ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (MBA)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2005-2006

ΚΑΡΑΜΠΕΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2008

Αφιερώνεται στη μητέρα μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2005-2006

ΚΑΡΑΜΠΕΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Σημαντικοί όροι: Economic Value Added, πραγματικά κέρδη, εταιρική ανάλυση, κλαδική ανάλυση, χαρτοφυλάκιο επενδύσεων.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία αξιολογεί την κερδοφορία 275 εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σύμφωνα με την οικονομική προτιθέμενη αξία για τα έτη 2005-2006. Η οικονομική προστιθέμενη αξία ή EVA (Economic Value Added) είναι μια έννοια με μεγάλη απήχηση και αναγνώριση παγκοσμίως. Η έννοια αυτή είναι δημιούργημα της αμερικάνικης συμβουλευτικής εταιρείας Stern Stewart & Co και αποτελεί ένα από τα καλύτερα αν όχι το καλύτερο μέτρο περιοδικής αξιολόγησης της αξίας που δημιουργεί μια επιχείρηση. Τα συστατικά του EVA είναι η απόδοση του λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο. Η Stern Stewart & Co προτείνει κάποιες λογιστικές προσαρμογές που πρέπει να πραγματοποιηθούν προτού υπολογιστεί το EVA. Από αυτές τις προσαρμογές αναφέρονται οι συνηθέστερες.

Η αξιολόγηση της κερδοφορίας του δείγματος γίνεται σε κλαδικό και σε εταιρικό επίπεδο. Από την κλαδική ανάλυση διαπιστώνεται ότι οι περισσότεροι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας είχαν αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία για την περίοδο της έρευνας. Η δυσμενής κατάσταση των κλάδων της οικονομίας οφείλεται στην αύξηση της λειτουργικής αποδοτικότητας με ρυθμό χαμηλότερο από εκείνο της αύξησης του κόστος κεφαλαίου. Επιπρόσθετα, διαπιστώθηκε εμπειρικά η συσχέτιση μεταξύ αγοραίας προστιθέμενης αξίας και EVA.

Σύμφωνα με την εταιρική ανάλυση, διαπιστώνεται ότι η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος είχε θετική αλλά χαμηλή λειτουργική αποδοτικότητα σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου. Έτσι, η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος είχε αρνητικό EVA. Επίσης, βρέθηκαν οι 10 καλύτερες και χειρότερες επιχειρήσεις από εκείνες του δείγματος σύμφωνα με το EVA, για το 2005 και το 2006. Ακόμα, βρέθηκαν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες αφορούν επιχειρήσεις που χαρακτηρίστηκαν υποτιμημένες με βάση την ικανότητα τους να παράγουν αξία. Τέλος, με τις παραπάνω επιχειρήσεις δημιουργήθηκαν δύο χαρτοφυλάκια επενδύσεων, ένα για κάθε έτος της έρευνας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελίδα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ..... I

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ II

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ..... III

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΑ..... 1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ..... 4

2.1. Ορισμός οικονομικής προστιθέμενης αξίας..... 4

2.2. Συστατικά του EVA 6

2.2.1. Απόδοση λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου 6

2.2.2. Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου 7

2.2.2.1. Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου 8

2.2.2.2. Κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου..... 8

2.2.2.3. Κόστος αποθεματικών..... 9

2.2.2.4. Κόστος μακροπρόθεσμου δανεισμού..... 12

2.2.2.5. Εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου.13

2.2.3. Επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο.....14

2.3. Βιβλιογραφία για την οικονομική προστιθέμενη αξία 16

2.4. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του EVA.....23

2.5. Σύνοψη κεφαλαίου.....25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ..... 28

3.1. Λειτουργική μίσθωση 28

3.2. Επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη 29

3.3. Κοστολόγηση αποθεμάτων 30

3.4. Αναβαλλόμενοι φόροι 31

3.5. Υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά.....32

3.6. Αποσβέσεις 33

3.7. Σύνοψη κεφαλαίου.....34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ EVA ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....36

4.1. Υποθέσεις 37

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

4.2. Κλάδος πετρελαίου και αερίου 39
4.3. Κλάδος χημικών 39
4.4. Κλάδος πρώτων υλών 40
4.5. Κλάδος κατασκευών και υλικών κατασκευών 42
4.6. Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες 44
4.7. Τρόφιμα και ποτά 46
4.8. Προσωπικά και οικιακά αγαθά 49
4.9. Υγεία 51
4.10. Εμπόριο 52
4.11. Μέσα ενημέρωσης 54
4.12. Ταξίδια και αναψυχή 55
4.13. Τηλεπικοινωνίες 57
4.14. Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας 58
4.15. Τράπεζες 59
4.16. Ασφάλειες 60
4.17. Ακίνητη περιουσία 61
4.18. Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες 62
4.19. Τεχνολογία 64
4.20. Σύνοψη κεφαλαίου 65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΚΛΑΔΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ 68
5.1. Λειτουργική αποδοτικότητα και κόστος κεφαλαίου μπαίνουν στο μικροσκόπιο 69
5.1.1. Σύγκριση ROIC και WACC ανά κλάδο για το 2005 69
5.1.2. Σύγκριση ROIC και WACC ανά κλάδο για το 2006 71
5.1.3. Εμπειρική απόδειξη της συσχέτισης μεταξύ EVA και MVA 72
5.1.4. EVA, ROIC και λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο 75
5.2. Σύγκριση MVA, EVA και κερδοφορίας των κλάδων της ελληνικής οικονομίας 78
5.3. Εύρεση των ελκυστικότερων κλάδων από την προσέγγιση του EVA 84
5.4. Σύνοψη Κεφαλαίου 87
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ 89
6.1. Το ROCI και το WACC των εισηγμένων εταιρειών για το 2005 και 2006 89

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

6.2. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων δημιουργών αξίας για το 2005 93

6.3. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων καταστροφέων αξίας για το 2005 96

6.4. Δημιουργία ενός ενεργητικού χαρτοφυλακίου μετά το τέλος του 2005 και επαλήθευση των προσδοκιών 98

6.5. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων δημιουργών αξίας για το 2006 101

6.6. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων καταστροφέων αξίας για το 2006 103

6.7. Από ποιές εταιρείες θα αποτελείται ένα ενεργητικό χαρτοφυλάκιο στο τέλος του 2006; 104

6.8. Σύνοψη Κεφαλαίου 105

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑ 107

7.1. Συμπεράσματα 107

7.2. Προτάσεις για έρευνα.....109

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 111

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 115

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ τους: Ζαμπέτα Καραμπέτσου, Γεώργιο Αρτίκη, Παναγιώτη Αρτίκη, Ιωάννη Σώρρο και Νικόλαο Συρίγο

Ευχαριστώ ιδιαιτέρως τον επιβλέποντα καθηγητή Γεώργιο Αρτίκη, τα λόγια του οποίου με παρακινούσαν και μου έδιναν το κουράγιο να συνεχίζω και να πετυχαίνω τους στόχους μου παρά τις δυσκολίες, όχι μόνο κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής αλλά και κατά τη διάρκεια των μαθημάτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Σελίδα

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟΥ 39

ΠΙΝΑΚΑΣ 4. 2: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΧΗΜΙΚΩΝ.....40

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ.....41

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΥΛΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ.....42

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ 45

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ 47

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ 49

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΥΓΕΙΑΣ 52

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΙΟΥ 53

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10: EVA ΓΙΑ ΤΟ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ.....55

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΑΞΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗΣ 56

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ.....57

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ 58

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 59

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ.....60

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ 62

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.17: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ.....63

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.18: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ 64

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2.1: MVA, EVA, ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2005..... 79

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2.2: MVA, EVA ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2006.....83

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Σελίδα

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.1: ROIC ΚΑΙ WACC ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005 70

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.2: ROIC ΚΑΙ WACC ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006 71

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.3.1: ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005.....73

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.3.2: ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006.....74

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.4.1: EVA, ROIC ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΓΙΑ ΤΟ 2005 75

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.4.2: EVA, ROIC ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΓΙΑ ΤΟ 2006 77

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3.1: ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ MVA/OIC ΚΑΙ EVA/OIC ΓΙΑ 16 ΚΛΑΔΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 85

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3.2: ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ MVA/OIC ΚΑΙ EVA/OIC ΓΙΑ 16 ΚΛΑΔΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟ 2006 86

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.1: Το ROIC ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 & 2006.....90

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.2: ΤΟ WACC ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 & 2006 91

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.3: ΤΟ SPREAD ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 & 2006 ...92

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΟΙ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005..... 94

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΙΣ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005..... 97

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΟΙ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006.....101

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΙΣ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006....103

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΑ

Ο αντικειμενικός σκοπός της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Ο πλούτος των μετόχων ισοδυναμεί με το γινόμενο του αριθμού των μετοχών (shares outstanding) επί την τρέχουσα τιμή τους (stock price), δηλαδή ο πλούτος των μετόχων ισοδυναμεί με τη συνολική κεφαλαιοποίηση (total capitalization). Εναλλακτικά, όταν λέμε μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων εννοούμε μεγιστοποίηση της συνολικής αξίας μιας εταιρείας.

Η αξιολόγηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να γίνει είτε με τον παραδοσιακό τρόπο είτε με τη μέτρηση του οικονομικού κέρδους. Οικονομικό κέρδος ή καθαρό εισόδημα (residual income) είναι η διαφορά των εσόδων που πραγματοποιηθήκαν μια δεδομένη χρονική στιγμή από το κόστος που χρειάστηκε για να πραγματοποιηθούν.

Η αξιολόγηση της αξίας με τον παραδοσιακό τρόπο περιλαμβάνει την χρησιμοποίηση λογιστικών δεικτών προσδιορισμού της αξίας. Τέτοιοι δείκτες είναι ο δείκτης τρέχουσας τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (Price/Earnings, P/E ratio), ο δείκτης αγοραίας τιμής/κέρδη προς ρυθμό ανάπτυξης (Price/Earnings to Growth, PEG), ο δείκτης τρέχουσας τιμής προς λογιστική αξία μετοχής (Market-to-Book-Value ratio), ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας (Return On Investment, ROI) και ο δείκτης ιδιωφελούς αποδοτικότητας (Return On Equity, ROE). Μια διαφορετική προσέγγιση από τους υπόλοιπους λογιστικούς δείκτες είναι ο δείκτης αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης (Tobin's Q ratio). Ο τελευταίος δείκτης μπορεί να περιλαμβάνει την αγοραία αξία ενός παγίου ή μιας επιχείρησης, όμως το κόστος αντικατάστασης είναι δύσκολο να βρεθεί.

Ωστόσο, οι λογιστικοί δείκτες δεν αποτελούν αντικειμενικούς δείκτες αξιολόγησης. Αυτό συμβαίνει επειδή ο αναλυτής μπορεί να επηρεάσει τους δείκτες αυτούς, προκειμένου να επιτύχει το επιθυμητό γι' αυτόν αποτέλεσμα. Για παράδειγμα, οι τιμές των παραπάνω δεικτών μπορούν εύκολα να αλλοιωθούν με την αγορά ιδίων μετοχών από την εταιρεία ή με την τροποποίηση των λογιστικών κερδών. Στο παρελθόν αλλά και σήμερα, δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο του «μαγειρέματος των κερδών» (earnings management), δηλαδή η τροποποίηση των λογιστικών καταστάσεων με βάση τα συμφέροντα της διοίκησης. Παραδείγματα τέτοιων «αμαρτωλών» διοικήσεων είχαμε

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

συναντήσει στις περιπτώσεις των αμερικάνικων εταιρειών Enron και Tyco. Επιπρόσθετα, η μεγαλύτερη αδυναμία των λογιστικών δεικτών είναι η απουσία του κόστους των ιδίων κεφαλαίων από τους υπολογισμούς. Συχνά, οι διοικήσεις των εταιρειών θεωρούν ότι τα κεφάλαια αυτά παρέχονται δωρεάν από τους μετόχους. Όμως, τα κεφάλαια των μετόχων έχουν κόστος και το κόστος αυτό είναι η απόδοση που θα περίμεναν οι μέτοχοι εάν τοποθετούσαν τα κεφάλαια τους στην αμέσως επόμενη καλύτερη επένδυση (Αρτίκης 2002, σελ. 337). Το κόστος κεφαλαίου βασίζεται στην έννοια του κόστους ευκαιρίας, δηλαδή, οι επενδυτές θυσιάζουν την απόδοση που μπορεί να προκύψει από την αμέσως καλύτερη εναλλακτική επένδυση. Η απόδοση που θυσιάζεται από τους επενδυτές είναι το κόστος ευκαιρίας και επομένως η απαιτούμενη απόδοση. Το κόστος κεφαλαίου θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την αξιολόγηση μιας εταιρείας επειδή αποτελεί μεγάλο μέρος του συνολικού κόστους της. Άλλωστε, η χαμηλή συσχέτιση μεταξύ του πληροφοριακού περιεχομένου των λογιστικών δεικτών και του οικονομικού κέρδους έχει αποδειχθεί από αρκετούς ερευνητές στη βιβλιογραφία της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, όπως θα δούμε και παρακάτω (παράγραφος 2.3).

Η αξιολόγηση της οικονομικής αξίας μπορεί να γίνει με την εκτίμηση των ελεύθερων ταμιακών ροών (Free Cash Flow valuation), με το δείκτη του καθαρού εισοδήματος (Residual Income, IR), της αγοραίας προστιθέμενης αξίας (Market Value Added, MVA) και της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (Economic Value Added, EVA).

Οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι το ποσό των μετρητών το οποίο παρήχθη στη διάρκεια μιας οικονομικής περιόδου και είναι διαθέσιμο στους επενδυτές μιας εταιρείας αφού έχουν πραγματοποιηθεί οι απαραίτητες επενδύσεις σε στοιχεία του ενεργητικού προκειμένου η επιχείρηση να συνεχίσει την παραγωγική της δραστηριότητα. Ο δείκτης καθαρού εισοδήματος υπολογίζει το καθαρό εισόδημα, το οποίο ουσιαστικά είναι τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης μείον το κόστος κεφαλαίου.

Η MVA ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας των ιδίων κεφαλαίων και του ποσού των ιδίων κεφαλαίων που έβαλαν οι μέτοχοι και αποτελεί μέτρο της αξίας της επιχείρησης για ένα δεδομένο χρόνο (Brigham & Houston, 1998, σελ. 44).

MVA = Market value of equity – Equity capital supplied by investors =
= Total capitalization – Total common equity

Ο παραπάνω δείκτη δεν είναι απαλλαγμένος μειονεκτημάτων, αφού μετράει την αξία της επιχείρησης από την στιγμή της ίδρυσης της και όχι για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Συνεπώς, δεν μπορεί να εκτιμηθεί η αξία της επιχείρησης ετησίως. Επιπλέον, η μεταβολή του δείκτη μπορεί να μην οφείλεται σε πραγματικές μεταβολές στην αξία της επιχείρησης, αλλά σε μεταβολές της τιμής της μετοχής στο χρηματιστήριο. Η χρησιμοποίηση της τρέχουσας τιμής της μετοχής εμποδίζει τη μέτρηση της αξίας των επιμέρους επιχειρηματικών μονάδων της επιχείρησης ή των γραμμών προϊόντων, όπως και τη μέτρηση της αξίας που παράγει κάθε διοικητικό στέλεχος χωριστά.

Το EVA ορίζεται ως το καθαρό εισόδημα (residual income) που παραμένει για τους επενδυτές από τη διαφορά μεταξύ των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων και του συνολικού κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης επί την αξία του επενδυμένου κεφαλαίου, για μια δεδομένη χρονική περίοδο. Περισσότερη ανάλυση του EVA θα πραγματοποιηθεί στο επόμενο κεφάλαιο.

Από τους δείκτες που αναφέρθηκαν παραπάνω το EVA είναι ο πιο αξιόπιστος δείκτης μέτρησης της περιοδικής αξίας μιας επιχείρησης και έχει την υψηλότερη στατιστική συσχέτιση με τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία που έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα.

Στόχος αυτής της εργασίας είναι η χρησιμοποίηση του δείκτη EVA για την αξιολόγηση της κερδοφορίας των εισηγμένων εταιρειών του Χρηματιστήριου Αθηνών. Στα επόμενα κεφάλαια θα πραγματοποιηθεί κλαδική και εταιρική ανάλυση με βάση τις οποίες θα προκύψουν συμπεράσματα τόσο για τους κλάδους όσο και τις εταιρείες ξεχωριστά. Έτσι, δε θα δοθεί ιδιαίτερο βάρος στην παρουσίαση της θεωρίας της διοίκησης επιχειρήσεων με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία, αφού η θεωρία έχει καλυφθεί πλήρως σε προηγούμενες εργασίες. Βέβαια, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν ορισμένα πράγματα για το τι είναι το EVA, έτσι ώστε ο αναγνώστης να μπορεί να κατανοήσει τον τρόπο υπολογισμού του EVA και να γίνει μια σύνδεση με τις προηγούμενες εργασίες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Σύμφωνα με το αμερικάνικο περιοδικό Fortune η οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA) αποτελεί μια από τις πιο γνωστές χρηματοοικονομικές έννοιες παγκοσμίως. Το EVA δημιουργήθηκε και αναπτύχθηκε από την αμερικάνικη συμβουλευτική εταιρεία Stern Stewart & Co στις αρχές της δεκαετίας του 80'. Από τότε ο συγκεκριμένος δείκτης οικονομικής αξίας έχει γίνει αντικείμενο πολλών μελετών κυρίως από επιστήμονες στο εξωτερικό και χρησιμοποιείται από ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις. Η βιβλιογραφία, η οποία έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα περιλαμβάνει κυρίως ελέγχους για το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA και μελέτες για τον τρόπο που η χρήση του EVA μπορεί να βελτιώσει την επίδοση μιας επιχείρησης.

2.1. Ορισμός οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Η οικονομική προστιθέμενη αξία αποτελεί ένα από τα καλύτερα, αν όχι το καλύτερο μέτρο περιοδικής αξιολόγησης της αξίας που δημιουργείται για τους μετόχους. Επίσης, η οικονομική προστιθέμενη αξία αποτελεί και ένα από τα καλύτερα μέτρα τόσο της επίδοσης μιας επιχείρησης όσο και των επιμέρους τμημάτων ή διευθυντών της.

Σύμφωνα με τη συμβουλευτική εταιρεία Stern Stweart & Co οικονομική προστιθέμενη αξία είναι η διαφορά (spread) μεταξύ της λειτουργικής αποδοτικότητας και του κόστους κεφαλαίου επί την αξία του επενδυμένου λειτουργικού κεφαλαίου (Stewart 1991, σελ. 136).

EVA = (ROIC – WACC) x OIC

Δηλαδή, το EVA εξαρτάται από την απόδοση του λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου (Return On Invested Capital, ROIC), το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital, WACC) και την αξία του λειτουργικού ενεργητικού (Operating Invested Capital, OIC). Οι τρεις παραπάνω μεταβλητές αποτελούν και τους τρεις τρόπους, με τους οποίους μια επιχείρηση δημιουργεί αξία. Συγκεκριμένα, μια επιχείρηση δημιουργεί αξία όταν αυξάνεται η αποδοτικότητα των τρεχουσών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

δραστηριοτήτων, όταν επενδύεται κεφάλαιο σε δραστηριότητες που η αποδοτικότητα τους είναι μεγαλύτερη του κόστους κεφαλαίου και όταν γίνεται ρευστοποίηση ή αποεπένδυση μη κερδοφόρων δραστηριοτήτων. Τα επιμέρους στοιχεία του EVA θα αναλυθούν στην επόμενη ενότητα.

Αφού η αποδοτικότητα του επενδυμένου κεφαλαίου ισούται με το λόγο καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (Net Operating Profits After Taxes, NOPAT) προς το επενδυμένο κεφάλαιο, ο τύπος του EVA μπορεί να γραφεί ως εξής:

EVA = OIC x ROIC – OIC x WACC = OIC x NOPAT / OIC – OIC x WACC ⟶
EVA = NOPAT – OIC x WACC

Για παράδειγμα αν τα NOPAT είναι 800 €, το OIC 3.000 € και το WACC 25%, τότε:
EVA = 800 – 3.000 x 0,25 = 50 €

Εναλλακτικά, ο τύπος του EVA παίρνει τη μορφή:

EVA = EBIT x (1 – corporate tax rate) – OIC x WACC

Όπου EBIT είναι τα κέρδη προ φόρων εισοδήματος (Earnings Before Income Taxes).

Στους παραπάνω τύπους υπολογισμού του EVA δεν προσθέτουμε τις αποσβέσεις υπεραξίας. Αυτό συμβαίνει επειδή η απόσβεση δεν αποτελεί έξοδο αφού δε συνεπάγεται ταμιακή εκροή, ωστόσο αποτελεί στοιχείο κόστους και γι' αυτό η απόσβεση αφαιρείται κατά το προσδιορισμό του EVA και των καθαρών κερδών. Αυτός ο τρόπος υπολογισμού υποθέτει ότι η πραγματική οικονομική απόσβεση είναι ίδια με την απόσβεση που χρησιμοποιείται για λογιστικούς και φορολογικούς σκοπούς. Για οποιοδήποτε τρόπο υπολογισμού του EVA που συμπεριλαμβάνονται οι αποσβέσεις θα πρέπει να γίνουν οι προσαρμογές που προτείνει η Stern Stewart, προκειμένου να έχουμε καλύτερα αποτελέσματα (Brigham & Houston 1998, σελ. 45).

Σύμφωνα με τα παραπάνω, μια επιχείρηση δημιουργεί αξία όταν η αποδοτικότητα κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος του, ενώ καταστρέφει αξία όταν συμβαίνει το αντίθετο.

Για να αυξήσουμε την οικονομική προστιθέμενη αξία θα πρέπει να αυξήσουμε τα έσοδα από πωλήσεις, να μειώσουμε τα λειτουργικά έξοδα, να χρησιμοποιήσουμε

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

λιγότερο κεφάλαιο για να παράγουμε το ίδιο επίπεδο προϊόντων και υπηρεσιών, να ανακατανείμουμε τους πόρους σε κερδοφόρες δραστηριότητες και να μειώσουμε το κόστους κεφαλαίου (Grant 2002, σελ. 77).

2.2. Συστατικά του EVA

Σε αυτή την ενότητα θα γίνει η ανάλυση της απόδοσης του επενδυμένου λειτουργικού κεφαλαίου, του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου και του λειτουργικού ενεργητικού.

2.2.1. Απόδοση λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου

Η απόδοση του λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου είναι η ικανότητα του λειτουργικού κεφαλαίου να πραγματοποιεί κέρδη. Η απόδοση του κεφαλαίου βρίσκεται από το λόγο καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων προς το σύνολο του λειτουργικού ενεργητικού. Δηλαδή, από τον παραπάνω λόγο βλέπουμε πόσες χρηματικές μονάδες μετά τους φόρους κερδίζει μια επιχείρηση για κάθε χρηματική μονάδα που έχει επενδυθεί. Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη ορίζονται ως:

NOPAT = EBIT x (1 – corporate tax rate) = EBIT – Taxes on EBIT

Επειδή όπως αναφέρθηκε προηγουμένως αν υπολογίσουμε το EVA χρησιμοποιώντας τα EBIT, στα οποία περιλαμβάνονται οι αποσβέσεις θα πρέπει να κάνουμε τις λογιστικές προσαρμογές που προτείνει η Stern Stewart (παράγραφος 3.5, σελ. 32), θα υπολογίσουμε το EVA με τα EBITA.

NOPAT = EBITA x (1 – corporate tax rate) = EBITA – Taxes on EBITA

Όπου EBITA (Earnings Before Income Taxes and Amortization) είναι τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων υπεραξίας.

Τα EBITA είναι τα λειτουργικά κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων υπεραξίας που θα είχε μια επιχείρηση εάν δεν είχε καθόλου δανεισμό και αποσβέσεις υπεραξίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Στα EBITA δεν περιλαμβάνονται έκτακτα έσοδα και έξοδα, έσοδα και έξοδα από τόκους και κέρδη από πώληση παγίων. Για τον υπολογισμό των EBITA αφαιρούνται οι αποσβέσεις των ενσώματων και άυλων παγίων από τα έσοδα ενώ προστίθεται η απόσβεση της υπεραξίας (Κελεπούρης 2005, σελ. 92).

Οι φόροι στα EBITA είναι οι φόροι που θα πλήρωνε μια επιχείρηση αν δεν είχε καθόλου δανεισμό ή μη λειτουργικά πάγια ή μη λειτουργικά κέρδη. Οι φόροι στα EBITA υπολογίζονται από τον τύπο:

Taxes on EBITA = Total Taxes (from income taxes) + Tax Shield on Interest Expense – Tax on Interest Income – Tax on Non-operating Income

2.2.2. Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι ένας τρόπος υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή, κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση του ενεργητικού που πρέπει να πετύχει μια επιχείρηση, έτσι ώστε να ικανοποιήσει όλους τους επενδυτές που έχουν τοποθετήσει τα κεφάλαια τους σ' αυτή (μετόχους και δανειστές).

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αποτελείται από το κόστος των πηγών μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επί έναν σταθμικό συντελεστή, ο οποίος εκφράζει την αναλογία κάθε μόνιμης πηγής χρηματοδότησης ως ποσοστό της συνολικής μόνιμης χρηματοδότησης. Με τον όρο πηγές μακροπρόθεσμης ή μόνιμης χρηματοδότησης εννοούμε τα ίδια κεφάλαια και το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Ειδικότερα, με τον όρο πηγές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης εννοούμε το κοινό και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τα μακροπρόθεσμα δάνεια. Η ανάλυση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου θα παρουσιαστεί παρακάτω με την χρησιμοποίηση στοιχείων από την ανάλυση που έγινε στο βιβλίο «Fundamentals of Financial Management» (Brigham & Houston 1998, σελ. 350) και στο βιβλίο «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων» (Αρτίκης 2002, σελ. 335).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2.2.2.1. Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου

Το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι η απαιτούμενη απόδοση από τους κοινούς μετόχους. Ουσιαστικά πρόκειται για ένα κόστος ευκαιρίας, διότι κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση που προσδοκούν οι μέτοχοι από την αμέσως καλύτερη επένδυση. Το κόστος αυτό, το οποίο είναι μικρότερο από το κόστος του νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου εξαιτίας των εξόδων έκδοσης και μπορεί να βρεθεί με το υπόδειγμα του Gordon.

Το κόστος ή αλλιώς η αναμενόμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου δίνεται από τον τύπο:

$P_0 = DIV_1 / (k_e – g)$

Όπου P_0 είναι η τρέχουσα τιμή της μετοχής, DIV_1 είναι το αναμενόμενο μέρισμα που θα διανεμηθεί στο τέλος της χρήσης, k_e είναι η αναμενόμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και g ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων. Εναλλακτικά, το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να γραφεί ως το άθροισμα της απόδοσης μερισμάτων και του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων, δηλαδή:

$\mathbf{k_e = DIV_1 / P_0 + g}$

Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση πούλησε μετοχές σε τιμή 20 €, το προβλεπόμενο μέρισμα στο τέλος της χρήσης είναι 2 € μέρισμα / μετοχή και ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων αναμένεται να είναι 5,9% ετησίως, τότε έχουμε:

ke = 2 / 20 + 5,9% = 15,9%

2.2.2.2. Κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

Το κόστος του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου είναι η απαιτούμενη απόδοση από τους προνομιούχους μετόχους. Το κόστος του συγκεκριμένου κεφαλαίου που προσφέρει ένα σταθερό μέρισμα ετησίως, μπορεί να υπολογιστεί από τον τύπο:

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Price of preferred stock = dividend / k_{ps}

Όπου price of preferred stock είναι η τρέχουσα τιμή της προνομιούχου μετοχής και k_{ps} είναι το κόστος του προνομιούχου κεφαλαίου. Ο παραπάνω τύπος μπορεί να πάρει τη μορφή:

k_{ps} = dividend / price of preferred stock

Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση πουλάει την προνομιούχο μετοχή της 25 € και πληρώνει μέρισμα 4 € / μετοχή, τότε έχουμε:

k_{ps} = 4 / 25 = 16%

Ουσιαστικά, το κόστος του προνομιούχου κεφαλαίου είναι η μερισματική απόδοση.

2.2.2.3. Κόστος αποθεματικών

Μια επιχείρηση μπορεί να διανείμει ένα μέρος των κερδών της και να παρακρατήσει το υπόλοιπο. Όμως, αν η επιχείρηση παρακρατήσει ένα μέρος των κερδών της τότε οι μέτοχοι αναλαμβάνουν ένα κόστος ευκαιρίας. Το κόστος αυτό οφείλεται στο ότι οι μέτοχοι θα μπορούσαν να εισπράξουν τα παρακρατηθέντα κέρδη και να τα επενδύσουν αλλού. Γι' αυτό, οι μέτοχοι προσδοκούν μια απόδοση από τα παρακρατηθέντα κέρδη ίση με εκείνη την απόδοση που προκύπτει από την αμέσως καλύτερη εναλλακτική επένδυση. Επομένως, υπάρχει συσχετισμός μεταξύ κόστους αποθεματικών και κόστους κοινού μετοχικού κεφαλαίου, αφού και στα δύο υπάρχει το κόστος ευκαιρίας των επενδυτών. Οι τρόποι υπολογισμού του κόστους αποθεματικών είναι το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Assets Pricing Model, CAPM), το υπόδειγμα προεξοφλημένων ταμιακών ροών (υπόδειγμα Gordon) και η προσέγγιση απόδοσης ομολογιών και αμοιβής κινδύνου.

Ο υπολογισμός του κόστους αποθεματικών σύμφωνα με το CAPM γίνεται από τον τύπο:

Expected return on reserves = risk-free interest rate + (stock's beta x expected market risk premium)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Δηλαδή, η αναμενόμενη απόδοση του κόστους αποθεματικών ισούται με την απόδοση χωρίς κίνδυνο συν μια αμοιβή κινδύνου.

Στον πραγματικό κόσμο δεν υπάρχουν χρεόγραφα που να μην περιέχουν κίνδυνο, μοναδική εξαίρεση ίσως να αποτελούν τα συνδεδεμένα μακροπρόθεσμα ομόλογα με τα επιτόκια της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ (Indexed Bonds). Για τη μέτρηση της απόδοσης χωρίς κίνδυνο χρησιμοποιείται η απόδοση των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών. Οι λόγοι επιλογής των κρατικών ομολογιών αντί των κρατικών έντοκων γραμματικών είναι οι εξής:

Ÿ Οι μετοχές όπως και οι ομολογίες είναι τίτλοι μεγάλης διάρκειας και γι' αυτό θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.
Ÿ Τα επιτόκια των ομολογιών είναι πιο σταθερά από εκείνα των έντοκων γραμματίων, επειδή τα τελευταία υπόκεινται σε βραχυπρόθεσμες μεταβολές, αφού αποτελούν εργαλείο της νομισματικής πολιτικής των Κεντρικών Τραπεζών για τη ρύθμιση της προσφοράς χρήματος.
Ÿ Ο αναμενόμενος πληθωρισμός αντιπροσωπεύεται καλύτερα από τις αποδόσεις των ομολογιών παρά των έντοκων γραμματίων, καθώς η ομολογία έχει μακροχρόνια διάρκεια και περιέχει προβλέψεις για τον πληθωρισμό. Δηλαδή, η ομολογία περιλαμβάνει μια αμοιβή πληθωρισμού (inflation premium).

Το beta (β) προσδιορίζει το συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος είναι αναπόφευκτος και αγοραίος επειδή αναφέρεται σε όλες τις επενδύσεις μιας χώρας πχ. απεργία κάποιας συνομοσπονδίας. Ειδικότερα, το β δίνει την σχέση των αποδόσεων μιας επένδυσης και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου αγοράς. Με τον όρο χαρτοφυλάκιο αγοράς εννοούνται όλες οι επενδύσεις μιας χώρας, δηλαδή ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου. Το beta υπολογίζεται με την χρησιμοποίηση γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ των παρελθουσών αποδόσεων μιας κοινής μετοχής και των παρελθουσών αποδόσεων του χρηματιστηριακού δείκτη. Όταν ο συντελεστής beta υπολογίζεται με τον παραπάνω τρόπο ονομάζεται ιστορικός συντελεστής. Στην περίπτωση αυτή ο βαθμός κινδύνου του μέλλοντος είναι ίδιος με εκείνο των προηγούμενων ετών. Για να ξεπεραστεί αυτή η αδυναμία υπολογίζεται ο προσαρμοσμένος και βασικός συντελεστής beta. Δηλαδή, γίνεται προσαρμογή του ιστορικού συντελεστή για την αναμενόμενη μελλοντική κίνηση του δείκτη προς τη μονάδα ή γίνεται προσαρμογή που σχετίζεται με την εισαγωγή βασικών μεταβλητών όπως ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης, μεταβλητότητα πωλήσεων, κ.α.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Η αναμενόμενη αμοιβή κινδύνου αγοράς είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου αγοράς και της απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Οι τρόποι υπολογισμού της αμοιβής κινδύνου είναι δύο, ο τρόπος με τα ιστορικά δεδομένα και ο τρόπος με τα μελλοντικά δεδομένα. Σύμφωνα με τον πρώτο τρόπο, οι επενδυτές προσδοκούν ότι τα μελλοντικά αποτελέσματα θα είναι κατά μέσο όρο ίδια μ' εκείνα του παρελθόντος. Έπειτα, για ο υπολογισμός της απόδοσης του χαρτοφυλακίου αγοράς γίνεται με το μέσο όρο του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου για ένα μακρύ χρονικό διάστημα. Με βάση τον τρόπο των μελλοντικών δεδομένων η αμοιβή του κινδύνου αγοράς υπολογίζεται με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών. Ο δεύτερος τρόπος είναι προτιμότερος από τον πρώτο επειδή τα μελλοντικά αποτελέσματα μπορεί να μην έχουν σχέση μ' εκείνα του παρελθόντος.

