015 κατά 294 εκατ. ευρώ λόγω της μείωσης της αξίας των εισαγωγών έναντι των εξαγωγών. Επιπλέον, το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών περιορίστηκε περίπου στο ήμισυ του αντίστοιχου πλεονάσματος του Ιανουαρίου του 2015 (μείωση κατά 218 εκατ. ευρώ) λόγω της πτώσης των καθαρών εισπράξεων από υπηρεσίες κυρίως θαλάσσιων μεταφορών. Ως απόρροια των παραπάνω εξελίξεων η αξία των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκε κατά 25,8% , ενώ η αντίστοιχη των εισαγωγών κατά 21,8% και εν τέλει το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών να μειωθεί κατά 76 εκατ. ευρώ¹².

Η εικόνα της χρηματιστηριακής αγοράς παρουσιάζει ανοδική πορεία για το τέλος του πρώτου μήνα του 2016 μετά από τρεις εβδομάδες συνεχόμενων απωλειών. Συγκεκριμένα, στην πρώτη ανοδική εβδομάδα του έτους ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσίασε κέρδη 3,46%, ο κλαδικός δείκτης των τραπεζών διαμορφώθηκε στο 2,63% αυξάνοντας τη συνολική κεφαλαιοποίηση του Χ.Α κατά 2,1 δις. ευρώ, ενώ η μέση ημερήσια μικτή αξία συναλλαγών μειώθηκε κατά 15% και διαμορφώθηκε στα 62,6 εκατ. ευρώ. Σε γενικές γραμμές η ολοκλήρωση του πρώτου τραπεζικού μήνα του 2016 άφησε τον Γενικό Δείκτη με απώλειες 12,44% (η τρίτη χειρότερη επίδοση Ιανουαρίου της τελευταίας 25ετίας), τον Τραπεζικό Δείκτη με απώλειες 29,11%, την ημερήσια μικτή αξία συναλλαγών να διαμορφώνεται στα 74,7 εκατ. ευρώ και την συνολική κεφαλαιοποίηση του Χ.Α (σε μηνιαία βάση) να μειώνεται κατά 5,4 δις. ευρώ. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με άρθρο του περιοδικού «Οικονομικές Εξελίξεις» του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, «Η αυξημένη αβεβαιότητα των συμμετεχόντων στην αγορά παραγώγων για την αναμενόμενη βραχυπρόθεσμη πορεία της ελληνικής αγοράς αποτυπώνεται στην πορεία του δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας KEPE GRIV, ο οποίος υπολογίζεται

¹² <http://www.sev.org.gr/vivliothiki-tekmiriosi/erevnes-meletes/miniaio-deltio-oikonomikis-drastiriotitas/me-thetikes-prosdokies-xekina-to-2016/>

στη βάση των τιμών των δικαιωμάτων προαίρεσης του δείκτη FTSE/ XA Large Cap». Από το διάγραμμα παρατηρούμε ότι ο δείκτης μειώθηκε στο 37% τον Ιανουάριο του 2016, ενώ σημείωσε μικρή άνοδο τον Απρίλιο του ίδιου έτους, φτάνοντας στο 39,54%. Ο λεγόμενος «δείκτης φόβου» αυξάνεται όταν η αγορά είναι πτωτική το οποίο σημαίνει ότι μια θετική μεταβολή στη χρηματιστηριακή αγορά προκαλεί μικρότερη μείωση της αβεβαιότητας σε σχέση με την προκαλούμενη αύξηση της αβεβαιότητας που προέρχεται από μια ίση σε απόλυτα μεγέθη αρνητική μεταβολή της αγοράς (Οικονόμου και Συριόπουλος, 2015)¹³.

Πίνακας 3.1.4: Η πορεία του δείκτη KEPE GRIV, μηνιαίες παρατηρήσεις 2015-4/2016



Πηγή: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, Μάιος 2016.

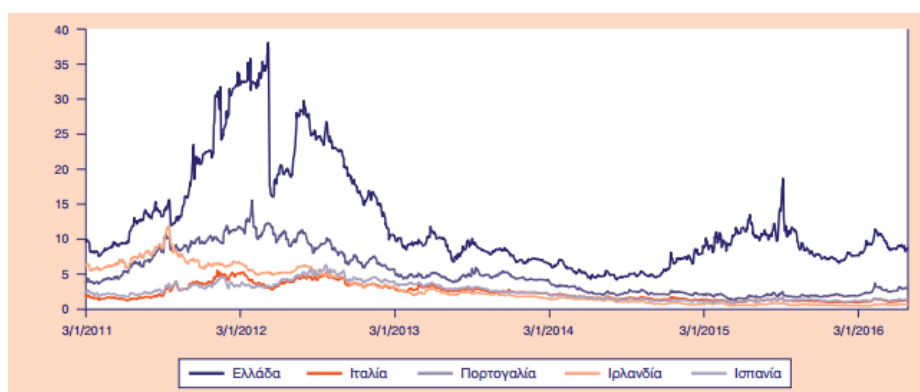
Σημείωση: Δεν υπάρχουν δεδομένα για την περίοδο 29/6/2015-31/7/2015 λόγω της αναστολής διαπραγμάτευσης όλων των παραγώγων που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων σε συνέχεια της τραπεζικής αργίας.

Αναφορικά με την εικόνα στις διεθνείς αγορές οι αποδόσεις των ελληνικών 10ετών ομολόγων μειώθηκαν κατά 10 μονάδες βάσης (0,10 της ποσοστιαίας μονάδας) στο 9,44%, έχοντας υποχωρήσει από το 10% στο τέλος της προηγούμενης εβδομάδας. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος οι τιμές των τίτλων παρουσίασαν μεγάλες διακυμάνσεις, σε μια από τις αγορές με τη χαμηλότερη ρευστότητα, όπως είναι αυτή των ελληνικών τίτλων και επιπλέον οι αγοραπωλησίες των ελληνικών ομολόγων στην ΗΔΑΤ (Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων) τις δύο πρώτες δύο εβδομάδες του 2016 ανήλθαν μόλις σε 35 εκατ. ευρώ. Η σύγκριση του επιπέδου του διαφορικού επιτοκίου (spread) των 10ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου ,ε

¹³ Οικονόμου, Φ. και Συριόπουλος, Κ. (2015) «Δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας KEPE GRIV: διαχρονική πορεία και αντίδραση σε περιόδους εκλογικών αναμετρήσεων», *Ελληνική Οικονομία*, ΚΕΠΕ, 15: 29-35.

το αντίστοιχο γερμανικό αποτυπώνει σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο χώρας. Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει δεδομένα για πέντε χώρες της Ευρωζώνης (συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας). Παρατηρούμε ότι αν και το spread της Ελλάδας αποκλιμακώνεται σταδιακά τον Απρίλιο, συγκεκριμένα φτάνοντας τις 866 μονάδες βάσης στις 28/4/2016, εντούτοις τα επίπεδα αυτά είναι υψηλότερα από τα αντίστοιχα άλλων εξεταζόμενων ευρωπαϊκών χωρών οι οποίες επίσης αντιμετώπισαν μακροοικονομικές ισορροπίες τα τελευταία χρόνια. Ενδεικτικά αναφέρουμε πως την ίδια ημερομηνία το αντίστοιχο spread στην Ιταλία διαμορφώθηκε στις 121 μονάδες βάσης, στην Πορτογαλία στις 290 μονάδες βάσης και στην Ισπανία στις 133 μονάδες βάσης.

Πίνακας 3.1.5: Spread 10ετών ομολόγων κρατών – μελών της Ευρωζώνης σε σύγκριση με το αντίστοιχο γερμανικό ομόλογο για την περίοδο Ιανουάριος 2011-Απρίλιος 2016.



Πηγή: Thomson Reuters Datastream.

Στον Προϋπολογισμό για το έτος 2016 (που κατατέθηκε τον Νοέμβριο του 2015), το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης είχε εκτιμηθεί σε πλεόνασμα 919 εκατ. ευρώ ή 0,53% του ΑΕΠ, ενώ με βάση τη μεθοδολογία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Λογαριασμών (European System of Accounts-ESA) είχε προβλεφθεί πλεόνασμα 3.126 εκατ. ευρώ ή 1,8% του ΑΕΠ.¹⁴ Βέβαια τα παραπάνω στοιχεία διαψεύστηκαν από την ΕΛΣΤΑΤ, καθώς τα αναθεωρημένα στοιχεία της Στατιστικής Αρχής για το τελευταίο τρίμηνο του έτους μαρτυρούν συρρίκνωση του ΑΕΠ κατά

¹⁴ Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2017, Οκτώβριος 2016.

1,1% με αποτέλεσμα η προηγούμενη χρονιά να κλείσει με οριακή πτώση (-0,05%) έναντι προηγούμενης εκτίμησης για ανάκαμψη (0,3%).¹⁵

Επιπλέον, «τα τελευταία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ διέψευσαν, επίσης, τις πρόσφατες χειμερινές προβλέψεις της Κομισιόν (0,3%) και του ΔΝΤ (0,4%) για την πορεία του ΑΕΠ το 2016. Πάντως, πρέπει να σημειωθεί ότι ο προϋπολογισμός του 2017 είχε βασιστεί σε εκτίμηση για ελαφρά μείωση του ΑΕΠ (-0,3%) το 2016.

Για το 2017, η πρόβλεψη στην οποία βασίζεται το πρόγραμμα αναφέρει αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,7%, ενώ πιο μετριοπαθείς εκτιμήσεις αναλυτών (π.χ. Eurobank) την τοποθετούν στο 1,5%-2%.»¹⁶

Πίνακας 3.1.6: Αποτελέσματα Γενικής Κυβέρνησης

	2016	2017	2017
	Προϋπολογισμός 2016	Εκτίμηση σχέδιο 2017	Πρόβλεψη σχέδιο 2017
Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης (ESA)	-12.756	-4.856	-2.363
%ΑΕΠ	-7,2%	-2,8%	-1,3%
Πρωτογενές αποτέλεσμα Γενικής Κυβέρνησης (ESA)	-6.055	1.610	4.003
%ΑΕΠ	-3,4%	0,9%	2,2%
Πρωτογενές αποτέλεσμα Γενικής Κυβέρνησης (ΣΧΔ*)	1.278	1.111	3.330
%ΑΕΠ	0,73%	0,63%	1,8%
Στόχοι ΣΧΔ*	-440	881	3.191
%ΑΕΠ	-0,25%	0,50%	1,75%

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Προσχέδιο Κρατικού Προϋπολογισμού 2017.

*Σημείωση: Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης.

¹⁵ <http://www.kathimerini.gr/899253/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/yfesh--sok-sto-telos-toy-2016>

¹⁶ <http://www.kathimerini.gr/899253/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/yfesh--sok-sto-telos-toy-2016>

3.2 Επισκόπηση του κλάδου των πετρελαιοειδών στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα ο κλάδος των πετρελαιοειδών επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τόσο τον ενεργειακό τομέα όσο και την ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας. Η χώρα μας χαρακτηρίζεται από υψηλή ενεργειακή εξάρτηση και συγκεκριμένα σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat, για το 2013 το ποσοστό αυτό ανήλθε στο 62,1% (σημαντικά μειωμένο σε σχέση με προηγούμενα έτη, για παράδειγμα το 2008 ήταν στο 7,3%). Τα προϊόντα πετρελαίου έχουν υψηλή συμμετοχή στην ακαθάριστη εγχώρια κατανάλωση της Ελλάδας με ποσοστό 46,6% για το 2013, ποσοστό μειωμένο από το 50% που είχε παρατηρηθεί το 2010. Ως εκ τούτου, η Ελλάδα παρουσιάζει υψηλή εισαγωγή προϊόντων πετρελαίου και συγκεκριμένα το ποσοστό ανέρχεται στο 94,2%.

Επιπλέον, αν και η χώρα μας διαθέτει τέσσερις μονάδες διυλιστηρίων με σημαντική δυναμικότητα διύλισης, εντούτοις εξαρτάται σχεδόν αποκλειστικά από τις εισαγωγές αργού πετρελαίου χωρίς να μπορεί να επηρεάσει τις τιμές της διεθνούς αγοράς πετρελαίου. Να σημειωθεί πως εξίσου σημαντικός παράγοντας καθορισμού των τελικών τιμών πώλησης πετρελαιοειδών στη χώρα μας είναι ο ΦΠΑ αλλά και η επιβολή του Ειδικού Φόρου Κατανάλωσης. Με βάση τις διεθνείς εξελίξεις και την πτώση των διεθνών τιμών αργού πετρελαίου τα τελευταία δύο χρόνια παρατηρούμε μείωση των τιμών πώλησης και αύξηση της αγοράς υγρών καυσίμων από τους καταναλωτές.

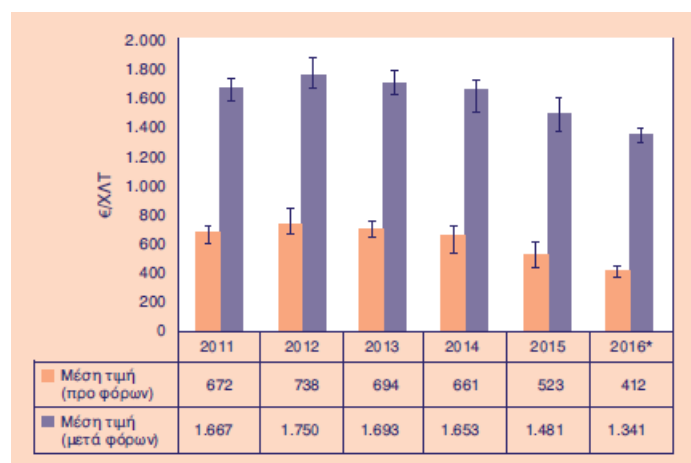
3.2.1 Εξέλιξη των τιμών των καυσίμων στην Ελλάδα την περίοδο 2011-2016

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζονται με τη βοήθεια διαγραμμάτων οι εξελίξεις των τιμών των καυσίμων τη χρονική περίοδο 2011-2016¹⁷. Πιο συγκεκριμένα στα διαγράμματα καταγράφονται σε ετήσια βάση οι εξελίξεις των τιμών των καυσίμων κίνησης (σε ευρώ/ΧΛΤ) και η εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου θέρμανσης.

¹⁷ Για το 2016 έχουν καταγραφεί τα στοιχεία των τεσσάρων πρώτων μηνών του έτους.

Υπολογίζεται ο μέσος όρος του έτους προ και μετά των φόρων αλλά και η διακύμανση των τιμών κατά τη διάρκεια του έτους.

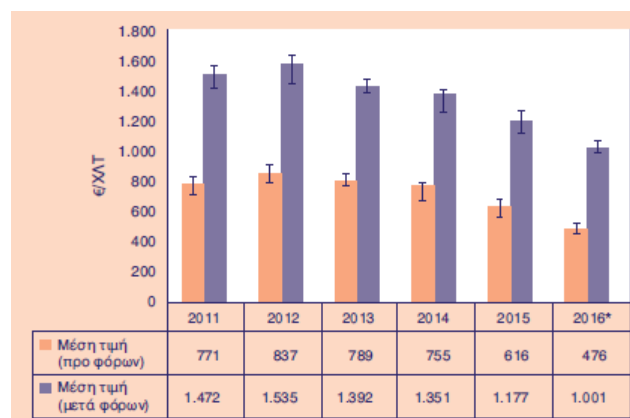
Πίνακας 3.2.1 Εξέλιξη των τιμών καυσίμων κίνησης την περίοδο 2011-2016 (σε ευρώ/ΧΛΤ) - μέσες ετήσιες τιμές αμόλυβδης βενζίνης



Πηγή: Περιοδικό «Οικονομικές Εξελίξεις», Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, τεύχος 30, Ιούνιος 2016.

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα παρατηρείται μεγάλη διαφορά ανάμεσα στην τιμή προ φόρων και στην τελική τιμή. Επίσης, παρατηρούμε τη συνεχή πτωτική πορεία της τιμής αμόλυβδης βενζίνης, από το 2012 και έπειτα, κυρίως λόγω της μείωσης των διεθνών τιμών. Παρόλα αυτά οι τιμές μειώνονται με μικρότερο ρυθμό σε σύγκριση με τις τιμές πριν τους φόρους. Όσον αφορά το πετρέλαιο κίνησης (διάγραμμα 344), παρατηρούμε από το σχετικό διάγραμμα ότι η διαφορά τιμής προ και μετά φόρων είναι μικρότερη, αλλά καταγράφονται εντονότεροι ρυθμοί μείωσης των τελικών τιμών μετά το 2012, γεγονός που οφείλεται στα χαμηλά επίπεδα σταθερών φόρων.

Πίνακας 3.2.2 Εξέλιξη των τιμών καυσίμων κίνησης την περίοδο 2011-2016 (σε ευρώ/ΧΛΤ) - μέσες ετήσιες τιμές πετρελαίου κίνησης



Πηγή: Περιοδικό «Οικονομικές Εξελίξεις», Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, τεύχος 30, Ιούνιος 2016.

Συγκρίνοντας τους δύο πίνακες, παρατηρούμε μια σχετικά υψηλή διακύμανση των τιμών, ειδικά την διετία 2014-2015 σε συνέχεια της πτωτικής πορείας των τιμών, ενώ τους πρώτους μήνες του 2016 οι τιμές παρουσιάζουν σταθερότητα. Επιπλέον, εξαιτίας της διαφοράς στη φορολογία μεταξύ των δύο τύπων καυσίμων η τιμή της αμόλυβδης βενζίνης προ φόρων είναι χαμηλότερη από την αντίστοιχη του πετρελαίου κίνησης, εντούτοις στις τελικές τιμές συμβαίνει το αντίθετο.

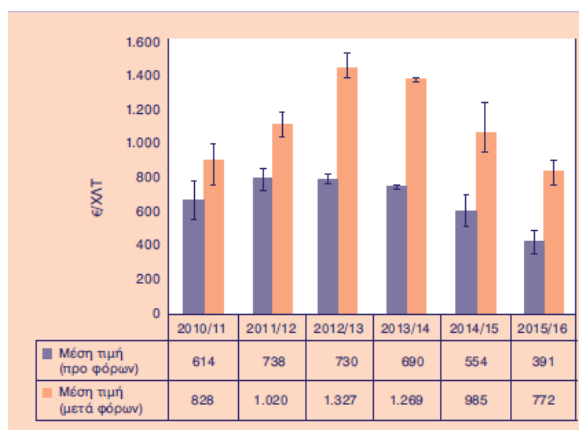
Όσον αφορά στη φορολογία, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στον τομέα της ενέργειας, στην αμόλυβδη βενζίνη παρατηρούμε τη συνεχή αύξηση της ποσοστιαίας συμμετοχής των φόρων από το 2012 μέχρι και σήμερα. Ειδικότερα, τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2016 οι συνολικοί φόροι αποτελούν το 70% της τελικής τιμής, ενώ μόνο ο ΕΦΚ αντιστοιχεί στο 50% της τελικής τιμής. Από την άλλη μεριά στο πετρέλαιο κίνησης η συμμετοχή της φορολογίας είναι αισθητά χαμηλότερη, αν και από το 2013 το ποσοστό ανεβαίνει συνεχώς.¹⁸

Στην κατηγορία του πετρελαίου θέρμανσης υπάρχει μια διαφορετική καταγραφή των τιμών, καθώς η καταγραφή γίνεται με βάση την περίοδο διάθεσης του, δηλαδή μεταξύ των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, κάτι που εξασφαλίζει σταθερό τον ΕΦΚ κατά τη διάρκεια της περιόδου. Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρείται μια συνεχής

¹⁸ European Commission, Energy, Market observatory & Statistics, *Oil bulletin* (http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin_en.htm)

αύξηση στις τιμές προ φόρων την χρονική περίοδο 2011-2012. Και στις τελικές τιμές παρατηρούμε αυξήσεις, με τη μόνη διαφορά ότι οι αυξήσεις είναι μεγαλύτερες, ειδικά την χρονική περίοδο 2012-2013 λόγω της απότομης αύξησης του ΕΦΚ.