Για παράδειγμα, αν το beta είναι 0,70, η απόδοση χωρίς κίνδυνο είναι 5% και η αμοιβή κινδύνου 8% τότε έχουμε:

Expected rate of return = k_s = 5% + 0,70 x 8% = 10,6%

Ο υπολογισμός του κόστους αποθεματικών σύμφωνα με το υπόδειγμα του Gordon γίνεται από τον τύπο:

$$\mathbf{k_s = DIV_1 / P_0 + g}$$

Για το υπόδειγμα του Gordon ισχύουν όλα όσα αναφέρθηκαν για το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Τέλος, το κόστος των αποθεματικών μπορεί να βρεθεί με την προσέγγιση απόδοσης ομολογιών και αμοιβής κινδύνου. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση το κόστος των αποθεματικών είναι το άθροισμα της απόδοσης ομολογιών που έχει εκδώσει μια επιχείρηση και μιας αμοιβής κινδύνου.

$$\mathbf{k_s = bond\ yield + risk\ premium}$$

Η αμοιβή κινδύνου μπορεί να είναι είτε ένα ποσοστό μεταξύ του 3% – 5%, το οποίο επιλέγεται αυθαίρετα είτε η μέση ιστορική αμοιβή κινδύνου ή η τρέχουσα αμοιβή κινδύνου. Η τελευταία μπορεί να υπολογιστεί με εκπόνηση ειδικής μελέτης ή με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2.2.2.4. Κόστος μακροπρόθεσμου δανεισμού

Το κόστος μακροπρόθεσμου δανεισμού είναι η απόδοση που περιμένουν από μια επιχείρηση οι δανειστές, έτσι ώστε να την χρηματοδοτήσουν. Το κόστος μακροπρόθεσμου δανεισμού μετά φόρων είναι μικρότερο από το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων πριν από φόρους επειδή οι χρεωστικοί τόκοι εκπίπτουν από τα έσοδα, για να υπολογιστούν τα φορολογητέα κέρδη. Το κόστος δανεισμού δίνεται από τον τύπο:

k_{dbt} = interest rate – tax savings

$k_d = k_{dbt}$ x (1 – corporate tax rate)

Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση σύναψε ομολογιακό δάνειο ύψους 100 € με ετήσιους τόκους χρεωστικούς 9 € και ο συντελεστής φόρου εισοδήματος είναι 35%, τότε έχουμε:

k_d = 9 / 100 -0,35 x 9/100 = 5,85%

Με βάση τα παραπάνω κόστη, ο τύπος που μας δίνει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου παίρνει τη μορφή:

WACC = c_1 x k_e + c_2 x k_{ps} + c_3 x k_s + c_4 x k_d

c_1 = αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου
c_2 = αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου
c_3 = αναλογία αποθεματικών
c_4 = αναλογία μακροπρόθεσμου χρέους

Για παράδειγμα, αν το νέο κοινό μετοχικό κεφάλαιο είναι 500.000 €, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο 250.000 €, τα αποθεματικά 750.000 € και ο δανεισμός 1.000.000 €, και τα κόστη είναι εκείνα που βρέθηκαν στα προηγούμενα παραδείγματα, τότε έχουμε:

WACC = 15,9% x 500.000/2.500.000 + 16% x 250.000/2.500.000 +
+ 10,6% x 750.000/2.500.000 + 5,85% x 1.000.000/2. 500.000 = 31, 43%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2.2.2.5. Εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου

Η παραπάνω μέθοδος υπολογισμού του μέσου κόστους κεφαλαίου βασίζεται σε λογιστικές αξίες. Δηλαδή σε τιμές που είναι σταθερές, που είναι εύκολο να βρεθούν και το πληροφοριακό περιεχόμενο τους είναι σχετικά μικρό. Ωστόσο, το κόστος κεφαλαίου μπορεί να βρεθεί και με την χρήση τρεχουσών αξιών. Οι τρέχουσες αξίες έχουν καλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο, επειδή δεν στηρίζονται σε ιστορικές αξίες. Ωστόσο, οι τρέχουσες αξίες επηρεάζονται από εξωτερικούς παράγοντες όπως είναι το σύνολο των επενδυτών μιας αγοράς. Συνεπώς, οι αναλογίες, οι οποίες προκύπτουν από τις τρέχουσες αξίες μπορεί να μην είναι ίδιες με τις επιθυμητές από την επιχείρηση. Βέβαια, είναι γνωστό ότι η τρέχουσα αξία των κοινών και των προνομιούχων μετοχών βρίσκεται από το γινόμενο του αριθμού μετοχών επί την τρέχουσα αξία της μετοχής. Ακόμα, όταν έχουμε τρέχουσες αξίες η αξία των αποθεματικών ενσωματώνεται στην τρέχουσα αξία των κοινών μετοχών.

Για παράδειγμα, αν η τρέχουσα αξία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι 800.000 €, του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου 700.000 € και ο δανεισμός 1.500.000 €, και τα κόστη είναι εκείνα που βρέθηκαν στα προηγούμενα παραδείγματα, τότε έχουμε:

WACC = 15,9% x 800.000/2.500.000 + 16% x 700.000/2.500.000 +
+ 5,85% x 1.500.000/2. 500.000 = 13,08%

Ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου μπορεί να γίνει και με την χρήση επιθυμητών τιμών, εκτός από την χρήση λογιστικών και τρεχουσών τιμών. Μάλιστα, έτσι λύνεται και το πρόβλημα σχετικά με τις μη επιθυμητές αναλογίες, οι οποίες μπορεί να μην αντανακλώνται στις τρέχουσες τιμές. Οι λογιστικές και οι τρέχουσες τιμές αφορούν την παρούσα κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης, ενώ οι επιθυμητές τιμές αφορούν τη διάρθρωση που μια επιχείρηση επιθυμεί να πετύχει με την άντληση νέων κεφαλαίων. Η επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση είναι εκείνη που ελαχιστοποιεί το κόστος κεφαλαίου. Δηλαδή, το πλεονέκτημα των επιθυμητών αξιών είναι ότι αντανακλούν την αναλογία κεφαλαίου, η οποία ελαχιστοποιεί το κόστος κεφαλαίου. Έτσι, εάν προκύψει κάποια νέα επένδυση θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί με την ίδια αναλογία με την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Ο ιδανικός τρόπος υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου είναι με την χρήση τρεχουσών τιμών από μια

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

κεφαλαιακή διάρθρωση που είναι πολύ κοντά στην επιθυμητή. Αυτός ο τρόπος υπολογισμού είναι δύσκολο να εμφανιστεί στην πράξη επειδή η πλειοψηφία των ελληνικών τουλάχιστον εταιρειών όχι μόνο δεν έχει την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση αλλά υπάρχει και έλλειψη δεδομένων.

Για παράδειγμα, αν η επιθυμητή αξία του νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι 975.000 €, του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου 325.000 €, ο δανεισμός 1.200.000 €, και τα κόστη είναι εκείνα που βρέθηκαν στα προηγούμενα παραδείγματα, τότε έχουμε:

WACC = 15,9% x 975.000/2.500.000 + 16% x 325.000/2.500.000 +
+ 5,85% x 1.200.000/2. 500.000 = 11,09%

2.2.3. Επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο

Το επενδυμένο λειτουργικό κεφαλαίο αποτελείται από το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης και το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό (Κελεπούρης 2005, σελ. 85).

Operating invested capital = net operating working capital + operating long-term assets

Το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης είναι η διαφορά μεταξύ του λειτουργικού κυκλοφορούντος ενεργητικού και των λειτουργικών τρεχουσών υποχρεώσεων.

Net operating working capital = operating current assets – operating current liabilities (1)

ή εναλλακτικά:

Net operating working capital = all current assets that do not pay interest – all current liabilities that do not charge interest

Με τον όρο λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό εννοούμε το κυκλοφορούν ενεργητικό που αφορά τις οργανικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης. Το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό δεν περιλαμβάνει τα χρεόγραφα επειδή είναι πέρα από τη

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ρευστότητα που απαιτείται για την πραγματοποίηση των επιχειρησιακών δραστηριοτήτων. Η μόνη περίπτωση, στην οποία συμπεριλαμβάνονται τα χρεόγραφα στο λειτουργικό ενεργητικό είναι όταν τα χρεόγραφα αποτελούν υποκατάστατο των μετρητών. Επομένως, το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό δίνεται από τον εξής τύπο:

Operating current assets = cash + accounts receivable + inventories (2)

Με τον όρο λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις εννοούμε τα τρέχοντα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί σε μια επιχείρηση και που δεν προέρχονται από μετόχους και δανειστές. Οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις είναι η διαφορά μεταξύ του τρέχοντος παθητικού και των τοκοφόρων στοιχείων του τρέχοντος παθητικού. Η αφαίρεση των τοκοφόρων στοιχείων του τρέχοντος παθητικού γίνεται επειδή τα κεφάλαια αυτά αντιμετωπίζονται ως κεφάλαια επενδυτών και δεν πρέπει να περιλαμβάνονται στο καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης. Οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις δίνονται από τον τύπο:

Operating current liabilities = accounts payable + accruals (3)

Το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό είναι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία που αφορούν τις οργανικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με την αρχή της συνέπειας, λειτουργικό πάγιο είναι κάθε πάγιο επί του οποίου υπολογίζονται οι επενδύσεις που πραγματοποιεί η επιχείρηση, προκείμενου οι τελευταίες να αφαιρεθούν από τις ταμιακές ροές. Έτσι, ένα πάγιο είναι λειτουργικό όταν τα κέρδη που παράγει περιέχονται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης (Κελεπούρης 2005, σελ. 36).

Με βάση τις σχέσεις (1), (2) και (3) το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο δίνεται από τον τύπο:

Operating invested capital = cash + accounts receivable + inventories + operating long-term assets – (accounts payable + accruals)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2.3. Βιβλιογραφία για την οικονομική προστιθέμενη αξία

Το πρώτο βιβλίο για το EVA γράφτηκε το 1991 από τον Bennett Stewart με τίτλο «The Quest for Value» (Stewart, 1991). Στο βιβλίο αυτό, ο Stewart άσκησε κριτική στον παραδοσιακό τρόπο μέτρησης της αξίας μιας επιχείρησης με λογιστικούς δείκτες. Στη συνέχεια, παρουσίασε το EVA ως το πιο αξιόπιστο μέτρο της περιοδικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων, των διοικήσεων τους, και ως το πιο κερδοφόρο σύστημα διοίκησης. Ειδικότερα, ο συγγραφέας εξήγησε πως το EVA μπορεί να παρακινεί τα διοικητικά στελέχη να συμπεριφέρνονται σαν ιδιοκτήτες παρά σαν υπάλληλοι. Επιπρόσθετα, ο συγγραφέας πρότεινε κάποιες σημαντικές λογιστικές προσαρμογές που θα πρέπει να πραγματοποιηθούν πριν υπολογιστεί το EVA.

Ακόμα, ο Stewart απέδειξε την ισοδυναμία της αποτίμησης της αξίας μεταξύ της προεξόφλησης με ελεύθερες ταμιακές ροές (Free Cash Flow valuation) και οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA valuation). Στο βιβλίο αυτό παρουσιάστηκε εμπειρική έρευνα, από την οποία προέκυψε ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ EVA και MVA για επιχειρήσεις με υψηλό EVA, ενώ για επιχειρήσεις με αρνητικό EVA η συσχέτιση είναι μικρότερη.

Το 1994 ο Stewart (Stewart, 1994) εξέτασε δείγμα αμερικάνικων επιχειρήσεων και διαπίστωσε ότι οι μεταβολές του MVA οφείλονταν κατά 50% στις μεταβολές του EVA και ότι σε αυτό το επίπεδο το EVA αποτελεί καλύτερο δείκτη μέτρησης του πλούτου των μετόχων απ' ό,τι οι λογιστικοί δείκτες. Ο λόγος που η συσχέτιση ήταν μόνο 50% ήταν το γεγονός ότι το EVA βασιζόταν σε ιστορικά αποτελέσματα, ενώ το MVA σε μελλοντικές προσδοκίες. Ωστόσο, το EVA παραμένει το καλύτερο περιοδικό μέτρο της δημιουργίας πλούτου για τους μετόχους.

Το 1996 ο O'Byrne (O' Byrne 1996) απέδειξε πως με τις κατάλληλες προσαρμογές το EVA ερμηνεύει καλύτερα την αξία μιας επιχείρησης από τα λειτουργικά κέρδη και τις ελεύθερες ταμιακές ροές.

Την ίδια χρονιά οι Dodd και Chen (Dodd et.al, 1996) απέδειξαν ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA είναι οριακά μεγαλύτερο από εκείνο του καθαρού εισοδήματος (residual income). Το πληροφοριακό περιεχόμενο του πρώτου είναι μεγαλύτερο από εκείνο της ιδιωφελούς αποδοτικότητας και των κερδών ανά μετοχή, ενώ η συνολική

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

αποδοτικότητα ερμηνεύει λίγο καλύτερα τη μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων από το EVA.

Επίσης, το 1996 ο Grant (Grant 1996) μέσα από ένα δείγμα αμερικάνικων επιχειρήσεων κατέληξε στο ότι ο λόγος EVA / Capital ερμηνεύει κατά 31,6% το λόγο MVA / Capital. Επιπρόσθετα, ο Grant διαπίστωσε ότι όταν έχουμε εταιρείες με υψηλό EVA, υπάρχει πολύ μεγάλη συσχέτιση μεταξύ του EVA και του MVA, ενώ συμβαίνει το αντίθετο για εταιρείες με μικρό ή αρνητικό EVA.

Το ίδιο έτος οι P & D Peterson (Peterson et.al, 1996) διαπίστωσαν ότι το EVA έχει μικρή συσχέτιση με τις μετοχικές αποδόσεις, ενώ τα μέτρα αξιολόγησης της αξίας που βασίζονται στο MVA έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις μετοχικές αποδόσεις, παρά τις αδυναμίες που έχουν.

Τέλος, το 1996, ο Wallace (Wallace, 1996) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η υιοθέτηση του EVA βοηθάει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει επειδή το EVA μπορεί να μετρήσει την απόδοση των διοικητικών στελεχών και έτσι τα στελέχη να ανταμειφθούν σύμφωνα με τη συνεισφορά τους στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Μάλιστα, η έρευνα του Wallace σε αμερικάνικες επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν το EVA στα συστήματα ανταμοιβής έδειξε ότι οι επαναγορές μετοχών αυξήθηκαν κατά 112%, οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 100%, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού αυξήθηκε κατά 40%, οι αγορές περιουσιακών στοιχείων μειώθηκαν κατά 21%, ενώ τα μερίσματα ανά μετοχή αυξήθηκαν κατά 1%.

Το 1997 κι' άλλες σημαντικές μελέτες και έρευνες είδαν το φως της ημέρας. Μια από αυτές ήταν εκείνη των Biddle, Bowen και Wallace (Biddle et.al, 1997). Οι τρεις συγγραφείς προσπάθησαν να ερευνήσουν ποιο από τα EVA, απλό καθαρό εισόδημα (Residual Income, IR), χρηματοροές από οργανικές δραστηριότητες (Cash Flow from Operations, CFO) και κέρδη προ εκτάκτων αποτελεσμάτων (Earnings Before Extraordinary Items, EBEI) ερμηνεύει καλύτερα τη μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων. Η έρευνα έδειξε ότι η σειρά των μέτρων με τη μεγαλύτερη ερμηνευτική ικανότητα έχει ως εξής: EBEI, RI, EVA, CFO. Ακόμα, η έρευνα έδειξε ότι μπορεί τα επιμέρους στοιχεία του EVA να προσφέρουν μεγαλύτερη πληροφόρηση από τα κέρδη, όμως το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA είναι μικρότερο από εκείνο των κερδών. Σχετικά με τη σύνδεση του EVA με την ανταμοιβή των στελεχών, οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το EBEI εκφράζει οριακά μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο από το EVA.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Το 1997 ακόμα μια έρευνα πραγματοποιήθηκε από τους Bacidore, Boquist, Milbourn και Thakor (Bacidore et.al, 1997). Οι συγγραφείς αυτοί μίλησαν για τη βελτιωμένη οικονομική προστιθέμενη αξία (Refined Economic Value Added, REVA), η οποία βασίζεται σε αγοραίες αξίες αντί των προσαρμοσμένων λογιστικών αξιών του EVA. Μετά από έρευνα σε δείγμα αμερικάνικων εταιρειών βρέθηκε ότι το REVA ερμηνεύει καλύτερα τη μεταβλητότητα των τρεχουσών τιμών των μετοχών από το EVA. Ακόμα, οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα πως το REVA περιέχει πληροφοριακό περιεχόμενο που δεν περιλαμβάνεται στο EVA. Στη συνέχεια της έρευνας τους, οι συγγραφείς έφτιαξαν δύο χαρτοφυλάκια. Το πρώτο χαρτοφυλάκιο περιείχε τις 25 εταιρείες με το υψηλότερο EVA και το άλλο τις 25 εταιρείες με το υψηλότερο REVA. Έπειτα, μέτρησαν την απόδοση των χαρτοφυλακίων για την περίοδο 1988 – 1992 και βρήκαν ότι η απόδοση του δεύτερου χαρτοφυλακίου ήταν μεγαλύτερη κατά 1,2% από εκείνη του πρώτου.

Το ίδιο έτος είχαμε την έρευνα των Lehn και Makhija (Lehn et.al, 1997). Σε αυτή την έρευνα μέσα από ένα δείγμα αμερικάνικων επιχειρήσεων βρέθηκε ότι το EVA και το MVA ερμηνεύουν καλύτερα τη μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων σε σχέση με δείκτες όπως το περιθώριο κέρδους, η συνολική αποδοτικότητα και η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, οι Lehn και Makhija βρήκαν ότι το EVA και το MVA εμφανίζουν αρνητική συσχέτιση με τις απολύσεις διοικητικών στελεχών, ενώ οι άλλοι τρεις δείκτες που αναφέρθηκαν δεν εμφανίζουν σημαντική συσχέτιση.

Τέλος, το 1997 ο Zimmerman (Zimmerman, 1997) ισχυρίστηκε ότι ούτε το EVA ούτε και κάποιο άλλο παρόμοιο μέτρο αξίας μπορεί να υπολογίσει πλήρως τις συνέργιες που υπάρχουν μεταξύ των επιμέρους τμημάτων μιας επιχείρησης. Επομένως, η χρησιμοποίηση μέτρων όπως το EVA δεν μπορεί να εκφράσει επακριβώς το μερίδιο των επιμέρους τμημάτων μιας επιχείρησης στη συνολική δημιουργημένη αξία. Ακόμα, ο Zimmerman διαπίστωσε ότι η διατήρηση δύο λογιστικών συστημάτων, του GAAT (General Accepted Accounting Principles) και του λογιστικού συστήματος που περιλαμβάνει τις απαραίτητες λογιστικές προσαρμογές για τον υπολογισμό του EVA, δημιουργεί προβλήματα στο λογιστικό έλεγχο αλλά και στη λήψη αποφάσεων.

Το 1998 ο Al Ehrbar (Ehrbar, 1998) δημοσίευσε το βιβλίο του με τίτλο «EVA The Real Key to Creating Wealth». Σε αυτό το βιβλίο έγινε ανάλυση για το πώς το EVA μπορεί να αυξήσει την αξία των μετόχων. Ειδικότερα, παρουσιάστηκαν συστήματα ανταμοιβών, τα οποία βασίζονται στο EVA. Τέτοια συστήματα είναι η πληρωμή των διευθυντών για τις αυξήσεις του EVA, ένα σταθερό ποσοστό επί της προστιθέμενης

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

οικονομικής αξίας της επιχείρησης και το bonus που δίνεται εάν επιτευχθεί το επιθυμητό επίπεδο οικονομικής αξίας (target bonus). Επίσης, ο συγγραφέας ανέλυσε το σύστημα ανταμοιβής όπου το ποσό του bonus καθορίζεται από έναν τύπο, ο οποίος περιέχει το EVA αλλά και άλλες μεταβλητές. Τέλος, ο Ehrbar ανέφερε το σύστημα του bonus bank, σύμφωνα με το οποίο για κάθε χρόνο που υπάρχει αύξηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας ένα bonus κατατίθεται στο bonus bank ενώ όταν υπάρχει μείωση της αξίας τότε ένα ποσό αφαιρείται από το bonus bank.

Το ίδιο έτος, οι B-H. Bao και D-H. Bao (Bao et.al, 1998) μέσα από ένα δείγμα αμερικάνικων εταιρειών βρήκαν ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο της προστιθέμενης αξίας (Πωλήσεις – Κόστος Πωληθέντων – Αποσβέσεις) είναι μεγαλύτερο από εκείνο των καθαρών κερδών και των υπερβαλλόντων κερδών (τα οποία ορίζουν ως EVA).

Μια άλλη έρευνα που έγινε το 1998 ήταν εκείνη των Chen και Dodd (Chen et.al, 1998), οι οποίοι πήραν δείγμα αμερικάνικων επιχειρήσεων και βρήκαν ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο του καθαρού εισοδήματος είναι οριακά μεγαλύτερο από εκείνο των λειτουργικών κερδών, ενώ η ερμηνευτική ικανότητα του EVA είναι ακόμα μικρότερη από εκείνες των προηγούμενων δύο.

Το 1999 ο Kleiman (Kleiman, 1999) πήρε δείγμα αμερικάνικων εταιρειών που χρησιμοποιούσαν το EVA και διαπίστωσε πως για την πρώτη τριετία οι εταιρείες που χρησιμοποιούσαν το EVA είχαν εμφανίσει αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων, της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, του λειτουργικού περιθωρίου κέρδους, των λειτουργικών κερδών ανά εργαζόμενο, ενώ δεν παρατηρήθηκε αύξηση του κόστους κεφαλαίου.

Επιπρόσθετα, το 1999 δημοσιεύθηκε η έρευνα των Riceman, Cahan και Lal (Riceman et.al, 1999), όπου αποδείχτηκε ότι οι διευθυντές που εργάζονται σε εταιρείες που χρησιμοποιούν το EVA στο σύστημα ανταμοιβής εμφανίζουν μεγαλύτερη απόδοση από τους υπόλοιπους διευθυντές. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι οι ίδιοι οι διευθυντές να κατανοούν την έννοια του EVA.

Το 2000 οι Garvey και Milbourn (Garvey et.al, 2000) με το άρθρο τους ερεύνησαν κατά πόσο το EVA αποτελεί κριτήριο των bonus των ανώτατων στελεχών. Στην αρχή του άρθρου τους οι συγγραφείς αναφέρθηκαν σε αμερικάνικες εταιρείες που είτε δεν χρησιμοποιούσαν το EVA ως σύστημα ανταμοιβής της διοίκησης είτε χρησιμοποιούσαν δικές τους παραλλαγές του EVA. Στη συνέχεια, οι συγγραφείς διεξήγαγαν μια εμπειρική

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

έρευνα που αφορούσε αμερικάνικες εταιρείες για μια περίοδο 6 ετών. Από αυτή την έρευνα προέκυψε ότι μεγέθη όπως το EVA και τα πραγματικά κέρδη των επιχειρήσεων αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες της ανταμοιβής της ανώτατης διοίκησης.

Το ίδιο έτος οι Garvey και Milbourn (Garvey et.al, 2000) με νέο άρθρο τους αναφέρθηκαν σε μεθόδους με τις οποίες οι εταιρείες διαπιστώνουν την οριακή συνεισφορά της ανώτατης διοίκησης στη δημιουργία πραγματικών κερδών. Επίσης, οι Garvey και Milbourn περιέγραψαν ένα μοντέλο που εκτιμά την αξία των παραπάνω μεθόδων αποτίμησης της συνεισφοράς της ανώτατης διοίκησης. Στη συνέχεια, οι συγγραφείς παρατήρησαν ότι μια μέση επιχείρηση δεν κερδίζει τίποτα από την χρήση του EVA ως συστήματος ανταμοιβής, αφού για τις επιχειρήσεις αυτές τα κέρδη έχουν χαμηλή συσχέτιση με το EVA. Οι Garvey και Milbourn κατέληξαν στο ότι η υιοθέτηση του EVA ως συστήματος ανταμοιβής εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης, το μέγεθος των ενσώματων ακινητοποιήσεων, το επίπεδο της μόχλευσης και την απόδοση που προκύπτει από την τιμή του δείκτη q του Tobin. Τέλος, οι συγγραφείς παρατήρησαν ότι είναι πιθανότερο για τις εταιρείες με υψηλή οικονομική προστιθέμενη αξία να χρησιμοποιήσουν το EVA για την αξιολόγηση των ανώτατων στελεχών.

Το 2001 ο Fernandez (Fernandez, 2001) ανέλυσε ένα δείγμα 582 αμερικάνικων εταιρειών για τα έτη 1987 – 1997 και διαπίστωσε ότι για 296 εταιρείες οι μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά κέρδη και οι μεταβολές του MVA εμφάνισαν μεγαλύτερη συσχέτιση, ενώ για 210 εταιρείες οι μεταβολές του EVA και MVA εμφάνισαν αρνητική συσχέτιση. Επιπλέον, σε δείγμα 28 ισπανικών εταιρειών παρατηρήθηκε αρνητική συσχέτιση μεταξύ της πραγματικής απόδοσης των μετοχών και του EVA. Επομένως, σύμφωνα με τη μελέτη του Fernandez για τις ισπανικές εταιρείες το EVA δε μετράει την αξία των μετόχων.

Την ίδια χρονιά μέσα από ένα δείγμα 64 αμερικάνικων εταιρειών για την περίοδο 1983-1995 οι Hogan και Lewis (Hogan et.al, 2001) διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που είχαν υιοθετήσει πλάνα οικονομικών κερδών για την αξιολόγηση της απόδοσης της ανώτατης διοίκησης παρουσίασαν οριακά καλύτερη απόδοση από τις υπόλοιπες. Οι Hogan και Lewis παρατήρησαν ότι οι CEO που βρίσκονταν σε οικονομικές μονάδες στις οποίες η αξιολόγηση γινόταν σύμφωνα με τα οικονομικά κέρδη είχαν μεγαλύτερες απολαβές σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, οι συγγραφείς βρήκαν ότι οι μεγαλομέτοχοι και τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ήταν περισσότερα και τα διοικητικά συμβούλια ήταν μεγαλύτερα για τις εταιρείες που

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

διατηρούσαν συστήματα αξιολόγησης βασισμένα στα οικονομικά κέρδη σε σύγκριση με τις υπόλοιπες.

Επιπρόσθετα, οι Hogan και Lewis εξέτασαν μεταβλητές που θα μπορούσαν να οδηγήσουν μια επιχείρηση να χρησιμοποιήσει συστήματα ανταμοιβής βασισμένα στα οικονομικά κέρδη. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι ποσοστιαίες μεταβολές σε δείκτες όπως είναι εκείνοι του περιθωρίου κέρδους, της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ή επενδύσεις σε νέα έργα δε συσχετίζονται θετικά με την υιοθέτηση τέτοιων συστημάτων ανταμοιβής. Ωστόσο, οι ποσοστιαίες μεταβολές σε ευκαιρίες ανάπτυξης σχετίζονται θετικά με συστήματα αξιολόγησης βασισμένα σε δείκτες όπως το EVA. Επίσης, δεν υπήρξε συσχέτιση μεταξύ της αναλογίας των μετόχων και συστημάτων αξιολόγησης όπως τα παραπάνω.

Το 2001 οι Salmi και Virtanen (Salmi et.al, 2001) παρατήρησαν ότι όταν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ισοδυναμεί με την πραγματική κερδοφορία μιας επιχείρησης το κόστος δανεισμού δεν επηρεάζει σημαντικά το EVA. Ακόμα, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι όσο περισσότερες είναι οι επενδύσεις για ανάπτυξη σε μια εταιρεία τόσο μεγαλύτερη μεταβλητότητα έχει το EVA. Άλλες παρατηρήσεις των Salmi και Virtanen ήταν ότι το EVA επηρεάζεται από τυχαία γεγονότα και από τους επιχειρηματικούς κύκλους και ότι αποτελεί λιγότερο σταθερό δείκτη απόδοσης από το ROI. Τέλος, σύμφωνα με τους Salmi και Virtanen για την περίπτωση που μια επιχείρηση έχει ως στόχο ένα λογικό επίπεδο αποδοτικότητας το EVA μπορεί να αποτελέσει οιωνό για μια μελλοντική χρεωκοπία.

Το 2002 η Peixoto (Peixoto, 2002) πήρε ένα δείγμα 39 πορτογαλικών εταιρειών για την περίοδο 1995 – 1998 και παρατήρησε ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των καθαρών κερδών ήταν οριακά μεγαλύτερο από εκείνο των λειτουργικών κερδών και του EVA. Επίσης, η συγγραφέας παρατήρησε ότι το EVA, τα καθαρά και τα λειτουργικά κέρδη ερμηνεύουν περίπου στον ίδιο βαθμό τις μεταβολές της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, η Peixoto βρήκε ότι οι μεταβολές του EVA εξηγούν κατά 80% τις μεταβολές του MVA.

Το 2002 οι Tortella και Brusco (Tortella et.al, 2002) πήραν ένα δείγμα 61 εταιρειών για την περίοδο 1983-1998 και μελέτησαν την αντίδραση της αγοράς στην περίπτωση που μια εταιρεία υιοθετεί το EVA. Το αποτέλεσμα της έρευνας ήταν ότι δεν υπάρχει σημαντική αντίδραση από την πλευρά της αγοράς και όποτε υπάρχει είναι στατιστικά ασήμαντη. Επομένως, η αγορά θεωρεί ότι η υιοθέτηση του EVA δε θα αυξήσει

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

σημαντικά την αξία μιας επιχείρησης. Στο ίδιο άρθρο, οι συγγραφείς εξέτασαν το κατά πόσο η διοίκηση μπορεί να χειραγωγήσει τα κριτήρια αξιολόγησης που βασίζονται στις ταμειακές ροές. Σε αυτή την έρευνα οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 45 επιχειρήσεων που χρησιμοποιούσαν το EVA για την αξιολόγηση της διοίκησης και 16 που το χρησιμοποιούσαν ως εργαλείο διοίκησης. Η έρευνα έδειξε ότι δε σημειώθηκε χειραγώγηση του συστήματος αξιολόγησης, όμως το δείγμα ήταν σχετικά μικρό και γι' αυτό δεν μπόρεσαν να προκύψουν ασφαλή συμπεράσματα.

Το 2003 ο Grant στο βιβλίο «Foundations of Economic Value Added» συσχέτισε τους όρους αξία επιχείρησης και ανάπτυξη (Grant, 2003). Ο Grant έκανε εταιρική ανάλυση σε ένα δείγμα αμερικάνικων εταιρειών και παρατήρησε ότι η μετοχή μιας εταιρείας μπορεί να φαίνεται υποτιμημένη, αλλά να μην αποτελεί καλή επενδυτική ευκαιρία εξαιτίας των χαμηλών ή αρνητικών EVA και MVA. Επομένως, η απόφαση για το αν μια επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη θα πρέπει να βασίζεται στην ικανότητα της να παράγει αξία. Στη συνέχεια ο Grant ανέλυσε τους αμερικάνικους κλάδους με την χρήση του EVA και MVA και διαπίστωσε ποιοι κλάδοι αποτελούσαν καλές επενδυτικές ευκαιρίες, τέτοιοι κλάδοι ήταν ο κλάδος των τροφίμων, των ποτών, της καπνοβιομηχανίας, της βιοτεχνολογίας και η φαρμακοβιομηχανία. Τέλος, ο Grant παρατήρησε ότι κάποιες βιομηχανίες δεν κατάφεραν να επαληθεύσουν τις προσδοκίες που είχαν δημιουργηθεί σχετικά με την ικανότητα τους να παράγουν αξία. Ειδικότερα, το 2000 το 35% των αμερικάνικων βιομηχανιών δημιούργησαν μικρότερη αξία από την προσδοκώμενη. Ωστόσο, αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να οφειλόταν σε σύμπτωση ή στα διαρκή προβλήματα της αμερικάνικης οικονομίας.

Το 2003 σε διπλωματική εργασία για πρώτη φορά στην Ελλάδα εξετάστηκε το κατά πόσο το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA, του καθαρού εισοδήματος και του λειτουργικού εισοδήματος ερμηνεύει τη μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων (Αναστάσσης, 2003). Ο συγγραφέας της εργασίας Αναστάσσης μέσα από ένα δείγμα 121 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων εταιρειών παρατήρησε ότι κατά σειρά τη μεγαλύτερη ερμηνευτική ικανότητα την έχει το καθαρό εισόδημα, το EVA και το λειτουργικό εισόδημα. Επιπλέον, η έρευνα αυτή επαλήθευσε τη θεωρία που θέλει το EVA να έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με το MVA σε σχέση με τους υπόλοιπους δείκτες.

Το 2005 οι Yao, Sutton και Chan (Yao et.al, 2005) παρατήρησαν ότι ουσιαστικά μεταξύ λογιστικών δεικτών όπως η συνολική αποδοτικότητα, η ιδιωφελής αποδοτικότητα, η αποδοτικότητα πωλήσεων, και δαπανών για πληροφοριακή τεχνολογία δεν υπάρχει συσχέτιση. Αντίθετα, μεταξύ EVA και δαπανών πληροφοριακής τεχνολογίας η

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

συσχέτιση είναι ισχυρή. Άρα, το EVA θα πρέπει να είναι το κύριο μέτρο επίδοσης για τους διευθυντές που αποφασίζουν για τις τεχνολογικές επενδύσεις.

Το 2005 σε μια άλλη διπλωματική εργασία ο Κελεπούρης παρουσίασε το EVA σαν το πιο ενδεδειγμένο μέτρο της οικονομικής αξίας μιας επιχείρησης. Ακόμα απέδειξε την ισοδυναμία μεταξύ EVA και προεξοφλημένων ταμιακών ροών και υπολόγισε το EVA της Coca – Cola Τρία Έψιλον για το 2003, το οποίο ήταν πολύ κοντά στο πραγματικό (Κελεπούρης 2005).

Το 2006 έγινε από τον Χάψα μια διπλωματική εργασία για το EVA, η οποία αφορούσε μια ανασκόπηση μερίδας της βιβλιογραφίας που έχει αναπτυχθεί για το EVA (Χάψας, 2006). Η βιβλιογραφία που παρουσιάστηκε αφορούσε το κατά πόσο το EVA αποτελεί το καλύτερο μέτρο προσδιορισμού της οικονομικής αξίας και το κατά πόσο το EVA βοηθάει στη βελτίωση της επίδοσης μιας επιχείρησης.

Τέλος, το 2006 δημοσιεύτηκε μια έρευνα των Αρτίκη Π. & Γ. και Κελεπούρη (Artikis et.al, 2006) η οποία αφορούσε κλαδική και εταιρική ανάλυση 273 εισηγμένων εταιρειών για την περίοδο 2000-2004. Σύμφωνα με αυτή την έρευνα, παρά το γεγονός ότι η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος είχε θετική λειτουργική αποδοτικότητα για ολόκληρη την περίοδο της έρευνας, εμφάνισε αρνητικό EVA για τα έτη 2000-2004. Το αρνητικό EVA οφειλόταν στην αύξηση με φθίνοντα ρυθμό της λειτουργικής αποδοτικότητας και στην αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου με αύξοντα ρυθμό. Επιπρόσθετα, για τα 4 πρώτα χρόνια της έρευνας οι 9 στους 10 κλάδους είχαν θετικό EVA, ενώ το 2004 οι κλάδοι με θετικό EVA ήταν μόνο 4.

2.4. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του EVA

Όσον αφορά τα πλεονεκτήματα του EVA, το EVA είναι το μοναδικό άμεσα συνδεδεμένο μέτρο με την αξία μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, το EVA είναι στενά συνδεδεμένο με τις προεξοφλημένες ταμιακές ροές, όπως άλλωστε έχει αποδειχθεί από τον Stewart (Stewart 1991, σελ. 175) αλλά και από άλλους αναλυτές (Κελεπούρης 2005, σελ. 96) Επομένως, όσο γίνονται επενδύσεις που θα αποφέρουν μελλοντικές θετικές καθαρές ταμιακές ροές τόσο θα αυξάνεται η οικονομική προστιθεμένη αξία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ακόμα, το EVA μπορεί να βοηθήσει στην καλύτερη λειτουργία του προγραμματισμού και ειδικότερα στον καθορισμό των στόχων. Για παράδειγμα, το EVA θα μπορούσε να κατευθύνει τα ανώτατα διοικητικά στελέχη στον καθορισμό στόχων που θα οδηγούσαν στην επίτευξη μιας συγκεκριμένης αύξησης του EVA πχ. της τάξεως του 10%.

Ο δείκτης EVA θα μπορούσε να συνεισφέρει και στην αξιολόγηση και στη βελτίωση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Το EVA επηρεάζεται από όλες τις αποφάσεις της ανώτατης διοίκησης και επομένως μπορεί να ελεγχθεί η ορθότητα των αποφάσεων αυτών με βάση τις μεταβολές του. Το EVA επηρεάζεται έμμεσα από τις αποφάσεις της ανώτατης διοίκησης μέσω της αποδοτικότητας και του κόστους κεφαλαίου. Δηλαδή, οι αποφάσεις επενδύσεων αλλά και εκείνες που αφορούν τη μερισματική πολιτική επηρεάζουν την αποδοτικότητα του κεφαλαίου, ενώ οι αποφάσεις χρηματοδοτήσεως επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου. Επιπρόσθετα, το EVA αποτελεί ένα ελεγχόμενο μέτρο αξίας αφού η διοίκηση μιας εταιρείας μπορεί να το ελέγξει μέσω των παραπάνω αποφάσεων σε αντίθεση με το MVA, το οποίο εξαρτάται από την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή.

Επίσης, το EVA βοηθάει στη λειτουργία του ελέγχου, αφού μπορεί να μετρήσει την αξία που πραγματοποιήθηκε από τα επιμέρους τμήματα και τους διευθυντές μιας επιχείρησης και να τη συγκρίνει με την επιθυμητή. Με βάση την απόκλιση μεταξύ πραγματικής και επιθυμητής αξίας γίνεται και η αξιολόγηση των διευθυντών και οι διορθωτικές ενέργειες. Επιπλέον, η χρησιμοποίηση του EVA σε συστήματα ανταμοιβών μπορεί να αποτελέσει κίνητρο για τους διευθυντές να βελτιώσουν την επίδοση τους, υπό την προϋπόθεση ότι οι τελευταίοι κατανοούν τον τρόπο υπολογισμού του EVA. Με αυτό τον τρόπο τα συμφέροντα της διοίκησης ευθυγραμμίζονται με εκείνα των μετόχων.

Τέλος, το EVA βελτιώνει την κατανομή πόρων και την επικοινωνία. Ειδικότερα, οι πόροι κατανέμονται στα επιμέρους τμήματα ή δραστηριότητες μιας επιχείρησης σύμφωνα με την οικονομική αξία που παράγουν. Έτσι, οι πόροι κατευθύνονται προς τα πιο παραγωγικά τμήματα. Η επικοινωνία βελτιώνεται τόσο εντός όσο και εκτός της επιχείρησης, αφού υπάρχει ένα κοινό σύστημα αναφοράς που βασίζεται στην οικονομική προστιθέμενη αξία, αλλά και επειδή υπάρχει διαφάνεια προς την επίτευξη των στόχων, πχ. μπορεί να ελεγχθεί αν επιτεύχθηκε το EVA που είχε τεθεί ως στόχος. Άλλωστε, η μετατροπή των λογιστικών πληροφοριών σε οικονομική πραγματικότητα μπορεί να γίνει εύκολα κατανοητή από άτομα που κατανοούν σε χαμηλό βαθμό τους λογιστικούς όρους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Σχετικά με τα μειονεκτήματα, κάθε εταιρεία υπολογίζει το EVA με το δικό της τρόπο με αποτέλεσμα οι υπολογισμοί να χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό υποκειμενικότητας. Δηλαδή, κάθε εταιρεία υιοθετεί όσες προσαρμογές θέλει για τη μέτρηση του EVA, με συνέπεια να μην υπάρχει ουσιαστικά κοινό σύστημα αναφοράς, περισσότερα για τις λογιστικές προσαρμογές αναφέρονται στο επόμενο κεφάλαιο. Ακόμα, όπως αναφέρθηκε και στα πλεονεκτήματα, το EVA αποτελεί ελεγχόμενο μέτρο αξίας, επομένως η ανώτατη διοίκηση με τις αποφάσεις που λαμβάνει μπορεί να ελέγξει το αποτέλεσμα του EVA και να το παρουσιάσει όπως εκείνη επιθυμεί.

Επιπλέον, η ανώτατη διοίκηση για να πετύχει τους βραχυπρόθεσμους στόχους ως προς το επιθυμητό επίπεδο EVA μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη μακροχρόνια ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη. Δηλαδή, η ανώτατη διοίκηση προκειμένου να κρατήσει σταθερό ή να αυξήσει το EVA μπορεί να μην προβεί σε επενδύσεις μεγάλης απόδοσης και κινδύνου και έτσι μακροπρόθεσμα να ξεπεραστεί από τους ανταγωνιστές της που κάνουν τέτοιες επενδύσεις. Ωστόσο, αυτό το πρόβλημα της υποεπένδυσης μπορεί να ξεπεραστεί με την υιοθέτηση συστημάτων ανταμοιβής όπως το bonus bank, με τη διάθεση μετοχών στους διευθυντές και με την χρήση μη χρηματοοικονομικών δεικτών συνδεδεμένων με το EVA όπως είναι οι δείκτες ικανοποίησης της πελατείας.

Τέλος, το EVA δε λαμβάνει υπόψη τις συνέργιες που αναπτύσσονται μεταξύ των τμημάτων μιας επιχείρησης. Έτσι, ένα τμήμα που κρίνεται μη αποδοτικό ως προς την παραγωγή αξίας και σύμφωνα με το EVA θα έπρεπε να λαμβάνει λιγότερους πόρους, μπορεί να έχει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις με άλλα τμήματα. Το μειονέκτημα αυτό μπορεί να αντιμετωπιστεί με σύνδεση της απόδοσης ενός τμήματος σύμφωνα με το EVA και των τμημάτων που αλληλοσυσχετίζεται με χρήση κοστολόγησης ανά δραστηριότητα (Activity Based Costing) όπου αυτό είναι δυνατό και με χρήση οδηγού αξίας για την παρακολούθηση μονάδων που δεν αποτελούν κέντρα επενδύσεων (Κελεπούρης 2005, σελ. 117).

2.5. Σύνοψη κεφαλαίου

Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι μια έννοια με μεγάλη απήχηση και αναγνώριση παγκοσμίως. Η έννοια αυτή είναι δημιούργημα της αμερικάνικης συμβουλευτικής εταιρείας Stern Stewart & Co και αποτελεί ένα από τα καλύτερα αν όχι το καλύτερο

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

μέτρο περιοδικής αξιολόγησης της αξίας που δημιουργεί μια επιχείρηση. Η οικονομική προστιθέμενη αξία δίνεται από τον τύπο:

EVA = (ROIC – WACC) x OIC

όπου **ROIC = NOPAT/OIC** και **NOPAT = EBIT x (1 – corporate tax rate) = EBIT – Taxes on EBIT** ή **NOPAT = EBITA – Taxes on EBITA**

όπου **Total OIC = net operating working capital + operating long-term assets**

Το WACC χωρίζεται σε κόστος κοινού και προνομιούχου κεφαλαίου, σε κόστος αποθεματικών και σε κόστος δανεισμού. Το κόστος των παραπάνω στοιχείων του μέσου σταθμικού κεφαλαίου βρίσκεται από τους εξής τύπους:

$\mathbf{k_e = DIV_1 / P_0 + g}$

$\mathbf{k_{ps}}$ **= dividend / price of preferred stock**

Expected return on reserves = risk-free interest rate + (stock's beta x expected market risk premium) ή $\mathbf{k_s = DIV_1 / P_0 + g}$ **ή** $\mathbf{k_s}$ **= bond yield + risk premium**

$\mathbf{k_d}$ **= (interest rate – tax savings) x (1 – corporate tax rate)**

Το πρώτο βιβλίο για το EVA ήταν του Stewart και εκδόθηκε το 1991. Σήμερα υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία για το EVA, κυρίως από συγγραφείς του εξωτερικού. Η βιβλιογραφία του EVA καλύπτει θέματα όπως ελέγχους για το πληροφοριακό περιεχόμενο του EVA, μελέτες για το πώς το EVA μπορεί να βελτιώσει την επίδοση μιας επιχείρησης πχ. ενσωμάτωση του EVA στα συστήματα ανταμοιβών της διοίκησης και κλαδικές ή εταιρικές αναλύσεις.

Το EVA έχει τα εξής πλεονεκτήματα κα μειονεκτήματα:

- είναι το μοναδικό άμεσα συνδεδεμένο μέτρο με την αξία μιας επιχείρησης
- βελτιώνει τη λειτουργία του προγραμματισμού, τον καθορισμό στόχων και τον έλεγχο

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

- βελτιώνει την επίδοση της διοίκησης μιας επιχείρησης, όταν αυτό ενσωματώνεται στα συστήματα ανταμοιβής
- βελτιώνει την κατανομή πόρων και την επικοινωνία μέσα σε μια επιχείρηση

- ο υπολογισμός του EVA χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό υποκειμενικότητας
- η επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων ως προς το επιθυμητό επίπεδο EVA μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη μακροχρόνια ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη
- δε λαμβάνει υπόψη τις συνέργιες μεταξύ των τμημάτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ

Σύμφωνα με την Stern Stewart για να υπολογίσουμε το EVA θα πρέπει πρώτα να γίνουν κάποιες λογιστικές προσαρμογές (accounting adjustments) στα επενδυμένα κεφάλαια και στα λειτουργικά κέρδη. Οι λογιστικές προσαρμογές που υπάρχουν είναι πάνω από 160, εδώ θα παρουσιαστούν εκείνες οι προσαρμογές που συναντώνται συχνότερα.

3.1. Λειτουργική μίσθωση

Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ) δεν αναγνωρίζει τη λειτουργική μίσθωση. Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ Νο 17) λειτουργική μίσθωση είναι η μίσθωση με την οποία ουσιαστικά δε μεταβιβάζονται όλοι οι κίνδυνοι και οι ωφέλειες που αφορούν την κυριότητα. Κατά το πρότυπο, από την πλευρά του μισθωτή το μίσθιο εμφανίζεται στον ισολογισμό με το λογαριασμό εκμισθωμένα πάγια, μαζί με τις υποχρεώσεις από εκμισθωμένα πάγια. Το μίσθωμα χωρίζεται σε τόκους-έξοδα και σε κεφάλαιο. Ο τόκος πηγαίνει στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης ενώ το κεφάλαιο στον ισολογισμό και βαίνει αφαιρετικά των υποχρεώσεων από εκμισθωμένα πάγια. Από την πλευρά του εκμισθωτή το μίσθιο εμφανίζεται στον ισολογισμό ως περιουσιακό στοιχείο που προορίζεται για λειτουργική μίσθωση. Επιπρόσθετα, ο λογαριασμός απαιτήσεις από εκμισθωμένα πάγια εμφανίζεται στον ισολογισμό ενώ το μίσθωμα το χωρίζουμε σε τόκους-έσοδα και σε κεφάλαιο. Ο τόκος πηγαίνει στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως και το κεφάλαιο βαίνει αφαιρετικά του λογαριασμού απαιτήσεις από εκμισθωμένα πάγια. Στη λειτουργική μίσθωση οι αποσβέσεις βαραίνουν τον εκμισθωτή (Σακέλλης 2002, σελ. 464).

Σύμφωνα με την Stern Stewart, οι λειτουργικές μισθώσεις αποτελούν ισοδύναμο των δανειακών κεφαλαίων, ενώ τα μισθωμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν ισοδύναμα πάγιου ενεργητικού. Για τον υπολογισμό του EVA η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων προστίθεται στο λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο και το γινόμενο της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων επί το κόστος δανεισμού προστίθεται στα λειτουργικά κέρδη.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

3.2. Επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη

Το ΕΓΛΣ δεν ξεχωρίζει τις έννοιες της έρευνας και της ανάπτυξης. Με βάση το ΕΓΛΣ, οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη περιλαμβάνονται στο λογαριασμό του ισολογισμού έξοδα ερευνών και ανάπτυξης, όπου παρακολουθούνται τα έξοδα που γίνονται για έρευνες σε άλλους κλάδους και τομείς δραστηριότητας μιας οικονομικής μονάδας, εκτός από τα ορυχεία, μεταλλεία και λατομεία (Σακέλλης 2002, σελ. 799). Ακόμα, ένα μέρος των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης βαραίνει την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και εκφράζεται από το λογαριασμό έξοδα έρευνας και ανάπτυξης. Επιπρόσθετα, το 1984 καθοριστήκαν οι δραστηριότητες που αποτελούν επιστημονική και τεχνολογική έρευνα από τους υπουργούς βιομηχανίας ενέργειας και τεχνολογίας και οικονομικών. Η απόσβεση των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης γίνεται είτε εφάπαξ την στιγμή που τα έξοδα αυτά πραγματοποιούνται είτε τμηματικά και ισόποσα μέσα σε μια περίοδο 5 ετών.

Κατά τα ΔΛΠ και ειδικότερα το ΔΛΠ που αφορά το χειρισμό των άυλων περιουσιακών στοιχείων (ΔΛΠ Νο 38) οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης χωρίζονται σε δαπάνες έρευνας που βαρύνουν τα αποτελέσματα χρήσης και δαπάνες ανάπτυξης που βαρύνουν τον ισολογισμό και μάλιστα τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις του προτύπου. Για τα ΔΛΠ έρευνα είναι η πρωτότυπη και προγραμματισμένη συστηματική εξέταση που γίνεται με την ελπίδα απόκτησης νέας επιστημονικής ή τεχνικής γνώσης και αντίληψης. Οι δαπάνες έρευνας καταχωρούνται στα έξοδα με την πραγματοποίηση τους. Ενώ, για τα ΔΛΠ «ανάπτυξη είναι η εφαρμογή των ευρημάτων της έρευνας ή άλλης γνώσης σε ένα πρόγραμμα ή σχέδιο για την παραγωγή νέων ή ουσιωδώς βελτιωμένων υλικών, συσκευών προϊόντων, διαδικασιών, συστημάτων ή υπηρεσιών πριν την έναρξη της εμπορικής παραγωγής ή χρήσης» (Σακέλλης 2002, σελ. 756). Σύμφωνα με το λογιστικό πρότυπο, τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης αποσβένονται κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους η οποία δεν πρέπει να ξεπερνάει τα 20 έτη. Στην περίπτωση που η ωφέλιμη ζωή τους ξεπερνάει τα 20 χρόνια το πρότυπο περιέχει ειδικές ρυθμίσεις.

Με βάση την Stern Stewart, η δαπάνη για R & D όπως και κάθε δαπάνη κεφαλαίου που αναμένεται να δημιουργήσει κέρδη θα πρέπει να κεφαλαιοποιείται και να αποσβένεται σύμφωνα με την περίοδο που αναμένεται να παράγει κέρδη. Γι' αυτό στον υπολογισμό του EVA τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης και η ετήσια μεταβολή τους θα πρέπει να προστίθενται στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο. Έτσι, πετυχαίνουμε την

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

εμφάνιση μεγαλύτερων λειτουργικών κερδών, με αποτέλεσμα την ύπαρξη περισσότερων κεφαλαίων για επενδύσεις.

3.3. Κοστολόγηση αποθεμάτων

Με βάση το ΕΓΛΣ οι επιχειρήσεις είναι ελεύθερες να επιλέξουν όποιο σύστημα κοστολόγησης επιθυμούν, για παράδειγμα μπορούν να επιλέξουν μεταξύ των μεθόδων FIFO, LIFO, μέσο σταθμικό όρο, κυκλοφοριακού μέσου όρου ή διαδοχικών υπολοίπων, βασικού αποθέματος, εξατομικευμένου κόστους και πρότυπου κόστους καθώς και οποιαδήποτε άλλη παραδεγμένη μέθοδο (ΕΓΛΣ παρ. 2.2.205 περ. 7). Βέβαια, συχνά οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη LIFO λόγω των φορολογικών απαλλαγών που προσφέρει αλλά και λόγω του ότι όταν οι επιχειρήσεις αλλάζουν σε LIFO παρατηρείται περίπου 5% αύξηση στη τιμή της μετοχής τη μέρα που ανακοινώνεται η αλλαγή (Stewart 1991, σελ. 24).

Κατά τα ΔΛΠ (ΔΛΠ Νο 2) οι επιχειρήσεις θα πρέπει να υιοθετήσουν τη μέθοδο FIFO ή εκείνη του μέσου σταθμικού κόστους και εναλλακτικά τη μέθοδο LIFO. Στην περίπτωση που μια επιχείρηση υιοθετεί τη LIFO θα πρέπει να κάνει γνωστά πρόσθετα στοιχεία που απαιτεί το συγκεκριμένο πρότυπο (Σακέλλης 2002, σελ. 144). Με τη FIFO τα αποθέματα τέλους χρήσεως αποτιμούνται σε τιμές κοντά στις τρέχουσες και έτσι η αξία των αποθεμάτων που εμφανίζεται στον υπολογισμό είναι ακριβέστερη σε σχέση με τη LIFO αλλά και με άλλες μεθόδους. Βέβαια, η FIFO έχει ως μειονέκτημα το ότι σε περιόδους πληθωρισμού τα λογιστικά κέρδη εμφανίζονται υπερεκτιμημένα σε αντίθεση με τη LIFO αλλά και με άλλες μεθόδους. Το παραπάνω έχει ως συνέπεια την πληρωμή υψηλότερου φόρου εισοδήματος για μια επιχείρηση, αλλά και η επιχείρηση αυτή να μην έχει φορολογικές απαλλαγές όπως θα συνέβαινε εάν εφάρμοζε τη LIFO. Αντίθετα, όταν έχουμε μείωση τιμών τα λογιστικά κέρδη εμφανίζονται υποεκτιμημένα και συνεπώς ο φόρος εισοδήματος είναι χαμηλότερος. Το μειονέκτημα της FIFO υπερκαλύπτεται από την ευκολία εφαρμογής της μεθόδου, επειδή το κόστος των αποθεμάτων είναι πολύ κοντά στο τρέχων κόστος, η ροή του κόστους συμβαδίζει με τη φυσική ροή αποθεμάτων, η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται είτε με το σύστημα της διαρκούς είτε με της περιοδικής απογραφής και επειδή υπάρχει αντικειμενικότητα αφού η κοστολόγηση με βάση αυτή τη μέθοδο δεν επηρεάζεται από υποκειμενικούς υπολογισμούς. Σχετικά με τη μέθοδο του σταθμικού μέσου όρου, είναι και αυτή εύκολη στην εφαρμογή της, προσδιορίζει το κόστος αποθεμάτων χωρίς να επηρεάζεται από υποκειμενικούς

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

υπολογισμούς και ελαχιστοποιεί τις επιδράσεις των ακραίων τιμών στην αγορά. Το μειονέκτημα του μέσου σταθμικού όρου είναι ότι σε περιόδους πληθωρισμού το κόστος αποθεμάτων τέλους είναι υψηλότερο από το τρέχον κόστος, ενώ όταν έχουμε μείωση τιμών το κόστος αποθεμάτων τέλους είναι χαμηλότερο από το τρέχον κόστος. Η μέθοδος του μέσου σταθμικού κόστους εφαρμόζεται με το σύστημα της περιοδικής απογραφής αποθεμάτων.

Ωστόσο, για την καλύτερη μέτρηση του EVA η Stern Stewart προτείνει τη μέθοδο FIFO. Για την περίπτωση που μια επιχείρηση έχει υιοθετήσει τη LIFO, θα πρέπει να προστίθεται στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο η διαφορά μεταξύ LIFO και FIFO (LIFO αποθεματικό) ενώ θα πρέπει να προστίθεται η ετήσια αύξηση του LIFO αποθεματικού στα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων.

3.4. Αναβαλλόμενοι φόροι

Οι αναβαλλόμενοι φόροι εισοδήματος (deferred taxes) είναι τμήμα φόρων, το οποίο θα πληρωθεί σε επόμενες χρήσεις. Δηλαδή, αναβαλλόμενος φόρος είναι εκείνος ο φόρος εισοδήματος επί των λογιστικών εξόδων που βάρυναν το λογιστικό αποτέλεσμα της χρήσης, τα οποία όμως έξοδα θα αναγνωριστούν σε επόμενη χρήση. Ο φόρος αυτός δεν καταχωρείται στα έξοδα χρήσεως, αλλά στον ισολογισμό. Στο ΕΓΛΣ δεν υπάρχουν αναβαλλόμενοι φόροι.

Σύμφωνα με τα ΔΛΠ (ΔΛΠ Νο 12) οι αναβαλλόμενοι φόροι μπορεί να είναι λογαριασμός ενεργητικού ή παθητικού (Σακέλλης 2002, σελ. 265). Όταν οι αναβαλλόμενοι φόροι είναι λογαριασμός ενεργητικού μιλάμε για αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις. Οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις είναι τα ποσά των φόρων εισοδήματος που είναι επιστρεπτέα σε μελλοντικές χρήσεις και αφορούν εκπεστέες προσωρινές διαφορές, μεταφερόμενες αχρησιμοποίητες φορολογικές ζημίες και μεταφερόμενους αχρησιμοποίητους πιστωτικούς φόρους. Όταν οι αναβαλλόμενοι φόροι είναι λογαριασμός παθητικού μιλάμε για αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις. Οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις είναι τα ποσά των πληρωτέων φόρων εισοδήματος σε μελλοντικές περιόδους, που αφορούν σε φορολογητέες χρονικές διαφορές. Για τον υπολογισμό του αναβαλλόμενου φόρου χρησιμοποιείται ο φορολογικός συντελεστής που θα ισχύει στην χρήση, στην οποία θα πραγματοποιηθεί η πληρωμή του φόρου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Σύμφωνα με την Stern Stewart, όταν ο λογαριασμός των αναβαλλόμενων φόρων είναι λογαριασμός ενεργητικού οι αυξήσεις του αφαιρούνται από τα λειτουργικά κέρδη και οι μειώσεις του προστίθενται. Όταν οι αναβαλλόμενοι φόροι είναι λογαριασμός παθητικού οι αυξήσεις του προστίθενται στα λειτουργικά κέρδη και οι μειώσεις του αφαιρούνται. Επίσης, όταν ο λογαριασμός αναβαλλόμενης φορολογίας είναι λογαριασμός ενεργητικού θα πρέπει οι αναβαλλόμενοι φόροι που προστέθηκαν στο παρελθόν να αφαιρούνται από το επενδυμένο κεφάλαιο, ενώ αντίθετα όταν είναι λογαριασμός παθητικού θα πρέπει οι φόροι που αφαιρέθηκαν στο παρελθόν να προστίθενται στο επενδυμένο κεφάλαιο.

3.5. Υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά

Κατά το ΕΓΛΣ η υπεραξία μιας οικονομικής μονάδας στηρίζεται στην εκτίμηση για την ικανότητα της να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη λόγω καλής φήμης, εκτεταμένης πελατείας, μεγάλης πίστεως στην αγορά, καλής οργάνωσης κ.α. Η υπεραξία μιας επιχείρησης που δημιουργείται κατά την εξαγορά ή συγχώνευση ολόκληρης εταιρείας, αποσβένεται είτε εφάπαξ είτε τμηματικά και ισόποσα σε περισσότερες από μια χρήσεις, οι οποίες δε γίνεται να υπερβαίνουν τα πέντε έτη (Σακέλλης 2003, σελ. 406).

Με βάση τα ΔΛΠ η υπεραξία μιας επιχείρησης, η οποία δημιουργείται κατά την εξαγορά ή συγχώνευση ολόκληρης εταιρείας συνιστά άυλο περιουσιακό στοιχείο που ελέγχεται από την επιχείρηση και καταχωρείται στα βιβλία της. Η υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά αποσβένεται κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής της, η οποία δεν πρέπει να ξεπερνάει τα 20 έτη. Στην περίπτωση που η ωφέλιμη ζωή της υπεραξίας ξεπερνάει τα 20 έτη το πρότυπο περιέχει ειδικές ρυθμίσεις.

Κατά την Stern Stewart η υπεραξία δεν πρέπει να αποσβένεται επειδή περιλαμβάνει άυλα στοιχεία όπως η φήμη, η πελατεία, η πίστη στην αγορά τα οποία έχουν απεριόριστη διάρκεια ζωής. Γι' αυτό στον υπολογισμό του EVA όσες αποσβέσεις υπεραξίας έχουν γίνει στο παρελθόν αλλά και οι τρέχουσες αποσβέσεις επαναπροστίθενται στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

3.6. Αποσβέσεις

Όσον αφορά τις πάγιες ασώματες, το ΕΓΛΣ επιβάλλει την εφαρμογή της μεθόδου απόσβεσης σταθερού ποσού (straight line depreciation), με υποχρεωτική εφαρμογή των συντελεστών απόσβεσης του Π.Δ. 100/1998. Ωστόσο, από 1/1/1998 οι βιομηχανικές, βιοτεχνικές, μεταλλευτικές, λατομικές και οι μικτές επιχειρήσεις των προηγούμενων μπορούν να εφαρμόζουν τη φθίνουσα μέθοδο απόσβεσης με την προϋπόθεση ότι την εφαρμόζουν συστηματικά (Σακέλλης 2002, σελ. 417). Ακόμα, οι επιχειρήσεις δεν επανεξετάζουν την ωφέλιμη ζωή ενός παγίου και έτσι οι συντελεστές των αποσβέσεων παραμένουν ίδιοι.

Σύμφωνα με τα ΔΛΠ η απόσβεση των πάγιων ενσώματων ακινητοποιήσεων πρέπει να γίνεται με τρόπο συστηματικό κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους. Οι μέθοδοι αποσβέσεων που προτείνουν τα ΔΛΠ (ΔΛΠ Νο 16) είναι η σταθερή μέθοδος, η μέθοδος του φθίνοντος υπολοίπου και η κατά παραγόμενη μονάδα μέθοδο. Η ωφέλιμη ζωή των παγίων επανεξετάζεται κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους και μπορούν να προκύψουν αλλαγές στους συντελεστές απόσβεσης.

Από την πλευρά της, η Stern Stewart προτείνει τη μέθοδο της αύξουσας απόσβεσης (sinking fund amortization). Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής ενός παγίου οι αποσβέσεις ξεκινούν μικρές και αυξάνονται σταδιακά. Αυτή η αλλαγή στις αποσβέσεις κάνει την ιδιοκτησία παγίου να μοιάζει με μίσθωση και αποτρέπει πιθανή απροθυμία της διοίκησης για αντικατάσταση παλιότερων παγίων με καινούργια. Μπορεί αυτή η μέθοδος απόσβεσης να δίνει ακριβέστερα αποτελέσματα, όμως είναι δυσκολότερο να εξηγηθεί στα διοικητικά στελέχη που αναμένεται να αξιολογηθούν από το EVA. Επίσης, όταν χρησιμοποιείται η συγκεκριμένη μέθοδος απόσβεσης η παραγόμενη οικονομική προστιθέμενη αξία μειώνεται με την πάροδο του χρόνου σε αντίθεση με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης.

Λογιστικές προσαρμογές όπως οι παραπάνω μπορούν να βελτιώσουν την επικοινωνία και τη συγκρισιμότητα μεταξύ των επιμέρους τμημάτων μιας επιχείρησης, αλλά και μεταξύ των επιχειρήσεων. Από τη μια πλευρά, οι προσαρμογές αυτές προσφέρουν ένα κοινό σύστημα αναφοράς. Από την άλλη πλευρά, συνήθως οι εταιρείες εφαρμόζουν όσες προσαρμογές επιθυμούν, με συνέπεια οι προσαρμοσμένες λογιστικές καταστάσεις να χαρακτηρίζονται από ένα βαθμό υποκειμενικότητας. Ακόμα, όσο περισσότερες είναι οι προσαρμογές τόσο πιο πολύπλοκος είναι ο υπολογισμός του

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

EVA, με αποτέλεσμα να υπάρχουν αντιδράσεις από τους διευθυντές. Οι διευθυντές αρχίζουν να δυσκολεύονται στην κατανόηση του τρόπου υπολογισμού του EVA και επομένως υπάρχει δυσπιστία ως προς το ύψος του bonus που θα πάρουν με βάση το σύστημα ανταμοιβής που στηρίζεται στο EVA.