Πίνακας 3.2.3 Εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου θέρμανσης την περίοδο 2010-2016 (σε ευρώ/ΧΛΤ)



Πηγή: Περιοδικό «Οικονομικές Εξελίξεις», Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, τεύχος 30, Ιούνιος 2016.

Πίνακας 3.2.4 Ποσοστιαία συμμετοχή της φορολογίας και του ΕΦΚ στην τελική τιμή του πετρελαίου θέρμανσης την περίοδο 2010-2016.



Πηγή: Περιοδικό «Οικονομικές Εξελίξεις», Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, τεύχος 30, Ιούνιος 2016.

Συνεχίζοντας, την περίοδο 2014-2015 και έπειτα παρατηρούμε σημαντική μείωση της τιμής προ φόρων, γεγονός που δικαιολογείται από την πτώση των διεθνών τιμών αργού πετρελαίου, το οποίο σε συνδυασμό με την μείωση του ΕΦΚ την ίδια περίοδο οδήγησε σε ακόμη μεγαλύτερη μείωση της τελικής τιμής. Επιπλέον, από το διάγραμμα μπορούμε να διακρίνουμε μια διακύμανση των τιμών την περίοδο 2014-2015 λόγω της συνεχούς πτώσης της τιμής του αργού πετρελαίου.

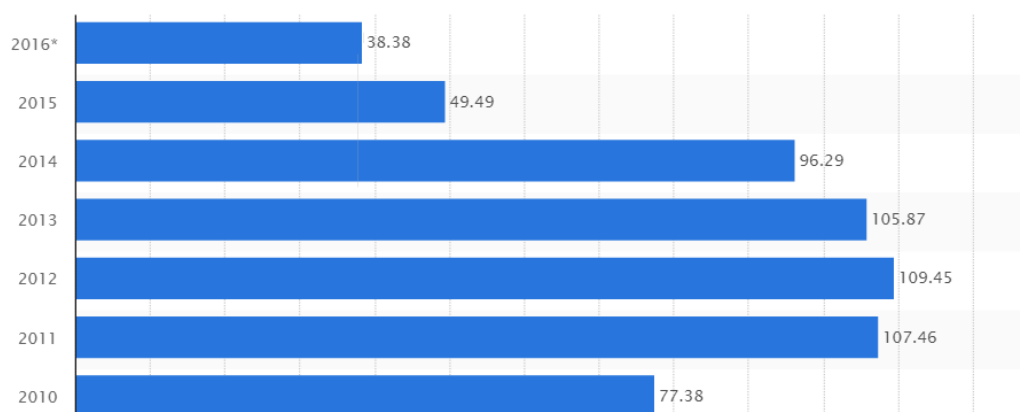
Ταυτόχρονα, η διαφορά μεταξύ της τιμής προ φόρων και της τελικής τιμής είναι μεγαλύτερη τις χρονικές περιόδους 2012/2013 αλλά και 2013/2014, όταν τις ίδιες περιόδους ο ΕΦΚ βρισκόταν σε υψηλά επίπεδα. Από τα στοιχεία του διαγράμματος προκύπτει ότι στις δύο πρώτες περιόδους ο ΕΦΚ έχει μικρό ποσοστό στην τελική τιμή και η βασική φορολογική επιβάρυνση προκύπτει από τον ΦΠΑ. Αντίθετα στις δύο τελευταίες περιόδους ο ΕΦΚ αυξάνεται και έχει μεγάλο ποσοστό στην τελική τιμή, φτάνοντας να αντιστοιχεί στο 30% της τελικής τιμής, και το συνολικό ποσοστό των φόρων να έχει αυξηθεί στο 50% της τελικής τιμής¹⁹.

3.2.2 Εξέλιξη των διεθνών τιμών πετρελαίου

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ένας καθοριστικός παράγοντας διαμόρφωσης της εγχώριας τιμής των καυσίμων, είναι η πορεία της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου. Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει την εξέλιξη των τιμών του ΟΡΕC από το 2010 μέχρι τους πρώτους μήνες του 2016. Παρατηρούμε ότι η αύξηση της παραγωγής του πετρελαίου σε όλο τον κόσμο – ιδιαίτερα στη Σαουδική Αραβία, το Ιράν και τις ΗΠΑ- εν μέσω επιβράδυνσης της ζήτησης από την Κίνα και την Ευρώπη είναι ο κύριος λόγος των χαμηλών τιμών του πετρελαίου.

¹⁹ https://www.kepe.gr/images/oikonomikes_ekselikseis/oikonomikes_ekselikseis_gr_30_exof.pdf

Πίνακας 3.2.5: Μέσες τιμές αργού πετρελαίου OPEC 2010-2016



Πηγή: U.S. Energy Information Administration, www.eia.gov

3.2.3 Κατανάλωση καυσίμων κίνησης στην Ελλάδα

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης της IBHS A.E το 2015 καταναλώθηκαν συνολικά 7,2 εκατ. τόνοι καυσίμων, ποσοστό αυξημένο κατά 6,7% (αύξηση κατά 450.000 τόνων) σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η πωληθείσα ποσότητα πετρελαίου κίνησης συνέχισε την ανοδική πορεία που είχε τα δύο προηγούμενα χρόνια, με ποσοστό αυξημένο κατά 2,9%, φτάνοντας στους 2,52 εκατ. τόνους. Στην αντίθετη κατεύθυνση κινήθηκε η κατανάλωση βενζίνης, υποχωρώντας στους 2,46 εκατ. τόνους (μείωση 2,6%) έναντι του 2014. Σε αντίθεση με το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον του 2015 στο χώρο του πετρελαίου η εγχώρια ζήτηση καυσίμων αυξήθηκε, γεγονός που οφείλεται στην άνοδο του πετρελαίου θέρμανσης, ενώ θετικό αποτέλεσμα είχε και η μείωση των διεθνών τιμών Brent.

Στο σημείο αυτό να θυμίσουμε τις διαδοχικές αυξήσεις σε ΦΠΑ και ΕΦΚ στα καύσιμα από το 2010 που αποσκοπούσαν στην ενίσχυση των δημοσίων εσόδων. Οι επιβαρύνσεις αυτές, σύμφωνα με την έρευνα, σε συνδυασμό με την αύξηση των διεθνών τιμών Brent, είχαν σαν αποτέλεσμα τη σταδιακή άνοδο των εγχώριων λιανικών τιμών έως και το 2013. Την τελευταία διετία ωστόσο παρατηρούμε αποκλιμάκωση λόγω της σημαντικής υποχώρησης που καταγράφεται στις τιμές του αργού πετρελαίου.

Όσον αφορά τη βενζίνη, παρά την πτώση της τιμής της, η χώρα μας συγκαταλέγεται στις ακριβότερες χώρες της Ε.Ε λόγω φόρων (στις αρχές Μαΐου οι φόροι αποτελούσαν το 67,6% της λιανικής τιμής).

3.3 Γενικά για τον όμιλο ΕΛΠΕ

Τα Ελληνικά Πετρέλαια ιδρύθηκαν το 1998 μετά την συγχώνευση των θυγατρικών του Ομίλου ΔΕΠ όπου και πήραν τη σημερινή τους ονομασία. Αποτελούν έναν από τους κορυφαίους ομίλους εταιρειών στο χώρο της ενέργειας και του πετρελαίου στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, με δραστηριότητες σε 7 χώρες. Δραστηριοποιείται στον τομέα της ενέργειας στην Ελλάδα και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και διαθέτει ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων στις οποίες περιλαμβάνονται:

- Δύλιση, Εφοδιασμός & Εμπορία Πετρελαιοειδών, στην Ελλάδα και το εξωτερικό (κύρια δραστηριότητα).
- Λιανική Εμπορία Πετρελαιοειδών, στην Ελλάδα και το εξωτερικό.
- Παραγωγή & Εμπορία Χημικών/ Πετροχημικών.
- Έρευνα & Παραγωγή Υδρογονανθράκων.
- Παραγωγή & Εμπορία Ηλεκτρικής Ενέργειας.
- Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας (ΑΠΕ).
- Τεχνικές Μελέτες.
- Δίκτυα Αγωγών - Θαλάσσιες Μεταφορές.

Οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ATHEX: ELPE) και στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (LSE: HLPD).

Το 2015 ο κύκλος εργασιών του Ομίλου ανήλθε σε 7.303 δισ. ευρώ και τα Συγκρίσιμα Κέρδη EBITDA σε 758 εκ. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ανέρχεται σε 666.284.703,30 διαιρούμενο σε 305.635.185 μετοχές, ονομαστικής αξίας 2,18 ευρώ η καθεμία. Μέτοχοι είναι η Paneuropean Oil and Industrial Holdings S.A (35.5%), ενώ το υπόλοιπο ελεύθερα διαπραγματεύσιμο ποσοστό ανήκει σε θεσμικούς (11%) και ιδιώτες (8%) επενδυτές.

Ο τομέας δύλισης αποτελεί την κύρια δραστηριότητα, αντιπροσωπεύοντας περίπου το 75% του συνολικού ενεργητικού του Ομίλου. Ο Όμιλος διαθέτει τα τρία από τα

τέσσερα διυλιστήρια που λειτουργούν στην Ελλάδα, και συγκεκριμένα στον Ασπρόπυργο, την Ελευσίνα και τη Θεσσαλονίκη, με συνολική δυναμικότητα 340 kbrd, κατέχοντας μερίδιο περίπου 65% της ελληνικής αγοράς στον τομέα του χονδρικού εμπορίου πετρελαιοειδών.

Ο Όμιλος την πενταετία 2007 – 2012 προχώρησε στην υλοποίηση επενδυτικού αναπτυξιακού προγράμματος ύψους περίπου 2 δισ. ευρώ στο πλαίσιο του οποίου εντάσσεται και η ολοκλήρωση της μεγαλύτερης ιδιωτικής βιομηχανικής επένδυσης στην Ελλάδα, που αφορά στον εκσυγχρονισμό και την αναβάθμιση του διυλιστηρίου της Ελευσίνας. Συγκεκριμένα το 2013, ολοκληρώθηκε η διαδικασία αριστοποίησης του διυλιστηρίου Ελευσίνας, παρατηρείται παραπάνω διεθνοποίηση του Ομίλου με τις εξαγωγές να ανέρχονται στο 50% των συνολικών πωλήσεων και ενισχύεται η παρουσία του Ομίλου στις διεθνείς κεφαλαιαγορές με την έκδοση δύο Ευρωομολόγων ύψους άνω των 600 εκατ. ευρώ.

Ο Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια κατέχει ηγετική θέση στην εγχώρια εμπορία, μέσω των θυγατρικών του ΕΚΟ, και Ελληνικά Καύσιμα (Πρώην BP Hellas). Οι δύο εταιρείες δραστηριοποιούνται στην εγχώρια λιανική εμπορία μέσω δικτύου περίπου 1.700 πρατηρίων καθώς και στις πωλήσεις υγραερίου βιομηχανικών, αεροπορικών, ναυτιλιακών καυσίμων και λιπαντικών.

Επιπλέον, ο Όμιλος δραστηριοποιείται στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης όπου διαθέτει το μοναδικό διυλιστήριο της π.Γ.Δ.Μ στα Σκόπια και μέσω ενός δικτύου συνολικά 295 πρατηρίων κατέχει σημαντική θέση στην εμπορία καυσίμων σε Κύπρο, Βουλγαρία, Σερβία και Μαυροβούνιο.

Ο Όμιλος κατέχει δικαιώματα έρευνας και παραγωγής υδρογονανθράκων στην Ελλάδα και συμμετέχει ως διαχειριστής (operator) σε διεθνή κοινοπραξία πετρελαϊκών εταιρειών (συμμετοχή 50%) που διαθέτει δικαιώματα έρευνας και παραγωγής στην περιοχή του Δυτικού Πατραϊκού κόλπου και έχει ξεκινήσει τη διεξαγωγή ερευνητικών εργασιών, σύμφωνα με τη Σύμβαση Μίσθωσης με το Ελληνικό Δημόσιο. Τον Φεβρουάριο του 2016 τα Ελληνικά Πετρέλαια επελέγησαν ως προτιμητέος ανάδοχος για τις υπό παραχώρηση περιοχές της Άρτας – Πρέβεζας και της ΒΔ Πελοποννήσου στο πλαίσιο σχετικού διεθνούς διαγωνισμού.

Επιπλέον, διαθέτει το μοναδικό καθετοποιημένο συγκρότημα παραγωγής πετροχημικών στην Ελλάδα με κύρια προϊόντα το προπυλένιο και παράγωγα του, η παραγωγή του οποίου γίνεται σύμφωνα με πρότυπα Basel. Το μερίδιο της εγχώριας αγοράς υπερβαίνει το 50% ενώ οι εξαγωγές (κυρίως στην Τουρκία και άλλες Μεσογειακές χώρες) αντιπροσωπεύουν ποσοστό άνω του 60% των πωλήσεων.

Τα τελευταία χρόνια ο Όμιλος δραστηριοποιείται στους τομείς της ηλεκτρικής ενέργειας και του φυσικού αερίου. Μέσω της εταιρείας ELPEDISON κοινοπραξία με την ιταλική εταιρεία EDISON, λειτουργεί ήδη δύο μονάδες συνδυασμένου κύκλου στη Θεσσαλονίκη και τη Θίσβη Βοιωτίας, συνολικής ισχύος 810 MW. Επιπλέον, τα Ελληνικά Πετρέλαια δραστηριοποιούνται στον κλάδο των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, με χαρτοφυλάκιο άνω των 200 MW σε διάφορα στάδια ανάπτυξης.

Ο Όμιλος συμμετέχει κατά 35% στη Δημόσια Επιχείρηση Αερίου Α.Ε (ΔΕΠΑ) που αποτελεί τον κύριο εισαγωγέα και πάροχο φυσικού αερίου στην Ελλάδα. Η ΔΕΠΑ κατέχει το 100% του ΔΕΣΦΑ, ιδιοκτήτη και διαχειριστή του ελληνικού δικτύου φυσικού αερίου καθώς και το 51% των τοπικών εταιρειών διανομής και παροχής αερίου (ΕΠΑ).

Ο ΔΕΣΦΑ βρίσκεται σε διαδικασία πώλησης στην εταιρεία SOCAR του Αζερμπαϊτζάν, καθώς στις 21 Δεκεμβρίου 2013 υπεγράφη συμφωνία πώλησης των μετοχών (Share Purchase Agreement) ύψους 400 εκατ. ευρώ για το 66% των μετοχών, ενώ η ολοκλήρωση της συναλλαγής υπόκειται στην έγκριση των αρμόδιων ρυθμιστικών αρχών ενέργειας και ανταγωνισμού σε Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση.

3.3.1 Ιστορική Αναδρομή του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια

ο 1955-1970

Το 1955, με απόφαση της τότε κυβέρνησης, υπογράφεται η σύμβαση κατασκευής του διωλιστηρίου Ασπροπύργου, του πρώτου διωλιστηρίου πετρελαίου στην Ελλάδα. Η κατασκευή άρχισε το 1956 και δύο χρόνια αργότερα, το 1958 εγκαινιάζεται το νέο διωλιστήριο στον Ασπρόπυργο. Το 1966, ο ελληνικής καταγωγής Τομ Πάππας εγκαινιάζει το διωλιστήριο της ESSO PAPPAS στη δυτική Θεσσαλονίκη.

ο **1971-1980**

Ιδρύεται η Δημόσια Επιχείρηση Πετρελαίου (Δ.Ε.Π) και εξαγοράζεται από το Ελληνικό Δημόσιο η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΑΣΠΡΟΠΥΡΓΟΥ Α.Ε (ΕΛ.Δ.Α). Το Δημόσιο ελέγχει πλήρως τη διύλιση, διάθεση και εμπορία διυλισμένων προϊόντων. Ο Όμιλος Ιωάννη Λάτση εγκαινιάζει το διυλιστήριο της ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ στην Ελευσίνα.

ο 1981-1990

Το Δημόσιο εξαγοράζει τον όμιλο εταιρειών ESSO που μετονομάζεται σε ΕΚΟ. Ιδρύεται η ΔΕΠ- ΕΚΥ για την άσκηση των δικαιωμάτων του Δημοσίου στην έρευνα και εκμετάλλευση υδρογονανθράκων. Επιπλέον, ιδρύεται η Δημόσια Επιχείρηση Παροχής Αερίου Α.Ε (Δ.Ε.Π.Α). Η Δ.Ε.Π αναλαμβάνει για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου τη διύλιση και διάθεση διυλισμένων προϊόντων στην εσωτερική αγορά και αποκτά τις μετοχές της ΕΛ.Δ.Α και της Δ.Ε.Π.Α. Την ίδια περίοδο η ΕΛ.Δ.Α ιδρύει την εταιρεία μελετών ΑΣΠΡΟΦΟΣ, αρχικά μαζί με την Foster Wheeler Italiana S.r.l και την εμπορική εταιρεία ΕΛΔΑ-Ε. Τέλος, η εμπορική ΕΚΟ ιδρύει συμμετοχικά την ΕΚΟΤΑ-ΚΩ.

ο 1991-1997

Απελευθερώνεται η αγορά πετρελαίου και η Δ.Ε.Π αναλαμβάνει τη διύλιση και διάθεση προϊόντων για δικό της λογαριασμό μέσω των διυλιστηρίων ΕΛ.Δ.Α και ΕΚΟ, ενώ η Δ.Ε.Π αποκτά τις μετοχές του ομίλου ΕΚΟ. Η εμπορική ΕΚΟ ιδρύει συμμετοχικά την ΕΚΟ GEORGIA και την ΕΚΟΛΙΝΑ. Η ΕΛΔΑ-Ε αναπτύσσεται στην εσωτερική αγορά, ενώ Δ.Ε.Π και ΕΛ.Δ.Α συμμετέχουν στην ίδρυση της V.P.I, βιομηχανίας παραγωγής ρητίνης πολυαιθυλενίου στο Βόλο. Τέλος, η ΔΕΠ-ΕΚΥ προχωρά σε εκχωρήσεις στη Δυτική Ελλάδα με συμμετοχή της στις κοινοπραξίες έρευνας TRITON και ENTERPRISE.

ο 1998-2008

Την περίοδο αυτή συγχωνεύονται οι θυγατρικές του ομίλου ΔΕΠ, μετονομάζονται σε Ελληνικά Πετρέλαια και εισάγονται στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου. Κατά τα επόμενα χρόνια ο Όμιλος ΕΛ.ΠΕ. ιδρύει ή συμμετέχει σε θυγατρικές εταιρείες

όπως η ΕΛ.ΠΕΤ.ΒΑΛΚΑΝΙΚΗ Α.Ε, μέσω της οποίας αποκτά το διυλιστήριο ΟΚΤΑ στα Σκόπια, η ΕΛ.ΠΕ ΠΟΣΕΙΔΩΝ Ν.Ε., η Global Albania, η HELLENIC PETROLEUM CYPRUS, η ΕΚΟ Serbia AD, η Jugopetrol AD Kotor και η ΕΚΟ Bulgaria, για την επέκταση των εμπορικών δραστηριοτήτων του ομίλου σε Αλβανία, Κύπρο, Σερβία, Μαυροβούνιο και Βουλγαρία αντίστοιχα. Επίσης, το Ελληνικό Δημόσιο διαθέτει, με δημόσια εγγραφή, δεύτερο πακέτο μετοχών της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε, ενώ η εταιρεία ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε συγχωνεύεται στην ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ, μέσω της οποίας ο Όμιλος αποκτά το διυλιστήριο Ελευσίνας. Στα επόμενα χρόνια ακολουθούν και άλλες συστάσεις θυγατρικών εταιρειών, όπως για παράδειγμα η ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε., με σκοπό τη δραστηριοποίηση του Ομίλου στον τομέα παραγωγής και εμπορίας ηλεκτρικής ενέργειας, μέσω της κατασκευής και λειτουργίας εργοστασίου (CCGT) ισχύος 390MW στη Θεσσαλονίκη, η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ – ΑΠΟΛΛΩΝ Α.Ε και η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ ΠΗΓΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ Α.Ε., με σκοπό την παραγωγή, διάθεση και εμπορία ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Επίσης, αναπτύσσεται κοινοπραξία της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε., (20%) με τις εταιρείες WOODSIDE ENERGY της Αυστραλίας (45%) και REPSOL YPF της Ισπανίας (35%), για έρευνα και παραγωγή υδρογονανθράκων στην περιοχή της Λιβύης. Στοχεύοντας στην περαιτέρω ισχυροποίηση του Ομίλου στον τομέα της παραγωγής και εμπορίας ηλεκτρικής ενέργειας, σημαντικό βήμα αποτελεί η συνεργασία με την ιταλική EDISON SpA., με την οποία συστήνεται η κοινοπραξία ELPEDISON. Τέλος, πραγματοποιείται σημαντική εμπορική συμφωνία με την INEOS CHLORVINYLS, μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες παραγωγής χλωρίου – αλκαλικών στην Ευρώπη, για διανομή ρητινών στην Ελλάδα.

ο 2009-2014

Με στόχο την ενδυνάμωση της θέσης του Ομίλου στην εγχώρια αγορά πετρελαιοειδών και την περαιτέρω ανάπτυξη της λιανικής εμπορίας, η BP HELLAS μεταβιβάζει τα εμπορικά δικαιώματά της στην Ελλάδα στα ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ, συμπεριλαμβανομένων του δικτύου πρατηρίων καυσίμων, αποθηκευτικών χώρων, καθώς και εμπορικών και βιομηχανικών πελατών. Επιπλέον, ολοκληρώνονται οι εργασίες ανέγερσης νέων μονάδων στο διυλιστήριο της Θεσσαλονίκης, ενώ με στόχο τη διασπορά τεχνικών και επενδυτικών κινδύνων

αποφασίζεται η πώληση μέρους των δικαιωμάτων έρευνας και παραγωγής υδρογονανθράκων στην περιοχή West Obayed στη Δυτική Έρημο της Αιγύπτου, στην εταιρεία VEGAS OIL & GAS S.A. Σκοπός της κοινοπραξίας (VEGAS 70% - ΕΛΠΕ 30%) είναι η συνέχιση των ερευνητικών εργασιών στην περιοχή.

Ο Όμιλος, στο πλαίσιο αναδιάρθρωσης της στρατηγικής του, αποχωρεί από την αγορά της Γεωργίας, με την πώληση του συνόλου της συμμετοχής του στην HELLENIC PETROLEUM Georgia Ltd. Τέλος, ολοκληρώνεται με επιτυχία η πρώτη έκδοση Ευρωομολόγου στην ιστορία του Ομίλου, ύψους €500 εκ., επιβεβαιώνοντας την εμπιστοσύνη των διεθνών κεφαλαιαγορών στις προοπτικές και τη στρατηγική του²⁰.

3.3.2 Γεωγραφικές Αγορές και περιοχές δραστηριοποίησης ομίλου

Ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια δραστηριοποιείται στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, κατέχοντας σημαντική θέση στην εμπορία καυσίμων σε Κύπρο, Βουλγαρία, Σερβία, Μαυροβούνιο και π.Γ.Δ.Μ., με συνολικό δίκτυο 295 πρατηρίων και τις εγκαταστάσεις της ΟΚΤΑ (Σκόπια).

Παρακάτω παρατίθεται οι εταιρείες στις οποίες συμμετέχει με ποσοστά:

Πίνακας 3.2.7 Ποσοστά συμμετοχής σε εταιρείες εξωτερικού

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ (%)	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
Elpedison B.V.	45	24.402.000
Jugopetrol A.D.	54,35	65.000.279
Hellenic Petroleum Cyprus LTD	100	112.015.362
Από το 2005 προστίθεται η εταιρεία:		
ΕΛΠΕ Διεθνής Συμβουλευτική Α.Ε.	99	60.000
Από το 2007 προστίθενται οι εταιρείες:		
Hellenic Petroleum Serbia (Holdings) Ltd	100	30.150.000
Hellenic Petroleum Bulgaria (Holdings) Ltd	100	26.600.000
Hellenic Petroleum Georgia (Holdings) Ltd	99	3.450.000

Πηγή: www.helpe.gr

²⁰ <http://www.helpe.gr/the-group/from-past-to-present/>

3.4 Μετοχική σύνθεση

Το γενικό σύνολο μετοχών της εταιρείας ανέρχεται σε 305.635.185 μετοχές ονομαστικής αξίας € 2,18 η καθεμία (31.12.2016). Μέτοχοι είναι η Paneuropean Oil & Industrial Holdings S.A. με ποσοστό 45,5% (138.971.359 μετοχές), και το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ) με ποσοστό 35,5% (108.430.304 μετοχές), ενώ το υπόλοιπα ελεύθερα διαπραγματεύσιμο ποσοστό ανήκει σε Έλληνες θεσμικούς επενδυτές (18.844.214 μετοχές – 6,2%), σε ξένους θεσμικούς επενδυτές (14.920.317 μετοχές – 4,9%) και ιδιώτες επενδυτές (24.468.991 μετοχές – 8%).

3.5 Στρατηγική της εταιρείας

Η ηγετική θέση του ομίλου στην αγορά συνδέεται άμεσα με την ικανότητα του να προσελκύει και να διατηρεί στο δυναμικό της ικανούς εργαζομένους σύμφωνα με τις αρχές και αξίες που τον διέπουν. Ο όμιλος έχει διαμορφώσει ένα σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον που εμπνέει ασφάλεια και παρέχει κίνητρα για διάκριση. Με βάση την ταυτότητα του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια σχεδιάστηκε και υλοποιείται η στρατηγική του για την πενταετία 2016-2020.

Τη σημερινή εποχή της παγκόσμιας αναδιάταξης των ενεργειακών πόρων, η διερεύνηση ενεργειακών επιλογών από ενεργειακούς πόρους με περιορισμένες περιβαλλοντικές επιπτώσεις αποτελεί έναν από τους κύριους άξονες της στρατηγικής του Ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια και είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με την ευημερία των πελατών του, των υπαλλήλων του, των τοπικών κοινωνιών και του ευρύτερου κοινωνικού συνόλου. Κλειδί στη στρατηγική του ομίλου αποτελεί η βιώσιμη ανάπτυξη, αναπόσπαστο κομμάτι της καθημερινής λειτουργίας με σημαντικές επιδόσεις στην κοινωνία, μέσω της αύξησης της τοπικής απασχόλησης και της προσφοράς στοχευμένων προγραμμάτων εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, στο περιβάλλον, μέσω της συνεχούς βελτίωσης των περιβαλλοντικών επιδόσεων και της προώθησης δράσεων και επενδύσεων για την αντιμετώπιση του φαινομένου της κλιματικής αλλαγής και τέλος στην οικονομία, μέσω της υλοποίησης σημαντικών

επενδύσεων και αύξησης των εξαγωγών, με συνεπακόλουθο την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

3.6 Βιώσιμη Ανάπτυξη

Ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια ανταποκρίνεται στο στόχο του για βιώσιμη ανάπτυξη με αναβάθμιση των διυλιστηρίων για παραγωγή καθαρότερων καυσίμων, με επενδύσεις σε ανανεώσιμες μορφές ενέργειας και μελέτες για ενεργειακή βελτιστοποίηση με στόχο τη μείωση εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα καθώς και διαρκή βελτίωση στις περιβαλλοντικές επιδόσεις.

Κάθε χρόνο η Ευρωπαϊκή Ένωση εκδίδει αυστηρότερες προδιαγραφές όσον αφορά στα καύσιμα αποσκοπώντας στην παραγωγή καυσίμων που είναι πιο φιλικά στο περιβάλλον. Ο Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια επενδύσει συνεχώς σε Βέλτιστες Διαθέσιμες Τεχνικές που ανταποκρίνονται στα πρότυπα της ΕΕ, όπως για παράδειγμα την κατάργηση του μολύβδου από την βενζίνη το 2000 (ενώ η χώρα είχε εξαίρεση) και την εισαγωγή στην Ελληνική αγορά προϊόντων με προδιαγραφές 2009 από το 2005 (ντίζελ, βενζίνη με περιεκτικότητα σε θείο μικρότερη από 10ppm).

Οι στρατηγικές που εφαρμόζει για την βιώσιμη ανάπτυξη και οι ευρωπαϊκές διακρίσεις που κατακτά παρουσιάζονται στην συνοπτική έκδοση του ετήσιου Απολογισμού και Εταιρικής Υπευθυνότητας 2015, η διαμόρφωση του οποίου πληροί τις απαιτήσεις της διεθνούς οδηγίας GRI –G4²¹ και έχει επαληθευτεί από τον ανεξάρτητο φορέα TUV Austria Hellas.

Επιπλέον, το 2015 ο Όμιλος υιοθέτησε τον **Ελληνικό Κώδικα Βιωσιμότητας**, ο οποίος αποτελείται από 20 κριτήρια κατηγοριοποιημένα σε 4 πυλώνες. Ο Ελληνικός Κώδικας Βιωσιμότητας ανταποκρίνεται στην ανάγκη μέτρησης της οικονομικής, περιβαλλοντικής και κοινωνικής επίδοσης και είναι ένα από τα εργαλεία - για τη δημιουργία πολιτικών και στρατηγικών Βιώσιμης Ανάπτυξης και Εταιρικής Υπευθυνότητας – που αναπτύχθηκαν στο πλαίσιο της Πρωτοβουλίας «Sustainable

²¹ G4- Sustainability Reporting Guidelines, Global Reporting Initiative, <https://www.globalreporting.org/resource/library/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf> , 2015

Greece 2020». Η πρωτοβουλία αποσκοπεί -μέσω ενός διευρυμένου διαλόγου- να συμβάλει στην προώθηση της Βιώσιμης Ανάπτυξης και να υποστηρίξει τους επιχειρησιακούς και θεσμικούς φορείς της χώρας μας με πρακτικά εργαλεία και μεθοδολογίες.

3.7 SWOT Analysis

Η ανάλυση SWOT είναι ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού το οποίο χρησιμοποιείται για την ανάλυση του εξωτερικού και εσωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης, όταν η τελευταία πρέπει να λάβει μια απόφαση αναφορικά με τους στόχους που έχει θέσει ή με σκοπό την επίτευξη τους. Στην ανάλυση SWOT αναλύονται τα δυνατά (Strengths) και αδύνατα (Weaknesses) σημεία της επιχείρησης, καθώς και οι απειλές (Threats) και οι ευκαιρίες (Opportunities) που υπάρχουν.

Τα δυνατά και αδύνατα σημεία αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και προκύπτουν από τους εσωτερικούς πόρους που κατέχει, όπως για παράδειγμα ιδιότητες και χαρακτηριστικά της επιχείρησης, ικανότητες προσωπικού και στελεχών, τεχνογνωσία και χρηματοοικονομική υγεία.

Οι ευκαιρίες και οι απειλές αναφέρονται σε μεταβλητές του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, τις οποίες η επιχείρηση καλείται να εντοπίσει, να προσαρμοστεί σε αυτές ή να τις προσαρμόσει (όπου αυτό είναι δυνατό) όπως για παράδειγμα. Μεταβλητές μπορεί να είναι η είσοδος νέων ανταγωνιστών στον κλάδο, ρυθμίσεις στο νομικό περιβάλλον, δημιουργία ή/και εμφάνιση νέων αγορών κλπ²²

Το 2015 είναι η έβδομη χρονιά μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης που η ελληνική οικονομία παρέμεινε σε συνθήκες άνευ προηγουμένου σε ειρηνική περίοδο. Οι δυο διαδοχικές εκλογές της χρονιάς εκείνης και το δημοψήφισμα διατήρησαν το πολιτικά ασταθές περιβάλλον με αποτέλεσμα την επιβάρυνση του οικονομικού κλίματος, ενώ καθοριστική ήταν η συμβολή της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, των λεγόμενων capital controls στην

²² Ανάλυση SWOT, https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%91%CE%BD%CE%AC%CE%BB%CF%85%CF%83%CE%B7_SWOT

επιδείνωση του δείκτη οικονομικού κλίματος, αλλά και στην παγίωση για δεύτερο έτος της πτωτικής πορείας της καταναλωτικής εμπιστοσύνης με την απαισιοδοξία των καταναλωτών να προσεγγίζει τα ιστορικά χαμηλά του 2011.

Δυνατά σημεία: Ο Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια μέσα σε αυτό το αρνητικό πλαίσιο συνέχισε να επενδύει στη ασφάλεια, την προστασία του περιβάλλοντος, την κοινωνική ευθύνη, την ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού και την εμπέδωση «Ομιλικής Κουλτούρας». Έχοντας διευρύνει τις δραστηριότητες της στο εξωτερικό και έχοντας αποκτήσει διεθνή εμπειρία στην έρευνα και παραγωγή υδρογονανθράκων επικεντρώνει και πάλι το ενδιαφέρον του στην Ελλάδα. Επιπλέον το 2015 κατάφερε να αυξήσει το μερίδιο του στον κλάδο της εμπορίας άνω του 30% και πέτυχε την υψηλότερη κερδοφορία από την έναρξη της οικονομικής κρίσης. Σε αυτό το σημείο να σημειώσουμε πως βελτίωση παρουσίασαν όλες οι δραστηριότητες του Ομίλου, με κύριο άξονα τον κλάδο διύλισης, εφοδιασμού και πωλήσεων κατάφερε να υπερδιπλασιάσει τα συγκρίσιμα κέρδη, εκμεταλλευόμενος το θετικό διεθνές περιβάλλον διύλισης. Στα πολύ θετικά αποτελέσματα του Ομίλου συνέβαλε και η βελτίωση της λειτουργίας και απόδοσης των διυλιστηρίων μετά το εκτεταμένο πρόγραμμα συντήρησης που έλαβε χώρα το δεύτερο τρίμηνο του 2015.

Αδυναμίες: Στο γενικότερο αρνητικό πλαίσιο του 2015 με τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, την απουσία τραπεζικής χρηματοδότησης και την αύξηση του κόστους χρήματος, προστέθηκαν και οι αρνητικές επιπτώσεις από την έκτακτη διακοπή λειτουργίας του μεγαλύτερου μέρους του διυλιστηρίου Ελευσίνας και την παράταση για ένα μήνα της προγραμματισμένης διακοπής λειτουργίας του διυλιστηρίου Ασπροπύργου.

Ευκαιρίες: Ο Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια πρόσφατα υπέβαλλε προσφορές σε διεθνείς διαγωνισμούς σε πέντε περιοχές στην Δυτική Ελλάδα και αναδείχθηκε προτιμητέος ανάδοχος σε δύο χερσαίες περιοχές. Επιπλέον, η διοίκηση επενδύει στην ενός ανεξάρτητου, καινοτόμου και ανταγωνιστικού περιφερειακού ενεργειακού Ομίλου, εκμεταλλευόμενη σωστά τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται μέσα στα πλαίσια του ευρωπαϊκού οδικού χάρτη για βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη.

Απειλές: Παρά την ανάκαμψη των διεθνών περιθωρίων διύλισης, η ανταγωνιστικότητα συνεχίζει να πλήττεται από το υψηλό κόστος συμμόρφωσης με τη

νομοθεσία λόγω της κλιματικής πολιτικής που εφαρμόζει η ΕΕ. Οι ανταγωνιστικές πιέσεις αναμένεται να αυξηθούν στο μέλλον λόγω της ανάπτυξης και του εκσυγχρονισμού της παραγωγικής δυναμικότητας διύλισης στις γειτονικές χώρες, τη Μέση Ανατολή και τη νοτιοανατολική Ασία, οι οποίες δεν επιβαρύνονται από το υψηλό κόστος νομοθετικής συμμόρφωσης της ΕΕ.

3.8 Ανάλυση αριθμοδεικτών ΕΛΠΕ

3.8.1 Ανάλυση του Ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια με Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

➤ Πίνακας 3.8.1 Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Μ.Ο
Γενικής Ρευστότητας	1,14	0,95	0,67	0,78	0,8	0,79	0,855

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

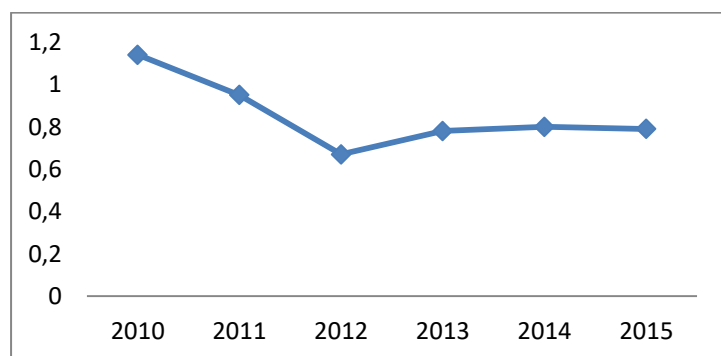
Προκειμένου να βρούμε τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας του Ομίλου πρέπει να διαιρέσουμε το κυκλοφορούν ενεργητικό με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Κατόπιν εφαρμογής της μαθηματικής σχέσης, τα αποτελέσματα δεν κρίνονται ικανοποιητικά, διότι κατά μέσο όρο η τιμή του δείκτη για το χρονικό διάστημα που εξετάζουμε ανέρχεται στο 0,855, γεγονός που σημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό χρηματοδοτείται κυρίως από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης (αποθέματα και πελάτες).

Το 2011 ο δείκτης βρίσκεται στο 1,14 που σημαίνει πως βρίσκεται στο κατάλληλο επίπεδο ρευστότητας ώστε να μπορέσει να εξασφαλίσει τα απαραίτητα όρια ασφαλείας, ενώ τα επόμενα χρόνια παρατηρούμε διακυμάνσεις κάτω της μονάδας.

Λαμβάνοντας όμως υπόψη τα προβλήματα που προκλήθηκαν λόγω των capital controls, μπορούμε να πούμε ότι ο Όμιλος κατάφερε, να διαχειριστεί αποτελεσματικά την κρίση που προκλήθηκε. Λόγω του επιχειρηματικού του μοντέλου και του

αυξημένου εξαγωγικού προσανατολισμού, σχεδόν 60% των εισπράξεων από πωλήσεις προϊόντων αφορούν αγορές εκτός Ελλάδος και διεξάγονται μέσω διεθνών τραπεζών με τις οποίες ο Όμιλος διατηρεί πολυετή σχέση, μειώνοντας έτσι τις επιπτώσεις από τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα.

Διάγραμμα 3.8.1: Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

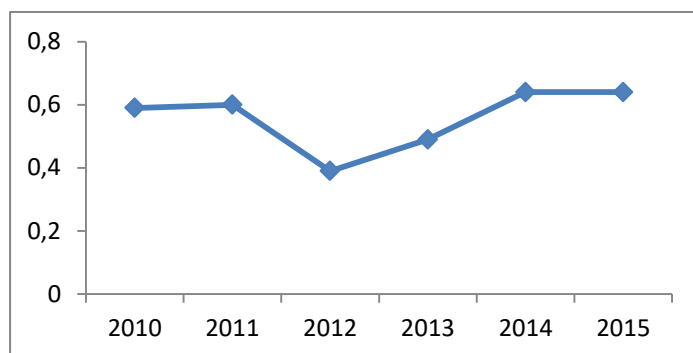
➤ Πίνακας 3.8.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Μ.Ο
Άμεσης Ρευστότητας	0,59	0,60	0,39	0,49	0,64	0,64	0,855

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Σύμφωνα με τον δείκτη, οι τιμές είναι ικανοποιητικές όταν είναι μεγαλύτερες της μονάδας. Οι τιμές που προέκυψαν για την εξεταζόμενη εταιρεία παρουσίασαν αυξομειώσεις την περίοδο 2010-2015. Τα αποτελέσματα του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη για τον Όμιλο ΕΛΠΕ δεν είναι ικανοποιητικά, αφού κατά μέσο όρο η τιμή του για την χρονική περίοδο 2010-2015 είναι 0,855, το οποίο καταδεικνύει την αδυναμία της εταιρείας να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και την άμεση ανάγκη για εξασφάλιση επαρκούς ρευστότητας.