Εξαιτίας δυσκολιών όπως οι παραπάνω, μια επιχείρηση θα πρέπει να επιλέγει προσεκτικά τις λογιστικές προσαρμογές που θα εφαρμόσει. Εκτός από τις απόψεις της Stern Stewart, έχουν διατυπωθεί και διαφορετικές απόψεις ως προς την αναγκαιότητα των προσαρμογών. Μια τέτοια άποψη είναι εκείνη του Richard Barker, όπου στο βιβλίο του “Determining Value: Valuation models and financial statements” απέδειξε ότι η οικονομική αξία παραμένει ίδια ανεξάρτητα από τις προσαρμογές που θα πραγματοποιηθούν (Barker 2001, Κεφάλαιο 9).

3.7. Σύνοψη κεφαλαίου

Η Stern Stewart προτείνει ένα σύνολο λογιστικών προσαρμογών, οι οποίες είναι περισσότερες από 160. Σε αυτό το κεφάλαιο αναφέρονται οι 6 πιο συχνά εμφανιζόμενες προσαρμογές. Οι προσαρμογές αυτές αφορούν τη λειτουργική μίσθωση, τις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, την κοστολόγηση αποθεμάτων, τους αναβαλλόμενους φόρους, την υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά και τις αποσβέσεις. Οι προτάσεις τις Stern Stewart σχετικά με τα παραπάνω είναι οι εξής:

Για τον υπολογισμό του EVA η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων προστίθεται στο λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο και το γινόμενο της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων επί το κόστος δανεισμού προστίθεται στα λειτουργικά κέρδη. Στον υπολογισμό του EVA τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης και η ετήσια μεταβολή τους θα πρέπει να προστίθενται στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο. Για τον καλύτερο υπολογισμό του EVA ή μέθοδος κοστολόγησης που προτείνεται είναι η FIFO. Επιπρόσθετα, αν ο λογαριασμός των αναβαλλόμενων φόρων είναι λογαριασμός ενεργητικού οι αυξήσεις του αφαιρούνται από τα λειτουργικά κέρδη και οι μειώσεις του προστίθενται. Αν οι αναβαλλόμενοι φόροι είναι λογαριασμός παθητικού οι αυξήσεις του προστίθενται στα λειτουργικά κέρδη και οι μειώσεις του αφαιρούνται. Επίσης, αν ο λογαριασμός αναβαλλόμενης φορολογίας είναι λογαριασμός ενεργητικού θα πρέπει οι αναβαλλόμενοι φόροι που προστέθηκαν στο παρελθόν να αφαιρούνται από το επενδυμένο κεφάλαιο, ενώ αντίθετα όταν είναι λογαριασμός παθητικού θα πρέπει οι

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

φόροι που αφαιρέθηκαν στο παρελθόν να προστίθενται στο επενδυμένο κεφάλαιο. Ακόμα, στον υπολογισμό του EVA όσες αποσβέσεις υπεραξίας έχουν γίνει στο παρελθόν αλλά και οι τρέχουσες αποσβέσεις επαναπροστίθενται στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Τέλος, για τον καλύτερο υπολογισμό του EVA η Stern Stewart προτείνει τη μέθοδο της αύξουσας απόσβεσης.

Ωστόσο, κάποιοι ερευνητές όπως ο Richard Barker είναι υπέρ της άποψης ότι η οικονομική αξία παραμένει ίδια ανεξάρτητα από τις προσαρμογές που θα πραγματοποιηθούν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ EVA ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση μπορεί να βοηθήσει τους επενδύτες στη δημιουργία χαρτοφυλακίου επενδύσεων, εντοπίζοντας τις καλύτερες εταιρείες της αγοράς. Οι καλύτερες εταιρείες είναι εκείνες οι οποίες έχουν προοπτικές για αύξηση των καθαρών κερδών μετά φόρων αλλά και προοπτικές για αύξηση της τρέχουσας τιμής της μετοχής τους.

Κάποιοι επενδυτές θεωρούν ότι όταν μια επιχείρηση παρουσιάζει υψηλά κέρδη ανά μετοχή θα επακολουθήσει και αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της επιχείρησης. Αυτή η άποψη για την σχέση μεταξύ των κερδών και της τιμής της μετοχής αποτελεί την παραδοσιακή προσέγγιση για τη δημιουργία χαρτοφυλακίου. Επίσης, υπάρχει και η προσέγγιση, η οποία δίνει έμφαση στην χρηματιστηριακή τιμή μιας εταιρείας. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, οι επενδυτές στρέφουν την προσοχή τους πρωτίστως στην τιμή της μετοχής μιας εταιρείας παρά στα πρόσφατα κέρδη. Ειδικότερα, ένας επενδυτής θα πρέπει να επιλέγει υποτιμημένες μετοχές και να τις αγοράζει την κατάλληλη στιγμή, δηλαδή λίγο πριν αρχίσει να ανεβαίνει η αξία τους (timing & selectivity). Το παραδοσιακό χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη (price/earnings ratio), υψηλό δείκτη τιμής προς λογιστική αξία (market-to-book ratio) και σχετικά χαμηλή μερισματική απόδοση (dividend yield). Σήμερα, επικρατεί μια διαφορετική προσέγγιση, η προσέγγιση της αξίας. Με βάση την προσέγγιση της αξίας όταν μια επιχείρηση παράγει αξία, τότε σε βάθος χρόνου θα αυξηθεί και η τιμή της μετοχής της (Grant 2003, σελ. 255). Το χαρτοφυλάκιο που βασίζεται στην αξία περιλαμβάνει επιχειρήσεις με χαμηλό δείκτη τιμής προς κέρδη, χαμηλό δείκτη τιμής προς λογιστική αξία και σχετικά υψηλή μερισματική απόδοση.

Η διαφορά των δύο προσεγγίσεων είναι ότι στην πρώτη αντικειμενικοί εκτιμητές είναι τα καθαρά κέρδη και η χρηματιστηριακή τιμή, η οποία υποτίθεται ότι ακολουθεί την πορεία των κερδών, ενώ στη δεύτερη αντικειμενικός εκτιμητής της αξίας μιας επιχείρησης αποτελεί η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει οικονομική προστιθέμενη αξία.

Σε αυτό το τμήμα της εργασίας θα παρουσιαστούν οι τιμές του EVA των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών για τα έτη 2005 και 2006, προκειμένου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

στα επόμενα κεφάλαια να γίνει εις βάθος ανάλυση της κερδοφορίας των εισηγμένων εταιρειών σε κλαδικό και σε εταιρικό επίπεδο.

4.1. Υποθέσεις

Για τον υπολογισμό του EVA των εισηγμένων εταιρειών έχουν γίνει κάποιες υποθέσεις προκειμένου να βρεθούν οι τιμές του, όσο είναι εφικτό πιο κοντά στις πραγματικές. Εξαιτίας της συνοπτικής μορφής των λογιστικών καταστάσεων από το 2005 και μετά, δεν υπάρχουν τα στοιχεία που χρειάζονται για μια ακριβέστερη μέτρηση του EVA.

Πρώτον, υποθέτουμε ότι δεν υπάρχει κόστος προνομιούχου κεφαλαίου και αποθεματικών. Έτσι, το κόστος ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνει μόνο το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Ή εναλλακτικά υποθέτουμε ότι το κόστος του προνομιούχου κεφαλαίου και των αποθεματικών περιλαμβάνεται στο κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Για να βρεθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιείται το CAPM (Brealey et.al, 2001, σελ. 448).

Δεύτερον, για να βρούμε το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο αφαιρούμε από το συνολικό ενεργητικό τις μη τοκοφόρες τρέχουσες υποχρεώσεις. Στην περίπτωση μας υποθέτουμε ότι οι μη τοκοφόρες τρέχουσες υποχρεώσεις είναι όλες οι τρέχουσες υποχρεώσεις εκτός από τα βραχυπρόθεσμα δάνεια.

Τρίτον, γίνεται η υπόθεση ότι στον παρονομαστή του κλάσματος της αποδοτικότητας το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο λαμβάνεται ως ο μέσος όρος του λειτουργικού κεφαλαίου αρχής και τέλους των χρήσεων. Ο σκοπός αυτής της υπόθεσης είναι να περιορίσει την εποχικότητα και τις απότομες αλλαγές που οφείλονται σε τυχαία γεγονότα και να δώσει μια ακριβέστερη εκτίμηση του λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου.

Τέταρτον, στον αριθμητή του κλάσματος τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων έχουν υπολογιστεί σύμφωνα με τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων υπεραξίας για να μην χρειαστεί λογιστική προσαρμογή των αποσβέσεων υπεραξίας.

Πέμπτον, δε λαμβάνονται υπόψη οι λογιστικές προσαρμογές. Τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα δεν επιτρέπουν την πραγματοποίηση των προσαρμογών. Άλλωστε, όπως

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

αναφέρθηκε στο τέλος του προηγούμενου κεφαλαίου οι προσαρμογές μπορούν να παραλειφθούν. Ωστόσο, λαμβάνεται υπόψη η προσαρμογή των αναβαλλόμενων φόρων, καθώς είναι η μοναδική προσαρμογή από εκείνες που αναφέρθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο για την οποία έχουμε στοιχεία.

Έκτον, για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού ο αριθμητής του κλάσματος τόκοι χρεωστικοί προς μακροπρόθεσμα δάνεια είναι το ποσό του λογαριασμού χρηματοοικονομικά έξοδα. Στην περίπτωση που ο προηγούμενος λογαριασμός δεν υπάρχει στις οικονομικές καταστάσεις, στη θέση του αριθμητή βάζουμε το ποσό του λογαριασμού χρηματοοικονομικό κόστος (καθαρό).

Έβδομον, η αξία των ιδίων κεφαλαίων βρίσκεται από τη διαφορά μεταξύ του λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου και του μακροπρόθεσμου δανεισμού.

Όγδοων, στον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων η απόδοση χωρίς κίνδυνο ισούται με το μέσο όρο των αποδόσεων των ετήσιων κρατικών έντοκων γραμματίων για την περίοδο των τελευταίων 10 ετών. Η απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς ισοδυναμεί με το μέσο όρο του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου Αθηνών για τα τελευταία 10 έτη. Για κάθε εταιρεία, ο συντελεστής β έχει υπολογιστεί με γραμμική παλινδρόμηση των εβδομαδιαίων παρατηρήσεων της τρέχουσας τιμής της μετοχής κάθε εταιρείας και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου για τα τελευταία δύο χρόνια. Για κάθε κλάδο, ο συντελεστής β έχει υπολογιστεί ως ο μέσος όρος των β των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα μας για το συγκεκριμένο κλάδο.

Τέλος, ο υπολογισμός του EVA των τραπεζών και των ασφαλιστικών οργανισμών έγινε με βάση τη συνολική αποδοτικότητα (ROI) και όχι με βάση τη λειτουργική αποδοτικότητα (ROIC) των επενδυμένων κεφαλαίων, λόγω των δυσκολιών υπολογισμού του ROIC που υπάρχουν στις συγκεκριμένες επιχειρήσεις.

Ανακεφαλαιώνοντας, το EVA των εισηγμένων εταιρειών που προκύπτει από τους υπολογισμούς με βάση τις παραπάνω υποθέσεις είναι κατά προσέγγιση, αφού μόνο οι ίδιες οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να υπολογίσουν με ακρίβεια το EVA τους, λόγω των απαιτούμενων στοιχείων που κατέχουν μόνο οι ίδιες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

4.2. Κλάδος πετρελαίου και αερίου

Ο κλάδος πετρελαίου και αεριού αντιπροσωπεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τρεις εταιρείες, τη Motor Oil, τα Ελληνικά Πετρέλαια και την Ελινόιλ. Για τα έτη 2005 και 2006 ο κλάδος εμφάνισε οικονομικές ζημίες. Μάλιστα, η αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία του κλάδου μειώθηκε ακόμα περισσότερο το 2006 κατά 17,96% σε σχέση με το 2005.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟΥ (σε χιλιάδες €)

ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.MOTOR OIL	80.845,9	35.470,3	-56,13%
2.ΕΛΙΝΟΙΛ	693,9	-5.729,7	-925,72%
3.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	-118.011,8	-72.761,7	38,34%
ΚΛΑΔΟΣ	-36.472,0	-43.021,1	-17,96%

Η μακρά πιο κερδοφόρα επιχείρηση του κλάδου ήταν η Motor Oil, παρά την κατά το ήμισυ μείωση του EVA που πραγματοποιήθηκε το 2006. Το 2006 δε μειώθηκε μόνο το EVA της Motor Oil αλλά και της Ελινόιλ, η οποία εμφάνισε ζημίες. Ωστόσο, τις μεγαλύτερες ζημίες εμφάνισαν τα Ελληνικά Πετρέλαια, παρά την αύξηση του EVA της τάξεως του 38,34%, από το 2005 στο 2006. Τα Ελληνικά Πετρέλαια ήταν η εταιρεία η οποία παρέσυρε το συγκεκριμένο κλάδο σε οικονομικές ζημίες για τη διετία, ωστόσο η εταιρεία αυτή σημείωσε τη μεγαλύτερη αύξηση EVA του κλάδου για το 2006.

4.3. Κλάδος χημικών

Ο κλάδος των χημικών περιλαμβάνει 10 εισηγμένες εταιρείες. Από τις 10 εισηγμένες εταιρείες 7 παρουσίασαν αρνητικό EVA για το 2005 και 9 για το 2006, αντίστοιχα. Ο κλάδος εμφάνισε οικονομικές ζημίες το 2005, και κυρίως το 2006. Μάλιστα, η ποσοστιαία μείωση του EVA του κλάδου για τη διετία της έρευνας ήταν 171,08%.

Η Νεοχημική ήταν η εταιρεία, η οποία παρήγαγε τη μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους το 2005. Ωστόσο, το 2006 η εταιρεία αυτή κατέστρεψε αξία μετά από μείωση του EVA της τάξεως του 109,53%. Το 2005 τα Πλαστικά Κρήτης σημείωσαν πραγματικά κέρδη, όμως το 2006 πραγματοποιήθηκε μείωση των κερδών τους, της τάξεως του 192,07%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Τα οικονομικά κέρδη της Ντρουκφάρμπεν ήταν τα μοναδικά που ακολούθησαν ανοδική πορεία για τη διετία της ανάλυσης και μάλιστα αυξήθηκαν κατά 289,03%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4. 2: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΧΗΜΙΚΩΝ (σε χιλιάδες €)

ΧΗΜΙΚΑ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	4.660,4	-444,0	-109,53%
2.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	4.162,8	-3.832,7	-192,07%
3.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	730,1	2.840,3	289,03%
4.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	-130,7	-6.871,5	-5157,46%
5.EURODRIP	-1.013,2	-4.412,6	-335,51%
6.ΕΛΤΟΝ	-1.204,3	-3.504,5	-191,00%
7.ΔΑΪΟΣ	-1.323,6	-1.404,2	-6,09%
8.ΣΠΥΡΟΥ	-3.653,5	-4.090,8	-11,97%
9.CYCLON	-4.020,7	-4.886,3	-21,53%
10.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	-24.848,2	-45.610,9	-83,56%
ΚΛΑΔΟΣ	-26.640,9	-72.217,2	-171,08%

Η Πετζετάκις εμφάνισε τις μεγαλύτερες οικονομικές ζημιές στον κλάδο για τα δύο συναπτά έτη. Συγκεκριμένα, το 2006 το EVA της Πετζετάκις μειώθηκε κατά 83,56%, σε σχέση μ' εκείνο του προηγούμενου έτους. Οι εταιρείες, οι οποίες σημείωσαν τις μεγαλύτερες αρνητικές ποσοστιαίες μεταβολές του EVA ήταν τα Πλαστικά Θράκης, η Eurodrip, η Ντρουκφάρμπεν, τα Πλαστικά Κρήτης και η Έλτον. Οι μεταβολές αυτές κυμάνθηκαν από -5.157,46% έως -191%. Οι υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου παρουσίασαν μειώσεις στο EVA από 6,09% έως 109,53. Από τα παραπάνω, φαίνεται ότι οι εταιρείες του κλάδου εκτός της Ντρουκφάρμπεν, δεν είχαν να επιδείξουν σημαντική ικανότητα παραγωγής αξίας για τους μετόχους. Ακόμα, συμπεραίνεται ότι η κακή εικόνα του κλάδου των χημικών ως προς το EVA, οφείλεται κυρίως στην κακή πορεία της Πετζετάκις, η οποία επηρεάζει ολόκληρο τον κλάδο.

4.4. Κλάδος πρώτων υλών

Ο κλάδος των πρώτων υλών αποτελείται από 16 εισηγμένες εταιρείες. Από τις εταιρείες αυτές δύο παρουσίασαν θετικό EVA για το 2005 και μια για το 2006, αντίστοιχα. Το EVA του κλάδου ήταν αρνητικό και για τα δύο έτη και κυμάνθηκε σε περίπου σταθερά επίπεδα αφού μειώθηκε κατά 11,04%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Οι επιχειρήσεις που είχαν θετικό EVA για το 2005 ήταν οι S&B Βιομηχανικά Ορυκτά και FHL Mermeren. Η επιχείρηση που είχε θετικό EVA για το 2006 ήταν η S&B Βιομηχανικά Ορυκτά. Σύμφωνα με την οικονομική προστιθέμενη αξία, η S&B ήταν η πιο κερδοφόρα επιχείρηση για την περίοδο της έρευνας. Ωστόσο, η ανοδική πορεία της επιχείρησης δε συνεχίστηκε το 2006, αφού το EVA της επιχείρησης μειώθηκε κατά 96,6%. Επιπρόσθετα, η Mermeren από εκεί που ήταν δεύτερη σε κερδοφορία στον κλάδο το 2005, το 2006 εμφάνισε EVA χαμηλότερο του μηδενός. Ειδικότερα, το EVA της Mermeren μειώθηκε το 2006 κατά 127,7% σε σύγκριση με το 2005.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ (σε χιλιάδες €)

ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	4.661,0	159,1	-96,6%
2.FHL MERMEREN	1.281,7	-354,4	-127,7%
3.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-979,0	-3.060,1	-212,6%
4.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	-1.780,5	-1.807,5	-1,5%
5.ΑΛΚΟ	-2.382,5	-7.028,8	-195,0%
6.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	-2.574,4	-1.445,7	43,8%
7.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	-3.407,2	-8.921,4	-161,8%
8.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	-6.163,1	-6.527,9	-5,9%
9.ΧΑΛΚΟΡ	-7.070,0	-20.818,7	-194,5%
10.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	-7.599,4	-6.544,8	13,9%
11.ΕΤΕΜ	-9.290,5	-19.815,7	-113,3%
12.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	-13.384,0	-15.302,7	-14,3%
13.ΣΙΔΜΑ	-18.182,4	-4.811,3	73,5%
14.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	-31.183,4	-6.351,4	79,6%
15.ΣΙΔΕΝΟΡ	-33.991,1	-15.242,4	55,2%
16.ΕΛΒΑΛ	-58.571,8	-93.783,9	-60,1%
ΚΛΑΔΟΣ	-190.616,6	-211.657,6	-11,04%

Η επιχείρηση με τη χειρότερη ικανότητα παραγωγής αξίας για τα δύο έτη ήταν η ΕΛΒΑΛ, το EVA της οποίας είχε αρνητική ποσοστιαία μεταβολή της τάξεως του 60,1%. Άλλες επιχειρήσεις που είχαν σημαντικά αρνητική κερδοφορία για το 2005 ήταν η Σιδενόρ, ο Μυτιληναίος και η ΣΙΔΜΑ. Όσον αφορά το 2006, η Σιδενόρ συνέχισε να έχει αρνητικό EVA, ωστόσο παρουσίασε αύξηση του EVA κατά 55,2%. Ίδια πορεία με τη Σιδενόρ ακολούθησαν οι Μυτιληναίος και ΣΙΔΜΑ, τα EVA των οποίων αυξήθηκαν κατά 79,6% και 73,5%, όμως παρέμειναν αρνητικά. Για το 2006, οι επιχειρήσεις με το χαμηλότερο EVA εκτός της ΕΛΒΑΛ ήταν η Χαλκόρ και η ΕΤΕΜ, οι οποίες για τη συγκεκριμένη περίοδο είχαν αρνητική ποσοστιαία μεταβολή της τάξεως του 194,5% και 113,3% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Από το 2005 μέχρι το 2006 εκτός από τις εταιρείες που αναφέρθηκαν παραπάνω, οι Λεβεντέρης, ΑΛΚΟ, Αλουμύλ και Τζιρακιάν εμφάνισαν μεγάλες ποσοστιαίες μεταβολές στο EVA τους. Οι μεταβολές των εταιρειών αυτών κυμάνθηκαν μεταξύ του -212,6% έως 43,8%, ενώ οι υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου είχαν μικρές μεταβολές.

Συνοψίζοντας, ο κλάδος πρώτων υλών ήταν ένας ζημιογόνος κλάδος, από τον οποίο δεν ξεχώρισε καμίια εταιρεία για την κερδοφορία της. Η εταιρεία που ξεχώρισε για τις πραγματικές ζημίες της ήταν η ΕΛΒΑΛ, η οποία παρουσίασε πτωτική πορεία, όσον αφορά την ικανότητα της να δημιουργεί αξία και επιδείνωσε την ήδη δυσμενή κατάσταση στον κλάδου.

4.5. Κλάδος κατασκευών και υλικών κατασκευών

Για τον κλάδο των κατασκευών και υλικών κατασκευών έχει βρεθεί το EVA 30 εισηγμένων εταιρειών. Από τις εισηγμένες εταιρίες του δείγματος, μόνο 5 εμφάνισαν οικονομικά κέρδη το 2005 και 3 για το 2006, αντίστοιχα. Η κατάσταση στον κλάδο ήταν πολύ δυσμενής όσον αφορά τα πραγματικά κέρδη. Μάλιστα, η κατάσταση στον κλάδο χειροτέρεψε το 2006 μετά τη μείωση του EVA κατά 38,6%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΥΛΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
(σε χιλιάδες €)

ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΤΙΤΑΝ	45.963,0	70.910,9	54,3%
2.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	7.739,7	-17.894,3	-331,2%
3.ΑΒΑΞ	3.577,9	-16.063,0	-549,0%
4.ΔΙΕΚΑΤ	1.773,0	1.633,0	-7,9%
5.MODA BAGNO	1.497,0	-3.821,0	-355,2%
6.ΒΕΤΑΝΕΤ	-386,6	-913,3	-136,2%
7.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	-806,3	-767,6	4,8%
8.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	-1.404,1	-1.876,1	-33,6%
9.ΙΚΤΙΝΟΣ	-1.869,0	-1.192,2	36,2%
10.ΒΙΟΣΩΛ	-2.071,3	-2.121,4	-2,4%
11.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	-2.749,2	-5.921,3	-115,4%
12.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	-2.821,5	-2.988,5	-5,9%
13.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	-2.859,1	-2.141,5	25,1%
14.ΓΕΝΕΡ	-3.799,6	-1.431,0	62,3%
15.ΕΚΤΕΡ	-4.475,3	-3.223,3	28,0%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

16.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	-4.714,1	-2.935,1	37,7%
17.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	-5.293,1	-4.295,9	18,8%
18.ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ	-5.498,3	-17.281,3	-214,3%
19.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-6.599,9	-6.014,5	8,9%
20.ΑΚΡΙΤΑΣ	-8.429,8	-8.904,6	-5,6%
21.ΣΕΛΜΑΝ	-10.947,8	-43.283,0	-295,4%
22.ΤΕΡΝΑ	-11.298,3	3.344,1	129,6%
23.ΜΟΧΛΟΣ	-16.648,5	-8.739,2	47,5%
24.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	-18.498,7	-38.163,2	-106,3%
25.ΒΙΟΤΕΡ	-20.091,9	-23.600,9	-17,5%
26.ΑΘΗΝΑ	-24.992,8	-22.203,0	11,2%
27.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-37.756,4	-51.107,1	-35,4%
28.ΗΡΑΚΛΗΣ	-38.115,0	-10.670,3	72,0%
29.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	-47.846,7	-53.537,1	-11,9%
30.ΑΕΓΕΚ	-50.531,9	-99.071,3	-96,1%
ΚΛΑΔΟΣ	-269.954,6	-374.273,0	-38,6%

Με βάση το EVA, η πιο κερδοφόρα επιχείρηση του κλάδου ήταν η TITAN με μεγάλη διαφορά από τη δεύτερη. Η διαφορά αυτή έγινε ακόμα μεγαλύτερη το 2006, όταν έλαβε χώρα μια αύξηση του EVA της TITAN της τάξεως του 54,3%. Οι άλλες 4 επιχειρήσεις που εμφάνισαν θετικό EVA για το 2005 ήταν η Μηχανική, η ΑΒΑΞ, η ΔΙΕΚΑΤ και η Moda Bagno. Ωστόσο, στην χρήση του 2006, το EVA της Μηχανικής μειώθηκε κατά 331,2% και έγινε αρνητικό. Ανάλογη μείωση για το 2006 είχε και το EVA της Moda Bagno, το οποίο μειώθηκε κατά 355,2% και έγινε αρνητικό, ενώ το EVA της ΑΒΑΞ μειώθηκε ακόμα περισσότερο και συγκεκριμένα κατά 549% και έγινε και αυτό αρνητικό. Όσον αφορά τη ΔΙΕΚΑΤ, το EVA της παρέμεινε σε σχετικά σταθερά επίπεδα για τη διετία, αφού παρουσίασε μικρή μείωση της τάξεως του 7,9%. Το 2006, η άλλη εταιρεία που εμφάνισε θετική οικονομική προστιθέμενη αξία εκτός από την TITAN και την ΔΙΕΚΑΤ ήταν η ΤΕΡΝΑ, της οποίας το αρνητικό EVA αυξήθηκε κατά 129,6% από το 2005.

Οι περισσότερο ζημιογόνες επιχειρήσεις του κλάδου με βάση το EVA για το 2005 ήταν η ΑΕΓΕΚ, η ΑΤΤΙ-ΚΑΤ, ο Ηρακλής, η Ιντρακόμ και η Αθήνα. Επιπρόσθετα, η ΑΕΓΕΚ είχε τις μεγαλύτερες ζημιές και για το 2006, όταν το EVA της μειώθηκε κατά 96,1%. Η δεύτερη πιο ζημιογόνος εταιρεία του κλάδου και για το 2006 ήταν η ΑΤΤΙ-ΚΑΤ, η οποία υπέστη μικρή μείωση της αρνητικής οικονομικής αξίας της. Ο Ηρακλής μπορεί το 2005 να ήταν τρίτος από τις επιχειρήσεις με τη χειρότερη κερδοφορία στο κλάδο, ωστόσο, το 2006 πραγματοποιήθηκε αύξηση του EVA του κατά 72%, χωρίς βέβαια το τελευταίο να γίνει θετικό. Η Ιντρακόμ ήταν η τρίτη χειρότερη επιχείρηση στον κλάδο από άποψη κερδοφορίας για το 2006, αφού το EVA της μειώθηκε κατά 35,4%, σε σχέση μ' εκείνο

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

του 2005. Η κερδοφορία της Αθήνας για το 2006 κυμάνθηκε περίπου στα ίδια επίπεδα με το 2005. Άλλες ιδιαίτερα ζημιογόνες επιχειρήσεις για το 2006 ήταν η Σέλμαν και η Τεχνοδομική. Το EVA της πρώτης μειώθηκε κατά 295,4% και της δεύτερης κατά 106,3%, συγκριτικά με το 2005.

Οι επιχειρήσεις με τις μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές για τη διετία της έρευνας ήταν η ΑΒΑΞ, η Moda Bagno, η Μηχανική, η Σέλμαν και η Έδραση, των οποίων οι μεταβολές στο EVA κυμάνθηκαν από 549% έως 214,3%. Δυστυχώς για τις προοπτικές του κλάδου, οι παραπάνω μεταβολές ήταν αρνητικές. Από τις 29 εταιρείες του δείγματος για τον κλάδο, οι 7 παρουσίασαν μικρές μεταβολές στο EVA, οι οποίες κυμάνθηκαν από -5,6% έως 11,2%.

Αυτός ο κλάδος έχει χειρότερη κερδοφορία από εκείνη των προηγουμένων, και η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών του κλάδου κατέστρεψε αξία όχι μόνο για το 2005, αλλά και για το 2006. Λαμπρή εξαίρεση αποτέλεσε η εταιρεία TITAN, η οποία είχε τη μεγαλύτερη ικανότητα παραγωγής αξίας και βρισκόταν σε ανοδική πορεία ως προς το EVA σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου. Τέλος, παρατηρείται ότι οι εταιρείες οικοδομικών υλικών και εξαρτημάτων είχαν αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία, η οποία δεν ήταν τόσο δυσμενής, όσο ήταν εκείνη των κατασκευαστικών εταιρειών. Η μείωση των κερδών των κατασκευαστικών εταιρειών ήταν αποτέλεσμα διάφορων εξελίξεων μέσα στον κλάδο, οι οποίες επακολούθησαν της έντονης κατασκευαστικής δραστηριότητας ενόψει των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004.

4.6. Βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες

Για τον κλάδο των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών έχει υπολογιστεί το EVA 27 επιχειρήσεων. Από αυτές τις επιχειρήσεις 8 παρουσίασαν οικονομικά κέρδη για το 2005 και 4 για το 2006. Ο κλάδος σημείωσε αρνητικό EVA για τα δύο έτη της έρευνας. Μάλιστα, το 2006 παρατηρήθηκε σημαντική μείωση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας του κλάδου της τάξεως του 50,9%.

Οι επιχειρήσεις που παρήγαγαν τα μεγαλύτερα οικονομικά κέρδη για το 2005 ήταν οι Ιμπέριο, ΜΕΤΚΑ, Crown Hellas, Newsphone Hellas (πρώην Ειδησεωφονική) και Πετρόπουλος. Το 2006 υπήρξε μείωση του EVA για τις εταιρείες Ιμπέριο και Crown Hellas κατά 124,3% και 48,8% αντίστοιχα. Μάλιστα το 2006, η Ιμπέριο έφτασε να

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

καταστρέφει αξία. Το ίδιο έτος η οικονομική προστιθέμενη αξία της Newsphone Hellas μειώθηκε κατά 20,5%, ενώ εκείνη του Πετρόπουλου παρέμεινε σταθερή για τα δύο έτη που εξετάζουμε και εκείνη της ΜΕΤΚΑ αυξήθηκε κατά 155,1%. Η ΜΕΤΚΑ το 2006 ήταν η πιο κερδοφόρα επιχείρηση του κλάδου με μεγάλη διαφορά από τη δεύτερη Flexopack. Επιχειρήσεις όπως η Paperpack και η ΒΙΣ που το 2005 είχαν θετικό EVA παρουσίασαν μεγάλες αρνητικές ποσοστιαίες μεταβολές και το 2006 κατέστρεψαν αξία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
(σε χιλιάδες €)

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΙΜΠΕΡΙΟ	8.562,1	-2.076,6	-124,3%
2.ΜΕΤΚΑ	7.832,8	19.984,0	155,1%
3.CROWN HELLAS	4.084,5	2.092,0	-48,8%
4.NEWSPHONE HELLAS	3.372,7	2.682,2	-20,5%
5.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	2.111,8	2.111,0	0,0%
6.FLEXOPACK	921,7	2.674,8	190,2%
7.PAPERPACK	354,8	-797,0	-324,6%
8.ΒΙΣ	68,0	-824,5	-1312,5%
9.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	-85,6	-928,2	-984,3%
10.ΖΗΝΩΝ	-366,1	-1.810,6	-394,6%
11.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	-924,3	-2.294,1	-148,2%
12.ΠΑΪΡΗΣ	-929,0	-563,2	39,4%
13.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	-1.013,2	-1.569,3	-54,9%
14.ΜΕVACO	-1.661,1	-797,9	52,0%
15.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-2.123,2	-21,7	99,0%
16.DIONIC	-2.613,7	-3.188,3	-22,0%
17.ΕΛΤΡΑΚ	-3.298,9	-4.424,3	-34,1%
18.SPIDER	-3.396,8	-4.949,1	-45,7%
19.ΝΕΩΡΙΟΝ	-3.506,8	-2.558,4	27,0%
20.ΜΑΪΛΗΣ	-4.357,2	-2.920,2	33,0%
21.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	-4.531,3	-6.463,5	-42,6%
22.FRIGOGLASS	-5.252,8	-1.743,6	66,8%
23.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	-6.193,1	-12.633,1	-104,0%
24.ΟΛΠ	-7.989,8	-17.317,2	-116,7%
25.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-8.920,5	-5.225,4	41,4%
26.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	-9.848,5	-13.421,7	-36,3%
27.ΟΛΘ	-10.259,1	-18.391,0	-79,3%
ΚΛΑΔΟΣ	-49.962,6	-75.374,9	-50,9%

Οι επιχειρήσεις που κατέστρεψαν την περισσότερη αξία για το 2005 ήταν ο Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης (ΟΛΘ), τα Ελληνικά Καλώδια, η Βιοχάλκο και ο

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ). Ο ΟΛΘ αποτέλεσε την πιο ζημιογόνα επιχείρηση του κλάδου όχι μόνο για το 2005, αλλά και για το 2006, καθώς το EVA του μειώθηκε κατά 79,3% μέσα στη συγκεκριμένη διετία. Τα Ελληνικά Καλώδια συνέχισαν την πτωτική τους πορεία και για το 2006, όταν και σημείωσαν μείωση του EVA της τάξεως του 36,3%. Επιπρόσθετα, το 2006 αυξήθηκε η οικονομική προστιθέμενη αξία της Βιοχάλκο κατά 41,4%, όμως η εταιρεία συνέχισε να καταστρέφει αξία. Σχετικά με τον ΟΛΠ, παρατηρούμε ότι για το 2006 ο οργανισμός ακολούθησε παρόμοια πορεία μ' εκείνη του ΟΛΘ. Ειδικότερα, ο ΟΛΠ αποτέλεσε τη δεύτερη πιο ζημιογόνα εταιρεία του κλάδου μετά από τη μείωση του EVA κατά 116,7% που υπέστη σε σχέση με το 2005. Άλλη εταιρεία, η οποία ήταν πολύ ζημιογόνα για το 2006 εκτός από τις ΟΛΘ, ΟΛΠ και Ελληνικά Καλώδια ήταν η Καρατζής. Η τελευταία σημείωσε μεγάλη μείωση του EVA της τάξεως του 104%, για το 2006.

Οι μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές του EVA πραγματοποιηθήκαν στις εταιρείες ΒΙΣ, Ευρωσύμβουλοι, Ζήνων και Paperpack. Οι μεταβολές αυτές κυμάνθηκαν από 1.312,5% μέχρι 324,6% και ήταν όλες αρνητικές. Μικρές ποσοστιαίες μεταβολές δεν παρατηρήθηκαν. Η μικρότερη μεταβολή που παρατηρήθηκε ήταν εκείνη της DIONIC - 22%.

Συμπερασματικά, η πλειοψηφία των εταιρειών του κλάδου των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών καταστρέφει αξία για τα έτη της έρευνας. Δεν υπάρχουν εταιρείες που να ξεχωρίζουν δραματικά για την οικονομική αξία που παράγουν σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου. Παρόλα αυτά, φαίνεται πως η ΜΕΤΚΑ είχε καλές προοπτικές όσον αφορά την ικανότητα της να δημιουργεί αξία. Από τα παραπάνω, φαίνεται ότι περισσότερο ζημιογόνες επιχειρήσεις ήταν οι επιχειρήσεις μεταφορών όπως είναι ο ΟΛΘ και ο ΟΛΠ. Επίσης, υπήρχαν προοπτικές όσον αφορά τις εταιρείες παραγωγής βιομηχανικού εξοπλισμού, όμως οι προοπτικές αυτές οφείλονταν κυρίως στην επίδοση της ΜΕΤΚΑ. Τέλος, φαίνεται να υπήρχε σταθερότητα ως προς τη μειωμένη κερδοφορία για εταιρείες όπως ήταν εκείνες των εμπορικών οχημάτων και φορτηγών, αλλά και των προμηθευτών βιομηχανίας.

4.7. Τρόφιμα και ποτά

Το δείγμα για τον κλάδο των τροφίμων και ποτών αποτελείται από 28 εισηγμένες εταιρείες. Από τις 28 εταιρείες 8 εμφάνισαν θετικό EVA για το 2005 και 7 για το 2006,

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

αντίστοιχα. Για τα δύο αυτά έτη, το EVA του κλάδου ήταν αρνητικό. Μάλιστα, το 2006 το EVA του κλάδου μειώθηκε κατά 70,8%, σε σύγκριση μ' εκείνο του 2005.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ (σε χιλιάδες €)

ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΕΛΑΪΣ	17.695,6	13.331,0	-24,7%
2.ΝΙΚΑΣ	5.328,3	-3.733,3	-170,1%
3.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	3.435,2	436,9	-87,3%
4.ΚΡΙ-ΚΡΙ	1.671,8	1.170,9	-30,0%
5.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	1.004,3	262,6	-73,9%
6.ELBISCO	613,8	463,3	-24,5%
7.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	609,2	-2.777,3	-555,9%
8.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	281,3	2.295,3	716,0%
9.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	-22,4	-10.081,8	-44908,0%
10.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	-197,7	237,5	220,1%
11.ΚΑΝΑΚΗΣ	-221,7	-101,9	54,0%
12.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-482,8	-941,8	-95,1%
13.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	-542,9	-1.606,7	-195,9%
14.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	-554,7	-1.357,2	-144,7%
15.ΝΗΡΕΥΣ	-650,4	-15.128,1	-2226,0%
16.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	-935,4	-3.459,7	-269,9%
17.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	-1.390,4	-3.370,9	-142,4%
18.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	-1.577,0	-3.526,2	-123,6%
19.ΚΕΘΟ	-1.600,9	-4.376,0	-173,3%
20.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-1.795,0	-4.058,8	-126,1%
21.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	-2.271,0	-1.124,6	50,5%
22.ΕΛΓΕΚΑ	-2.350,5	-6.576,6	-179,8%
23.ΚΡΕ.ΚΑ	-2.913,5	-2.148,2	26,3%
24.ΠΕΡΣΕΥΣ	-4.943,1	-1.845,1	62,7%
25.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-6.809,1	-16.075,9	-136,1%
26.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-7.918,0	-11.747,9	-48,4%
27.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-29.890,9	-60.449,4	-102,2%
28.ΣΕΛΟΝΤΑ	-47.846,7	-7.610,9	84,1%
ΚΛΑΔΟΣ	-84.274,6	-143.900,8	-70,8%

Για τα έτη της έρευνας η επιχείρηση με τη μεγαλύτερη κερδοφορία στον κλάδο με βάση το EVA ήταν η Ελαΐς – Unilever. Ακόμα, το 2006 παρά τη μείωση του EVA της κατά 24,7%, η Ελαΐς – Unilever ήταν η επιχείρηση με το μεγαλύτερο παραγόμενο πλούτο για τους μετόχους. Επιχειρήσεις με σχετικά υψηλή οικονομική προστιθέμενη αξία για το 2005 ήταν οι Νίκας, Κατσέλης, και ΚΡΙ-ΚΡΙ. Η Νίκας ήταν η δεύτερη εταιρεία με τη μεγαλύτερη ικανότητα παραγωγής αξία για τους μετόχους μετά από την Ελαΐς για το 2005. Το 2006 η Νίκας υπέστη σημαντική αρνητική ποσοστιαία μεταβολή στο EVA της.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ειδικότερα, η Νίκας το 2006 κατέστρεψε αξία, καθώς το EVA της μειώθηκε κατά 170,1% και έγινε αρνητικό. Η μείωση αυτή οφειλόταν στα διοικητικά λάθη της Global Finance η οποία κατέχει το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών της Νίκας. Η Κατσέλης υπέστη και εκείνη μια μείωση του EVA της τάξεως του 87,3% το 2006, όμως συνέχισε να παράγει αξία. Από τις εταιρείες με τη μεγαλύτερη κερδοφορία η KPI-KPI σημείωσε μείωση του EVA για το 2006 και συγκεκριμένα με ποσοστό 30%.

Οι εταιρείες που κατέστρεψαν τη μεγαλύτερη αξία για το 2005 ήταν τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα και η Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης. Οι δύο αυτές εταιρείες συνέβαλλαν ως επί το πλείστον στην αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία του κλάδου. Μάλιστα, όταν η δεύτερη εμφανίζει ζημιές, λόγω μεγέθους, επηρεάζει ολόκληρο τον κλάδο. Γι' αυτό άλλωστε η ΕΛ. Β. Ζάχαρης μετά τις ζημιές που εμφάνισε στην χρήση του 2006 σημείωσε μείωση του EVA κατά 102,2% και περιόρισε ακόμα περισσότερο την ικανότητα του κλάδου να παράγει αξία. Αντίθετα, τα Ιχθυοτροφεία Σελόντα σημείωσαν αύξηση του EVA κατά 84,1% το 2006, χωρίς να παρουσιάσουν οικονομικά κέρδη. Εκτός από τη βιομηχανία ζάχαρης, άλλες εταιρείες που είχαν πολύ χαμηλό EVA για το 2006 ήταν οι Μύλοι Λούλη και η Νηρεύς, το EVA των οποίων μειώθηκε κατά 136,1% και 2.226% αντίστοιχα σε σχέση με το 2005.

Επίσης, για την περίοδο της έρευνας, άλλες μεγάλες ποσοστιαίες μεταβολές στο EVA που πραγματοποιήθηκαν ήταν εκείνες των εταιρειών Καραμολέγκος και Κρέτα Φάρμ, οι οποίες ήταν -44.908% και -555,9%. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που εμφάνισαν συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου τις μικρότερες μεταβολές στο EVA ήταν οι Elbisco, ΚΡΕ.ΚΑ, KPI-KPI, Αλλατίνη και Ιπποτούρ. Οι μεταβολές αυτές κυμάνθηκαν από -24,5% έως 50,5%.

Ανακεφαλαιώνοντας, για τη διετία της έρευνας και κυρίως για το 2006, ο κλάδος των τροφίμων κατέστρεψε αξία για τους μετόχους. Μεγάλο μερίδιο για την κατάσταση αυτή είχε η Ελ. Β. Ζάχαρης, της οποίας το αρνητικό EVA παρέσυρε το EVA του κλάδου προς τα κάτω. Οι εταιρείες γεωργίας και αλιείας κατέστρεψαν διπλάσια αξία από τις εταιρείες τροφίμων για το 2005. Το 2006, οι εταιρείες γεωργίας και αλιείας γνώρισαν αύξηση στα πραγματικά κέρδη τους, περίπου της τάξεως του 50%. Αντίθετα, οι εταιρείες τροφίμων σημείωσαν μεγάλη πτώση του EVA, καθώς η αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία τους σχεδόν τριπλασιάστηκε.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

4.8. Προσωπικά και οικιακά αγαθά

Το δείγμα για τον κλάδο των προσωπικών και οικιακών αγαθών περιλαμβάνει 42 εισηγμένες εταιρείες. Ο κλάδος κατέστρεψε αξία το 2005 και κατέστρεψε ακόμα περισσότερη αξία το 2006, καθώς το EVA του κλάδου μειώθηκε κατά 385,3%. Για το 2005 οι εισηγμένες εταιρείες που εμφάνισαν θετικό EVA ήταν 13, ενώ για το 2006 ήταν 9.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ
(σε χιλιάδες €)

ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.JUMBO	30.339,4	30.902,9	1,9%
2.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	17.934,8	6.399,8	-64,3%
3.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	14.363,3	-90.706,6	-731,5%
4.SARANTIS	7.406,0	5.483,3	-26,0%
5.ΡΙΝΤΕΝΚΟ	1.571,2	-1.247,8	-179,4%
6.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	1.475,1	-8.750,9	-693,2%
7.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	1.464,5	-2.205,2	-250,6%
8.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	1.214,3	1.404,3	15,6%
9.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	1.104,8	-14.877,5	-1446,6%
10.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	1.061,7	4.970,1	368,1%
11.FASHION BOX	619,5	1.096,9	77,1%
12.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	112,6	-126,6	-212,4%
13.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	66,0	953,7	1345,0%
14.PLIAS	-156,4	-496,5	-217,5%
15.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	-647,5	-202,0	68,8%
16.ΖΑΜΠΑ	-685,2	-813,2	-18,7%
17.ΕΛΒΕ	-690,1	-1.222,2	-77,1%
18.ΔΟΥΡΟΣ	-1.513,4	-2.902,0	-91,8%
19.ΛΑΝΑΚΑΜ	-1.554,6	-1.342,3	13,7%
20.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-1.574,0	-3.237,8	-105,7%
21.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	-1.679,1	-3.121,9	-85,9%
22.ΜΙΝΕΡΒΑ	-1.709,6	-3.571,2	-108,9%
23.ΡΙΛΚΕΝ	-1.721,2	-2.708,2	-57,3%
24.ΕΤΜΑ	-1.776,3	-297,9	83,2%
25.ΦΟΥΡΛΗΣ	-1.897,8	8.609,3	553,6%
26.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	-2.132,6	-3.101,5	-45,4%
27.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	-2.250,7	-4.203,1	-86,7%
28.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-2.266,0	-2.589,8	-14,3%
29.YALCO	-2.457,1	-1.964,1	20,1%
30.ΔΡΟΜΕΑΣ	-2.964,2	-3.909,7	-31,9%
31.ΕΛΦΙΚΟ	-3.153,6	-3.315,5	-5,1%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

32.F.G. EUROPE	-3.452,4	-322,6	90,7%
33.ΕΛΛΑΤΕΞ	-3.729,4	715,4	119,2%
34.VELL	-4.288,3	-2.758,7	35,7%
35.SATO	-4.372,1	-4.768,2	-9,1%
36.FIERATEX	-5.009,9	-6.070,0	-21,2%
37.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-5.765,2	-10.634,2	-84,5%
38.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	-5.791,2	-7.328,5	-26,5%
39.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-6.056,5	-4.878,9	19,4%
40.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	-8.664,2	-11.773,4	-35,9%
41.ΣΑΝΥΟ	-14.036,5	-21.946,1	-56,4%
42.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-29.188,2	-39.145,4	-34,1%
ΚΛΑΔΟΣ	-42.450,1	-206.003,8	-385,3%

Από τις εταιρείες που εμφάνισαν θετικό EVA για το 2005 οι πιο κερδοφόρες ήταν οι Jumbo, Καρέλιας, Τεχνική Ολυμπιακή, και Σαράντης. Από αυτές, η Jumbo A.E. είχε τη μεγαλύτερη οικονομική προστιθέμενη αξία στον κλάδο για το 2005, και τη δεύτερη μεγαλύτερη για το 2006. Η Καρέλιας είχε τη δεύτερη μεγαλύτερη κερδοφορία στον κλάδο για το 2005. Ωστόσο, το 2006 η εταιρεία παρέμεινε δεύτερη από άποψη κερδοφορίας παρά τη μείωση του EVA της κατά 64,3%. Η πορεία της Τεχνικής Ολυμπιακής ήταν χειρότερη, αφού το 2006 η εταιρεία κατέστρεψε αξία, καθώς το EVA της μειώθηκε δραματικά κατά -731,5% και έγινε η εταιρεία με το χειρότερο EVA στον κλάδο. Όσο για τη Σαραντής, το 2006 η εταιρεία αυτή υπέστη μείωση του EVA της κατά 26,0% σε σχέση με το 2005, και έγινε η τρίτη εταιρεία με τη μεγαλύτερη κερδοφορία στον κλάδο, μετά τη Jumbo και την Καρέλιας. Εκτός από τις τρεις παραπάνω επιχειρήσεις, άλλη κερδοφόρα επιχείρηση για το 2006 ήταν η Φουρλής. Στη Φουρλής παρατηρήθηκε ποσοστιαία μεταβολή του EVA, της τάξεως του 553,6% για τη διετία της έρευνας.

Οι εισηγμένες εταιρείες, οι οποίες κατέστρεψαν την περισσότερη αξία για το 2005 ήταν η Ενωμένη Κλωστοϋφαντουργία, η Σάνυο και η Μουζάκης. Από αυτές η Ενωμένη Κλωστοϋφαντουργία κατέστρεψε την περισσότερη αξία και το 2006, ενώ οι άλλες δύο επιχειρήσεις συνέχισαν να καταστρέφουν αξία, καθώς το EVA τους μειώθηκε κατά 56,4% και 35,9%, αντίστοιχα. Άλλες επιχειρήσεις που ήταν πολύ ζημιογόνες για το 2006 εκτός από τις παραπάνω και την Τεχνική Ολυμπιακή η οποία είχε το χαμηλότερο EVA στον κλάδο, ήταν η Επίλεκτος και η Ελληνική Υφαντουργία. Οι εταιρείες αυτές γνώρισαν μειώσεις του EVA ύψους 1.446,6% και 84,5%.

Για τη διετία της ανάλυσης, οι μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές του EVA κυμάνθηκαν από -1.446,6% μέχρι 1.345%. Οι εταιρείες στις οποίες παρατηρήθηκαν οι

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

μεταβολές αυτές ήταν οι Επίλεκτος, Τεχνική Ολυμπιακή, Έλμεκ Σπορτ, Ενωμένη Κλωστοϋφαντουργία, Χατζηιωάννου, Φουρλής και Εμπορικός Δεσμός. Οι μικρότερες ποσοστιαίες μεταβολές του EVA κυμάνθηκαν από -9,1% έως 15,6% και αφορούσαν τις εταιρείες Sato, Ελφίκο, Jumbo, Λανακάμ και Κλωνατέξ.

Συνοψίζοντας, ο κλάδος των προσωπικών και οικιακών αγαθών κατέστρεψε αξία για το 2005 και το 2006. Ωστόσο, μέσα στον κλάδο αυτόν υπήρχαν κερδοφόρες εταιρείες όπως η Jumbo και η Καρέλιας. Επίσης, φαίνεται ότι οι εταιρείες με παιχνίδια και με είδη προσωπικής φροντίδας παρήγαγαν μεγαλύτερη αξία από τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου. Βέβαια, όσον αφορά τις εταιρείες παιχνιδιών η αυξημένη κερδοφορία τους οφείλετε στην Jumbo, η οποία συμπαρέσυρε ολόκληρο τον κλάδο των προσωπικών και οικιακών αγαθών προς τα πάνω. Το EVA των επιχειρήσεων διαρκών καταναλωτικών αγαθών και ρουχισμού και αξεσουάρ βελτιώθηκε χωρίς όμως να γίνει θετικό. Ενώ, το EVA των επιχειρήσεων επίπλου παρουσίασε μείωση του EVA της τάξεως του 30,5%.

4.9. Υγεία

Ο κλάδος της υγείας αποτελείται από 8 εταιρείες, από τις οποίες 3 παρουσίασαν θετική οικονομική προστιθέμενη αξία για το 2005 και 3 για το 2006. Ο κλάδος είχε αρνητικό EVA για τα έτη της έρευνας. Μάλιστα, από το 2005 στο 2006 το EVA του κλάδου μειώθηκε κατά 253,4%.

Για το 2005, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις του κλάδου με βάση το EVA ήταν το Ιατρικό Κέντρο, το Ιασώ και η Medicon Hellas. Το Ιατρικό Κέντρο ήταν πρώτο σε κερδοφορία για το 2005. Όμως το 2006, υπήρξε μείωση του EVA του Ιατρικού Κέντρου κατά 190% και η επιχείρηση κατέστρεψε αξία. Για το 2005, το Ιασώ ήταν η δεύτερη κατά σειρά επιχείρηση ως προς τα οικονομικά κέρδη, ενώ για το 2006 ήταν πρώτη, μετά από μείωση του EVA κατά 43,8%. Όσο για την Medicon Hellas το EVA της αυξήθηκε 3,5 φορές το 2006, σε σχέση με το 2005. Η τρίτη επιχείρηση με θετικό EVA για το 2006 ήταν η Axon, το EVA της οποίας αυξήθηκε κατά 277,3%, σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΥΓΕΙΑΣ (σε χιλιάδες €)

ΥΓΕΙΑ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	11.919,1	-10.728,9	-190,0%
2.ΙΑΣΩ	4.143,7	2.330,8	-43,8%
3.MEDICON HELLAS	119,4	530,5	344,3%
4.AXON	-353,4	626,7	277,3%
5.EUROMEDICA	-3.192,5	-5.277,2	-65,3%
6.ALAPIS	-3.825,5	-9.215,6	-140,9%
7.ΥΓΕΙΑ	-7.165,1	-6.549,3	8,6%
8.LAVIPHARM	-11.516,5	-6.604,5	42,7%
ΚΛΑΔΟΣ	-9.870,8	-34.887,5	-253,4%

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις με τη μικρότερη οικονομική προστιθέμενη αξία για το 2005, αυτές ήταν η Lavipharm και το Υγεία, των οποίων το EVA αυξήθηκε το 2006 κατά 42,7% και 8,6%, αντίστοιχα. Το 2006 οι επιχειρήσεις που κατέστρεψαν την περισσότερη αξία ήταν οι Ιατρικό Κέντρο και Alapis. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η πρώτη υπέστη μείωση του EVA της τάξεως του 190% και η δεύτερη μείωση της τάξεως του 140,9%, για τη διετία της έρευνας.

Οι εταιρείες που παρουσίασαν τις μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές του EVA τη συγκεκριμένη διετία ήταν οι Ιατρικό Κέντρο, Alapis, Axon και Medicon Hellas, των οποίων οι ποσοστιαίες μεταβολές κυμάνθηκαν από -190% έως 344,3%. Η μικρότερη μεταβολή του EVA ήταν εκείνη του Υγεία, η οποία ήταν 8,6%.

Συνοψίζοντας, ο κλάδος της υγείας παρουσίασε αρνητικά οικονομικά κέρδη το 2005, όμως τα κέρδη αυτά μειώθηκαν ακόμα περισσότερο το 2006, πράγμα που μπορεί να οφείλεται στις μεγάλες επενδύσεις που έγιναν για την ανάπτυξη του κλάδου και οι οποίες δεν είχαν αποδώσει ακόμα. Ουσιαστικά, η κερδοφορία του κλάδου ρυθμίζεται από τις επιχειρήσεις παροχής ιατρικών υπηρεσιών. Η πτώση του EVA το 2006 οφειλόταν κατά ένα μεγάλο μέρος στην πτώση της ικανότητας του Ιατρικού Κέντρου να παράγει πλούτο.

4.10. Εμπόριο

Το δείγμα των εισηγμένων εταιρειών στον κλάδο του εμπορίου περιέχει 13 εταιρείες. Από τις εταιρείες αυτές 4 κατέστρεψαν αξία το 2005, ενώ 6 ήταν οι εταιρείες που

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

κατέστρεψαν αξία το 2006. Το EVA του κλάδου ήταν θετικό το 2005. Ο κλάδος συνέχισε την ανοδική πορεία του και το 2006, μετά από αύξηση του EVA κατά 28%.

Οι εταιρείες με το μεγαλύτερο EVA στον κλάδο για το 2005 ήταν τα Καταστήματα Αφορολόγητων Κερδών (Κ.Α.Ε.), ο Βασιλόπουλος και τα σουπερμάρκετ Ατλάντικ. Οι δύο πρώτες εταιρείες είχαν το μεγαλύτερο EVA και για το 2006, καθώς πραγματοποιήθηκε μια αύξηση του EVA τους της τάξεως του 15,7% και 84,7%, αντίστοιχα. Σχετικά με τα σουπερμάρκετ Ατλάντικ, το EVA τους μειώθηκε κατά 88% το 2006, σε σχέση με το 2005. Άλλη επιχείρηση που είχε σχετικά υψηλό EVA το 2006 ήταν η Sprider, της οποίας το EVA αυξήθηκε κατά 107,9% από το 2005.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΙΟΥ (σε χιλιάδες €)

ΕΜΠΟΡΙΟ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.Κ.Α.Ε.	25.119,3	29.059,0	15,7%
2.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	10.429,2	19.265,8	84,7%
3.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	8.262,9	992,3	-88,0%
4.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	4.975,2	5.665,4	13,9%
5.SPRIDER	4.052,3	8.425,7	107,9%
6.MULTIRAMA	797,4	-316,9	-139,7%
7.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	427,8	5.328,6	1145,6%
8.ΝΑΚΑΣ	339,9	-1.025,7	-401,8%
9.REVOIL	200,9	853,8	325,0%
10.AS COMPANY	-335,9	-351,7	-4,7%
11.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	-516,0	-635,8	-23,2%
12.ΒΑΡΔΑΣ	-2.627,6	-4.190,3	-59,5%
13.VIVERE	-4.583,7	-3.487,3	23,9%
ΚΛΑΔΟΣ	46.541,7	59.582,9	28,0%

Οι εταιρείες με το χαμηλότερο EVA στον κλάδο για το 2005 ήταν οι Vivere και Βάρδας, οι οποίες συνέχισαν να είναι οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις του κλάδου και το 2006. Το EVA των παραπάνω εταιρειών μεταβλήθηκε κατά 23,9% και -59,5%, αντίστοιχα. Η αύξηση του EVA της Vivere δεν την κατέστησε ικανή να ξεκολλήσει από τις τελευταίες θέσεις του κλάδου, ως προς την κερδοφορία με βάση το EVA. Άλλη επιχείρηση με πολύ χαμηλό EVA για το 2006 ήταν ο μουσικός οίκος Νάκας, όπου παρατηρήθηκε σημαντική μείωση του EVA κατά 401,8%, σε σχέση με το 2005.

Οι μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές του EVA για την περίοδο της έρευνας σημειώθηκαν από τις εταιρείες Νάκας, Revoil και Ηλεκτρονική Αθηνών και ήταν της τάξεως του -401,8%, 325% και 1.145,6%, αντίστοιχα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ο κλάδος του εμπορίου εμφάνισε σχετικά υψηλή οικονομική προστιθέμενη αξία για το 2005 και κυρίως για το 2006, σε αντίθεση με τους περισσότερους κλάδους της οικονομίας. Από τις εταιρείες του κλάδου, εκείνες που παρήγαγαν τη μεγαλύτερη οικονομική προστιθέμενη αξία για τα δύο έτη ήταν οι εταιρείες του εξειδικευμένου λιανικού εμπορίου και τα σουπερμάρκετ. Αυτές οι δύο κατηγορίες επιχειρήσεων είχαν ανοδική εξέλιξη ως προς το EVA τους. Η αύξηση των πωλήσεων και η ακόμα μεγαλύτερη αύξηση των κερδών του κλάδου, αντικατοπτρίζεται πλήρως από τις μεταβολές του EVA, για τη συγκεκριμένη διετία.

4.11. Μέσα ενημέρωσης

Το δείγμα για τον κλάδο των μέσων ενημέρωσης αποτελείται από 14 εισηγμένες εταιρείες. Το 2005 3 εταιρείες είχαν θετικό EVA, ενώ το 2006 2 εταιρείες. Ο κλάδος είχε θετική οικονομική προστιθέμενη αξία το 2005 και αρνητική το 2006, το αρνητικό ποσοστό μεταβολής του κλάδου ήταν 514,9%.

Οι εισηγμένες εταιρείες που είχαν θετικό EVA για το 2005 ήταν οι Τηλέτυπος, Ελεύθερη Τηλεόραση και Επιχειρήσεις Ήχου και Εικόνας. Ο Τηλέτυπος συνέχισε να έχει το μεγαλύτερο EVA του κλάδου και το 2006, το οποίο μάλιστα αυξήθηκε κατά 29,2% από το 2005. Το 2006, το EVA της Ελεύθερης τηλεόρασης μειώθηκε κατά 58%, Ωστόσο, το EVA της Ελεύθερης Τηλεόρασης παρέμεινε θετικό και μάλιστα η επιχείρηση αυτή ήταν η δεύτερη μαζί με τον Τηλέτυπο που είχε θετικό EVA το 2006. Όσον αφορά το EVA των Επιχειρήσεων Ήχου και Εικόνας μειώθηκε κατά 960,6% και έγινε αρνητικό το 2006.

Οι επιχειρήσεις με το χαμηλότερο EVA του κλάδου για το 2005 ήταν οι Τεγόπουλος και Λαμπράκης. Ειδικότερα, το EVA του Τεγόπουλου μειώθηκε κατά 102,8% και η επιχείρηση αυτή έγινε η επιχείρηση με το χαμηλότερο EVA για το 2006. Την ίδια χρονιά, το EVA του Λαμπράκη μειώθηκε κατά 8,7% σε σχέση με το 2005 και η επιχείρηση συνέχισε να είναι μια από τις επιχειρήσεις με τη χειρότερη ικανότητα παραγωγής αξίας για τους μετόχους. Άλλη εισηγμένη εταιρεία, η οποία εμφάνισε χαμηλό EVA το 2006 ήταν η Πήγασος. Τη συγκεκριμένη διετία το EVA του Πήγασου μειώθηκε κατά 587,7%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ (σε χιλιάδες €)

ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	33.894,6	43.799,5	29,2%
2.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	10.751,6	4.519,7	-58,0%
3.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	375,0	-3.227,2	-960,6%
4.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	-274,2	-1.499,7	-446,9%
5,ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-509,0	-990,7	-94,6%
6.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	-517,8	-3.799,0	-633,7%
7.ΛΙΒΑΝΗΣ	-1.267,3	-899,9	29,0%
8.ΙΜΑΚΟ	-1.373,9	-3.839,7	-179,5%
9.ΠΗΓΑΣΟΣ	-1.607,1	-11.052,2	-587,7%
10.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-1.963,2	-1.159,4	40,9%
11.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	-2.137,6	-6.754,1	-216,0%
12.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	-6.468,6	-5.420,2	16,2%
13.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	-10.403,6	-21.102,5	-102,8%
14.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	-12.905,5	-11.781,7	8,7%
ΚΛΑΔΟΣ	5.593,4	-23.207,1	-514,9%

Οι μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές του EVA στις επιχειρήσεις του δείγματος για τα έτη 2005 και 2006 κυμάνθηκαν μεταξύ -960,6% και -216% και αφορούσαν τις Επιχειρήσεις Ήχου και Εικόνας, Εκδόσεις Λυμπέρη, Πήγασος, Ναυτεμπορική και Άλμα – Ατέρμων. Η εταιρεία που εμφάνισε τη μικρότερη ποσοστιαία μεταβολή στο EVA ήταν ο Λαμπράκης, το EVA του οποίου μεταβλήθηκε κατά -8,7%.

Με βάση τα παραπάνω, φαίνεται ότι η κερδοφορία του κλάδου ήταν περιορισμένη. Οι εταιρείες του κλάδου που ήταν κερδοφόρες ήταν εκείνες, οι οποίες παρείχαν υπηρεσίες τηλεόρασης και ψυχαγωγίας. Η πιο κερδοφόρα επιχείρηση του κλάδου ήταν ο Τηλέτυπος.

4.12. Ταξίδια και αναψυχή

Οι εισηγμένες εταιρείες στο δείγμα που αποτελούν τον κλάδο των επιχειρήσεων προσφοράς ταξιδιωτικών υπηρεσιών και αναψυχής είναι 17. Το 2005 6 εταιρείες είχαν θετική οικονομική προστιθέμενη αξία, ενώ το 2006 7 εταιρείες, αντίστοιχα. Το EVA του συγκεκριμένου κλάδου ήταν θετικό και για τα δύο έτη της έρευνας και μάλιστα το 2006 το EVA του κλάδου σημείωσε αύξηση σε σχέση με το 2005, τάξεως 31,1%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΑΞΙΔΙΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗΣ (σε χιλιάδες €)

ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΟΠΑΠ	402.631,6	433.618,9	7,7%
2.INTRALOT	27.428,6	93.877,9	242,3%
3.REGENCY	35.349,4	43.464,6	23,0%
4.AUTOHELLAS	27.964,2	29.640,7	6,0%
5.ΓΕΚΕ	1.060,5	19.411,0	1730,4%
6.EVEREST	264,0	1.495,1	466,3%
7.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	-335,6	-2.376,2	-608,0%
8.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	-384,9	-718,7	-86,7%
9.OLYMPIC CATERING	-1.620,5	-823,6	49,2%
10.BLUE STAR	-2.431,8	8.735,7	459,2%
11.ANEK LINES	-3.265,2	-7.451,0	-128,2%
12.ΛΑΜΨΑ	-4.641,8	-2.377,5	48,8%
13.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-5.136,0	-3.485,1	32,1%
14.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	-5.410,6	-2.249,4	58,4%
15.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	-8.275,9	-24.247,1	-193,0%
16.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	-13.712,8	7.754,5	156,5%
17.ASTIR	-28.577,9	-42.431,1	-48,5%
ΚΛΑΔΟΣ	420.905,3	551.838,7	31,1%

Οι εισηγμένες εταιρείες με το μεγαλύτερο EVA για το 2005 ήταν οι ΟΠΑΠ, INTRALOT, Regency Casino και Autohellas. Ειδικότερα, ο ΟΠΑΠ ήταν η εταιρεία που παρήγαγε τη μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους της με τεράστια διαφορά από τη δεύτερη INTRALOT, όχι μόνο για το 2005 αλλά και για το 2006. Το EVA του ΟΠΑΠ σημείωσε αύξηση της τάξεως του 7,7% το 2006 σε σχέση με το 2005. Η INTRALOT ήταν η δεύτερη πιο κερδοφόρα εταιρεία στον κλάδο σύμφωνα με το EVA για τα δύο έτη. Η ποσοστιαία μεταβολή του EVA της Intralot ήταν 242,3%. Οι Regency Casino και Autohellas σημείωσαν και εκείνες αυξήσεις στο EVA τους από το 2005 στο 2006 της τάξεως του 23% και 6%, αντίστοιχα. Οι παραπάνω επιχειρήσεις είχαν την ίδια σειρά από άποψη μεγέθους EVA και το 2006. Επίσης, ενδιαφέρουσα ήταν η περίπτωση της ΓΕΚΕ, καθώς το EVA της εταιρείας αυτής αυξήθηκε κατά 1.730,4% το 2006 σε σύγκριση με το 2005. Έτσι, η ΓΕΚΕ ήταν η τέταρτη πιο κερδοφόρα εταιρεία στον κλάδο από άποψη EVA και για το 2006.