Διάγραμμα 3.8.2 : Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας



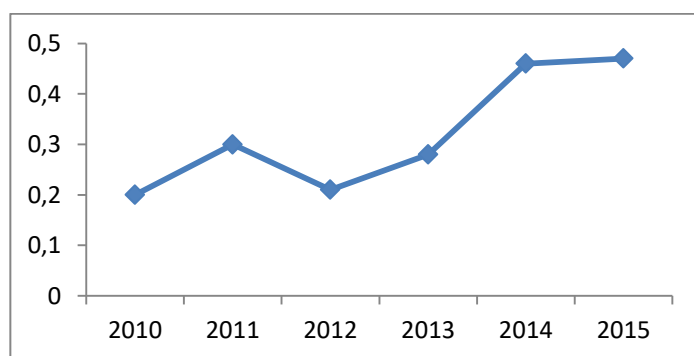
Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

➤ Πίνακας 3.8.3 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Μ.Ο
Ταμειακής Ρευστότητας	0,20	0,30	0,21	0,28	0,46	0,47	0,32

Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.3 : Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητα



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας του Ομίλου ΕΛΠΕ για την χρονική περίοδο 2010-2015 δεν έδειξε ικανοποιητική επάρκεια μετρητών για τις τρέχουσες λειτουργικές δαπάνες. Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε ο δείκτης κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα, γεγονός που ίσως να οφείλεται στη γενικότερη οικονομική ύφεση που πλήττει την Ελλάδα. Παρόλα αυτά, το ποσοστό του δείκτη ανεβαίνει κάθε χρόνο,

γεγονός που δείχνει την ικανότητα του ομίλου να καλύπτει όλο και πιο εύκολα τις ληξιπρόθεσμες του υποχρεώσεις με τα ρευστά διαθέσιμα.

3.8.2 Ανάλυση του Ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια με Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

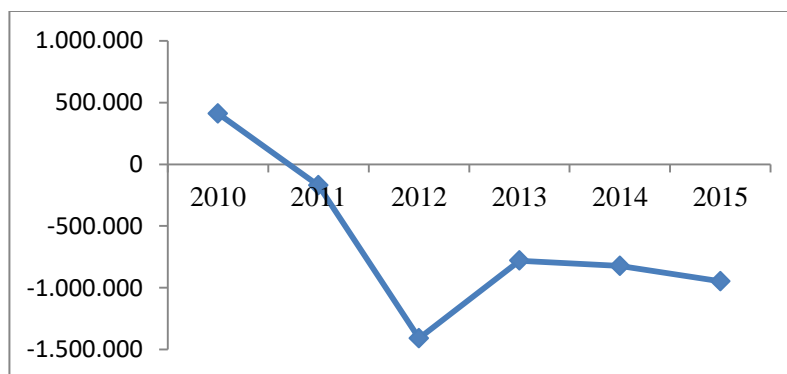
➤ Πίνακας 3.8.4 Κεφάλαιο Κίνησης

Κεφάλαιο Κίνησης (εκατ.€)							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
409.773	-171.175	-1.408.492	-780.151	-823.299	-948.100	-620.241	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα το κεφάλαιο κίνησης έχει αρνητικές τιμές σε όλες τις εξεταζόμενες χρονικές περιόδους εκτός από το 2010 που υποδεικνύει τις υψηλές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης.

Διάγραμμα 3.8.4: Κεφάλαιο Κίνησης



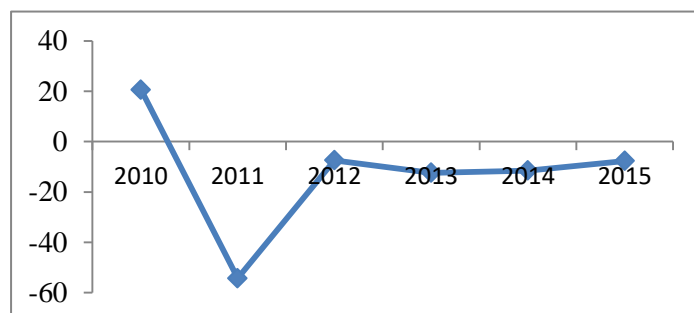
Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

➤ Πίνακας 3.8.5 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κεφαλαίου Κίνησης						
2010	2011	2012	2013	2014	2015	Μ.Ο
20,68	-54,37	-7,43	-12,4	-11,51	7,7	-12,12

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.5: Ταχύτητα Κεφαλαίου Κίνησης



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

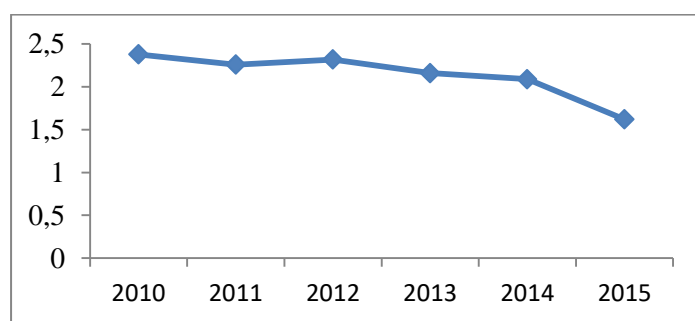
Κατά την χρονική περίοδο που εξετάζουμε για τον όμιλο ΕΛΠΕ παρατηρούμε τιμές με έντονες διακυμάνσεις. Συγκεκριμένα, το 2011 η τιμή του δείκτη σημειώνει μεγάλη πτώση και παίρνει τιμή με αρνητικό πρόσημο. Αυτή η χαμηλή κυκλοφορία των κεφαλαίων κίνησης υποδηλώνει είτε υπεραυξημένα καθαρά κεφάλαια κίνησης, χαμηλή κυκλοφορία αποθεμάτων και απαιτήσεων ή ένα αυξημένο ποσοστό κεφαλαίου κίνησης (Αλεξιάκης, 2015). Το αρνητικό πρόσημο που παρατηρούμε παραπάνω τιμές δείχνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι περισσότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό.

➤ Πίνακας 3.8.6 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων						
2010	2011	2012	2013	2014	2015	Μ.Ο
40,4	37,1	41,8	37,9	24,60	33,10	35,82

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.6: Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

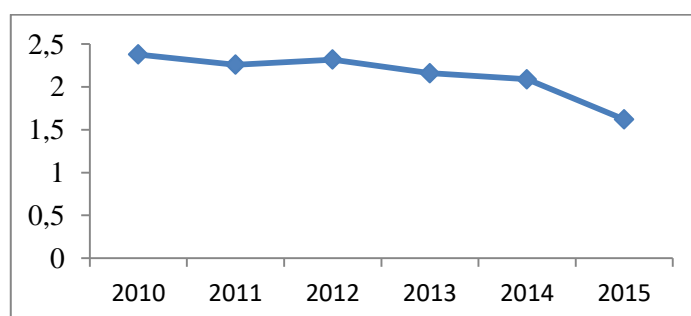
Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων μας δείχνει το πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί μια επιχείρηση. Συγκεκριμένα, ο μέσος όρος της ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων του ομίλου ΕΛΠΕ είναι 35 ημέρες, κάτι που δείχνει την υψηλή ζήτηση των προϊόντων της και την υψηλή αποτελεσματικότητα του τρόπου λειτουργίας της.

➤ Πίνακας 3.8.7 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Πάγιου Ενεργητικού

Ταχύτητα Κυκλοφορίας Πάγιου Ενεργητικού							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
2,38	2,26	2,32	2,16	2,09	1,62	2,14	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.7: Ταχύτητα Κυκλοφορίας Πάγιου Ενεργητικού



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίου ενεργητικού μας δείχνει την χρήση των περιουσιακών στοιχείων του ομίλου ΕΛΠΕ για την επίτευξη των πωλήσεων της.

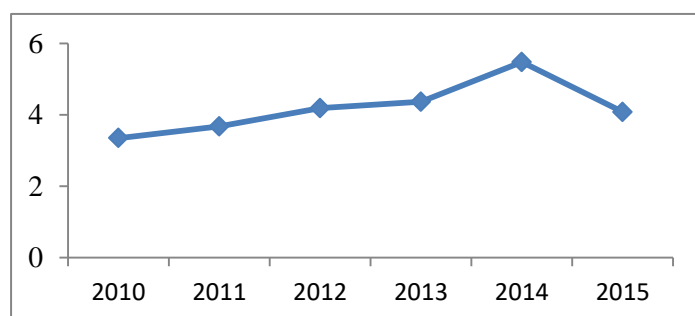
Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα ο δείκτης είναι σε γενικές γραμμές σταθερός, με εξαίρεση το 2015 παρουσίασε μικρή πτώση, γεγονός που δείχνει μικρή επένδυση σε πάγια στοιχεία. Ο μέσος όρος του δείκτη διαμορφώνεται στο 2,13, άρα σε γενικές γραμμές η επιχείρηση χρησιμοποιεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα πάγια στοιχεία της.

Πίνακας 3.8.8 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων

Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
3,35	3,68	4,19	4,37	5,48	4,08	4,19	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.8: Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

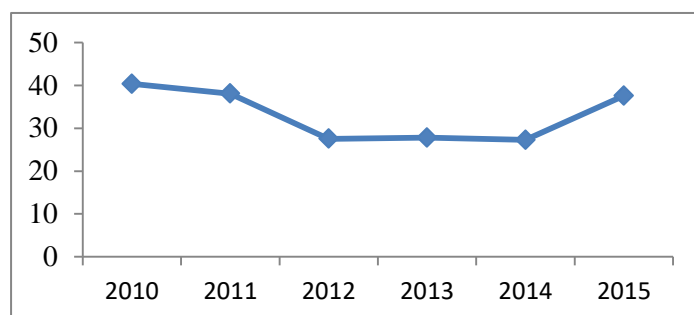
Η τάση του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων έχει ανοδική πορεία κατά την περίοδο 2010-2014, που σημαίνει πως η επιχείρηση επιτυγχάνει μεγάλες πωλήσεις σε σχέση με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων. Μόνο το 2015 ο αριθμοδείκτης παρουσίασε μικρή πτώση μιας περίπου μονάδας. Ο μέσος όρος διαμορφώθηκε στο 4,1, μια ικανοποιητική τιμή, που επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της.

➤ Πίνακας 3.8.9 Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
40,38	38,09	27,56	27,82	27,27	37,59	33,12	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.9 : Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

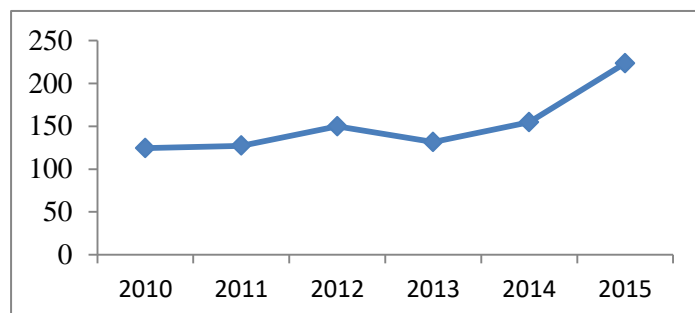
Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Εντυπωσιακή είναι η πτώση του αριθμοδείκτη από 38,09 το 2011 σε 27,56 το 2012 για τον όμιλο Ελληνικά Πετρέλαια. Αυτό δείχνει την μεγάλη ταχύτητα της επιχείρησης στην είσπραξη των απαιτήσεων. Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων. Για το 2015 ο μέσος όρος είσπραξης των απαιτήσεων με βάση τα αποτελέσματα του πίνακα παρουσιάζει μεγάλη αύξηση που δείχνει ότι η ταχύτητα της επιχείρησης στην είσπραξη των απαιτήσεων δεν είναι μεγάλη, και άρα υπάρχει μικρότερη πιθανότητα ζημιών.

➤ Πίνακας 3.8.10 Ταχύτητα Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
124,54	127,2	149,97	131,58	154,69	223,44	151,90	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.10 : Ταχύτητα Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας πληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δείχνει πόσες φορές κατά τη διάρκεια μιας χρήσης ανανεώθηκαν οι πιστώσεις που δόθηκαν στην επιχείρηση (Αλεξιάκης, 2015). Πιο συγκεκριμένα, ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια είναι σε θέση να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις του μετά από 151 ημέρες κατά μέσο όρο.

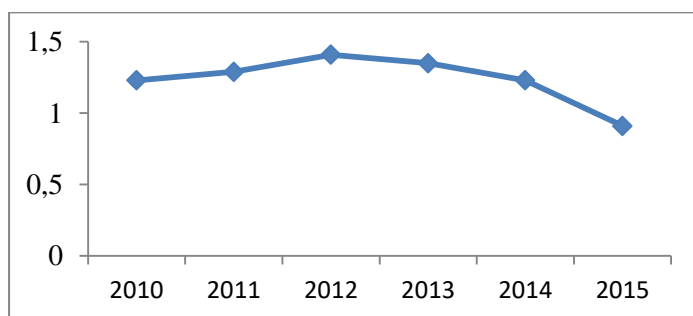
Συγκρίνοντας την ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων με την ταχύτητα πληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο δεύτερος αριθμοδείκτης είναι μεγαλύτερος από τον πρώτο ($33 < 151$ ημέρες). Αυτό σημαίνει πως οι υποχρεώσεις του ομίλου εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις του και για το λόγο αυτό δεν είναι απαραίτητο να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία.

➤ Πίνακας 3.8.11 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού

Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
1,23	1,29	1,41	1,35	1,23	0,91	1,24	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.11 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Υπολογίζοντας τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού μπορούμε να δούμε κατά πόσο η εξεταζόμενη επιχείρηση χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Με βάση τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί σε μεγάλο βαθμό τα περιουσιακά της στοιχεία για την πραγματοποίηση των πωλήσεων της. Επιπλέον, η πορεία του δείκτη είναι σταθερή που σημαίνει πως δεν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στον όμιλο σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων του.

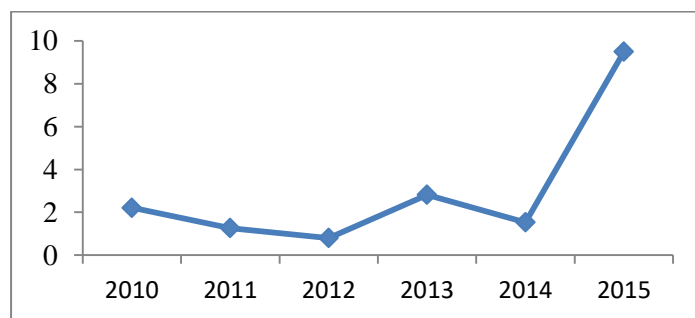
3.8.3 Ανάλυση του Ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια με Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

➤ Πίνακας 3.8.12 Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους

Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
9,56%	6,98%	5,42%	3,15%	1,53%	9,51%	6,03%	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.12 Περιθώριο Μικτού Κέρδους



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους είναι πολύ σημαντικός καθώς παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας εταιρείας και την πολιτική τιμών αυτής.

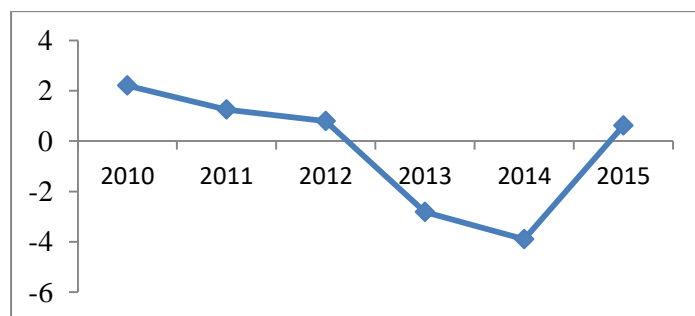
Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα το χρονικό διάστημα 2010-2014 παρατηρούμε μια μείωση του ποσοστού περιθωρίου μικτού κέρδους που υποδεικνύει τη συνεχή μειωμένη αποδοτικότητα του ομίλου. Αντιθέτως, το 2015 παρατηρείται μια απότομη αύξηση (από το 1,53% στο 9,51%), που δείχνει την καλύτερη θέση στην οποία βρίσκεται τη χρονιά αυτή η επιχείρηση από άποψη κερδών.

➤ **Πίνακας 3.8.13 Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους**

Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	Μ.Ο	
2,21%	1,26%	0,80%	-2,82%	-3,90%	0,62%	-0,31%	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.13 Περιθώριο Καθαρού Κέρδους



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

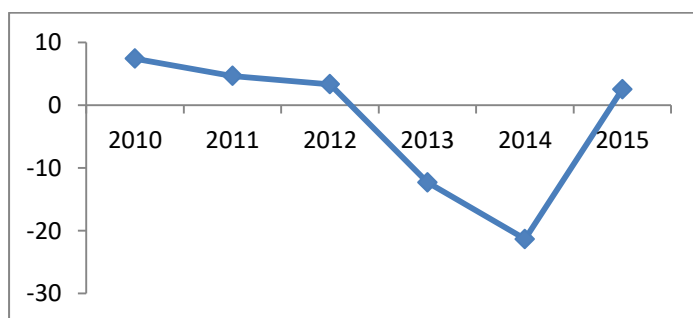
Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα, η πορεία του αριθμοδείκτη καθαρού κέρδους για τον όμιλο Ελληνικά Πετρέλαια είναι φθίνουσα, καταλήγοντας το 2013 και 2014 σε αρνητικό ποσοστό που σημαίνει ότι ο όμιλος εμφανίζει ζημίες. Ένας από τους παράγοντες του αρνητικού ποσοστού του αριθμοδείκτη είναι το υψηλό χρηματοοικονομικό κόστος και η πτώση των τιμών του αργού πετρελαίου που συνέβαλε αρνητικά στην αποτίμηση των αποθεμάτων του. Παρόλα αυτά, το 2015 παρατηρείται αύξηση του ποσοστού στο 0,62%.

➤ **Πίνακας 3.8.14 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων**

Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
7,40%	4,65%	3,31%	-12,30%	-21,32%	2,52%	-2,62%	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.14 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων είναι πολύ σημαντικός για την ανάλυση κάθε επιχείρησης καθώς δείχνει την ικανότητα της να δημιουργεί κέρδη. Στην περίπτωση του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια παρατηρούμε πτωτική τάση του δείκτη και πιο συγκεκριμένα το 2013 και 2014 ο δείκτης να λαμβάνει αρνητικές τιμές, εμφανίζοντας ζημίες μετά από αρκετά χρόνια. Το 2015 παρατηρείται μια απότομη

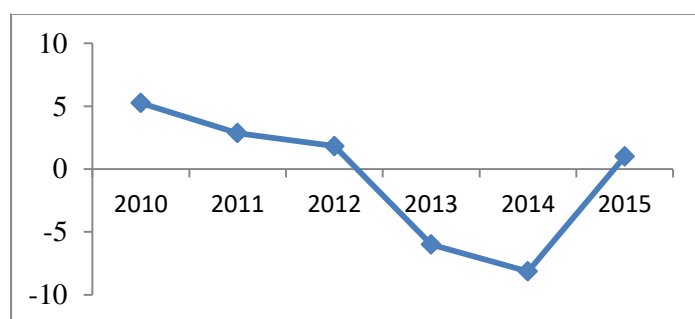
θετική αλλαγή στον υπολογισμό της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων με τον αριθμοδείκτη να διαμορφώνεται στο 2,52%.