Οι επιχειρήσεις με το χαμηλότερο EVA για το 2005 ήταν η Αστέρας Παλάς και η Ναυτιλιακή Εταιρεία Λέσβου (Ν.Ε.Λ.). Η πρώτη υπέστη μείωση του EVA της τάξεως του 48,5% και συνέχισε να είναι στην τελευταία θέση στον κλάδο από άποψη EVA και το 2006. Η δεύτερη είχε θετικό EVA για το 2006 μετά από αύξηση του δείκτη της τάξεως του 156,5%. Η δεύτερη επιχείρηση με το χαμηλότερο EVA στον κλάδο για το

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2006 μετά την Αστέρας Παλάς ήταν οι Μινωικές Γραμμές. Η επιχείρηση αυτή είχε αρνητικό EVA το 2005, το οποίο μειώθηκε κατά 193% το 2006.

Για τη διετία της έρευνας οι μεγαλύτερες μεταβολές στο EVA των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου που έλαβαν χώρα ήταν της τάξεως του -608%, 242,3%, 466,3%, 459,2% και 1.730,4%. Οι επιχειρήσεις των οποίων το EVA μεταβλήθηκε σύμφωνα με τα παραπάνω ποσοστά ήταν οι Κυριακούλης, Intralot, Everest, Blue Star και ΓΕΚΕ.

Από τα παραπάνω, φαίνεται πως ο κλάδος των ταξιδιών και αναψυχής ήταν ένας από τους πιο κερδοφόρους στην ελληνική οικονομία. Μάλιστα, η κερδοφορία του κλάδου οφειλόταν κυρίως στις επιχειρήσεις ΟΠΑΠ και INTRALOT. Αυτές οι δύο εταιρείες και ειδικότερα η πρώτη ήταν οι εταιρείες, οι οποίες παρήγαγαν τη μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους τους. Άλλωστε, ο ΟΠΑΠ αποτελεί μια από τις πιο κερδοφόρες εταιρείες ολόκληρης της οικονομίας.

4.13. Τηλεπικοινωνίες

Οι εισηγμένες εταιρείες του δείγματος του κλάδου των τηλεπικοινωνιών είναι ο ΟΤΕ, η Cosmote και η Λαν–νετ. Ο κλάδος εμφάνισε οικονομικές ζημίες το 2005 και οικονομικά κέρδη το 2006. Συγκεκριμένα, το 2006 σημειώθηκε αύξηση του EVA του κλάδου κατά 260,3% σε σχέση με το 2005.

Η πιο κερδοφόρα επιχείρηση του κλάδου για τη διετία της έρευνας ήταν η Cosmote. Μάλιστα, το EVA της Cosmote αυξήθηκε κατά 39,3% το 2006. Η Λαν–νετ κατέστρεψε αξία το 2005 και το 2006. Ο ΟΤΕ είχε το χαμηλότερο EVA στον κλάδο το 2005, ενώ το 2006 ο ΟΤΕ δημιούργησε αξία, μετά από μια αύξηση του EVA κατά 108,3%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ (σε χιλιάδες €)

ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.COSMOTE	387.113,2	539.132,2	39,3%
2.ΛΑΝ - ΝΕΤ	-11.014,5	-15.967,4	-45,0%
3.ΟΤΕ	-740.640,0	61.239,7	108,3%
ΚΛΑΔΟΣ	-364.541,3	584.404,5	260,3%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών είχε προοπτικές για μεγαλύτερη κερδοφορία, επειδή το 2006 η κατάσταση βελτιώθηκε, καθώς ο κλάδος είχε θετικό και μάλιστα υψηλό EVA. Εκτός από αυτό, οι προοπτικές του κλάδου φαίνονται και από τον αριθμό των εταιρειών που προσφέρουν υπηρεσίες τηλεφωνίας και Ίντερνετ και από τον όγκο των επενδύσεων των εταιρειών αυτών. Επιπρόσθετα, παρατηρούμε ότι από το 2006 η διοίκηση του ΟΤΕ έκανε προσπάθειες να αυξήσει την οικονομική προστιθέμενη αξία του οργανισμού. Ίσως η προσπάθεια αυτή να αποτελεί προπομπό της πρόθεσης της συγκεκριμένης διοίκησης να πωληθεί ο ΟΤΕ. Τελικά, αυτή η πώληση πραγματοποιήθηκε τον Μάιο του 2008. Μέρος του ΟΤΕ αγοράστηκε από την Deutsche Telecom, η οποία εξαγόρασε ένα μεγάλο μέρος των μετοχών του οργανισμού, ενώ ένα μεγάλο μέρος των μετοχών εξακολουθεί να ανήκει στο ελληνικό δημόσιο.

4.14. Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας

Σχετικά με τον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, το δείγμα περιλαμβάνει 4 εισηγμένες εταιρείες. Ο κλάδος αυτός βρισκόταν σε πολύ δυσμενή κατάσταση, αφού το 2005 μόλις μια επιχείρηση είχε θετικό EVA, ενώ το 2006 καμία. Ειδικότερα, το EVA του κλάδου ήταν αρνητικό και τις δύο χρονιές και μειώθηκε κατά 328,8%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ (σε χιλιάδες €)

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΕΥΑΘ	789,5	-3.694,7	-568,0%
2.ΡΟΚΑΣ	-1.654,4	-6.735,5	-307,1%
3.ΕΥΔΑΠ	-91.907,7	-180.566,4	-96,5%
4.ΔΕΗ	-121.195,9	-726.406,2	-499,4%
ΚΛΑΔΟΣ	-213.968,5	-917.402,8	-328,8%

Όσον αφορά αυτόν τον κλάδο δεν υπήρχαν κερδοφόρες επιχειρήσεις για την περίοδο της έρευνας. Η μοναδική εισηγμένη που παρήγαγε αξία για τους μετόχους ήταν η Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης (ΕΥΑΘ) το 2005. Έπειτα, το 2006 η εταιρεία αυτή υπέστη μείωση του EVA της τάξεως του 568%.

Για το 2005 και 2006 οι εταιρείες που κατέστρεψαν την περισσότερη αξία ήταν η ΔΕΗ και η ΕΥΔΑΠ. Το EVA της πρώτης μειώθηκε κατά 499,4% και της δεύτερης κατά 96,5% από το 2005 στο 2006. Η ΔΕΗ αποτέλεσε τη χειρότερη επιχείρηση του κλάδου με βάση

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

τα οικονομικά κέρδη και ήταν και η εταιρεία στην οποία οφειλόταν η δραματική μείωση του EVA του κλάδου το 2006. Η δυσμενής κατάσταση του κλάδου αντανακλά πλήρως τα λάθη των διοικήσεων των επιχειρήσεων παροχής υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.

4.15. Τράπεζες

Ο κλάδος των τραπεζών στο δείγμα μας αποτελείται από 12 εισηγμένες εταιρείες το 2005 και 13 εταιρείες το 2006, επειδή το έτος αυτό πραγματοποιήθηκε η είσοδος του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου στο Χρηματιστήριο. Το 2005 οι επιχειρήσεις που είχαν θετικό EVA ήταν 7, ενώ το επόμενο έτος 4. Ο συγκεκριμένος κλάδος είχε θετικό EVA για το 2005 και αρνητικό EVA για το 2006, μετά από μια κατακόρυφη πτώση του EVA της τάξεως του 484,9%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ (σε χιλιάδες €)

ΤΡΑΠΕΖΕΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΕΘΝΙΚΗ	155.407,6	-136.172,2	-187,6%
2.ΚΥΠΡΟΥ	73.207,3	76.474,3	4,5%
3.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	53.648,8	49.276,5	-8,1%
4.ATE BANK	45.071,9	-108.521,6	-340,8%
5.EUROBANK	22.909,9	-81.974,6	-457,8%
6.ALPHA BANK	18.064,9	132.758,7	634,9%
7.PROTON	11.266,8	-17.112,8	-251,9%
8.ASPIS BANK	-9.657,7	-24.312,2	-151,7%
9.ΑΤΤΙΚΗΣ	-35.267,1	-31.479,6	10,7%
10.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	-38.597,0	-32.246,9	16,5%
11.ΓΕΝΙΚΗ	-53.344,5	-87.018,8	-63,1%
12.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	-90.875,5	-337.364,1	-271,2%
13.ΤΑΧ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	-	13.275,0	-
ΚΛΑΔΟΣ	151.835,4	-584.418,3	-484,9%

Οι τράπεζες με το μεγαλύτερο EVA για το 2005 ήταν η Εθνική, η Κύπρου και η Πειραιώς. Ωστόσο, το 2006 η Εθνική σημείωσε πτώση του EVA της τάξεως του 187,6% και η συγκεκριμένη τράπεζα έγινε η τράπεζα με την τρίτη χαμηλότερη οικονομική προστιθέμενη αξία στον κλάδο. Επίσης, οι τράπεζες Κύπρου και Πειραιώς εμφάνισαν μεταβολή του EVA κατά 4,5% και -8,1%, αντίστοιχα για το 2006 σε σχέση με το 2005 και κράτησαν τη δεύτερη και τρίτη θέση που είχαν στον κλάδο με βάση το EVA. Η τράπεζα με το υψηλότερο EVA στον κλάδο για το 2006 ήταν η Alpha Bank, της

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

οποίας το EVA αυξήθηκε σημαντικά κατά 634,9% συγκριτικά με τον προηγούμενο χρόνο.

Οι τράπεζες με το χαμηλότερο EVA στον κλάδο για το 2005 ήταν η Εμπορική και η Γενική. Το 2006 η κατάσταση της Γενικής ως προς το EVA χειροτέρεψε, αφού παρατηρήθηκε πτώση του EVA της τάξεως του 63,1%. Η κατάσταση της Εμπορικής χειροτέρεψε ακόμα περισσότερο καθώς το δικό της EVA μειώθηκε κατά 271,2%. Ωστόσο, η τράπεζα με τη χειρότερη κερδοφορία για το 2006 δεν ήταν η Εμπορική, αλλά η ΑΤΕ Bank, της οποίας το ήδη αρνητικό EVA για το 2005, μειώθηκε ακόμα περισσότερο κατά 340,8%.

Η παραπάνω ποσοστιαία μεταβολή του EVA δεν ήταν η μεγαλύτερη στον κλάδο. Άλλες μεγάλες ποσοστιαίες μεταβολές που έλαβαν χώρα παρατηρήθηκαν στις τράπεζες Eurobank, Proton, και Alpha Bank και κυμάνθηκαν από -457,8% μέχρι 634,9%.

Συνοψίζοντας, προκύπτει ότι ο κλάδος των τραπεζών είχε θετική οικονομική προστιθέμενη αξία το 2005, όχι όμως και το 2006, εξαιτίας κυρίως του τραγικού αρνητικού EVA της Εμπορικής.

4.16. Ασφάλειες

Το δείγμα μας για τον κλάδο των ασφαλειών περιλαμβάνει 5 εισηγμένες εταιρείες. Για το 2005 και 2006 μόνο μια εταιρεία εμφάνισε θετικό EVA. Ο κλάδος κατέστρεψε αξία το 2005 αλλά κυρίως το 2006, όταν και το EVA του κλάδου μειώθηκε κατά 333,4% σε σχέση μ' εκείνο του 2005.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ (σε χιλιάδες €)

ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	2.703,4	-5.964,4	-320,6%
2.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	-173,8	-178,6	-2,8%
3.EUROBROKERS	-190,9	-1.490,7	-680,9%
4.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-965,0	2.385,2	347,2%
5.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-12.787,4	-44.213,7	-245,8%
ΚΛΑΔΟΣ	-11.413,7	-49.462,2	-333,4%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Η κερδοφόρα επιχείρηση ως προς το EVA για το 2005 ήταν η Ασπίς Πρόνοια. Το 2006, το EVA της Ασπίς μειώθηκε κατά 320,6%. Η μείωση αυτή κατέστησε την Ασπίς Πρόνοια, την εισηγμένη εταιρεία με το δεύτερο χαμηλότερο EVA στον κλάδο. Για το 2006 η μοναδική εισηγμένη εταιρεία με θετικό EVA στον κλάδο ήταν η ΑΤΕ Ασφαλιστική. Μάλιστα, όσον αφορά την ΑΤΕ Ασφαλιστική, το EVA της αυξήθηκε θεαματικά κατά 347,2% σε σχέση με το 2005.

Το 2005 τα χαμηλότερα EVA τα σημείωσαν η Εθνική Ασφαλιστική και η ΑΤΕ Ασφαλιστική. Ειδικότερα, η Εθνική Ασφαλιστική κατέστρεψε την περισσότερη αξία όχι μόνο για το 2005 αλλά και για το 2006, καθώς το 2006 το EVA της εταιρείας μειώθηκε κατά 245,8% συγκριτικά με το 2005. Έτσι, για το 2006 οι χειρότερες εισηγμένες εταιρείες από άποψη κερδοφορίας με βάση το EVA ήταν η Εθνική Ασφαλιστική και η Ασπίς Πρόνοια.

Για τη διετία της έρευνας, τις μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές, τις σημείωσαν οι επιχειρήσεις Eurobrokers, ΑΤΕ Ασφαλιστική, Ασπίς Πρόνοια και Εθνική Ασφαλιστική, ενώ το EVA της Ευρωπαϊκής Πίστης μειώθηκε οριακά. Τέλος, η Εθνική Ασφαλιστική φαίνεται να αποτελεί βαρόμετρο για τον κλάδο, αφού το EVA της σπρώχνει το EVA του κλάδου προς τα κάτω, λόγω του μεγέθους της.

4.17. Ακίνητη περιουσία

Το δείγμα για τον κλάδο της ακίνητης περιουσίας αποτελείται από 9 εισηγμένες εταιρείες. Το 2005 οι 4 από τις 9 εταιρείες είχαν θετικό EVA, ενώ το 2006 μόλις μια. Ο κλάδος είχε ικανοποιητικό EVA για το 2005, σχετικά με τους υπόλοιπους κλάδους. Ωστόσο, το 2006 το EVA του κλάδου μειώθηκε κατά 190,4% και έγινε αρνητικό.

Οι επιχειρήσεις με το μεγαλύτερο EVA για το 2006 ήταν οι Διεθνής Τεχνική Μπάμπης Βωβός και Lamda Development. Όμως, το 2006 το EVA του Βωβού είχε κατακόρυφη πτώση και η συγκεκριμένη επιχείρηση αποτέλεσε την επιχείρηση με το χαμηλότερο EVA στον κλάδο. Αντίθετα, η Lamda Development είχε μια εξαιρετικά ανοδική πορεία αφού το EVA της αυξήθηκε κατά 1.010,5% και ήταν η μοναδική εταιρεία, η οποία παρήγαγε αξία για τους μετόχους και μάλιστα σε σχετικά πολύ ικανοποιητικό επίπεδο το 2006.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (σε χιλιάδες €)

ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΒΩΒΟΣ	67.913,9	-74.405,8	-209,6%
2.LAMDA DEVELOPMENT	10.416,7	115.675,8	1010,5%
3.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	751,4	-3.463,6	-561,0%
4.EUROBANK PROPERTIES	474,6	-28.075,2	-6015,5%
5.ΚΕΚΡΟΨ	-1.095,4	-3.014,3	-175,2%
6.REDS	-3.507,0	-4.843,3	-38,1%
7.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	-6.661,8	-10.401,6	-56,1%
8.SCIENS	-7.463,0	-2.030,3	72,8%
9.ΓΕΚ	-17.190,7	-28.904,8	-68,1%
ΚΛΑΔΟΣ	43.638,7	-39.463,1	-190,4%

Η εταιρεία με το χαμηλότερο EVA για το 2005 ήταν η ΓΕΚ, η οποία το 2006 ήταν η εισηγμένη εταιρεία με το δεύτερο χαμηλότερο EVA στον κλάδο, μετά από τη Διεθνή Τεχνική, καθώς το EVA της πρώτης μειώθηκε κατά 68,1%. Άλλη επιχείρηση με πολύ χαμηλό EVA για το 2006 ήταν η Eurobank Properties, της οποίας το EVA μειώθηκε δραματικά κατά 6.015,5%.

Εκτός από τις επιχειρήσεις Eurobank Properties, Lamda Development και Διεθνής Τεχνική άλλη επιχείρηση που σημείωσε μεγάλη ποσοστιαία μεταβολή στο EVA της για τη διετία ήταν η Ελβιεμέκ. Η μεταβολή της τελευταίας ήταν της τάξεως του -561,1%.

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι η πιο κερδοφόρα επιχείρηση του κλάδου ήταν η Lamda Development, η κερδοφορία της όποιας δεν ήταν ικανή να παρασύρει τον κλάδο σε ανοδική πορεία, καθώς οι υπόλοιπες εισηγμένες εταιρείες κατέστρεψαν αξία.

4.18. Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες

Για τον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών το δείγμα μας περιλαμβάνει 10 εισηγμένες εταιρείες. Το 2005, 3 εταιρείες εμφάνισαν θετικό EVA, ενώ το 2006 4. Το EVA του κλάδου ήταν αρνητικό και το 2006, το EVA μειώθηκε κατά 15,9% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Οι κερδοφόρες εταιρείες επενδύσεων για το 2005 ήταν οι Global, Alpha Trust Ανδρομέδα και Altius. Το 2006 το EVA της Global υπέστη μείωση της τάξεως του

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

166,2% και έγινε αρνητικό. Το EVA της Ανδρομέδας υπέστη μια μικρή μείωση της τάξεως του 12,8% και συνέχισε να είναι θετικό και μάλιστα να είναι το δεύτερο μεγαλύτερο στον κλάδο για το 2006. Όσο για την Altius, το 2006 το EVA της μειώθηκε κατά 42,6% και παρέμεινε θετικό. Το μεγαλύτερο EVA για το 2006 στον κλάδο ήταν εκείνο της εταιρείας Ελληνικά Χρηματιστήρια, το οποίο σημείωσε σημαντικότατη αύξηση του 741,3%. Το τέταρτο κατά σειρά μεγαλύτερο EVA ήταν εκείνο της Euroline, το οποίο αυξήθηκε κατά 221,1%, σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.17: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

(σε χιλιάδες €)

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.GLOBAL	6.808,5	-4.509,4	-166,2%
2.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	4.761,3	4.149,6	-12,8%
3.ALTIUS	735,1	422,0	-42,6%
4.EUROLINE	-250,1	302,8	221,1%
5.ΑΙΟΛΙΚΗ	-447,6	-2.505,4	-459,7%
6.INTERINVEST	-686,0	-2.162,7	-215,3%
7.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-1.963,4	-2.654,7	-35,2%
8.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	-2.787,9	-4.238,2	-52,0%
9.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	-3.773,5	24.199,1	741,3%
10.MARFIN INVESTMENT GR	-55.388,5	-74.405,4	-34,3%
ΚΛΑΔΟΣ	-52.992,1	-61.402,3	-15,9%

Η εισηγμένη με τη χειρότερη κερδοφορία με βάση το EVA στο συγκεκριμένο κλάδο για το 2005 και 2006 ήταν η Marfin Investment Group (MIG). Η MIG ήταν και η επιχείρηση, στην οποία οφειλόταν το χαμηλό EVA του κλάδου, εξαιτίας του μεγάλου μεγέθους του αρνητικού EVA που σημείωσε η εταιρεία αυτή. Μάλιστα, το EVA της MIG μειώθηκε ακόμα περισσότερο το 2006 κατά 34,3%, ποσοστό περίπου ίσο μ' εκείνο του κλάδου. Άλλες επιχειρήσεις με πολύ χαμηλό EVA για το 2006 εκτός της MIG ήταν τα Ελληνικά Χρηματιστήρια και η Πειραιώς Leasing των οποίων τα EVA μεταβλήθηκαν κατά 741,3%, -52%, σε σχέση με το 2005.

Για τη διετία που γίνεται η έρευνα οι μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές που παρατηρήθηκαν κυμάνθηκαν από -459,7% μέχρι 741,3% και αφορούσαν τις επιχειρήσεις Αιολική, Interinvest, Euroline και Ελληνικά Χρηματιστήρια.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Από τα παραπάνω, παρατηρούμε ότι οι εταιρείες εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είχαν αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία για το 2005 και για το 2006. Τέλος, ενώ οι εταιρείες επενδύσεων το 2005 παρήγαγαν αξία για τους μετόχους τους το 2006 κατέστρεψαν αξία. Επιπρόσθετα, η δυσμενής κατάσταση της MIG ως προς το EVA ώθησε το EVA του κλάδου προς τα κάτω.

4.19. Τεχνολογία

Το δείγμα για τον κλάδο της τεχνολογίας περιλαμβάνει 24 εισηγμένες εταιρείες. Οι εταιρείες του δείγματος που παρουσίασαν θετικό EVA για το 2005 ήταν 9, ενώ για το 2006 ήταν 6. Το EVA του συγκεκριμένου κλάδου, όπως και αρκετών άλλων ήταν αρνητικό και για τα δύο χρόνια της έρευνας. Πιο συγκεκριμένα, από το 2005 στο 2006 το EVA του κλάδου μειώθηκε κατά 126%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.18: EVA ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΤΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ (σε χιλιάδες €)

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1.ΠΛΑΙΣΙΟ	4.617,7	4.913,4	6,4%
2.FORTHNET	3.558,1	-33.578,3	-1043,7%
3.BYTE COMPUTER	1.569,8	1.710,9	9,0%
4.ΙΛΥΔΑ	725,4	284,6	-60,8%
5.PROFILE	595,0	687,7	15,6%
6.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	251,6	137,7	-45,3%
7.UNIBRAIN	229,3	-361,7	-257,7%
8.LOGISMOS	187,8	-9,0	-104,8%
9.RAINBOW	91,0	-31,5	-134,6%
10.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	-167,8	348,5	307,7%
11.INTEPTEK	-188,8	-2.184,6	-1057,1%
12.SPACE	-575,4	-1.607,5	-179,4%
13.QUALITY & RELIABILITY	-1.092,6	-1.865,0	-70,7%
14.COMPUCON	-1.183,9	-525,0	55,7%
15.INFORMER	-2.081,2	-775,9	62,7%
16.UNISYSTEM	-2.111,6	-6.692,8	-217,0%
17.HITECH	-2.751,7	-1.176,5	57,2%
18.MAPAK	-3.018,6	-398,9	86,8%
19.CPI	-3.387,5	-1.605,7	52,6%
20.NEXANS	-4.470,7	-8.039,1	-79,8%
21.SINGULARLOGIC	-5.878,9	-8.995,5	-53,0%
22.INFOQUEST	-13.923,1	-35.752,8	-156,8%
23.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-18.241,0	-28.545,4	-56,5%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

24.ΑΛΤΕΚ	-23.511,6	-35.864,0	-52,5%
ΚΛΑΔΟΣ	-70.758,7	-159.926,4	-126,0%

Οι επιχειρήσεις με το μεγαλύτερο EVA στον κλάδο για το 2005 ήταν το Πλαίσιο και η Forthnet. Μάλιστα, το Πλαίσιο είχε και το 2006 το μεγαλύτερο EVA, το οποίο αυξήθηκε κατά 6,4%. Η Forthnet για το ίδιο έτος είχε το τρίτο χειρότερο EVA στον κλάδο, καθώς το EVA της μειώθηκε κατά 1.043,7%. Το 2006, το EVA των εισηγμένων εταιρειών που είχαν θετική οικονομική προστιθέμενη αξία εκτός του Πλαισίου κινήθηκε σε χαμηλά επίπεδα. Έτσι, η εισηγμένη εταιρεία που ξεχώρισε από τις παραπάνω ήταν η Byte Computer, της οποίας το EVA αυξήθηκε κατά 9% σε σχέση με το 2005.

Οι επιχειρήσεις, οι οποίες το 2005 είχαν από τα χαμηλότερα EVA στον κλάδο ήταν οι Άλτεκ, Ίντρακομ Συμμετοχών και Infoquest. Οι παραπάνω επιχειρήσεις είχαν το χαμηλότερο EVA στον κλάδο όχι μόνο για το 2005, αλλά και για το 2006 μαζί με την Forthnet. Ειδικότερα το 2006, το EVA των Άλτεκ, Infoquest και Ίντρακομ συμμετοχών μειώθηκε κατά 52,5%, 156,8% και 56,5%, αντίστοιχα.

Τις μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές στο EVA τις σημείωσαν οι εταιρείες Ίντερτεκ, Forthnet, Unibrain, Unisystem και Άλφα Γκρίσιν. Οι μεταβολές αυτών των εταιρειών κυμάνθηκαν μεταξύ -1.057,1% και 307,7%.

Συνοψίζοντας, από τις εισηγμένες εταιρείες του κλάδου η μοναδική κατηγορία εταιρειών που είχε θετικό EVA ήταν εκείνη που περιλάμβανε εταιρείες παραγωγής υλικού υπολογιστών. Από τις υπόλοιπες κατηγορίες εταιρειών του κλάδου εκείνη με το χαμηλότερο EVA ήταν οι εταιρείες ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η δυσμενής κατάσταση από άποψη οικονομικής προστιθέμενης αξίας οφειλόταν κυρίως στις Άλτεκ και Infotech οι οποίες κατέστρεψαν αξία και παρέσυραν τον κλάδο προς τα κάτω. Τέλος, ορισμένες εταιρείες πληροφορικής βρίσκονταν σε αδράνεια εξαιτίας της σταθερότητας των πωλήσεων που έλαβε χώρα το 2006.

4.20. Σύνοψη κεφαλαίου

Ανακεφαλαιώνοντας, φαίνεται ότι οι περισσότεροι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας παρουσίασαν αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία για το 2005 και το 2006. Το 2005, οι κλάδοι που είχαν θετικό EVA από το μεγαλύτερο στο μικρότερο, ήταν οι

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

κλάδοι των υπηρεσιών ταξιδιών και μέσων αναψυχής, των τραπεζών, του εμπορίου, της ακίνητης περιουσίας και των μέσων ενημέρωσης. Αντίστοιχα, οι κλάδοι με θετική οικονομική προστιθέμενη αξία για το 2006, ήταν εκείνοι των ταξιδιών και της αναψυχής, των τηλεπικοινωνιών και του εμπορίου. Αντίθετα, οι κλάδοι με το χαμηλότερο EVA για το 2005 ήταν οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών, των κατασκευών και υλικών κατασκευών, των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και των πρώτων υλών. Ενώ για το 2006 οι αντίστοιχοι κλάδοι ήταν οι κλάδοι των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των τραπεζών, των κατασκευών και υλικών κατασκευών και των πρώτων υλών. Από τα παραπάνω, παρατηρούμε ότι υπάρχει συνέπεια ως προς την κερδοφορία ορισμένων κλάδων, όπως είναι ο κλάδος του εμπορίου και των ταξιδιών και αναψυχής.

Προχωρώντας την ανάλυση σε επίπεδο επιχείρησης σύμφωνα με το δείγμα, η συντριπτική πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών παρουσίασε αρνητικό EVA για τη διετία της έρευνας. Μιλώντας με αριθμούς, σύμφωνα με τους προηγούμενους πίνακες από τις 275 εταιρείες του δείγματος για το 2005, οι 88 παρήγαγαν πλούτο για τους μετόχους τους, ενώ από τις 276 εισηγμένες εταιρείες για το 2006 μόνο οι 65 παρήγαγαν πλούτο για τους μετόχους. Δηλαδή, περίπου το 33% των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος είχε την ικανότητα να παράγει αξία στο τέλος του 2005 και το 24% των εταιρειών στο τέλος του 2006, αντίστοιχα. Το άθροισμα του EVA των εισηγμένων εταιρειών για το 2005 και το 2006 ήταν -755.402,00 € και --1.800.792,00 €, δηλαδή, υπήρξε μείωση της τάξεως του -138,39% (παράρτημα σελ. 1, πίνακας 1). Ένα άλλο χαρακτηριστικό των κλάδων της ελληνικής οικονομίας είναι ότι κυρίως μια ή δύο εταιρείες σε κάθε κλάδο είναι πολύ κερδοφόρες ή πολύ ζημιογόνες ως προς το EVA, σε σχέση με τις υπόλοιπες και συμπαρασύρουν ολόκληρο τον κλάδο.

Από τους πίνακες του κεφαλαίου μπορούμε να εντοπίσουμε τις καλύτερες και τις χειρότερες εταιρείες από άποψη EVA, για την περίοδο της έρευνας. Οι 10 πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις του δείγματος για το 2005 από άποψη EVA ήταν οι εταιρείες ΟΠΑΠ, Cosmote, Εθνική, Motor Oil, Τράπεζα Κύπρου, Βωβός, Πειραιώς, Τιτάν, ATE Bank και Regency. Αντίστοιχα για το 2006, οι πιο κερδοφόρες εταιρείες ήταν οι Cosmote, ΟΠΑΠ, Alpha Bank, Lamda Development, Intralot, Τράπεζα Κύπρου, Τιτάν, ΟΤΕ, Πειραιώς και Τηλέτυπος. Οι 10 επιχειρήσεις, οι οποίες κατέστρεψαν την περισσότερη αξία για το 2005 ήταν οι ΟΤΕ, ΔΕΗ, Ελληνικά Πετρέλαια, ΕΥΔΑΠ, Εμπορική, ΕΛΒΑΛ, MIG, Γενική Τράπεζα, ΑΕΓΕΚ και Σελόντα. Οι 10 χειρότερες εταιρείες για το 2006 ήταν οι ΔΕΗ, Εμπορική, ΕΥΔΑΠ, Εθνική, ATE Bank, ΑΕΓΕΚ, ΕΛΒΑΛ, Τεχνική Ολυμπιακή, Γενική Τράπεζα και Eurobank.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Στο κεφάλαιο αυτό έγινε μια πρώτη απεικόνιση της κατάστασης των εισηγμένων εταιρειών σύμφωνα με την ικανότητα τους να παράγουν οικονομικά κέρδη. Στα επόμενα κεφάλαια θα γίνει προσπάθεια να αναλυθεί η ικανότητα των εισηγμένων εταιρειών να παράγουν αξία σε κλαδικό και σε εταιρικό επίπεδο. Για να γίνουν αυτές οι αναλύσεις θα χρησιμοποιηθούν εκτός από το EVA και άλλοι δείκτες όπως είναι το MVA, η συνολική κεφαλαιοποίηση προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο, ο δείκτης κερδοφορίας ROIC προς WACC, το EVA προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο και το MVA προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΚΛΑΔΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Μέχρι τώρα παρουσιάστηκε μόνο η κατάσταση που επικρατεί στις εισηγμένες σύμφωνα με τον κλάδο που ανήκουν, ως προς την ικανότητα τους να παράγουν αξία για τους μετόχους. Σε αυτό το κεφάλαιο θα πραγματοποιηθεί μια βαθύτερη ανάλυση της ικανότητας των κλάδων της Ελληνικής Οικονομίας να παράγουν αξία καθώς και των προοπτικών κερδοφορίας κάθε κλάδου.

Το EVA και άλλα παρόμοια μέτρα αξίας μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να γίνει διάκριση μεταξύ των κλάδων που δημιουργούν αξία και εκείνων που καταστρέφουν αξία. Επιπρόσθετα, με δείκτες οικονομικής αξίας όπως είναι το EVA μπορεί να γίνει εντοπισμός των κλάδων που δεν κατάφεραν να επαληθεύσουν της προσδοκίες που είχαν δημιουργηθεί για αυτούς από την αγορά, με τον όρο αγορά εννοείται το χρηματιστήριο. Έτσι, το EVA θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να βρεθούν οι κλάδοι και έπειτα οι εταιρείες, οι οποίες αποτελούν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες, προκειμένου να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων (portfolio). Το χαρτοφυλάκιο αυτό θα αποτελείται από επιχειρήσεις, οι οποίες ανήκουν σε κλάδους με ευνοϊκές προοπτικές όσον αφορά την ικανότητα τους να παράγουν αξία. Επίσης, η χρηματιστηριακή τιμή των παραπάνω επιχειρήσεων θα πρέπει να βρίσκεται σε λογικά επίπεδα. Χαρτοφυλάκια, των οποίων η διαχείριση στηρίζεται στο EVA ή σε παρόμοια μέτρα αξίας αποτελούν ενεργητικά χαρτοφυλάκια (actively managed investment portfolios). Τα χαρτοφυλάκια αυτά ξεπερνούν τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια, τα οποία βασίζονται στον κίνδυνο και αποτελούν παθητικά χαρτοφυλάκια (risk-inherited passive portfolios) (Grant 2003, σελ. 275).