➤ **Πίνακας 3.8.15 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων**

Αριθμοδείκτης Απόδοσης Παγίων							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
5,26%	2,86%	1,83%	-6,00%	-8,14%	1,00%	-0,53%	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.15 Απόδοση Παγίων



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

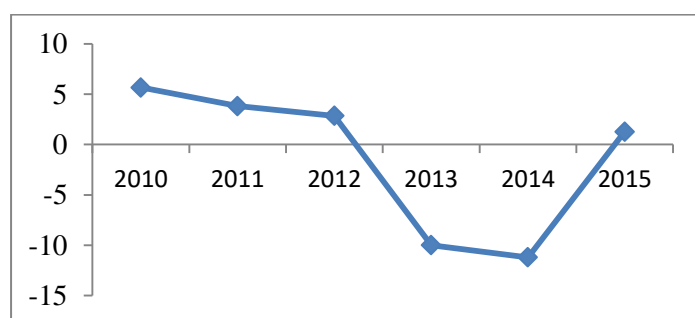
Η πορεία του δείκτη απόδοσης παγίων για τον όμιλο Ελληνικά Πετρέλαια είναι καθοδική χρόνο με το χρόνο, καταγράφοντας και αρνητικές τιμές το 2013 και 2014. Ο όμιλος κατέγραψε ζημίες τις δύο αυτές χρονιές, ενώ παρατηρούμε αύξηση του δείκτη το 2015 και συγκεκριμένα την αύξηση του στο 1%.

➤ **Πίνακας 3.8.16 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού**

Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
5,68%	3,83%	2,85%	-10%	-11,22%	1,28%	-1,26%	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.16 Απόδοση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Σύμφωνα με το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια φαίνεται να αξιοποιεί αποτελεσματικά το κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με τα καθαρά κέρδη του, εκτός από τις χρονιές 2013 και 2014 που ο δείκτης παίρνει αρνητικές τιμές για πρώτη φορά από την εισαγωγή του ομίλου στο Χρηματιστήριο. Οι αρνητικές τιμές οφείλονται σε έκτακτες δαπάνες, στην ύφεση και στο διεθνές εμπάργκο στις εισαγωγές αργού πετρελαίου από το Ιράν. Παρά την ανάκαμψη της αγοράς το δυσμενές διεθνές περιβάλλον και η πίεση των περιθωρίων δύλισης αντικατοπτρίστηκαν στα αποτελέσματα των εταιριών του κλάδου. Αντιθέτως το 2015 ο δείκτης λαμβάνει θετική τιμή δείχνοντας πως το κυκλοφορούν ενεργητικό αξιοποιείται αποδοτικά.

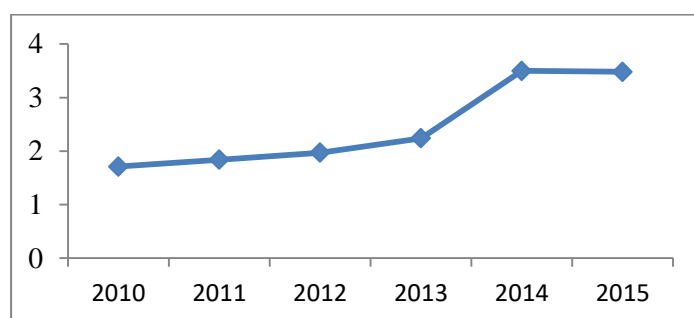
3.8.4 Ανάλυση του Ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια με Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης

➤ Πίνακας 3.8.17 Αριθμοδείκτης Ξένων Προς Ίδια Κεφάλαια

Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
1,71	1,84	1,94	2,24	3,5	3,48	2,45	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.17 Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

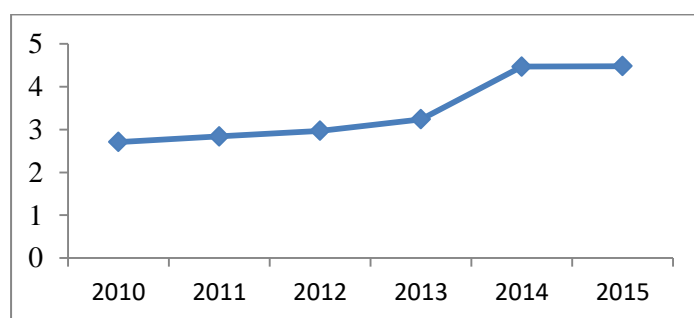
Όταν τα ξένα κεφάλαια μιας επιχείρησης παρουσιάζουν ανοδική πορεία σε βάρος των ιδίων κεφαλαίων σημαίνει ότι αυξάνεται η δανειακή της επιβάρυνση. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια αύξηση του αριθμοδείκτη κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2010-2015. Πιο συγκεκριμένα, με βάση τις μετρήσεις καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι φορείς του ομίλου συμμετέχουν με πολύ λιγότερα κεφάλαια σε σύγκριση με τους πιστωτές της.

➤ Πίνακας 3.8.18 Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης							
2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O	
2,71	2,84	2,97	3,24	4,47	4,48	3,45	

Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Διάγραμμα 3.8.18 Οικονομική Μόχλευση



Πηγή: Ίδια επεξεργασία, 2016

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη οικονομικής μόχλευσης για τον όμιλο ΕΛΠΕ την περίοδο 2010-2015 είναι ικανοποιητικά. Πιο συγκεκριμένα, ο εν λόγω δείκτης είναι πάνω από τη μονάδα που σημαίνει πως η χρήση των ξένων κεφαλαίων είναι επωφελής για την επιχείρηση. Η θετική του πορεία και η διατήρηση σε υψηλά επίπεδα δείχνει την αποτελεσματικότητα της διοίκησης του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια.

3.9 Συμπεράσματα από την Χρηματοοικονομική Ανάλυση του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο έγινε λεπτομερής παρουσίαση του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια, αλλά και ανάλυση των λογιστικών του καταστάσεων με χρήση αριθμοδεικτών.

Τα Ελληνικά Πετρέλαια αποτελούν ένας από τους κορυφαίους ομίλους στον τομέα της ενέργειας στην Νοτιοανατολική Ευρώπη με δραστηριότητες σε 6 χώρες. Ο όμιλος διαθέτει ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων, όπως για παράδειγμα ο εφοδιασμός, η διύλιση και η εμπορία πετρελαιοειδών, η παραγωγή και εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας, η παραγωγή και εμπορία πετροχημικών, η έρευνα και παραγωγή υδρογονανθράκων καθώς και η προμήθεια, η μεταφορά και η εμπορία φυσικού αερίου.

Η ανάλυση του ομίλου καλύπτει τις χρονιές 2010-2015, με τη χρήση των σημαντικότερων αριθμοδεικτών. Το 2015, η έβδομη χρονιά μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, η ελληνική παραμένει σε συνθήκες

οικονομικής κρίσης που δεν έχει προηγούμενο σε ειρηνική περίοδο. Οι δύο διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις και το δημοψήφισμα διατήρησαν το ασταθές πολιτικό περιβάλλον της τελευταίας περιόδου που επιβάρυνε ακόμα περισσότερο το οικονομικό κλίμα, ενώ καθοριστικής σημασίας ήταν η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (τα λεγόμενα capital controls) στην επιδείνωση του δείκτη οικονομικού κλίματος, καθώς και στην παγίωση για δεύτερη χρονιά της πτωτικής πορείας της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, με την απαισιοδοξία τους να προσεγγίζει τα ιστορικά χαμηλά του 2011. Οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων, η απουσία τραπεζικής χρηματοδότησης, η αύξηση του κόστους χρήματος, λόγω της αβεβαιότητας και του υψηλού κινδύνου της χώρας, διαμόρφωσαν περιβάλλον χρηματοπιστωτικής ασφυξίας που επιβαρύνθηκε περαιτέρω από τους γενικότερους περιορισμούς που έθεσε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Παρά τις αντίξοες συνθήκες, ο όμιλος κατάφερε ιστορικά υψηλά κερδοφόρα αποτελέσματα, εδραιώνοντας την ηγετική του θέση στην αγορά.

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα από την ανάλυση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων του ομίλου.

Όσον αφορά τις πωλήσεις του ομίλου, παρατηρούμε αύξηση κατά 5%, στα 14,1 εκατ. τόνους, τα υψηλότερα επίπεδα τα τελευταία 6 χρόνια, καθώς αυξήθηκε περαιτέρω ο δείκτης απασχόλησης. Τα συγκρίσιμα καθαρά κέρδη EBITDA ανήλθαν στα 758 εκατ. έναντι 417 εκατ. το 2014.

Για την αξιολόγηση της ρευστότητας του ομίλου χρησιμοποιήθηκαν οι αριθμοδείκτες άμεσης, γενικής και ταμειακής ρευστότητας. Η ρευστότητα κατά την περίοδο που εξετάζουμε (2010-2015) δεν θεωρείται ικανοποιητική καθώς παρατηρούμε την αδυναμία του ομίλου να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό του ομίλου αποτελείται περισσότερο από περιουσιακά στοιχεία που δεν είναι εύκολο να ρευστοποιηθούν παρά από ρευστά διαθέσιμα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του. Συγκεκριμένα, εξετάζοντας το έτος 2012 παρατηρούμε την άμεση ανάγκη του ομίλου για επαρκή ρευστότητα λόγω της αδυναμίας κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του.

Εντούτοις ο όμιλος δεν θεωρείται ότι κινδυνεύει από πρόβλημα ρευστότητας διότι τα τελικά προϊόντα της είναι έτοιμα προς διάθεση, έχουν μεγάλη αναγνωρισιμότητα και ζήτηση (τα προϊόντα του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, πάνω από 65% στον τομέα του χονδρικού εμπορίου πετρελαιοειδών).

Για την αξιολόγηση της δραστηριότητας του ομίλου χρησιμοποιήθηκαν οι εξής αριθμοδείκτες: ταχύτητα κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης, ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, ταχύτητας κυκλοφορίας πάγιου ενεργητικού, κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων, Μ.Ο είσπραξης απαιτήσεων, Μ.Ο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας καθαρού κεφαλαίου κίνησης την εξεταζόμενη περίοδο εμφανίζεται με γενικά έντονες διακυμάνσεις και η τάση του διαγράφεται καθοδική. Η αρνητική πορεία του δείκτη το 2011 δείχνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του ομίλου είναι περισσότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό του και συνδέεται με τα χαμηλά επίπεδα γενικής ρευστότητας που παρατηρήσαμε πιο πάνω.

Όσον αφορά στην ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων, ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια ανανεώνει με σχετικά γρήγορους ρυθμούς τα αποθέματα των εμπορευμάτων του – κατά μέσο όρο κάθε 35 ημέρες- που σημαίνει ότι τα προϊόντα του έχουν μεγάλη ζήτηση. Επιπλέον, με βάση τις σταθερές τιμές του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια τηρεί μια ορθή πολιτική αποθεματοποίησης των προϊόντων του αναφορικά με τον κύκλο εργασιών του.

Συνεχίζοντας, με βάση τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας πάγιου ενεργητικού, ο όμιλος χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα πάγια στοιχεία του με μια μικρή εξαίρεση το 2015, όπου παρατηρούμε μια μικρή πτώση, που σημαίνει μικρή επένδυση σε πάγια στοιχεία.

Η τάση του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων για την εξεταζόμενη περίοδο 2010-2015 διαγράφεται ανοδική που σημαίνει ότι τα ίδια κεφάλαια συνεισφέρουν ολοένα και περισσότερο στις πωλήσεις. Υπάρχει βέβαια μια

εξαίρεση το 2015, όπου παρατηρείται μια μικρή πτώση του αριθμοδείκτη αλλά σε γενικές γραμμές η πορεία του είναι σταθερή.

Συνεχίζοντας, ο μέσος όρος είσπραξης των απαιτήσεων διαμορφώθηκε σε 33 ημέρες. Αυτό σημαίνει ότι οι απαιτήσεις του ομίλου δεν εισπράττονται έγκαιρα και έτσι η πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες είναι μικρή. Από την άλλη πλευρά, ο μέσος όρος προθεσμίας εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων διαμορφώθηκε σε 151 ημέρες. Με βάση τους δύο παραπάνω αριθμοδείκτες καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι υποχρεώσεις του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις του και ως εκ τούτου δεν είναι απαραίτητο να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία, δεδομένου ότι χρηματοδοτείται σε ένα βαθμό από τους πιστωτές του.

Ο όμιλος χρησιμοποιεί σε μεγάλο βαθμό τα περιουσιακά του στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις του, σύμφωνα με την ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού, που διαγράφει μια σταθερή πορεία, δείχνοντας πως δεν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων.

Η αποδοτικότητα της κάθε επιχείρησης υπολογίζεται με τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας παγίων, αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και αποδοτικότητας κυκλοφορούντος ενεργητικού. Πιο αναλυτικά:

Η απόδοση παγίων κατά την εξεταζόμενη περίοδο είναι καθοδική και συγκεκριμένα το 2013 και 2014 παίρνει αρνητικές τιμές. Η μείωση των κερδών οφείλεται στη μείωση του EBITDA. Το 2013 τα Ελληνικά Πετρέλαια κατέγραψαν ζημιές ύψους 269 εκατ. ευρώ, με την εταιρία να αποδίδει τις πιέσεις των μεγεθών στα χαμηλότερα διεθνή περιθώρια διύλισης της τελευταίας δεκαετίας. Σε συγκρίσιμη βάση ο όμιλος εμφάνισε ζημιές ύψους 117 εκατ. ευρώ από κέρδη 232 εκατ. ευρώ το 2012. Τα συγκρίσιμα EBITDA υποχώρησαν κατά 60% στα 178 εκατ. ευρώ. Τα δημοσιευμένα αποτελέσματα μετά από φόρους επηρεάστηκαν από έκτακτα στοιχεία όπως το κόστος της αναδιοργάνωσης για μείωση λειτουργικών εξόδων και η πρόβλεψη ύψους €21εκ για τη νέα, αναδρομική φορολόγηση αποθεματικών προηγούμενων χρήσεων. Επιπλέον, αρνητική επίδραση στα Δημοσιευμένα Καθαρά Αποτελέσματα είχε και το υψηλό χρηματοοικονομικό κόστος, που επηρεάζει όλες τις Ελληνικές εταιρείες.

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων του ομίλου παρουσιάζει πτωτική τάση και μάλιστα σε δύο από τις εξεταζόμενες χρήσεις λαμβάνει αρνητικές τιμές. Το 2015, η τιμή του δείκτη είναι και πάλι θετική, που σημαίνει ότι ο όμιλος αποτελεί μια ελκυστική μορφή επένδυσης, λόγω των ικανοποιητικών αποδόσεων που αποδίδει στους μετόχους.

Επιπρόσθετα, ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια αξιοποιεί αποτελεσματικά το κυκλοφορούν ενεργητικό με σχέση με τα καθαρά κέρδη του, με μόνη εξαίρεση το 2013 και 2014, όπου ο δείκτης λαμβάνει αρνητικές τιμές. Η απότομη πτώση του δείκτη οφείλεται στην ύφεση της χώρας μας αλλά και στο διεθνές εμπάργκο στις εισαγωγές αργού πετρελαίου εκείνη την περίοδο.

Η πτωτική τάση του δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους αντικατοπτρίζει τη μειωμένη αποδοτικότητα και δυναμικότητα του ομίλου τις χρονιές 2010-2011. Το θετικό στην περίπτωση αυτή είναι πως ο μέσος όρος του δείκτη κινείται σε ικανοποιητικά επίπεδα έτσι ώστε η επιχείρηση να ανταποκρίνεται στην κάλυψη των λειτουργικών εξόδων της και να παρουσιάζει ένα ικανοποιητικό κέρδος. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα οφείλεται κυρίως στην επιτυχή πολιτική προώθησης των προϊόντων του ομίλου. Αξιοσημείωτο επίσης είναι το γεγονός ότι το 2015 παρατηρούμε μια απότομη αύξηση του δείκτη που υποδηλώνει την καλύτερη θέση - από άποψη κερδών- της επιχείρησης.

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους για την εξεταζόμενη περίοδο 2010-2015 έχει φθίνουσα πορεία και αρνητικές τιμές (με εξαίρεση την θετική τιμή το 2015), εμφανίζοντας ζημίες στα αποτελέσματα του ομίλου λόγω του υψηλού χρηματοοικονομικού κόστους και της πτώσης των τιμών του αργού πετρελαίου.

Τέλος, προκειμένου να αναλύσουμε τη χρηματοοικονομική διάρθρωση μιας επιχείρησης χρησιμοποιούμε τον αριθμοδείκτη ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια και τον αριθμοδείκτη μόχλευσης. Πιο συγκεκριμένα, ο όμιλος χρησιμοποιεί σε μεγαλύτερο βαθμό τα ξένα από τα ίδια κεφάλαια και επομένως αυξάνεται η δανειακή της επιβάρυνση. Επίσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα του δείκτη οικονομικής μόχλευσης η χρήση των ξένων κεφαλαίων είναι θετική για τον όμιλο καταδεικνύοντας την αποτελεσματική πολιτική της διοίκησης της εταιρείας.

Κεφάλαιο 4- Αποτίμηση του Ομίλου «Ελληνικά Πετρέλαια»

4.1 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρικής αξίας

Με τον όρο αποτίμηση δηλώνεται μια ολοκληρωμένη διαδικασία εκτίμησης της σημερινής αξίας (present value) μιας επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου της επιχείρησης αυτής. Η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών που χρησιμοποιείται στην παρούσα διπλωματική εργασία είναι ευρέως διαδεδομένη διαδικασία αποτίμησης εταιρικής αξίας και αποτελεί τη βάση για πολλές άλλες μεθόδους αποτίμησης.

Σύμφωνα με τους Paleru et al (2004), «αποτίμηση είναι η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης». Σκοπός επομένως της συγκεκριμένης διαδικασίας είναι η εξαγωγή μιας συγκεκριμένης τιμής ή ενός εύρους τιμών αναφορικά με την τιμή της μετοχής. Με τη συλλογισμό αυτό υφίστανται τρία πιθανά σενάρια:

- Η μετοχή έχει μια δίκαιη τιμή (fair value), δηλαδή η αγοραία αξία ισούται με την υπολογιζόμενη
- Η μετοχή είναι υποτιμημένη (undervalued), δηλαδή η αγοραία αξία είναι χαμηλότερη από την υπολογιζόμενη
- Η μετοχή είναι υπερτιμημένη (overvalued), δηλαδή η αγοραία αξία είναι υψηλότερη από την υπολογιζόμενη

Η τιμή που λαμβάνει σήμερα μια μετοχή ενσωματώνει και τις μελλοντικές προσδοκίες, είτε είναι θετικές, είτε είναι αρνητικές, επομένως αν προκύψουν διαφορές ανάμεσα στην τρέχουσα αγοραία αξία και την υπολογιζόμενη θα πρέπει να αξιολογούνται τόσο με ποιοτικά όσο και με ποσοτικά κριτήρια προκειμένου να υπολογιστούν σωστά όλες οι παράμετροι.

Τα συμπεράσματα κάθε διαδικασίας αξιολόγησης που πραγματοποιείται έχουν πολλούς ενδιαφερομένους. Στην περίπτωση των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο (όπως είναι ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια) υπάρχουν οι μέτοχοι, οι οποίοι προκειμένου να αξιολογήσουν την κατάσταση και τις προοπτικές της επένδυσης τους χρειάζονται ένα συγκριτικό στοιχείο (benchmark). Επιπλέον,

ιδιαίτερα σημαντική κρίνεται η ανάγκη αξιολόγησης του έργου της διοίκησης και η σχέση που διατηρεί με τους μετόχους. Τέλος, η αποτίμησης εταιρικής αξίας είναι απαραίτητη σε κάθε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης μεταξύ επιχειρήσεων.

Τα υποδείγματα αποτίμησης που είναι διαθέσιμα στην βιβλιογραφία χωρίζονται σε απόλυτα υποδείγματα αποτίμησης (absolute evaluation models) και σχετικά υποδείγματα αποτίμησης (relative valuation models). Βασικό χαρακτηριστικό και των δύο είναι η προσπάθεια υπολογισμού μιας πραγματικής – εσωτερικής αξίας χρησιμοποιώντας τα θεμελιώδη δεδομένα της επιχείρησης (Penman, 2003). Τα στοιχεία αυτά χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας όλων των μελλοντικών προσδοκώμενων ροών και ανάλογα με τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται δίνεται και η ονομασία στην μέθοδο αποτίμησης.

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν ένα ευρύ φάσμα μοντέλων αποτίμησης, που ξεκινούν από τα πιο απλά και καταλήγουν στα πιο σύνθετα και εξελιγμένα μοντέλα. Σε γενικές γραμμές υπάρχουν τέσσερα μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων:

- Η μέθοδος προεξόφλησης των μερισμάτων (divided discount model)
- Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών (divided cash flow model)
- Η μέθοδος υπερκερδών (residual income valuation model)
- Η μέθοδος της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού (asset-based model)

Η μέθοδος αποτίμησης που επιλέγεται εξαρτάται από τα ιδιαίτερα εταιρικά χαρακτηριστικά και τις προθέσεις που έχουν οι εκτιμητές. Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια είναι η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών.

4.2 Προεξόφληση Ταμειακών Ροών

Σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, υπολογίζουμε την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου βασιζόμενοι στην παρούσα αξία (PV) των μελλοντικών ταμειακών ροών που δημιουργούνται από το εξεταζόμενο περιουσιακό στοιχείο. Αυτές οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας ένα ποσοστό που αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο (Damodaran, 2010). Σύμφωνα με τους Miller &

Modigliani (1961), η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση ολόκληρης της εταιρείας και η εταιρεία θεωρείται ως πολλά έργα σε συνδυασμό. Για να προσδιοριστεί η σταθερή αξία πρέπει να υπολογιστεί η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών από το σύνολο των έργων στις δραστηριότητες της επιχείρησης (Penman, 2010). Επιπρόσθετα, οι ταμειακές ροές της μεθόδου DCF μπορούν να προσδιοριστούν αν χρησιμοποιήσουμε διαφορετικά στοιχεία των ταμειακών ροών, όπως για παράδειγμα μερίσματα, ελεύθερες ταμειακές ροές ή λογιστικά κέρδη.

Υπάρχουν δύο περιπτώσεις ως προς την ανάλυση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Στην πρώτη η εταιρεία θεωρείται ως σύνολο μετοχών που χρηματοδοτούνται: δηλαδή την αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων και η άλλη να υπολογίζεται το σύνολο της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων όλων των κατόχων των αξιώσεων της: δηλαδή την αποτίμηση επιχείρησης (Damodaran, 1996). Σύμφωνα με τον Penman (2010) το μοντέλο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών μπορεί να δημιουργηθεί με βάση τέσσερα στάδια. Στο πρώτο οι ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης υπολογίζονται για ένα δεδομένο έτος. Στο δεύτερο καθορίζεται το μέσο σταθμικό κόστος (WACC) και χρησιμοποιώντας το αυτό το προεξοφλητικό επιτόκιο, προσδιορίζουμε την καθαρά παρούσα αξία (NPV). Στο τρίτο στάδιο προσδιορίζεται η συνεχιζόμενη τιμή και στο τέταρτο καθορίζεται η τιμή της εταιρείας.

Η πρόβλεψη των σχετικών ροών για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο και ο προσδιορισμός της παρούσας αξίας είναι κοινός παράγοντας στις μεθόδους αποτίμησης. Σε περίπτωση που μια εταιρεία αναμένεται να συνεχίσει να λειτουργεί και μετά το πέρας της περιόδου πρόβλεψης, ο αναλυτής πρέπει να υπολογίσει και την αξία για την υπόλοιπη μελλοντική περίοδο. Η τιμή αυτή αποτελεί την υπολειμματική αξία της επιχείρησης. Ο υπολογισμός της περιέχει ένα μεγάλο ποσοστό αβεβαιότητας διότι αφορά στις ροές που πρόκειται να χρησιμοποιηθούν στο μέλλον. Η υποεκτίμηση ή η υπερεκτίμηση των δυνατοτήτων μιας επιχείρησης στο μέλλον οδηγεί στον υπολογισμό μιας μικρότερης ή μεγαλύτερης παρούσας αξίας σήμερα.

Η υπολειμματική αξία υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική αξία}_t = \frac{CF_{t+1}}{r-g} = \frac{CF_t \times g}{r-g}$$

Όπου:

t το τελευταίο έτος της περιόδου πρόβλεψης

CF οι αναλογούσες ταμειακές ροές

g ο ρυθμός ανάπτυξης στο διηνεκές και

r το προεξοφλητικό επιτόκιο

- Το κόστος του χρέους είναι το επιτόκιο που πρέπει να πληρώσει μια επιχείρηση προκειμένου να δανειστεί χρήματα (Damodaran, 2010). Για τον υπολογισμό του χρέους χρησιμοποιούνται τρεις παράγοντες: το μηδενικό επιτόκιο κινδύνου, το spread και ο φορολογικός συντελεστής (Damodaran, 2010). Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου αναλύεται παρακάτω αναφορικά με το CAPM. Ο δεύτερος παράγοντας, το spread, έχει διάφορες χρήσεις στην οικονομία: α) Είναι η διαφορά των τιμών αποδόσεων δύο ομολόγων, δηλαδή κάθε ποσοσταία μονάδα (1%) αποτελεί 100 "μονάδες βάσης". Για παράδειγμα αυτά ενδέχεται να είναι τα επιτόκια δανεισμού μεταξύ δύο χωρών όπου η μία χρησιμοποιείται ως χώρα βάσης (συνήθως ως χώρα βάσης χρησιμοποιείται μια χώρα με ισχυρή και σταθερή οικονομία). Στην Ευρωζώνη γίνεται σύγκριση στα spread μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού μιας χώρας σε σχέση με τα επιτόκια δανεισμού της Γερμανίας διότι ανάμεσα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης η πιο σταθερή οικονομία είναι της Γερμανίας. Όταν λοιπόν μιλάμε για το spread των ελληνικών ομολόγων αναφερόμαστε στη διαφορά της απόδοσης των ελληνικών από τα γερμανικά δεκαετή ομόλογα αναφοράς.

Β) Η διαφορά δύο επιτοκίων, δηλαδή η διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα και το επιτόκιο που αυτή δανείζει. Για παράδειγμα ένας όρος στην σύμβαση δανεισμού μπορεί να προβλέπει ότι το επιτόκιο δανεισμού είναι ίσο με EURIBOR + spread. Επομένως, αν το EURIBOR

διαμορφώνεται στο 2% και το spread του συγκεκριμένου πελάτη έχει οριστεί από την τράπεζα στο 4%, το τελικό επιτόκιο είναι 6%.²³

γ) Η διαφορά ανάμεσα στις τιμές αγοράς και πώλησης συναλλάγματος, μετοχών και άλλων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Για τη συναλλαγματική ισοτιμία με ένα ξένο νόμισμα, οι τράπεζες καθορίζουν μια χαμηλή τιμή (bid) και μια υψηλότερη τιμή (ask). Στη χαμηλή τιμή αγοράζουν το συγκεκριμένο νόμισμα και το πωλούν στην υψηλότερη κερδίζοντας από τη διαφορά. Η διαφορά αυτή ονομάζεται σπρεντ (spread) συναλλαγματικής ισοτιμίας.²⁴

Ο τελευταίος παράγοντας υπολογισμού του κόστους των ξένων κεφαλαίων είναι ο φορολογικός συντελεστής. Οι πληρωμές τόκων για το χρέος αφαιρούνται από το εισόδημα πριν καθοριστεί ο φόρος (Brealey, Mayers et al., 2007). Ο τύπος για το μετά φόρων κόστος δανεισμού είναι (Damodaran, 2010):

Μετά από φορολογικό κόστος χρέος= (Μηδενικού κινδύνου επιτόκιο + spread) (1-οριακός φορολογικός συντελεστής)

Στην περίπτωση που τα έξοδα τόκων εκπίπτουν από το φόρο η επιχείρηση δεν επιλέγει να δανειστεί στο μέγιστο λόγω των αρνητικών συνεπειών του ακραίου δανεισμού, όπως για παράδειγμα η οικονομική δυσπραγία.

Όσον αφορά το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, υπάρχουν τρία μοντέλα αποτίμησης: το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM), το υπόδειγμα των τριών παραγόντων από τους Fama & French και η θεωρία τιμολόγησης του arbitrage (Koller et al., 2005). Στην παρούσα διπλωματική θα χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο CAPM.

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων αναπτύχθηκε από τον Sharpe (1964) και λίγο αργότερα από τον Linter (1956) και αποτελεί μία προέκταση του υποδείγματος Μέσου – Διακύμανσης (Mean – Variance) του Markowitz (Pennan, 2010):

²³ Το Euribor (Euro Interbank Offered Rate) είναι μια σειρά επιτοκίων με τα οποία δανείζει η μία τράπεζα την άλλη στην ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά και αποτελεί το επιτόκιο αναφοράς για πάρα πολλές συναλλαγές, όπως για παράδειγμα δάνεια και ομόλογα. (<http://www.euribor-rates.eu/what-is-euribor.asp>).

²⁴ <https://el.wikipedia.org/Σπρεντ>

$$r_i = r_f + (r_m - r_f)\beta$$

Όπου:

r_i η απαιτούμενη απόδοση του χρεογράφου

r_f η απόδοση του χρεογράφου i χωρίς κίνδυνο

r_m η αναμενόμενη απόδοση όλης της αγοράς

β ο συντελεστής βήτα

σύμφωνα με την προσέγγιση CAPM η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής μπορεί να προσδιοριστεί από τη διαχρονική αξία του χρήματος και το ασφάλιστρο κινδύνου (Brealey & Myers et al., 2007). Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου αντιπροσωπεύει την διαχρονική αξία του χρήματος, δηλαδή οι επενδυτές αποζημιώνονται για την τοποθέτηση των χρημάτων τους σε μια επένδυση σε μια χρονική στιγμή. Το ασφάλιστρο κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές για ανάληψη κινδύνου είναι ουσιαστικά η επιπλέον απόδοση που εξαρτάται από το μέτρο του κινδύνου και το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς (Brealey & Myers et al., 2007). Σύμφωνα με το μοντέλο, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς δεν μεταβάλλεται αλλά είναι ίδιο για όλες τις επιχειρήσεις. Μεταβάλλεται μόνο ο συντελεστής βήτα για κάθε επιχείρηση, συνεπώς η βασική ιδέα του μοντέλου είναι ότι η διακύμανση των αποθεμάτων από μόνη της δεν αποτελεί καθοριστικό παράγοντα της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής και έτσι έχει εξελιχθεί σε μέθοδο αξιολόγησης κινδύνου αγοράς (Mukherji, 2011).

4.3. Εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης FCFF για τον όμιλο Ελληνικά Πετρέλαια

Η εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών έγινε σε περιβάλλον excel με τη χρήση των ιστορικών στοιχείων των τελευταίων 5 ετών, που είναι διαθέσιμα στην ιστοσελίδα της εταιρείας. Οι προβλέψεις για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών έγινε για την περίοδο 2016-2020 και εκτιμήσαμε δύο

στάδια ανάπτυξης, ένα υψηλό τα πρώτα έτη και στη συνέχεια σταθερό. Η μεθοδολογία περιλαμβάνει:

- 1) Τον σχεδιασμό και υπολογισμό των FCFF της επιχείρησης για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα
- 2) Τον υπολογισμό του WACC για την εύρεση του κατάλληλου ποσοστού προεξόφλησης στο εξεταζόμενο διάστημα
- 3) Τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας
- 4) Τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης με την προεξόφληση όλων των προβλεπόμενων FCFF στο παρόν και της υπολειμματικής της αξίας.
- 5) Την ανάλυση ευαισθησίας.

4.3.1 Προβλέψεις ρυθμού ανάπτυξης ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια

Προκειμένου να υπολογίσουμε το ρυθμό ανάπτυξης του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια ανατρέξαμε στο θεωρητικό πλαίσιο του A. Damodaran (2010). Σύμφωνα με τη θεωρία του είναι εφικτό να υπολογίσουμε το ρυθμό ανάπτυξης μιας επιχείρησης με τη βοήθεια των οικονομικών καταστάσεων της και συγκεκριμένα βασιζόμενοι στις πωλήσεις, τα καθαρά κέρδη ή τα κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT). Θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο (Damodaran, 2010):

$$gEBIT = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC}$$

Όπου:

$$\text{Reinvestment Rate} = (\text{Net Capital Expenditures} + \text{Change in WC}) / \text{EBIT}(1-t)$$
$$\text{Return on Investment} = \text{ROC} = \text{EBIT} (1-t) / (\text{BV of Debt} + \text{BV of Equity})$$

και

$gEBIT$: Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών προ τόκων και φόρων

Reinvestment Rate : Ο ρυθμός επανεπένδυσης

ROC : Δείκτης Απόδοσης Κεφαλαίων

$\text{Net Capital Expenditures}$: Οι καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες

Change in WC (working capital): Η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης

BV of Debt: Η λογιστική αξία του χρέους

BV of Equity: Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων

4.3.2 Υπολογισμός καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών (Net CapEx)

Προκειμένου να υπολογίσουμε τις καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες παίρνουμε στοιχεία από το Μ.Ο της δεκαετίας (Net CapEx= CapEx – Depreciation). Όπως μπορούμε να δούμε από τον πίνακα που ακολουθεί το ποσό ανέρχεται στα 196,94 εκατ. ευρώ και θα μας χρησιμεύσει στον υπολογισμό του δείκτη επανεπένδυσης.

(εκατ. €)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Μ.Ο 10ετίας
Κεφ. Δαπάνες (CapEx)	165.253	135.88	105.15	518.09	674.96	709.33	613.94	344.37	194.95	144.81	360.67
Αποσβέσεις (Depreciation)	196.779	201.83	221.94	175.05	155.88	152.93	124.68	132.49	135.5	140.25	163.73
Καθ. Κεφ. Δαπ. (Net CapEx)	-31.526	-6595	-11679	343.04	519.08	556.4	489.26	211.88	59.45	4.56	196.94

4.3.3 Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης

Κάνοντας μια απλή αντικατάσταση στους παραπάνω τύπους και μετά από τους απαραίτητους υπολογισμούς μπορούμε να υπολογίσουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των EBIT είναι:

$$gEBIT = 3,43\%$$

$$gEBIT = ROC * \text{Reinvestment value}$$

$$ROC = EBIT * [(EBIT * (1 - \text{Tax rate})) / (BV \text{ of Debt} + BV \text{ of Equity})] =$$

$$[245.244.000(1 - 29\%) / 3.230987.000 + 1.790.270.000] = 3\% \quad (1)$$

$$\text{Reinvestment Rate} = [\text{Capex} + \text{Change WC}] / EBIT (1 - \text{Tax rate}) =$$

$[196.940.400 + (-18.135.000) / 245.244.000 * (1 - 29\%)] = 98,98\%$ (2)

Επομένως: (1) * (2) = 3% * 98,97% = **3,43%** (ρυθμός ανάπτυξης του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια για την υψηλή περίοδο)

4.4 Καθορισμός Σταδίων Ανάπτυξης και Χρονικού Ορίζοντα Πρόβλεψης

Με βάση τους παραπάνω υπολογισμούς, ο ρυθμός ανάπτυξης του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια αναμένεται να είναι 3,43% για την υψηλή περίοδο. Το ποσοστό είναι λίγο πιο ψηλά από το αντίστοιχο προβλεπόμενο της Παγκόσμιας Τράπεζας που ανέρχεται στο 3,3%. Η Παγκόσμια Τράπεζα αυτή τη χρονιά άλλαξε προς τα κάτω τις προβλέψεις της που αφορούν στο ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας λόγω των αρνητικών οικονομικών προβλέψεων της Ευρωζώνης, της Ιαπωνίας και άλλων αναδυόμενων οικονομιών.

Για το έτος 2016 προβλέπεται ρυθμός ανάπτυξης 3,3%, μειωμένο ποσοστό σε σχέση με τον περασμένο Ιούνιο που ήταν στο 3,5%, ενώ για το 2017 αναμένεται περαιτέρω μείωση με το ποσοστό να φτάνει στο 3,2% σύμφωνα με την έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας «Παγκόσμιες Οικονομικές Προοπτικές». Σύμφωνα με τον επικεφαλής οικονομολόγο της Παγκόσμιας Τράπεζας Kaushik Basu «Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε μια συγκυρία αποσυντονισμού». Είναι σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αναμενόμενα μετά από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση την περίοδο 2007-2009.

Η έκθεση επίσης αναφέρει ότι η ισχυρή ανάπτυξη των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής και της Βρετανίας τις διαχωρίζει από τις άλλες πλούσιες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ιαπωνίας και άλλων χωρών της Ευρώπης που εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν το φόβο του αποπληθωρισμού. «Η διεθνής οικονομία κινείται με μια μόνο μηχανή... την αμερικανική. Αυτό δεν δίνει μια αισιόδοξη προοπτική για τον κόσμο», δήλωσε ο Basu. Από τις χώρες με αναδυόμενη οικονομία, η Βραζιλία, η Ρωσία και η Κίνα έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις προβλέψεις της έκθεσης. Ο Basu επίσης ανέφερε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της Ινδίας αναμένεται να φτάσει το 2017 στο 7%, κοντά στο αντίστοιχο της Κίνας.

Επιπλέον, η έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας προβλέπει πως η μείωση κατά 60% των τιμών των πετρελαίου που έλαβε χώρα τον περασμένο Ιούνιο θα έχει θετική επίδραση στην παγκόσμια οικονομία και συγκεκριμένα στις χώρες εκείνες που εισάγουν πετρέλαιο. Ενώ, ωστόσο, η ΠΤ αναμένει ότι οι τιμές του πετρελαίου θα διατηρηθούν σε χαμηλά επίπεδα φέτος, αναφέρει ότι αυτή η θετική εξέλιξη μπορεί να χρειαστεί αρκετά χρόνια για να τροφοδοτήσει τις προοπτικές ανάπτυξης, ενώ βραχυπρόθεσμα θα αυξήσει τη μεταβλητότητα της αγοράς²⁵. Σε σύγκριση με τον ρυθμό ανάπτυξης στην Ελλάδα που για το 2016 προβλέπεται στο 1,9%, είναι εμφανές μεγαλύτερος ο αριθμός των Ελληνικών Πετρελαίων.

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας & Ανάπτυξης (OECD.org) προβλέπει ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2016 με ρυθμό ανάπτυξης 1,9% για το 2017. Σύμφωνα με την εξαμηνιαία δημοσίευση του Οργανισμού OECD Economic Outlook, «Ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να γίνει θετικός στο δεύτερο εξάμηνο του 2016, μετά από μια παρατεταμένη ύφεση, καθώς η ανάκαμψη της εμπιστοσύνης ενισχύει τις επενδύσεις και την κατανάλωση και η βελτιωμένη ανταγωνιστικότητα αυξάνει τις εξαγωγές». Για το σύνολο του έτους αναμένεται μικρή μείωση του ΑΕΠ κατά 0,2% μετά από μείωση 0,3% το 2015²⁶.

Ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια αναμένει για τα ερχόμενα πέντε χρόνια ρυθμό ανάπτυξης 3,43%, ο οποίος όπως αναφέρθηκε παραπάνω θα χρησιμοποιηθεί στο υψηλό στάδιο ανάπτυξης της παρούσας διπλωματικής και επίσης θα χρησιμοποιηθεί ένας μακροχρόνιος ρυθμός ανάπτυξης στο 1%, ποσοστό συντηρητικό λόγω των μεταβολών των τιμών που αργού πετρελαίου που έχουν είτε θετικές είτε αρνητικές συνέπειες στην αποτίμηση των αποθεμάτων και κατ'επέκταση τα αποτελέσματα του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια.

²⁵ <http://www.kathimerini.gr/799387/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/pagkosmia-trapeza-sto-3-h-ana8ewrhmenh-provleyh-gia-ton-pagkosmio-ry8mo-anapty3hs>

²⁶ <http://www.pronews.gr/portal/20160601/elliniki-oikonomia/anakampsi-tis-ellinikis-oikonomias-sto-v-examino-toy-2016-kai-rythmo>

4.5 Υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κεφαλαίου (WACC)

4.5.1 Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, προκειμένου να υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε τον τύπο του CAPM, ο οποίος είναι:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f)\beta$$

Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου επιτυγχάνεται όταν επενδύουμε σε οικονομικά προϊόντα που δεν περιέχουν καθόλου κίνδυνο. Βέβαια, είναι ευρέως παραδεκτό ότι στην πράξη καμία επένδυση δεν χαρακτηρίζεται εντελώς ακίνδυνη. Επομένως, τα κρατικά ομόλογα θεωρούνται ακίνδυνες επενδύσεις, καθώς οι πιθανότητες χρεοκοπίας μιας χώρας είναι μικρές και ουσιαστικά αποτελεί το ελάχιστο επιτόκιο βάσης της αγοράς. Τα κρατικά ομόλογα έχουν τη δυνατότητα ελεύθερης μεταβίβασης και για το λόγο αυτό αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις οργανωμένες αγορές. Όσον αφορά στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν καθιερωθεί σαν σημείο αναφοράς η απόδοση των δεκαετών ομολόγων που εκδίδονται από το Γερμανικό Δημόσιο και για τα δεκαετή ομόλογα των υπολοίπων κρατών-μελών της Ευρωζώνης. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι αποδόσεις των ελληνικών και γερμανικών ομολόγων, όπως αυτά διαμορφώθηκαν στο κλείσιμο της αγοράς στις 7 Δεκεμβρίου 2016.

Αποδόσεις ομολόγων Ελληνικού και Γερμανικού Δημοσίου

Απόδοση 10ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου	6,68%
Απόδοση 10ετούς ομολόγου Γερμανικού Δημοσίου	0,35%
Διαφορά	6,33%

Πηγή: <http://www.hba.gr/Info/ratesandration>

Η διαφορά που παρατηρούμε στον πίνακα είναι ουσιαστικά η διαφορά στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού δημοσίου με το αντίστοιχο του Γερμανικού δημοσίου.

Διάγραμμα 4 :Πορεία 10ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου



Πηγή: <http://www.tradingeconomics.com/greece/government-bond-yield>

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα το ελληνικό ομόλογο διαγράφει ανοδική πορεία το 2015 σε αντίθεση με το 2016. Συγκεκριμένα τον Ιούλιο η τιμή του έφτασε στο 19% λόγω της ασταθούς κοινωνικοπολιτικής κατάστασης που επικρατούσε στην χώρα μας την περίοδο εκείνη και χαρακτηριστικά αναφέρουμε τις πρόωρες εκλογές του 2015, το δημοψήφισμα που ακολούθησε την ίδια χρονιά καθώς και την επιβολή των capital control.

Συνεχίζοντας την ανάλυση του πίνακα, τον Οκτώβριο του 2016 δεν παρατηρούμε μεγάλες αλλαγές στο δείκτη κρατικών ομολόγων. Οι αγορές επηρεάστηκαν σημαντικά από την απόφαση του Eurogroup για εκταμίευση 2,8 δις ευρώ της πρώτης δόσης και από τις δηλώσεις του επικεφαλής του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης – ESM- Klaus Regling για ελάφρυνση του χρέους. Παρόλα αυτά το πρόβλημα βιωσιμότητας του χρέους της Ελλάδας εξακολουθεί να υφίσταται.

Σύμφωνα με την ιστοσελίδα των Financial Times ο συντελεστής beta της μετοχής των Ελληνικών Πετρελαίων είναι 0,71²⁷, το επιτόκιο των επενδύσεων χωρίς κίνδυνο είναι

²⁷ <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=ELPE:ATH>

$R_f = 6,8\%$, και η μέση απόδοση της ελληνικής αγοράς βάση του Γενικού Δείκτη Τιμών της αγοράς είναι $R_m = 11,48\%$ ²⁸.

Τοποθετώντας επομένως τα παραπάνω στοιχεία για τον υπολογισμό του CAPM έχουμε:

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων= $0,068 + 0,71 * (0,1148-0,068)= 0,1012$ ή $10,12\%$

4.5.2 Το κόστος των ξένων κεφαλαίων

Όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενη ενότητα, το κόστος των ξένων κεφαλαίων είναι το κόστος με το οποίο δανείζεται μια επιχείρηση από τους πιστωτές της προκειμένου να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Καθώς ο όμιλος ΕΛΠΕ έχει υψηλό κόστος δανεισμού, παρατηρούμε μια προσπάθεια μείωσης του ύψους δανεισμού μέσω της αξιοποίησης των λειτουργικών χρηματοροών που προκύπτουν από τη λειτουργία του διυλιστηρίου της Ελευσίνας. Επιπλέον, η πώληση της συμμετοχής του ομίλου στο ΔΕΣΦΑ αναμένεται να μειώσει περαιτέρω το ύψος δανεισμού. Χρησιμοποιώντας τις δημοσιευμένες καταστάσεις του ομίλου (31/12/2015) μπορούμε να υπολογίσουμε το κόστος των δανειακών κεφαλαίων.

Κόστος δανειακών κεφαλαίων= Χρηματοοικονομικά έξοδα/Σύνολο δανειακών υποχρεώσεων= $201.045/3.230.987= 0,062$ ή $6,2\%$

4.5.3 Τελικός υπολογισμός του WACC

Για τον υπολογισμό του WACC πρέπει πρώτα να υπολογίσουμε την κεφαλαιακή διάρθρωση του ομίλου, δηλαδή το μέσο ποσοστό των ξένων και ιδίων κεφαλαίων.

Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων= Σύνολο υποχρεώσεων/ Σύνολο παθητικού

Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων= Σύνολο ιδίων κεφαλαίων/ Σύνολο παθητικού

²⁸ <https://www.bloomberg.com/markets>

Πίνακας 4.1: Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων ΕΛΠΕ

	2011	2012	2013	2014	2015
Σύνολο υποχρεώσεων	4.658	4.909	4.962	5.990	6.238
Σύνολο παθητικού	7.188	7.404	7.177	7.719	8.028
Ποσοστό	64.8%	66.3%	69.1%	77.6%	77.7%

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις ομίλου ΕΛΠΕ

Το μέσο ποσοστό των ξένων κεφαλαίων είναι 71,1%.

Πίνακας 4.2: Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων

	2011	2012	2013	2014	2015
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	2.529	2.495	2.214	1.728	1.790
Σύνολο παθητικού	7.188	7.404	7.177	7.719	8.028
Ποσοστό	35.2%	33.7%	30.9%	22.4%	22.2%

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις ομίλου ΕΛΠΕ

Το μέσο ποσοστό των ξένων κεφαλαίων είναι 28,9%.

Με βάση την παραπάνω ανάλυση συγκεντρώσαμε τα παρακάτω δεδομένα:

Φορολογικός συντελεστής: 29%

Κόστος Ξένων Κεφαλαίων: 6,2%

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων: 10,12%

Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων: 28,9%

Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων: 71,1%

WACC= (Ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων * Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων) + (Ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων * Κόστος Ξένων Κεφαλαίων) * (1-φ) = (0,289*0,1012) + (0,711*0,062) * 0,71= 0,06 ή 6%.

Επομένως, σύμφωνα με τον τύπο, το μέσο σταθμικό κόστος ισούται με 6% και θα θεωρηθεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο στην αποτίμηση των ταμειακών ροών.

4.6 Προσδιορισμός αξίας εταιρείας βάση της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας

Προκειμένου να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές, θα χρησιμοποιήσουμε τους παρακάτω τύπους:

$$FCFF = NI + Dep. + Int(1 - Tax\ rate) - FCInv - WCInv \quad (1)$$

$$NI = (EBITDA - Dep. - Int) * (1 - Tax\ rate) \quad (2)$$

Όπου:

NI=Net Income- Καθαρό εισόδημα

Dep.= Depreciation- Αποσβέσεις

Int= χρεωστικοί τόκοι και σχετικά έξοδα

Tax rate= φορολογικός συντελεστής

FCInv= επενδύσεις σε πάγια στοιχεία

WCInv= επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης

Net Borrowing= καθαρός δανεισμός

Υπολογισμός FCFF για το 2015:

Πίνακας 4.3: FCFF για το έτος 2015*

Κέρδη προ φόρων, επενδυτικών & χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων	205
(φόρος εισοδήματος)	29%*205
= καθαρά κέρδη μετά φόρου	146
(κεφαλαιουχικές δαπάνες)	35
+ αποσβέσεις	93
(μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης)	17
FCFF έτους 2015	187

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις ομίλου ΕΛΠΕ

Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια €

Για να μπορέσουμε να προσδιορίσουμε τις εκτιμώμενες ταμειακές ροές του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια πρέπει πρώτα να αναφέρουμε κάποιες βασικές παραδοχές. Πιο συγκεκριμένα, το 2015 παρατηρούμε μείωση του κύκλου εργασιών του ομίλου,

εντούτοις κατέγραψε την υψηλότερη κερδοφορία του τα τελευταία 6 χρόνια, με τα συγκρίσιμα κέρδη EBITDA να ανέρχονται στα 758 εκατ. € και η αύξηση στις πωλήσεις να ανέρχεται στο 5%. Ο ρυθμός ανάπτυξης του ομίλου αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω τα επόμενα χρόνια και για το λόγο αυτό θα υποθέσουμε ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης $g_1 = 6\%$ για το 2016, $g_2 = 6,5\%$ για το 2017, $g_3 = 7\%$ για το 2017, $g_4 = 5.5\%$ για το 2019 και $g_5 = 5.5\%$ για το 2020. Προκειμένου να υπολογίσουμε την υπολειμματική αξία πέραν της χρονιάς 2020 θα θεωρήσουμε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης $g=1.5\%$, σύμφωνα με την έκθεση του χρηματοοικονομικού τμήματος της Eurobank²⁹.

Πίνακας 4.4: Προβλεπόμενες ταμειακές ροές

	2016	2017	2018	2019	2020
Κέρδη προ φόρων	217	231	247	260	274
(φόρος εισοδήματος)	29%*217	29%*231	29%*247	29%*260	29%*274
= κέρδη μετά φόρων	154	164	175	185	195
(κεφαλαιουχικές δαπάνες)	35	35	35	35	35
+ αποσβέσεις	93	93	93	93	93
(μεταβολή κεφαλαίου κίνησης)	18,08	19	20	20	20
FCFF	194	203	213	223	233

²⁹ https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GreeceMacroFocus_21122015.pdf

4.7 Αποτίμηση βάσει FCFF

Για να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση μέσω FCFF θα χρησιμοποιηθούν οι υπολογισμένες ταμειακές ροές για την περίοδο 2016-2020, καθώς και η υπολειμματική αξία. Ο τύπος της υπολειμματικής αξίας έχει αναφερθεί παραπάνω, επομένως η αξία εταιρίας είναι:

	2016	2017	2018	2019	2020	Υπολ. Αξία
FCFF	194	203	213	223	233	5255
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,943	0,889	0,839	0,792	0,747	0,747
Παρούσα Αξία	183	170	183	177	175	3926
Αξία εταιρίας	4814					

Συνεχίζοντας, πρέπει να αφαιρέσουμε τον καθαρό δανεισμό προκειμένου να προσδιορίσουμε την αξία του μετοχικού κεφαλαίου του ομίλου. Εφαρμόζοντας λοιπόν τη σχέση $EV = FV - D$ έχουμε: $EV = 4.814 - 3.230 = 1584$. Διαιρώντας την αξία του μετοχικού κεφαλαίου που βρήκαμε με τον αριθμό των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία (305.635.185) καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η πραγματική αξία της μετοχής είναι 5,18€.

4.8 Σύγκριση αποτελέσματος με τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής

Με βάση την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών που χρησιμοποιήσαμε για την αποτίμηση της αξίας της μετοχής του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής ανέρχεται στα 5,18€. Η χρηματιστηριακή τιμή την ημέρα της αποτίμησης (15/12/2016) είναι στα 4,15€ που σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη.

Η μείωση της χρηματιστηριακής αξίας έγκειται στο γεγονός ότι ο όμιλος δεν έχει καταβάλλει μείρισμα για τις χρήσεις 2013 έως και 2015 αποθαρρύνοντας τους ήδη υπάρχοντες και πιθανούς επενδυτές.

Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα- Προτάσεις

5.1 Συμπεράσματα

Το 2015, έβδομη χρονιά μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, αποτέλεσε μια περίοδο πρόκλησης για τον όμιλο Ελληνικά Πετρέλαια που είχε να αντιμετωπίσει πληθώρα προβλημάτων αφενός λόγω της γενικότερης διεθνούς συγκυρίας και αφετέρου λόγω της επιτακτικής ανάγκης που δημιουργήθηκε για αναδιάρθρωση και προσαρμογή του ομίλου στις νέες συνθήκες λόγω της παρατεταμένης ύφεσης και των δυσμενών εξελίξεων στην ελληνική οικονομία³⁰.

Αναλύοντας τις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια οδηγούμαστε στα εξής συμπεράσματα:

- Κατά την διάρκεια της πενταετίας που εξετάσαμε ο όμιλος παρουσίασε χαμηλά αποτελέσματα στους αριθμοδείκτες ρευστότητας χωρίς όμως να δημιουργηθούν προβλήματα στις πληρωμές του. Αυτό είναι ένα δείγμα της σωστής ταμειακής διαχείρισης της διοίκησης του ομίλου. Επιπλέον ο όμιλος χρησιμοποιεί factoring για την έγκαιρη είσπραξη των απαιτήσεων από τους πελάτες του³¹.
- Με βάση τους υπολογισμούς μας ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων παρουσιάζει απότομη ανάκαμψη το 2015, ενώ αντίθετα ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων την ίδια χρονιά παρουσιάζει μείωση σε σύγκριση με τη προηγούμενη.
- Αναλύοντας τον αριθμοδείκτη ταμειακής επιβάρυνσης παρατηρούμε ότι αυξάνεται, με αποτέλεσμα να αυξάνεται και ο δανεισμός του ομίλου και

³⁰ http://www.help.e.gr/userfiles/8ea1f0cb-9e62-48e4-b947-a27b00fb14bb/GR_AnnualReport_SingleUPDATED_1.pdf

³¹ Factoring: Το Factoring είναι μία δέσμη υπηρεσιών που παρέχεται βάσει εκχωρήσεως των επιχειρηματικών απαιτήσεων από έναν προμηθευτή σε έναν factor. Οι βασικές υπηρεσίες που παρέχονται στον προμηθευτή είναι διαχείριση και είσπραξη, ενώ υπάρχει η δυνατότητα προεξοφλήσεως των εκχωρημένων υπολοίπων, καθώς και καλύψεως του Πιστωτικού Κινδύνου υπό προϋποθέσεις (<http://www.abcfactors.gr/gr/plirofories-gia-to-factoring/suhnes-erotiseis/>).

καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η επιχείρηση εξαρτάται όλο και περισσότερο με την πάροδο των ετών από τα ξένα κεφάλαια.

- Οι δείκτες μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους δίνουν θετικά αποτελέσματα μετά από δύο συνεχόμενες αρνητικές χρονιές.
- Όσον αφορά στην αποδοτικότητα, παρατηρούμε μια ανοδική πορεία στα αποτελέσματα του ομίλου μετά από μια σειρά αρνητικών τιμών το 2013 και 2014. Συγκεκριμένα, οι αυξήσεις στο κόστος ενέργειας, στο κόστος χρηματοδότησης και τη φορολογία είχαν σαν αποτέλεσμα αρνητικούς ρυθμούς παραγωγικότητας στη μεταποίηση για τις δύο αυτές χρονιές. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη διατήρηση του αρνητικού επενδυτικού περιβάλλοντος το οποίο αποτυπώνεται στη στασιμότητα των επενδύσεων στη χώρα μας, τη διατήρηση της ανεργίας στο 24% (ένα από τα πιο υψηλά ποσοστά στην Ευρωζώνη) και τέλος στον περιορισμό της κατανάλωσης.

Οι αρνητικές τιμές στις μετρήσεις τις χρονιές 2013 και 2014 οφείλονται στην πτώση των τιμών του αργού πετρελαίου η οποία με τη σειρά της επηρέασε την αποτίμηση των αποθεμάτων. Επιπλέον, το κόστος της αναδιοργάνωσης με στόχο τον περιορισμό των λειτουργικών εξόδων καθώς και το υψηλό χρηματοοικονομικό κόστος επηρέασε όλες τις ελληνικές επιχειρήσεις. Αντιθέτως, το 2015 παρατηρούμε μια μεγάλη ανάκαμψη στα αποτελέσματα του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια και συγκεκριμένα η χρονιά αυτή καταγράφει την υψηλότερη κερδοφορία από το έτος ίδρυσης του. Τα συγκρίσιμα καθαρά κέρδη EBITDA ανήλθαν στα 758 εκατ. ευρώ σε σύγκριση με το 2014 που ανήλθαν στα 417 εκατ. ευρώ³². Σύμφωνα με τον ετήσιο απολογισμό του ομίλου, τα συγκρίσιμα καθαρά κέρδη του Ομίλου ανήλθαν στα €268 εκατ. έναντι €2 εκατ. το 2014 και τα δημοσιευμένα καθαρά αποτελέσματα έτους ανήλθαν σε €45 εκατ. έναντι ζημιών €369 εκατ. το 2014, τα καθαρά αποτελέσματα έτους, καθώς και το ύψος των εσόδων από πωλήσεις, επηρεάστηκαν αρνητικά για ακόμα μια χρονιά από την πτώση των τιμών αργού πετρελαίου, καταγράφοντας λογιστικές ζημίες λόγω μείωσης της αξίας των αποθεμάτων άνω των €300 εκατ. (€484 εκατ. το 2014).