Το παρόν κεφάλαιο ξεκινάει με μια ανάλυση του λειτουργικού επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC) και του μέσου σταθμικού κεφαλαίου (WACC) για κάθε κλάδο της ελληνικής οικονομίας. Έπειτα, θα ακολουθήσει μια κλαδική ανάλυση ως προς το EVA και το MVA των εισηγμένων. Τέλος, θα γίνει μια βαθύτερη κλαδική ανάλυση, η οποία θα σχετίζεται με τη δημιουργία ενός ενεργητικού χαρτοφυλακίου. Οι δύο τελευταίες παράγραφοι του κεφαλαίου βασίζονται στην κλαδική ανάλυση του Grant που βρίσκεται στο 14 κεφάλαιο του βιβλίου του Foundations of Economic Value Added.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

5.1. Λειτουργική αποδοτικότητα και κόστος κεφαλαίου μπαίνουν στο μικροσκόπιο

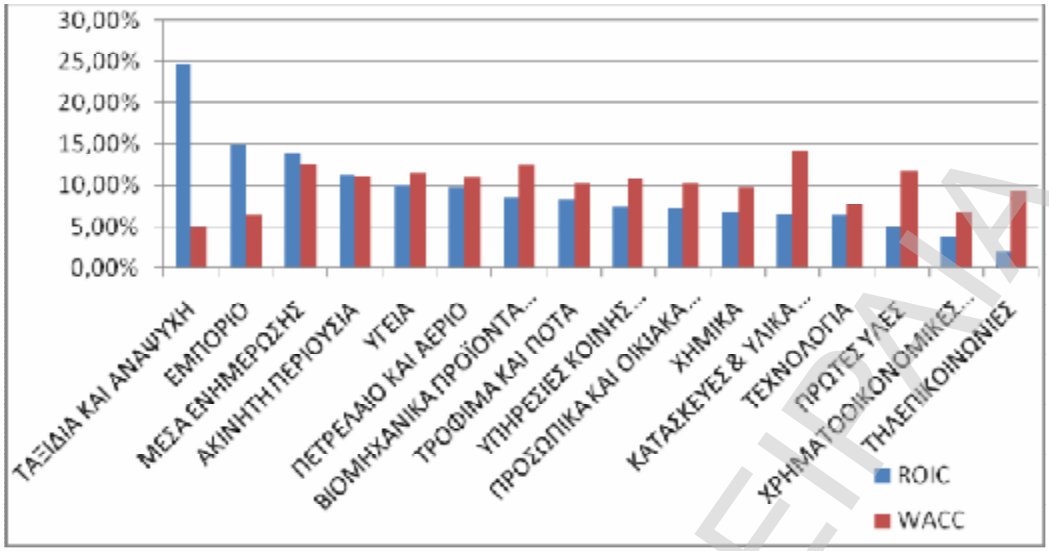
Σε αυτό το μέρος του κεφαλαίου θα πραγματοποιηθεί ανάλυση του ROIC και του WACC για όλους τους κλάδους, για τη διετία 2005-2006. Πρώτα, θα γίνει μια σύγκριση μεταξύ του ROIC και του WACC, για τα δύο έτη της έρευνας. Έπειτα, θα ερευνηθεί τι συμβαίνει με τα ROIC και τα WACC των κλάδων που έχουν υψηλή ή χαμηλή αγοραία προστιθέμενη αξία. Τέλος, θα ερευνηθεί η σχέση των κλάδων ως προς το ROIC, το WACC και το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο (Operating Invested Capital, OIC). Στις αναλύσεις αυτού του κεφαλαίου δε λαμβάνονται υπόψη οι κλάδοι των τραπεζών και των ασφαλειών, εξαιτίας των δυσκολιών στον υπολογισμό του ROIC για τους λόγους που αναφέρονται στην παράγραφο 4.1.

5.1.1. Σύγκριση ROIC και WACC ανά κλάδο για το 2005

Στο προηγούμενο κεφάλαιο, διαπιστώθηκε ότι εκτός του κλάδου των τραπεζών και των ασφαλειών, 4 κλάδοι της οικονομίας είχαν αρνητικό EVA για το 2005. Οι κλάδοι των υπηρεσιών ταξιδιών και μέσων αναψυχής, του εμπορίου, της ακίνητης περιουσίας και των μέσων ενημέρωσης. Το θετικό EVA οφείλεται στη διαφορά (spread) μεταξύ ROIC και WACC, όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 2.1. Οι κερδοφόροι κλάδοι φαίνονται στο διάγραμμα 5.1, δηλαδή, είναι εκείνοι οι κλάδοι που έχουν θετικό spread. Ακόμα, από το διάγραμμα αυτό, φαίνεται ότι όλοι οι κλάδοι της οικονομίας έχουν θετικό ROIC για το 2005, στο παράρτημα υπάρχουν πίνακες όπου αναγράφονται αναλυτικά τα ROIC και WACC για κάθε κλάδο (παράρτημα σελ. 1, πίνακας 2).

Τα μεγαλύτερα θετικά spreads παρατηρούνται στους κλάδους των ταξιδιών και αναψυχής και στον κλάδο του εμπορίου, τα οποία είναι 19,72% και 8,79%, αντίστοιχα. Ο κλάδος των ταξιδιωτικών υπηρεσιών και αναψυχής, ο οποίος έχει και το μεγαλύτερο spread είναι ο κλάδος με το μεγαλύτερο EVA για το 2005. Το μεγάλο spread του κλάδου των ταξιδιών και αναψυχής οφείλεται κυρίως στις επιχειρήσεις τυχερών παιχνιδιών και κυρίως στον ΟΠΑΠ.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.1: ROIC ΚΑΙ WACC ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

Ακόμα, για τους κλάδους τους οποίους εμφανίζουν αρνητικά EVA, τα αρνητικά EVA οφείλονται στα αρνητικά spreads. Τα μεγαλύτερα αρνητικά spreads παρατηρούνται στους κλάδους των κατασκευών και υλικών κατασκευών, των τηλεπικοινωνιών και των πρώτων υλών. Τα συγκεκριμένα spreads είναι της τάξεως του -7,83%, -7,57% και -6,88%, αντίστοιχα. Μάλιστα, οι τρεις αυτοί κλάδοι είναι εκείνοι με τα χαμηλότερα EVA για το 2005. Σχετικά με τον κλάδο των κατασκευών και υλικών κατασκευών, παρατηρείται ότι παρότι ο κλάδος αυτός έχει το μεγαλύτερο αρνητικό spread, το EVA του δεν είναι τόσο χαμηλό όσο του κλάδου των τηλεπικοινωνιών, σύμφωνα με τους πίνακες 4.4 και 4.12 του προηγούμενου κεφαλαίου. Άρα, η διαφορά αυτή οφείλεται στο λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο, του οποίου η συνεισφορά θα αναλυθεί σε επόμενη παράγραφο (παράγραφος 5.1.4).

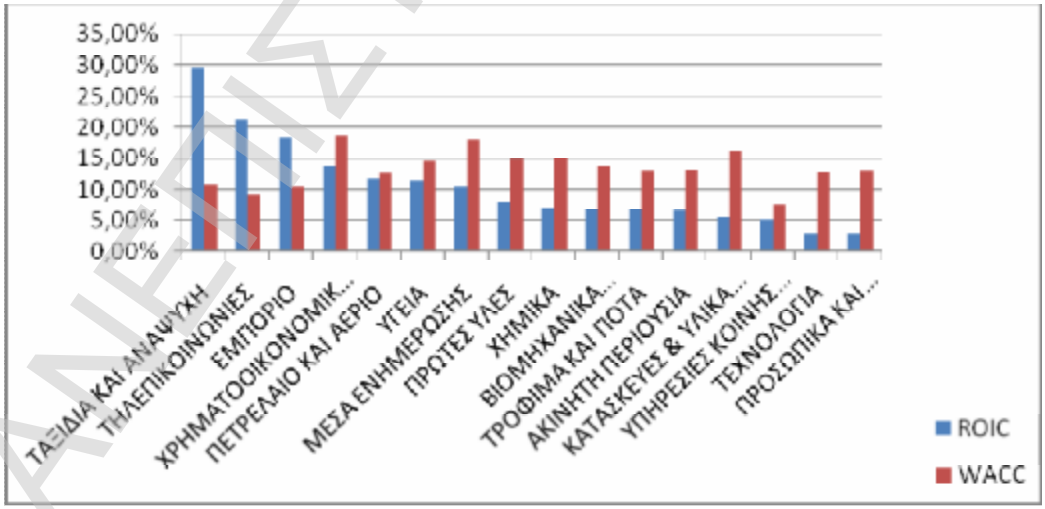
Για τους κλάδους με μεγάλα αρνητικά spreads η κατάσταση θα μπορούσε να βελτιωθεί εάν αυξανόταν η αποδοτικότητα τους ή μειωνόταν το κόστος κεφαλαίου ή αν συνέβαιναν και τα δύο ή αν αυξανόταν η αποδοτικότητα τους με ρυθμό μεγαλύτερο από την αύξηση του κόστος κεφαλαίου τους. Για παράδειγμα, το αρνητικό spread του κλάδου των πρώτων υλών θα μπορούσε να μειωθεί αν μειωνόταν το κόστος κεφαλαίου του κλάδου. Το κόστος κεφαλαίου θα μπορούσε να μειωθεί αν μειωνόταν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, αφού το κόστος δανεισμού είναι χαμηλότερο από το πρώτο (παράρτημα σελ. 5, πίνακας 10). Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα μπορούσε να μειωθεί με τρόπους όπως η χρησιμοποίηση λιγότερου κεφαλαίου για την παράγωγη του ίδιου επιπέδου προϊόντων και υπηρεσιών και η ανακατανομή των πόρων σε κερδοφόρες δραστηριότητες από τις επιχειρήσεις του κλάδου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Επίσης, ο μέσος όρος του ROIC όλων των κλάδων της οικονομίας για το 2005 ήταν 9,20%, ενώ ο μέσος όρος του κόστους κεφαλαίου ήταν 10,10% (παράρτημα σελ. 1, πίνακας 2). Γι' αυτό άλλωστε και το άθροισμα του EVA όλων των κλάδων ήταν αρνητικό για το 2005, όπως προέκυψε από το προηγούμενο κεφάλαιο. Έτσι, εάν ένας κλάδος είχε λειτουργική αποδοτικότητα μεγαλύτερη του 10,10%, τότε θα είχε τουλάχιστον 95% πιθανότητα να έχει θετικό EVA και να παράγει πλούτο για τους μετόχους.

5.1.2. Σύγκριση ROIC και WACC ανά κλάδο για το 2006

Στο προηγούμενο κεφάλαιο, παρατηρήθηκε ότι το 2006 μόνο 3 κλάδοι είχαν θετικό EVA. Βέβαια, το 2006 σύμφωνα με το διάγραμμα 5.1.2, παρατηρήθηκε αύξηση της αποδοτικότητας σε 10 από τους 16 κλάδους της οικονομίας σε σχέση με το 2005. Η αύξηση αυτή όχι μόνο αντισταθμίστηκε, αλλά στις περισσότερες βιομηχανίες ξεπεράστηκε από την αύξηση του κόστους κεφαλαίου. Ειδικότερα, σε 14 από τις 16 βιομηχανίες το WACC παρουσιάστηκε αυξημένο σε σχέση μ' εκείνο του προηγούμενου έτους, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.1.2. Οι κλάδοι στους οποίους παρατηρείται μείωση του WACC είναι εκείνοι των τηλεπικοινωνιών και των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.2: ROIC ΚΑΙ WACC ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, τα θετικά spreads παρατηρούνται στους κλάδους των ταξιδιών και αναψυχής, των τηλεπικοινωνιών, και του εμπορίου. Τα ποσοστά αυτά είναι της τάξεως του 18,69%, 12,02% και 7,98%, αντίστοιχα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

(παράρτημα σελ. 2, πίνακας 3). Σχετικά με τους κλάδους των μέσων ενημέρωσης και της ακίνητης περιουσίας, οι οποίοι είχαν θετικά spreads το 2005, το 2006 οι παραπάνω κλάδοι σημείωσαν πτώση του ROIC και αύξηση του WACC, τα οποία οδήγησαν τους κλάδους σε αρνητικά EVA. Ο κλάδος του εμπορίου, ο οποίος είχε μεγαλύτερο spread το 2005, το 2006 σημείωσε από τη μια πλευρά αύξηση του ROIC, ωστόσο, από την άλλη πλευρά η αύξηση του WACC ήταν τέτοια που μείωσε το spread σε σχέση με την προηγούμενη χρήση. Ακόμα, από το διάγραμμα 5.1.2, γίνεται αντιληπτό ότι οι κλάδοι με το χαμηλότερο αρνητικό spread για το 2006 είναι εκείνοι των κατασκευών και υλικών κατασκευών, των προσωπικών και οικιακών αγαθών και της τεχνολογίας, τα οποία είναι -10,87%, -10,09% και -9,79% (παράρτημα σελ. 2, πίνακας 3).

Επιπλέον, για τον κλάδο των πρώτων υλών παρατηρείται αύξηση του ROIC και αύξηση του WACC για το 2006. Επομένως, οι επιχειρήσεις που αποτελούσαν τον κλάδο των πρώτων υλών δε μείωσαν το κόστος κεφαλαίου όπως ειπώθηκε στην παράγραφο 5.1.1 ότι θα έπρεπε να κάνουν. Στην πραγματικότητα, το κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε κυρίως επειδή αυξήθηκε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αντί να μειωθεί, αλλά και επειδή αυξήθηκε και ο δανεισμός του κλάδου, το κόστος του οποίου ήταν αυξημένο σε σύγκριση με το 2005. Ανάλογα συμπεράσματα μπορούν να προκύψουν και για τους υπόλοιπους κλάδους, με βάση τα διαγράμματα 5.1.1, 5.1.2 και τους πίνακες του παραρτήματος.

Επιπρόσθετα, για το 2006 ο μέσος όρος του ROIC των κλάδων ήταν 10,52% και ο μέσος όρος του WACC ήταν 13,36%, αντίστοιχα. Έτσι, γίνεται κατανοητό ότι η μείωση του EVA της ελληνικής οικονομίας, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται από το δείγμα, οφείλεται κυρίως στη μεγάλη αύξηση του WACC σε σχέση με το 2005. Αν ένας κλάδος είχε ROIC μεγαλύτερο του 13,36%, τότε θα είχε τουλάχιστον 95% πιθανότητα να έχει θετικό EVA, για το συγκεκριμένο έτος.

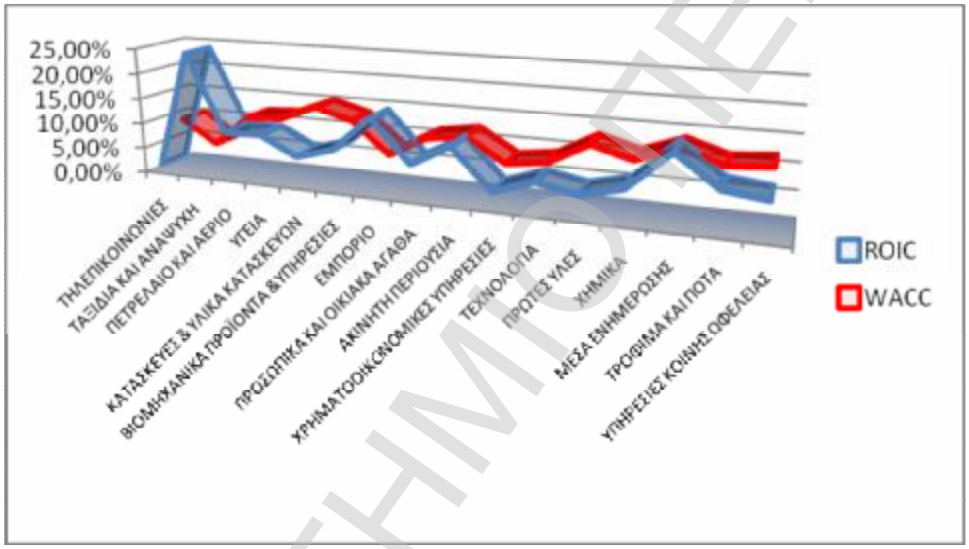
5.1.3. Εμπειρική απόδειξη της συσχέτισης μεταξύ EVA και MVA

Στο διάγραμμα 5.1.3.1 φαίνονται τα ROIC και WACC όλων των κλάδων της οικονομίας εκτός από τις τράπεζες και τις ασφάλειες για το 2005. Η σειρά των κλάδων βασίζεται στην κατάταξη τους με βάση το MVA, από το μεγαλύτερο στο μικρότερο, όπως αυτό βρέθηκε μετά από υπολογισμούς. Για το MVA έχουν αναφερθεί κάποια πράγματα στην

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

εισαγωγή της εργασίας, όσο για τις τιμές του MVA, του ROIC και του WACC ανά κλάδο αυτές βρίσκονται στο παράρτημα (παράρτημα σελ. 2, πίνακας 4).

Συγκεκριμένα, στο διάγραμμα 5.1.3.1 απεικονίζεται η μετά φόρων λειτουργική αποδοτικότητα σε σύγκριση με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου για κάθε κλάδο, για το 2005. Σύμφωνα με το σχήμα, τα καθαρά εισοδήματα (residual income) όλων των βιομηχανιών όπως μετρήθηκαν με βάση το MVA, εκτός του κλάδου των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, καθώς και τα ROIC τους είναι θετικά. Ωστόσο, η αποδοτικότητα των κεφαλαίων των επιχειρήσεων κυμαίνεται πάνω και κάτω από το κόστος κεφαλαίου.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.3.1: ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

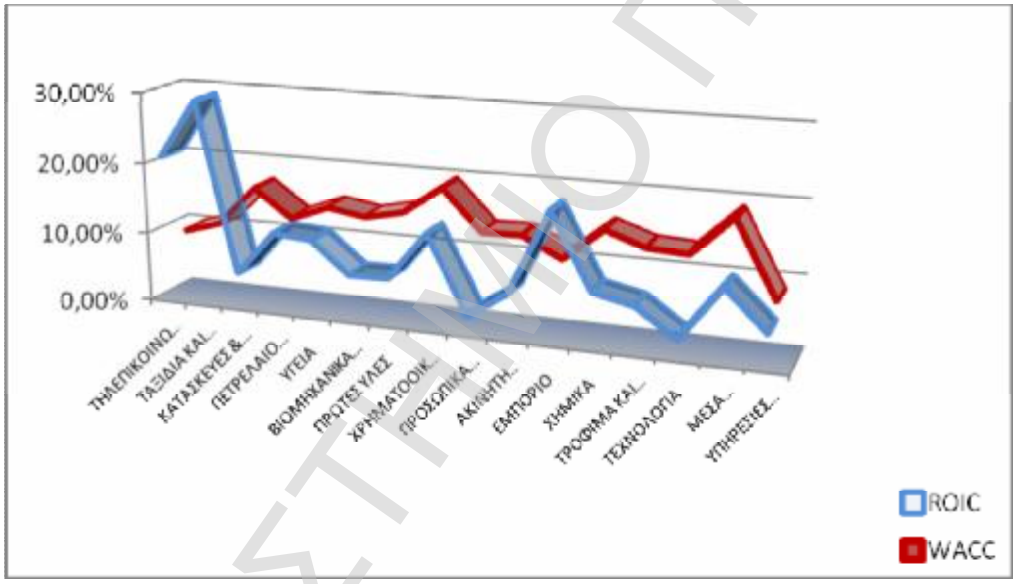
Επίσης, από το παραπάνω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι κλάδοι με μεγάλο MVA όπως είναι ο κλάδος των ταξιδιωτικών υπηρεσιών και αναψυχής, εμφανίζουν αποδοτικότητα υψηλότερη από το κόστος κεφαλαίου. Ωστόσο, άλλοι κλάδοι με μεγάλο MVA, όπως οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών ή του πετρελαίου, εμφανίζουν μέση λειτουργική αποδοτικότητα μικρότερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Στους κλάδους με τα χαμηλότερα MVA το κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από την αποδοτικότητα. Εξαίρεση αποτελεί ο κλάδος των μέσων ενημέρωσης, όπου η μέση λειτουργική αποδοτικότητα του κλάδου είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Κλάδοι με θετικό spread όπως εκείνος των ταξιδιωτικών υπηρεσιών και αναψυχής εμφανίζουν θετικό και μερικές φορές υψηλό EVA, όπως παρατηρήθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Αντίστοιχα, κλάδοι με αρνητικό spread όπως εκείνος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και χημικών κ.α. εμφανίζουν αρνητικό EVA.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Άρα, από τα παραπάνω προκύπτει ότι συνήθως όσο μικρότερο είναι το MVA, τόσο μικρότερο θα είναι το spread και μάλιστα αρνητικό και επομένως το ίδιο και το EVA, εκτός από ορισμένες εξαιρέσεις πχ. ο κλάδος των μέσων ενημέρωσης. Ενώ δεν προκύπτει απαραίτητα ότι όσο μεγαλύτερο είναι το MVA, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το spread και επομένως το ίδιο και το EVA. Ωστόσο, πριν βγάλουμε κάποιο συμπέρασμα καλύτερα να κοιτάξουμε την ανάλυση που ακολουθεί για το 2006.

Στο διάγραμμα 5.1.3.2 φαίνονται τα ROIC και WACC των 16 κλάδων της οικονομίας για το 2006. Όπως και προηγουμένως, η σειρά τους βασίζεται στην κατάταξη τους σύμφωνα με το MVA. Οι τιμές του MVA, του ROIC και του WACC ανά κλάδο βρίσκονται στο παράρτημα (παράρτημα σελ. 3, πίνακας 5).



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.3.2: ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

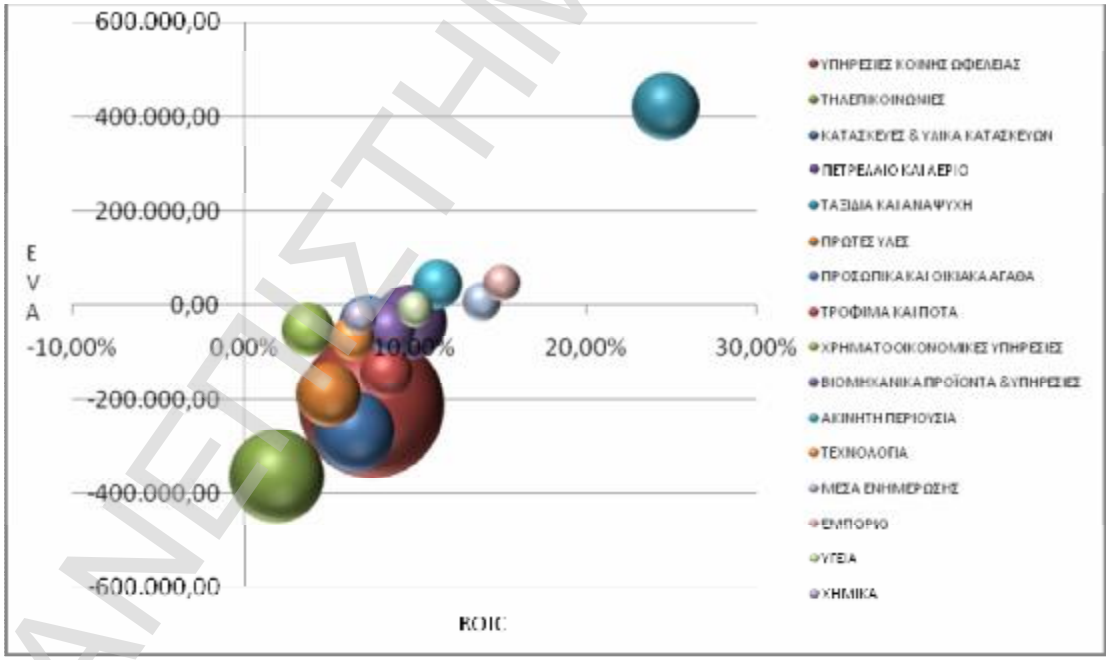
Στο παραπάνω διάγραμμα φαίνεται ότι για όλους τους κλάδους εκτός από τρεις το ROIC είναι θετικό και μικρότερο του αντίστοιχου WACC, όπως άλλωστε φαίνεται και στην παράγραφο 5.1.2. Επίσης, προκύπτει από τους κλάδους με υψηλό MVA, ότι μόνο δύο έχουν ROIC μεγαλύτερο του WACC. Για την ακρίβεια οι δύο κλάδοι με το υψηλότερο MVA έχουν θετικό spread και είναι οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών και των ταξιδιών και αναψυχής, οι οποίοι είναι οι δύο από τους τρεις κλάδους με θετικό EVA. Το 2005, οι κλάδοι με τα υψηλά MVA, οι οποίοι είχαν ROIC μεγαλύτερο από το WACC ήταν δυο σχέση με το 2006, που ήταν μόνο ένας. Τέλος, όσον αφορά τους κλάδους με τα χαμηλότερα MVA, φαίνεται από το διάγραμμα 5.1.3.2 ότι για όλους αυτούς τους κλάδους τα ROIC είναι χαμηλότερα των αντίστοιχων WACC. Από τα παραπάνω

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

συμπεραίνουμε ότι το WACC υπερισχύει του ROIC το 2005 και ειδικά το 2006 και μάλιστα θριαμβευτικά για το σύνολο των κλάδων της οικονομίας. Τέλος, προκύπτει ότι συνήθως όσο μικρότερο είναι το MVA, τόσο μικρότερο θα είναι το spread και επομένως το ίδιο και το EVA, ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει απόλυτα. Επομένως, υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ EVA και MVA για μικρές τιμές του MVA και μικρή συσχέτιση για μεγάλες τιμές του MVA, αντίστοιχα.

5.1.4. EVA, ROIC και λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο

Όπως παρατηρήθηκε και στις προηγούμενες παραγράφους το μεγαλύτερο ROIC και EVA για το 2005 το είχε ο κλάδος των ταξιδιών και αναψυχής. Ωστόσο, το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο στον κλάδο αυτό ήταν μικρό σχετικά με άλλους κλάδους όπως ήταν εκείνοι των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των τηλεπικοινωνιών, των κατασκευών και υλικών κατασκευών και του πετρελαίου και αερίου, σύμφωνα με το διάγραμμα 5.1.4.1.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.4.1: EVA, ROIC ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΓΙΑ ΤΟ 2005

Στο παραπάνω διάγραμμα, το μέγεθος κάθε φυσαλίδας αντανακλά το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο (Operating Invested Capital, OIC) κάθε κλάδου. Οι δείκτες του

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

διαγράμματος 5.1.4.1 υπάρχουν αναλυτικά στο παράρτημα (παράρτημα σελ. 3, πίνακας 6).

Έτσι λοιπόν, ο κλάδος των ταξιδιών και αναψυχής έχει το υψηλότερο EVA για το 2005, επειδή έχει το μεγαλύτερο spread από όλους τους κλάδους, ενώ το OIC του, είναι το τέταρτο μεγαλύτερο σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους. Για να φτάσει ο κλάδος αυτός να είναι ο πιο κερδοφόρος, σημαντική ήταν η συμβολή του κρατικού ΟΠΑΠ, ο οποίος έχει το μεγαλύτερο OIC στον κλάδο και μάλιστα μονοπωλούσε την αγορά των τυχερών παιχνιδιών για πολλά χρόνια, μέχρι που εισήλθε στην αγορά η Intralot.

Όσον αφορά τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, διακρίνεται από το παραπάνω σχήμα, ότι, το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο στον κλάδο είναι το δεύτερο μεγαλύτερο στην οικονομία. Άρα, έτσι εξηγείται πως ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών κατέστρεψε την περισσότερη αξία για το 2005, χωρίς να έχει το μεγαλύτερο spread, σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους (παράγραφος 5.1.1). Το μεγάλο μέγεθος του OIC του κλάδου οφείλεται κυρίως στον ΟΤΕ και στην Cosmote, που κατέχουν το συντριπτικά μεγαλύτερο κομμάτι της αγοράς των τηλεπικοινωνιών. Ο ΟΤΕ μέχρι την άνοιξη του 2008 άνηκε στο ελληνικό δημόσιο, ενώ η Cosmote, θυγατρική του ΟΤΕ έχει πάρει πάγια περιουσιακά στοιχεία από τον ΟΤΕ σε χαμηλές τιμές αν όχι δωρεάν. Επίσης, η αγορά της σταθερής τηλεφωνίας ήταν μονοπώλιο του ΟΤΕ, μέχρι την απελευθέρωση της αγοράς η οποία πραγματοποιήθηκε μετά το 2000.

Επιπρόσθετα, από το διάγραμμα 5.1.4.1 συνεπάγεται ότι το μεγαλύτερο OIC είναι εκείνο του κλάδου των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Δυστυχώς για το συγκεκριμένο κλάδο, το χαμηλό ROIC του είναι μικρότερο από το WACC, με συνέπεια ο κλάδος να καταστρέφει αξία. Επομένως, συμπεραίνεται ότι το υψηλό OIC του κλάδου χρησιμοποιούταν μη αποδοτικά. Για παράδειγμα, ένα μεγάλος μέρος του OIC μπορεί να χρησιμοποιούταν σε μη κερδοφόρες δραστηριότητες ή να υπήρχαν διοικητικά λάθη από τις επιχειρήσεις που απάρτιζαν τον κλάδο. Πράγμα που δεν αποτελεί έκπληξη, αφού το μεγαλύτερο μέρος του OIC του κλάδου ανήκει σε κρατικές επιχειρήσεις, όπως είναι η ΔΕΗ και η ΕΥΔΑΠ. Εξαιτίας των λαθών των διοικήσεων, οι επιχειρήσεις αυτές αποτελούν προβληματικές επιχειρήσεις, οι οποίες ζητούν κεφάλαια και δεν προσφέρουν την ανάλογη ανταμοιβή, καθώς καταστρέφουν τον πλούτο των μετόχων.

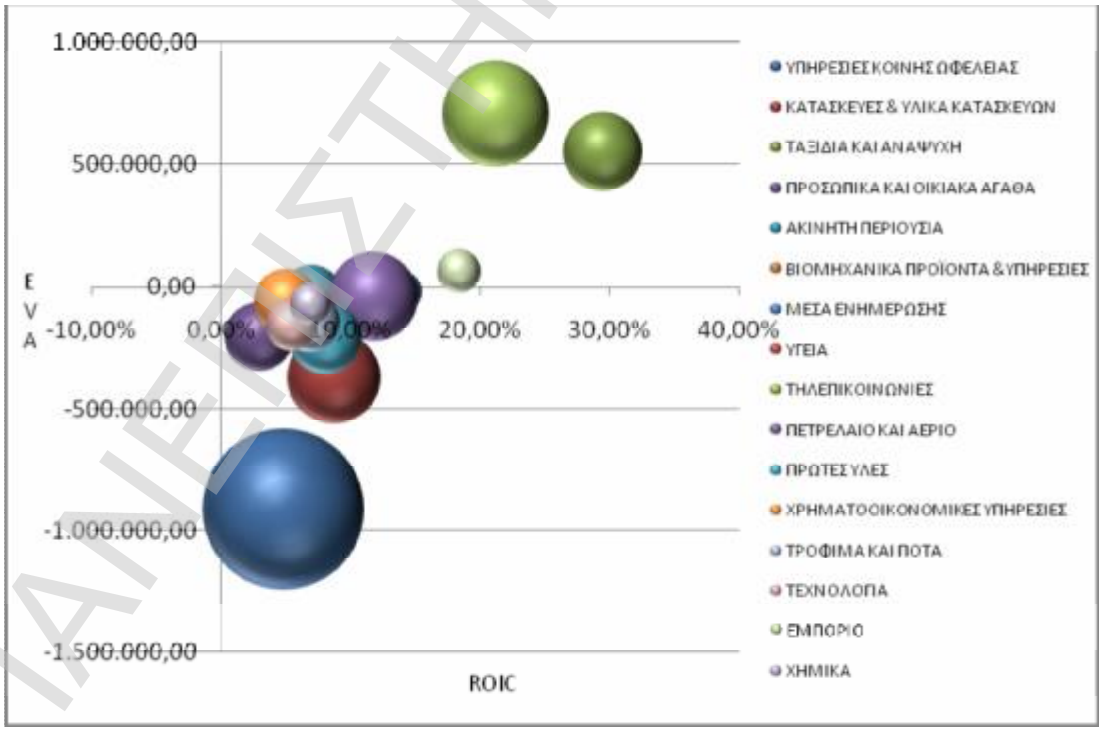
Τέλος, ο κατασκευαστικός κλάδος φαίνεται να μην τα πηγαίνει τόσο καλά από άποψη EVA και να έχει ένα από τα χαμηλότερα ROIC απ' όλους τους κλάδους όπως διαπιστώθηκε και προηγουμένως. Ωστόσο ο κλάδος αυτός ήρθε τρίτος από πλευράς

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

OIC, για το 2005. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι μετά από τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004, η κατασκευαστική δραστηριότητα έχει μειωθεί αισθητά, με συνέπεια όλο αυτό το OIC που έχει συσσωρευτεί στον κατασκευαστικό κλάδο να μην χρησιμοποιείται αποδοτικά.