³² http://www.helpe.gr/userfiles/8ea1f0cb-9e62-48e4-b947-a27b00fb14bb/GR_AnnualReport_SingleUPDATED_1.pdf

Συνεχίζοντας, το 2015 είναι μια χρονιά βελτιώσεων σε όλες τις δραστηριότητες του ομίλου, με διπλασιασμό των συγκρίσιμων κερδών στους τομείς της δύλισης, του εφοδιασμού και των πωλήσεων, καθώς ο όμιλος εκμεταλλεύτηκε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο το διεθνές ευνοϊκό περιβάλλον δύλισης. Επίσης, καθοριστικό ρόλο στα θετικά λειτουργικά αποτελέσματα του ομίλου είναι η βελτίωση του τρόπου λειτουργίας των διυλιστηρίων με την υλοποίηση ενός εκτεταμένου προγράμματος συντήρησης το δεύτερο τρίμηνο του 2015 καθώς και η αναδιάρθρωση της εφοδιαστικής αλυσίδας που είχε θετικά αποτελέσματα. Τα αποτελέσματα EBITDA των εμπορικών εταιρειών εγχώριας και διεθνούς εμβέλειας τη χρονιά αυτή υπολογίστηκε στα 124 εκατ. ευρώ, αυξημένο δηλαδή κατά 25% σε σχέση με πέρυσι, αντιπροσωπεύοντας το 16% του συνολικού EBITDA του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια. Όσον αφορά τα αποτελέσματα EBITDA στην εγχώρια και διεθνή εμπορία, τα αποτελέσματα αυξήθηκαν και συγκεκριμένα ανήλθαν στα 54 εκατ. ευρώ και 70 εκατ. ευρώ αντίστοιχα. Με βάση τα παραπάνω θετικά αποτελέσματα ο όμιλος δύναται να προχωρήσει σε μείωση του συνολικού ποσού δανεισμού αλλά και σε αναχρηματοδότηση των υπολοίπων δανείων που έχει λάβει, πετυχαίνοντας ευνοϊκότερους όρους³³.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, μια από τις πιο αναγνωρισμένες και αξιόπιστες μεθόδους, καθώς θεωρεί ότι μια επιχείρηση αποτελεί έναν ζωντανό οργανισμό και στηρίζεται στις μελλοντικές αναμενόμενες αποδόσεις της. Επιπλέον, προσθέτει στους υπολογισμούς της αξίας μιας επιχείρησης τη μεταβλητή του χρόνου και συνεκτιμά τα υπάρχοντα οικονομικά δεδομένα με την αξία της επιχείρησης αυτής. Με βάση τη συγκεκριμένη ανάλυση υπολογίσαμε την τιμή στα 5,18€ ανά μετοχή ενώ η τιμή πώλησης την ημέρα της αποτίμησης ήταν 4,15€. Η ανάλυση μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη.

³³ http://www.helpe.gr/userfiles/8ea1f0cb-9e62-48e4-b947-a27b00fb14bb/GR_AnnualReport_SingleUPDATED_1.pdf

5.2 Προτάσεις

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστούν κάποιες προτάσεις με σκοπό τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης του ομίλου Ελληνικά Πετρέλαια. Συγκριμένα, προτείνουμε τις παρακάτω ενέργειες:

- Με βάση τις προδιαγραφές των ανταγωνιστικότερων διυλιστηρίων της Ευρώπης, να βελτιωθεί η σχέση επιπέδου λειτουργίας και κόστους.
- Να δώσει μεγαλύτερη βάση στην εξοικονόμηση πόρων στους τομείς των κεντρικών υπηρεσιών, λιανικής εμπορίας αλλά και προμηθειών.
- Σχεδίαση και εκτέλεση αποτελεσματικών εξαγωγικών δραστηριοτήτων σε διάφορες περιοχές της Μεσογείου.
- Αναδιάρθρωση της οργάνωσης, του τρόπου και του κόστους λειτουργίας στο ήδη υπάρχον περιβάλλον.
- Να δώσει μεγαλύτερη προσοχή στον τρόπο διαχείρισης του δικτύου, του χαρτοφυλακίου προϊόντων και υπηρεσιών, καθώς και στην ποιοτική εκπαίδευση του ανθρωπίνου δυναμικού που διαθέτει.
- Είσπραξη απαιτήσεων με ταχύτερο ρυθμό.
- Μείωση του κόστους αλλά και του ύψους δανεισμού.
- Προσεκτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών.
- Αναζήτηση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.
- Να προχωρήσει σε ασφάλιση πιστώσεων με στόχο να διασφαλίσει ότι στο μέλλον δεν θα αντιμετωπίσει ανεξόφλητα υπόλοιπα.

Παράρτημα

Δημοσιευμένος Ισολογισμός για το 2016:

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΙΑ Α.Ε.			
Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα ΔΠΧΑ για τη χρήση που έληξε 31 Δεκεμβρίου 2016			
<i>(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)</i>			
Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης			
	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2016	31 Δεκεμβρίου 2015
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Πόγια Ενεργητικά			
Ενσώματα πάγια	6	3.302.923	3.383.270
Αυτοεπιχειρησιακά στοιχεία	7	108.294	117.062
Επιδόσεις σε συνδεδεμένες εταιρείες και κοινοπραξίες	8	689.607	678.637
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	100.973	239.538
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	3	1.626	523
Δάνεια, προκαταβλητά και μικροεπιδόσεις απαιτήσεις	9	91.131	85.022
		4.294.554	4.586.053
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	10	929.164	602.025
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	868.331	752.142
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	15.192	-
Ταμειακά διαθέσιμα, τραπεζικά υπόλοιπα και χρηματίσματα	12	1.081.580	2.108.364
		2.894.267	3.522.531
		7.188.821	8.108.583
Σύνολο ενεργητικού			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικό	14	469.788	443.729
Αποτρίλιση κτλ νέων		549.891	220.505
Κεφάλαιο και αποθεματικά αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		2.039.760	1.684.315
Αποκρίματα μειοψηφίας		101.875	105.954
Σύνολο τίτλων κεφαλαίων		2.141.635	1.790.270
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μικροεπιδόσεις υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	1.456.204	1.597.954
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	42.736	45.287
Υποχρεώσεις υπέρ των χρηματοοικονομικών οργάνων	18	116.912	95.362
Προβλεπόμενες	19	9.306	6.405
Προσμενόμενες και λοιπές υποχρεώσεις	20	259.644	22.674
		1.874.802	1.767.682
Επιχειρησιακές υποχρεώσεις			
Προσμενόμενες και λοιπές υποχρεώσεις	15	1.777.909	2.795.378
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	-	34.814
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη		3.574	6.290
Δάνεια	16	1.386.299	1.633.033
Μειοκείμενα κληροκείμενα		642	1.116
		3.168.384	4.470.631
Σύνολο υποχρεώσεων		5.047.186	6.238.313
Σύνολο τίτλων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		7.188.821	8.028.583
Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 78 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.			
Οι Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για το έτος 2016 εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο στις 23 Φεβρουαρίου 2017.			
Ευστάθιος Τσιτσουρός	Γρηγόριος Στεργιούλης	Ανδρέας Σιάμης	Στέφανος Παυσιδημητρίου
Πρόεδρος Διοικητικού Συμβουλίου	Διακοινων Σύμβουλος	Γενικός Διοικητής Οικονομικών Ομίλων ΑΕΡΕΛ - Α.Ε.	Διευθυντής Λογιστικής

Δημοσιευμένος Ισολογισμός για τα έτη 2015 & 2014:

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με
τα ΔΠΧΑ για τη χρήση που έληξε 31 Δεκεμβρίου 2015
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2015	31 Δεκεμβρίου 2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Πάγιο Ενεργητικό			
Ενσώματα πάγια	6	3.385.270	3.398.170
Λιπα περιουσιακά στοιχεία	7	117.062	131.978
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8	678.637	682.425
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	239.538	224.788
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διατεθειμένα προς πώληση	3	523	1.547
Δάνεια, προκαταβολές και μικροαρθρώσιμες απαιτήσεις	9	85.022	86.098
		4.506.052	4.525.606
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	10	662.025	637.643
Ποσάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	752.142	708.227
Τυμωτικά διατίθιμα, τραπεζικά υσολόγια και δεσμευμένοι καταθέσεις	12	2.108.304	1.847.042
		3.522.531	3.193.082
Σύνολο ενεργητικό		8.028.583	7.718.688
ΛΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχές κεφάλαιο	13	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	14	443.729	-35.013
Αποτελέσματα ετών		220.506	163.048
Κεφάλαια και αποθεματικά αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής		1.684.316	1.618.142
Δικαιώματα μειοψηφίας		105.954	110.404
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		1.790.270	1.728.546
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	1.597.954	1.811.995
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	45.287	40.953
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	93.362	92.728
Προβλέψεις	19	6.405	6.224
Λοιπές υποχρεώσεις	20	22.674	21.861
		1.767.682	1.973.761
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Επιμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	2.795.378	2.679.199
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	34.814	60.087
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη		6.290	34.901
Δάνεια	16	1.633.033	1.177.445
Μερίσματα πληρωτέα		1.116	65.149
		4.170.631	4.016.981
Σύνολο υποχρεώσεων		6.238.313	5.990.742
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		8.028.583	7.718.688

Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 75 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.

Οι Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για το έτος 2015 εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο στις 25 Φεβρουαρίου 2016.

Ευστάθιος Τσοτσουρός	Γρηγόριος Στεργιάδης	Ανδρέας Σιάμους	Στέφανος Παπαδημητρίου
Πρόεδρος Διοικητικού Συμβουλίου	Διευθύνων Σύμβουλος	Γενικός Διευθυντής Οικονομικών Ομίλου Μέλος Δ.Σ.	Διευθυντής Λογιστικής

Δημοσιευμένος ισολογισμός για τα έτη 2013 & 2012:

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με
τα ΔΠΧΑ για τη χρήση που έληξε 31 Δεκεμβρίου 2013
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ εκτός εάν υποδείχεται διαφορετικά)

Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2013	31 Δεκεμβρίου 2012 ¹
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Πάγιο Ενεργητικό			
Ενσώματα πάγια	6	3,463,119	3,569,557
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	7	143,641	157,704
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες εταιρείες και κοινοπραξίες	8	691,501	645,756
Ανταλλάξιμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις	17	63,664	20,427
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	3	1,163	1,891
Δάνεια, προκαταβολές και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	166,725	115,055
		4,470,813	4,510,400
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αρτημέτρη	10	1,005,264	1,200,647
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	737,250	790,460
Παράγεται χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	5,263	840
Τραπεζικά δανειστήρια, τραπεζικά εγγυητήρια και διαμορφωτές απαιτήσεις	12	959,602	901,061
		2,707,379	2,893,008
Σύνολο ενεργητικό		7,177,402	7,403,408
ΛΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1,020,081	1,020,081
Αποθεματικό	14	566,163	527,298
Αποτελέσματα εις τίνος		512,771	827,368
Κεφάλαιο και αποθεματικά αποθετήσιμα στους μετόχους της μητρικής		2,098,955	2,374,747
Ακυβητάτα μειοψηφίας		115,511	121,484
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		2,214,466	2,496,231
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	1,311,804	383,274
Ανταλλάξιμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις	17	45,405	84,599
Υποχρεώσεις αμοιβών προσωπικού λόγω εφέδου από την εισφορά	18	37,479	102,330
Προβλέψεις	19	6,384	8,332
Λοιπές υποχρεώσεις	20	24,584	27,142
		1,425,406	605,677
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προβλεπόμενες και λοιπές υποχρεώσεις	15	2,125,435	1,872,636
Παράγεται χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	-	47,955
Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη		22,404	5,046
Δάνεια	16	1,338,384	2,375,697
Μερίσματα πληρωτέα		1,307	1,676
		3,487,530	4,292,500
Σύνολο υποχρεώσεων		4,962,936	4,907,177
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		7,177,402	7,403,408

Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 73 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.

¹ Τα συγκριτικά ποσά έχουν προσαρμοστεί, όπου ήταν απαραίτητο, κατά την υιοθέτηση του αναδιαμορφωμένου ΔΑΠ 19. Ο Όμιλος έχει υιοθετήσει και εφαρμόζει την αλλαγή στην ισολογισμό της 31 Δεκεμβρίου 2011 στη Σημ. 2 και διαφέρει ότι δεν είναι σημαντικό να παρουσιάσει τον αναδιαμορφωμένο ισολογισμό της 31 Δεκεμβρίου 2011, όπως απαιτείται από το ΔΑΠ 8.

Οι Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις της Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. για το έτος 2013 εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο στις 27 Φεβρουαρίου 2014.

Ιωάννης Κωστόπουλος

Ανδρέας Σιάμης

Σ. Πακαδημητρίου

Διευθύνων Σύμβουλος

Γενικός Διευθυντής
Οικονομικών Ομίλων

Διευθυντής Λογιστικής

Δημοσιευμένος Ισολογισμός για έτη 2011 & 2010:

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
 Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις
 για τη χρήση που έληξε 31 Δεκεμβρίου 2011
 (Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2011	31 Δεκεμβρίου 2010
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ			
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Μόχλο Ενεργητικό			
Εισπρακτέα τίτλοι	6	3.204.026	2.668.025
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	7	173.575	235.008
Παροχές επί εισπληρότητας ταξιδιωτικές και κοινωνικές	8	616.025	570.781
Αναβληθέντες φορολογικοί οφειλόμενοι	18	19.989	34.827
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση δάματα, κρυπτοβιβλία και λοιπές απαιτήσεις	9	96.235	87.259
		4.116.332	3.563.891
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Απαθήματα	10	1.141.191	1.603.624
Πόσους και λοιπές απαιτήσεις	11	945.828	937.679
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	12	-	157.968
Τραπεζικά διαθέσιμα και λοιπά έσοδα	13	983.486	555.757
		3.072.495	3.252.229
Σύνολο ενεργητικού		7.188.827	6.816.120
ΙΣΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	14	1.020.681	1.020.081
Αποθεματικό	15	493.142	503.056
Αποκλίση από τις νόμους		884.370	864.717
Κοφάκι και αναρτιογραφικά αποδοτέα στους μετόχους της μερικής		2.397.597	2.386.884
Απαιτήσεις μεταφορτών		172.583	142.734
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		5.868.373	5.917.472
ΥΠΟΧΡΩΣΕΙΣ			
Μεσοπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	17	1.142.236	1.133.196
Αναβληθέντες φορολογικοί οφειλόμενοι	18	49.134	52.756
Υποχρεώσεις προσαρτημένων ομίλων λόγω εγγύησης την υπηρεσία	19	113.951	143.114
Μεσοπρόθεσμα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	50.136	56.296
Προβλέψεις και λοιπές υποχρεώσεις	20	59.585	47.494
		1.415.042	1.432.856
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	16	1.096.050	1.472.712
Υποχρεώσεις από φόρους - ΕΠΑ		22.348	179.222
Δάνεια	17	1.511.393	1.297.428
Μερίσματα πληρωτέα		2.424	3.079
		3.243.670	3.892.456
Σύνολο υποχρεώσεων		4.658.712	4.335.312
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		7.168.927	6.862.820

Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 71 ακολουθούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων.

Οι Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις της Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. για το έτος 2011 εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο στις 25 Φεβρουαρίου 2012.

Πρόεδρος Διοικητικού Συμβουλίου	Διευθύνων Σύμβουλος	Γενικός Διευθυντής Οικονομικών Ομίλων	Διευθυντής Λογιστικής
Χρήστος Αλέξης Κομνηνός	Ιωάννης Χριστόπουλος	Ανδρέας Σάμψης	Ιωάννης Λέτσος

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- Αλεξιάκης Χ. (2015) *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων και Λογιστική. Σημειώσεις μαθήματος*. Πανεπιστήμιο Πειραιώς
- Αρτίκης Γ. (2002). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Αποφάσεις Επενδύσεων*. Αθήνα, Εκδόσεις Interbooks
- Αρτίκης Π. (2009). *Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου*. Αθήνα, Εκδόσεις Interbooks.
- Βασιλείου Δ. και Ηρειώτης Ν. (2008). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία και Πρακτική*. Rosili.
- Γκίγκας Δ., Παπαδάκη, και Σιουγλέ. (2010). *Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου.
- Καραγιάννης Δ., Καραγιάννης Ι., Καραγιάννη Αι., (2008). *Ανάλυση Ισολογισμών & Αριθμοδείκτες Βιωσιμότητας επιχειρήσεων & κέρδη, Έλεγχος του κόστους & αποκλίσεις, Ταμειακή ρευστότητα επιχειρήσεων Παραδείγματα & Εφαρμογές*. Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Σταμούλη
- Λαζαρίδης Γ., και Παπαδόπουλος Δ., (2005). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση-Βασικές έννοιες Χρηματοοικονομικής Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης*, Τεύχος Α
- Μπατσινίλας Γ., (2008). *Λογιστική 3 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων*. Αθήνα, Εκδόσεις Ινστιτούτο Εκπαιδύσεως Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών.
- Νιάρχος Ν. (2004). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης
- Οικονόμου, Φ. και Συριόπουλος, Κ. (2015) *Δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας ΚΕΡΕ GRIV: διαχρονική πορεία και αντίδραση σε περιόδους εκλογικών αναμετρήσεων, Ελληνική Οικονομία*, ΚΕΠΕ.
- Περιοδικό «Οικονομικές Εξελίξεις», Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, τεύχος 30, Ιούνιος 2016.

- Ψυλλάκη Μ. (2015), *Ειδικά θέματα στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική*. Σημειώσεις μαθήματος. Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Ψυλλάκη Μ. (2015), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση*. Σημειώσεις μαθήματος. Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Ξένη

- Brealy, A. R., Myers S. C., Allen, F., (2007). *Principles of Corporate Finance*, 9th ed., Rocket Books.
- CFA Institute, (2010). *Equity Asset Valuation*. 2nd ed., New Jersey: John Wiley and Sons Inc.
- Chalevas, C., & Tzovas, C., (2010). *The effect of the mandatory adoption of corporate governance mechanisms on earnings manipulation, management effectiveness and firm financing: evidence from Greece*. Managerial Finance magazine.
- Charitou, A. G., & Venieris, G. (1990). *The need for cash flow reporting: Greek evidence*. The British Accounting Review magazine.
- Copeland Thomas, E., Koller, T., & Murrin, J. (1994). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: Wiley frontiers in finance
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. Usa: John Wiley and Sons Ltd.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. Usa: John Wiley and Sons Ltd.
- Damodaran, A. (2010). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3rd Edition. Usa: John Wiley and Sons Ltd.
- Damodaran, A. (2010). *The Little Book of Valuation*. New York: Stern School of Business.
- Fernandez, P. (2001). *Valuation Using Multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Business School.
- Fernandez, P., (2004). *Company Valuation Methods, The Most Common Errors*.

- Francis, J., Olsson, P., and Oswald, D. (2000). *Comparing Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earnings Equity Valuation Models*. Journal of Accounting Research 38.
- Gordon M.L., (2012). *Dividends, earnings and stock prices*. The review of Economics & Statistics.
- Hackel, Kenneth S. and Joshua Livnat [1992], *Cash Flow and Security Analysis*. Homewood, BusinessOneIrwin.
- Lee, C. and Myers, J. (2005). *Valuation-Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley and Sons Inc, 4th edition.
- Mckinsey & Company, *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th edition, Copyright 2005, Jon Wiley & Sons Inc. www.WileyValuation.com
- Miller and Modigliani. (1961). *Divided Policy, Growth and the Valuation of Shares*. Journal of Business.
- Palepu, G. Krishna, Paul. M. Healy, and Victor. L. Bernard. (2003). *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements*. Thomson South-Western: 3rd ed. Mason.
- Penman, S. and Sougiannis T. (1998). *A comparison of dividend cash flow and earning approaches to equity evaluation*. Usa: Contemporary Accounting Research.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: the new standard for business performance* (Vol.22).New York: Free press
- Stewart, G. B. (1990). *The quest for value: the EVA TM management guide*. New York: Harper Business.

Διαδικτυακοί Τόποι

- <http://www.hellenicparliament.gr/UserFiles/c8827c35-4399-4fbb-8ea6-aebdc768f4f7/9742611.pdf>
- <http://helpe.gr>
- www.helex.gr/el
- http://iobe.gr/docs/research/RES_05_C_27062014_REP_GR.pdf
- <http://www.kathimerini.gr/182131/article/oikonomia/epixeirhseis/,y8oi-kai-alh8eies-sthn-apotimisi-eishgmenwn-etaireiwn>
- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/update/01/>
- <http://www.sev.org.gr/vivliothiki-tekmiriosi/erevnes-meletes/miniaio-deltio-oikonomikis-drastiriotitas/me-thetikes-prosdokies-xekina-to-2016/>
- <https://www.globalreporting.org/resource/library/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf>
- http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin_en.htm
- www.eia.gov
- <http://www.kathimerini.gr/799387/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/pagkosmia-trapeza-sto-3-h-ana8ewrhmenh-provleyh-gia-ton-pagkosmio-ry8mo-anapty3hs>
- www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/.../ERPbymonth.xls