Το 2006 υπήρχαν αρκετές διαφορές όσον αφορά την σχέση μεταξύ EVA, ROIC και OIC για τις εισηγμένες του δείγματος και τους κλάδους, σε σύγκριση με το 2005. Οι δείκτες του διαγράμματος 5.1.4.2 υπάρχουν αναλυτικά στο παράρτημα (παράρτημα σελ. 4, πίνακας 7).

Κατ' αρχάς, ο κλάδος με το μεγαλύτερο EVA, για το 2006 όπως προέκυψε και από τις προηγούμενες παραγράφους ήταν εκείνος των ταξιδιών και της αναψυχής. Συμφώνα με το διάγραμμα 5.1.4.2, ο κλάδος των ταξιδιών και αναψυχής συνέχισε να αποτελεί ελκυστικό κλάδο από άποψη EVA. Ειδικότερα, το 2006 μεσολάβησε αύξηση του ROIC και του OIC του κλάδου με παράλληλη οριακή μείωση του WACC. Οι παραπάνω μεταβολές βοήθησαν τον κλάδο να παραμείνει στην πρώτη θέση, ως προς την παραγωγή πλούτου για τους μετόχους. Όπως και το 2005 η εταιρεία που συμπαρέσυρε τον κλάδο προς τα πάνω ήταν ο ΟΠΑΠ.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1.4.2: EVA, ROIC ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΓΙΑ ΤΟ 2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Σχετικά με τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών διαπιστώνονται εξίσου ενδιαφέροντα πράγματα από το διάγραμμα 5.1.4.2. Ο κλάδος αυτός έχει το δεύτερο μεγαλύτερο ROIC και spread μετά από εκείνον των ταξιδιών και της αναψυχής, όπως είδαμε στην παράγραφο 5.1.2. Ωστόσο, η θεαματική αύξηση του EVA των τηλεπικοινωνιών δεν είναι αποτέλεσμα μόνο του μεγάλου spread, αλλά και του υψηλού OIC που επενδύθηκε στο συγκεκριμένο κλάδο, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.1.4.2. Για την ακρίβεια, το OIC του κλάδου των τηλεπικοινωνιών είναι το δεύτερο υψηλότερο μετά από εκείνο των υπηρεσιών παροχής κοινής ωφέλειας. Ο ΟΤΕ και η Cosmote παίζουν πρωταγωνιστικό ρόλο στην πορεία του συγκεκριμένου κλάδου.

Ο κλάδος με το μεγαλύτερο OIC για το 2006 είναι ο ίδιος με το 2005, δηλαδή ο κλάδος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Μπορεί το OIC του κλάδου να μειώθηκε οριακά, όμως η μη αποδοτική χρησιμοποίηση του OIC συνεχίστηκε, με συνέπεια να μειωθεί το ROIC και να αυξηθεί ακόμα περισσότερο το WACC και με τη σειρά του να μειωθεί περισσότερο το EVA του κλάδου.

Ο κατασκευαστικός κλάδος συνέχισε να είναι ο τρίτος κλάδος από άποψη OIC και για το 2006. Μάλιστα, το OIC του κλάδου αυξήθηκε κατά 3,53%, σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Αυτή η αύξηση του OIC σε συνδυασμό με την αύξηση του spread του κλάδου (παράγραφος 5.1.2) οδήγησε σε χαμηλότερο EVA συγκριτικά με τον προηγούμενο χρόνο. Φαίνεται, πως ακόμα δεν υπήρχαν αρκετές κατασκευαστικές δραστηριότητες προκείμενου ο κλάδος να έχει οικονομικά κέρδη.

5.2. Σύγκριση MVA, EVA και κερδοφορίας των κλάδων της ελληνικής οικονομίας

Στον πίνακα 5.2.1 φαίνονται οι 16 κλάδοι της οικονομίας, οι οποίοι έχουν καταταγεί με βάση το MVA, από το μεγαλύτερο στο μικρότερο για το έτος 2005. Στο διάγραμμα δεν περιλαμβάνονται οι κλάδοι των τραπεζών και των ασφαλειών. Χαρακτηριστικό των κλάδων της ελληνικής οικονομίας είναι ότι έχουν θετικό MVA, εκτός από τον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.

Σύμφωνα με τον πίνακα 5.2.1, οι κορυφαίοι κλάδοι από άποψη MVA για το 2005 είναι οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και αναψυχής και του πετρελαίου και

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

αερίου. Από αυτούς τους κλάδους, θετικό EVA έχει μόνο ο κλάδος των ταξιδιών και αναψυχής. Τα MVA για τους τρεις κορυφαίους κλάδους είναι 11.688.300.600 € για τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, 11.436.906.200 € για εκείνον των ταξιδιών και αναψυχής και 3.589.384.100 € για τον κλάδο του πετρελαίου. Τα EVA τους είναι -364.541.300 € για τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, 436.906.300 € για τον κλάδο των ταξιδιών και αναψυχής και -36.472.000 € για τον κλάδο του πετρελαίου. Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 5.1.3, δεν ισχύει πάντα ότι όσο μεγαλύτερο είναι το MVA, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το spread και επομένως το EVA.

Στον πίνακα 5.2.1 υπάρχουν και οι δείκτες κερδοφορίας (Profitability Index ratios, PI ratios) των 16 κλάδων. Το PI ratio ορίζεται ως ο λόγος του ROIC προς το WACC. Όσον αφορά τα ταξίδια και την αναψυχή το PI ratio του κλάδου είναι 493,61%. Δηλαδή, η μετά φόρων λειτουργική αποδοτικότητα του επενδυμένου κεφαλαίου του κλάδου για το 2005 ήταν 393,61% μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου του κλάδου. Ανάλογα, για τους κλάδους του πετρελαίου και των τηλεπικοινωνιών, το ROIC τους ήταν το 88,45% και το 20,73% του αντίστοιχου WACC.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2.1: MVA, EVA, ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2005 (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ	MVA	EVA	ROIC	WACC	PI
1.ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	11.688.300,60	-364.541,30	1,98%	9,55%	20,73%
2.ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	11.436.906,20	420.905,30	24,73%	5,01%	493,61%
3.ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	3.589.384,10	-36.472,00	9,73%	11,00%	88,45%
4.ΥΓΕΙΑ	2.037.631,30	-9.870,80	10,03%	11,46%	87,52%
5.ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	1.947.740,70	-269.954,60	6,50%	14,33%	45,36%
6.ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1.436.157,10	-49.962,60	8,59%	12,36%	69,50%
7.ΕΜΠΟΡΙΟ	851.042,20	46.541,70	15,12%	6,33%	238,86%
8.ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	717.966,30	-42.450,10	7,28%	10,23%	71,16%
9.ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	630.684,00	43.638,70	11,34%	11,26%	100,71%
10.ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	473.539,30	-52.992,10	3,82%	6,86%	55,69%
11.ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	436.777,50	-70.758,70	6,40%	7,84%	81,63%
12.ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	413.429,90	-190.616,60	5,01%	11,89%	42,14%
13.ΧΗΜΙΚΑ	228.879,70	-26.640,90	6,84%	9,81%	69,72%
14.ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	161.291,20	5.593,40	13,96%	12,58%	110,97%
15.ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	149.406,60	-84.274,60	0,08	0,10	0,82
16.ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	-685.131,60	-213.968,50	7,53%	10,87%	69,27%

Σχετικά με τον κλάδο του πετρελαίου και αερίου φαίνεται από τον πίνακα 5.2.1, ότι ενώ ο κλάδος έχει MVA 3.589.384.100 € το EVA του είναι -36.472.000 €. Αυτό το παράδοξο μπορεί να σημαίνει δύο πράγματα. Είτε ότι οι επενδυτές υπερεκτίμησαν τις προοπτικές

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

του κλάδου ως προς την παραγωγή οικονομικής προστιθέμενης αξίας εάν η αγορά ήταν αποδοτική, είτε ότι οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων που άνηκαν στο συγκεκριμένο κλάδο ήταν υπερτιμημένες εάν η αγορά ήταν μη αποδοτική (Grant 2003, σελ. 277). Τα ίδια, ισχύουν και για τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών.

Εδώ θα πρέπει να γίνει μια διευκρίνιση για το τι σημαίνει αποδοτική και μη αποδοτική αγορά. Αποδοτική αγορά είναι μια αγορά, όπου η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αποτελεί τον καλύτερο αντικειμενικό εκτιμητή της πραγματικής αξίας μιας επένδυσης. Αντικειμενικός εκτιμητής μιας επένδυσης σημαίνει ότι λάθη στην τιμολόγηση μιας μετοχής πχ. υποτίμηση ή υπερτίμηση μιας μετοχής είναι τυχαία. Δηλαδή, για μια δεδομένη χρονική στιγμή η πιθανότητα για μια μετοχή να είναι υποτιμημένη είναι ίδια με την πιθανότητα να είναι υπερτιμημένη. Συνεπώς, αν οι αποκλίσεις της τρέχουσας τιμής μιας μετοχής από την πραγματική είναι τυχαίες τότε κανένας επενδύτης δε θα μπορεί να βρίσκει συστηματικά υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε στρατηγική (Damodaran 2002, σελ. 113). Αντίθετα, μη αποδοτική αγορά είναι μια αγορά, όπου η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αποκλίνει από την πραγματική αξία μιας επένδυσης. Στην αγορά αυτή, ο επενδυτής προσπαθεί να βρει την στρατηγική εκείνη που θα αποτελέσει όσο το δυνατόν τον καλύτερο εκτιμητή για την αξία μιας επένδυσης. Μια αγορά διορθώνει τα λάθη της και μετατρέπεται από μη αποδοτική σε αποδοτική με την πάροδο του χρόνο είτε βραχυχρόνια είτε μακροχρόνια. Όταν συμβεί η μετατροπή αυτή τότε ανταμείβονται οι επενδύτες, οι οποίοι έχουν timing and selectivity, δηλαδή οι επενδυτές, οι οποίοι επιλέγουν υποτιμημένες μετοχές και τις αγοράζουν την κατάλληλη στιγμή, δηλαδή λίγο πριν αρχίσει να ανεβαίνει η αξία τους.

Επομένως, οι μετοχές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου του πετρελαίου και αερίου μπορούν να αποτελέσουν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό συμβαίνει διότι υπάρχει πιθανότητα να αυξηθεί το EVA των συγκεκριμένων εταιρειών, δηλαδή ο πλούτος των μετόχων, εάν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) είναι αποδοτικό. Δηλαδή, αν το χρηματιστήριο είναι αποδοτικό τότε με βάση τον τύπο του MVA: MVA = Shares outstanding x stock price – Total common equity, η τρέχουσα τιμή της μετοχής του κλάδου αποτελεί αντικειμενικό εκτιμητή της πραγματικής αξίας των εν λόγω μετοχών και οποιεσδήποτε αποκλίσεις είναι τυχαίες. Αυτό συνεπάγεται ότι το MVA αντανακλά αντικειμενικά το καθαρό εισόδημα του κλάδου και επομένως θα αναμένεται να αυξηθεί και το EVA του εν λόγω κλάδου, λόγω της συσχέτισης μεταξύ MVA και EVA.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Από την άλλη πλευρά, αν δε συμβεί το παραπάνω, θα σημαίνει ότι το χρηματιστήριο είναι μη αποδοτικό. Έτσι, όταν το χρηματιστήριο γίνει αποδοτικό, θα μειωθεί η τρέχουσα τιμή των μετοχών των εισηγμένων του συγκεκριμένου κλάδου, επειδή το Χ.Α.Α. υπερτιμά τις μετοχές αυτές. Αυτή η υπερτίμηση αντανακλάται στον τύπο του MVA, δηλαδή η υψηλή τιμή του MVA οφείλεται στην υπερτιμημένη τρέχουσα τιμή των μετοχών.

Έτσι, κάποιος που επενδύει σε αυτόν τον κλάδο είτε θα κερδίσει από τα οικονομικά κέρδη που θα πραγματοποιήσουν μελλοντικά οι εισηγμένες του κλάδου αν το Χ.Α.Α. είναι αποδοτικό αυτή την περίοδο, είτε θα χάσει εξαιτίας της πτώσης της τρέχουσας τιμής της επένδυσης του όταν το Χ.Α.Α. γίνει και πάλι αποδοτικό. Εάν ισχύει η δεύτερη περίπτωση τότε οι επενδύτες θα πρέπει να πωλήσουν τις μετοχές των εισηγμένων του κλάδου όσο δυνατόν το συντομότερο προκειμένου να περιορίσουν τις απώλειες. Παρόμοια ισχύουν και για τους υπόλοιπους κλάδους με θετικό MVA και αρνητικό EVA για το 2005. Σύμφωνα με τον πίνακα 5.2.1 τέτοιοι κλάδοι είναι οι κλάδοι των κατασκευών και υλικών κατασκευών, των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών, των προσωπικών και οικιακών αγαθών, της τεχνολογίας, των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, των πρώτων υλών, των χημικών και των τροφίμων και ποτών.

Για τους κλάδους που εμφανίζουν τα χαμηλότερα MVA επαληθεύεται ο εμπειρικός κανόνας που αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.1.3. Δηλαδή, όσο μικρότερο είναι το MVA, τόσο μικρότερο θα είναι το EVA, χωρίς να υπάρχει κάποιο παράδοξο όπως στην προηγούμενη περίπτωση. Για παράδειγμα, τα MVA των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των τροφίμων και ποτών, των μέσων ενημέρωσης και των χημικών ανέρχονται σε -685.131.600 €, 149.406.600 €, 161.291.200 € και 228.879.700 €, ενώ τα EVA τους ανέρχονται σε -213.968.500 €, -84.274.600 €, 5.593.400 € και -26.640.900 €, αντίστοιχα. Έτσι, για τον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας η μετά φόρων λειτουργική αποδοτικότητα του επενδυμένου κεφαλαίου του κλάδου για το 2005 ήταν το 69,27% του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου του κλάδου. Επιπρόσθετα, όσον αφορά τους άλλους δύο κλάδους με το χαμηλότερο MVA, εκτός των μέσων ενημέρωσης, το ROIC τους αποτελεί το 83,58% και 69,72% του αντίστοιχου WACC.

Με όσα ειπώθηκαν ως τώρα ο αναγνώστης μπορεί να καταλάβει την ακρίβεια των εκτιμήσεων που έγιναν μερικές γραμμές πιο πάνω, σχετικά με το ποιοί κλάδοι θα αναμένονταν να είναι κερδοφόροι για το 2006. Όπως φαίνεται μέχρι τώρα, αφού το 2006 οι κερδοφόροι κλάδοι ήταν οι τηλεπικοινωνίες, τα ταξίδια και αναψυχή και το εμπόριο, τότε το Χ.Α.Α. ήταν μη αποδοτικό για το 2005 και οι μετοχές μιας μέσης

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

εταιρείας από τους κλάδους του πετρελαίου και αερίου, των τηλεπικοινωνιών, των κατασκευών και υλικών κατασκευών, των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών, των προσωπικών και οικιακών αγαθών, της τεχνολογίας, των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, των πρώτων υλών και των χημικών ήταν υπερτιμημένες.

Το αν μια αγορά είναι αποδοτική μπορεί να εκτιμηθεί με ελέγχους που εξετάζουν το κατά πόσο υπάρχουν υπερβολικά κέρδη από την πλευρά των επενδυτών. Έτσι, αν οι επενδυτές στους παραπάνω κλάδους γνώριζαν τις παραπάνω εκτιμήσεις για το 2006 και ήλεγχαν την αποδοτικότητα της αγοράς, τότε θα πωλούσαν τις μετοχές τους για να περιορίσουν τη ζημιά. Οι έλεγχοι της αποδοτικότητας της αγοράς δε θα αναλυθούν επειδή ξεφεύγουν από τον σκοπό της διπλωματικής. Στη συνέχεια, θα δούμε ποιες είναι οι εκτιμήσεις για το τέλος του 2006. Επειδή, στο Χ.Α.Α. παρατηρούνται υπερβολικά κέρδη από λίγες ομάδες επενδυτών, αλλά και μεγάλες ζημιές από άλλες ομάδες επενδυτών, θα μπορούσαμε να εικάσουμε ότι τουλάχιστον για τη διετία της έρευνας το Χρηματιστήριο Αθηνών ήταν μη αποδοτικό.

Στον πίνακα 5.2.2 υπάρχουν οι 16 κλάδοι της οικονομίας μας, ταξινομημένοι με βάση το MVA, από το μεγαλύτερο στο μικρότερο, για το έτος 2006. Στο διάγραμμα δεν περιλαμβάνονται οι κλάδοι των τραπεζών και των ασφαλειών. Χαρακτηριστικό των κλάδων της οικονομίας μας είναι ότι το MVA τους είναι θετικό, εκτός από τον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.

Σύμφωνα με τον πίνακα 5.2.2, οι κορυφαίοι κλάδοι από άποψη MVA για το 2006 είναι οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και αναψυχής και των τροφίμων και ποτών. Από αυτούς τους κλάδους, θετικό EVA έχουν οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών και των ταξιδιών και αναψυχής. Τα MVA για αυτούς τους κλάδους ανέρχονται σε 15.183.984.100 € για τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών και σε 19.301.916.100 € για τον κλάδο των ταξιδιών και αναψυχής. Τα EVA τους ανέρχονται σε 560.997.700 € για τον κλάδο των ταξιδιών και αναψυχής και σε 1.247.603.300 € για τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών. Δηλαδή, ισχύει και εδώ ότι συνήθως όσο μεγαλύτερο είναι το MVA, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το spread και επομένως το EVA, όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.1.3.

Στον πίνακα 5.2.2 υπάρχουν τα PI ratios των 16 κλάδων για το τέλος του 2006. Όσον αφορά τις τηλεπικοινωνίες το PI ratio τους είναι 230,94%. Δηλαδή, η μετά φόρων λειτουργική αποδοτικότητα του επενδυμένου κεφαλαίου του κλάδου για το 2006 είναι 130,94% μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου του κλάδου. Ανάλογα,

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

για τον κλάδο των ταξιδιών και αναψυχής το ROIC του ξεπέρασε κατά 173,88% το αντίστοιχο WACC.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2.2: MVA, EVA ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2006 (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ	MVA	EVA	ROIC	WACC	PI
1.ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	15.183.984,10	704.703,30	21,20%	9,18%	230,94%
2.ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	12.139.469,10	551.838,70	29,47%	10,78%	273,38%
3.ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	3.791.917,70	-374.273,00	5,46%	16,33%	33,44%
4.ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	3.098.473,50	-43.021,10	11,74%	12,47%	94,15%
5.ΥΓΕΙΑ	3.001.156,90	-34.887,50	11,37%	14,55%	78,14%
6.ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	2.590.170,70	-75.374,90	6,89%	13,71%	50,26%
7.ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	1.922.874,90	-211.657,60	7,01%	14,85%	47,21%
8.ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1.782.834,70	-61.402,30	13,80%	18,71%	73,76%
9.ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	1.669.609,90	-206.003,80	2,96%	13,05%	22,68%
10.ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	1.213.311,90	-39.463,10	6,63%	13,18%	50,30%
11.ΕΜΠΟΡΙΟ	1.139.679,80	59.582,90	18,40%	10,42%	176,58%
12.ΧΗΜΙΚΑ	565.292,40	-72.217,20	8,05%	14,98%	53,74%
13.ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	513.312,40	-143.900,80	6,84%	13,05%	52,41%
14.ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	474.588,00	-159.926,40	2,96%	12,75%	23,22%
15.ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	260.977,40	-23.207,10	10,46%	18,11%	57,76%
16.ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	-361.570,20	-917.402,80	5,07%	7,58%	66,89%

Σχετικά με τον κλάδο των κατασκευών και υλικών κατασκευών, φαίνεται από τον πίνακα 5.2.2, ότι ενώ ο κλάδος έχει MVA 3.791.917.700 € και είναι το τρίτο μεγαλύτερο MVA από όλους τους κλάδους, το EVA του είναι -374.273.000 €. Αυτό το παράδοξο σημαίνει δύο πράγματα. Είτε ότι οι επενδυτές υπερτίμησαν τις προοπτικές του κλάδου των κατασκευών ως προς την παραγωγή οικονομικής προστιθέμενης αξίας εάν η αγορά ήταν αποδοτική, είτε ότι οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων που άνηκαν στο συγκεκριμένο κλάδο ήταν υπερτιμημένες εάν η αγορά ήταν μη αποδοτική. Τα ίδια ισχύουν και για τους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας εκτός από εκείνους των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και αναψυχής και του εμπορίου.

Για τους κλάδους που εμφανίζουν τα χαμηλότερα MVA επαληθεύεται ο εμπειρικός κανόνας που αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.1.3, δηλαδή ότι όσο μικρότερο είναι το MVA, τόσο μικρότερο θα είναι το EVA. Για παράδειγμα τα MVA των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των μέσων ενημέρωσης και της τεχνολογίας ανέρχονται σε -361.570.200 €, 260.977.400 € και 474.588.000 €, ενώ τα EVA τους ανέρχονται σε -917.402.800 €, -23.207.100 € και -159.926.400 €, αντίστοιχα. Επίσης, για τους κλάδους αυτούς, η μετά φόρων λειτουργική αποδοτικότητα του επενδυμένου κεφαλαίου του κλάδου ανέρχεται

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

σε 66,89%, το 57,76% και το 23,22% του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου του αντίστοιχου κλάδου.

Απ' όσα ειπώθηκαν παραπάνω, αν υποθέσουμε ότι η αγορά για το 2006 ήταν μη αποδοτική, τότε οι μετοχές μιας μέσης εισηγμένης για 13 από τους 16 κλάδους της οικονομίας ήταν υπερτιμημένες. Έτσι, αργά ή γρήγορα αναμένεται μείωση των αγοραίων τιμών των μετοχών, των μέσων εισηγμένων, των 13 κλάδων. Ωστόσο, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι σε κάποιους κλάδους υπάρχουν μια ή δύο εταιρείες που μπορούν να συμπαρασύρουν το συγκεκριμένο κλάδο προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Παρ' όλα αυτά, οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και της αναψυχής και του εμπορίου φαίνεται να αποτελούν καλές ευκαιρίες για επενδύσεις για το 2007.

5.3. Εύρεση των ελκυστικότερων κλάδων από την προσέγγιση του EVA

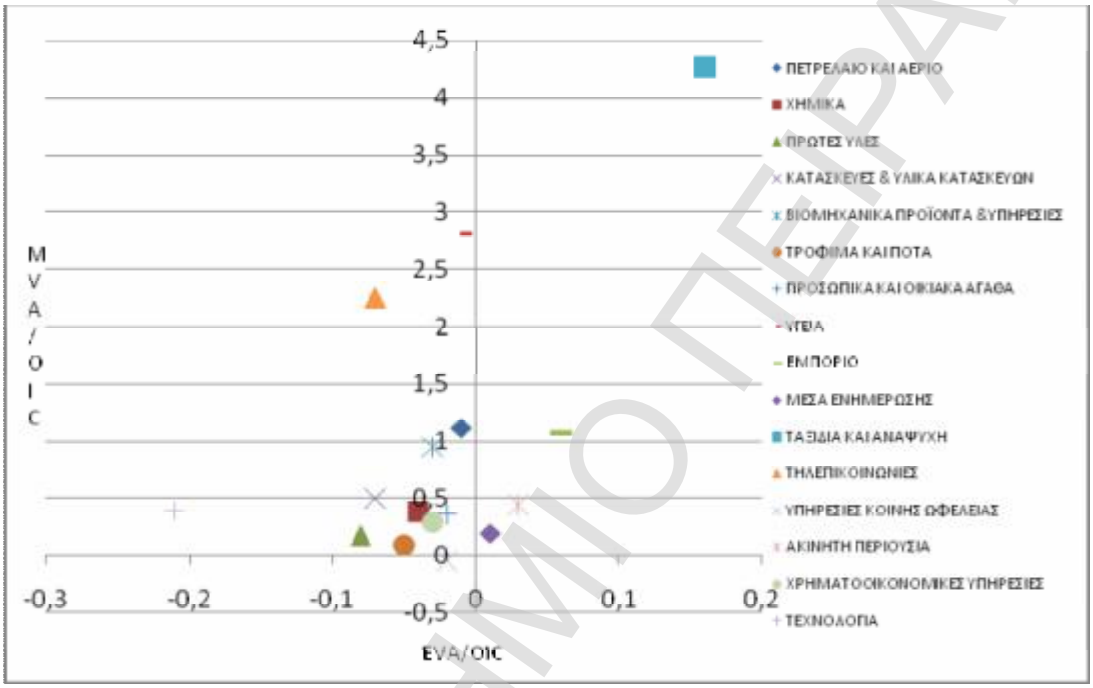
Στην αρχή του κεφαλαίου ειπώθηκε ότι το EVA θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να βρεθούν οι κλάδοι και έπειτα οι εταιρείες, οι οποίες αποτελούν καλές επενδυτικές ευκαιρίες και να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων βασισμένο στην οικονομική αξία. Στο διάγραμμα 5.3.1 απεικονίζονται οι 16 κλάδοι της οικονομίας με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο (EVA/OIC) και την αγοραία προστιθέμενη αξία προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο (MVA/OIC). Από επενδυτικής πλευράς οι παραπάνω δείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον εντοπισμό των κλάδων που προσφέρουν το μέγιστο EVA για δεδομένο MVA. Οι δείκτες του διαγράμματος 5.3.1 υπάρχουν αναλυτικά στο παράρτημα (παράρτημα σελ. 4, πίνακας 8).

Για παράδειγμα, στο διάγραμμα 5.3.1 βλέπουμε ότι για το 2005 ο κλάδος των μέσων ενημέρωσης είναι πιο κερδοφόρος από τον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ή από τον κλάδο των πρώτων υλών. Αυτό συμβαίνει επειδή οι τρεις αυτοί κλάδοι μπορεί να έχουν περίπου το ίδιο MVA/OIC (κοντά στο 0,2), όμως το EVA/OIC του κλάδου του πετρελαίου και αερίου είναι θετικό, ενώ το EVA/OIC των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και των πρώτων υλών είναι αρνητικό.

Ένα άλλο παράδειγμα για το 2005 ήταν ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας, ο οποίος σύμφωνα με το διάγραμμα 5.3.1 είναι πιο κερδοφόρος από τον κλάδο των χημικών, των κατασκευών και της τεχνολογίας. Όλοι οι παραπάνω κλάδοι έχουν περίπου ίδιο

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

MVA/OIC (κοντά στο 0,4), όμως το EVA/OIC του κλάδου της ακίνητης περιουσίας είναι θετικό, ενώ το EVA/OIC των υπόλοιπων κλάδων είναι αρνητικό. Για τον ίδιο λόγο, ο κλάδος του εμπορίου είναι καλύτερη επένδυση από τον κλάδο του πετρελαίου. Δηλαδή, ενώ οι δύο κλάδοι έχουν MVA/OIC κοντά στο 1,1 το EVA/OIC του πρώτου είναι μεγαλύτερο από εκείνο του δευτέρου.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3.1: ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ MVA/OIC ΚΑΙ EVA/OIC ΓΙΑ 16 ΚΛΑΔΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005

Από το παραπάνω διάγραμμα, συνεπάγεται ότι κλάδοι όπως εκείνοι των ταξιδιών και αναψυχής και του εμπορίου έχουν μεγάλες προοπτικές για κερδοφορία. Δηλαδή, οι κλάδοι, οι οποίοι βρίσκονται πιο πάνω και δεξιά στο διάγραμμα από τους υπόλοιπους ή εναλλακτικά οι κλάδοι, οι οποίοι έχουν μεγαλύτερο EVA/OIC για δεδομένο MVA/OIC από τους υπόλοιπους αποτελούν καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Ωστόσο, κλάδοι όπως οι δύο παραπάνω, οι οποίοι αναμένονταν να παράγουν θετικό EVA για το 2006, δεν αποτελούν και πάρα πολύ ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό συμβαίνει διότι, οι τιμές των μετοχών των μέσων εταιρειών των κλάδων αυτών δεν ήταν υποτιμημένες από την αγορά. Για την ακρίβεια, λόγω του υψηλού MVA/OIC η αγορά αξιολογούσε τις τιμές των μέσων εταιρειών του κλάδου είτε κοντά στην πραγματική τους αξία είτε παραπάνω από την αξία τους.

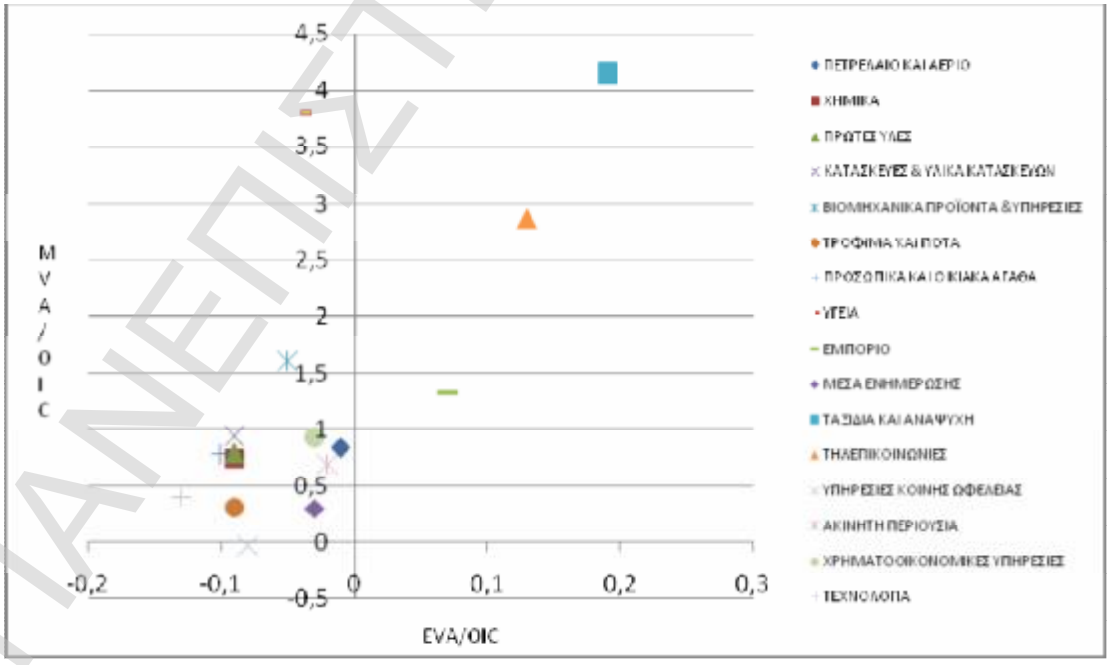
Ένας κλάδος θα αποτελούσε ελκυστική επενδυτική ευκαιρία, εάν οι μετοχές των μέσων εισηγμένων του κλάδου ήταν υποτιμημένες και σύντομα η τιμή τους θα ανέβαινε λόγω της αύξησης των πραγματικών κερδών (timing & selectivity). Δηλαδή, ένας κλάδος θα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

είναι ελκυστικός αν έχει MVA/OIC μικρότερο της μονάδας και θετικό EVA/OIC. Με άλλα λόγια, για τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου θα πρέπει να επιλέγουν επιχειρήσεις από κλάδους με το μέγιστο EVA/OIC για δεδομένο MVA/OIC και ύστερα από αυτές να επιλεγούν εκείνες με MVA/OIC μικρότερο της μονάδας. Για το τέλος του 2005 φαίνεται ότι οι ελκυστικότερες επενδύσεις είναι οι επενδύσεις στους κλάδους των μέσων ενημέρωσης και της ακίνητης περιουσίας. Οι κλάδοι αυτοί ήταν υποτιμημένοι από την αγορά και η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών, των μέσων εταιρειών τους αναμένεται να αυξηθεί λόγω του EVA που παρήγαγαν και του OIC τους για το έτος 2005. Εκτός από εταιρείες που ανήκουν στους παραπάνω κλάδους, καλό θα ήταν να συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο μας και εταιρείες, από τους κλάδους των ταξιδιών και της αναψυχής και του εμπορίου για λόγους ασφαλείας. Περισσότερα για τη δημιουργία χαρτοφυλακίου από την προσέγγιση του EVA αναφέρονται παρακάτω, (παράγραφος 6.4).

Τέλος, από το διάγραμμα 5.3.1 παρατηρείται ότι δεν υπάρχει γραμμική συσχέτιση μεταξύ MVA/OIC και EVA/OIC.

Με παρόμοιο τρόπο θα εντοπιστούν οι κλάδοι που αποτελούσαν τις καλύτερες επενδυτικές για το 2006. Οι δείκτες του διαγράμματος 5.3.2 υπάρχουν αναλυτικά στο παράρτημα (παράρτημα σελ. 5, πίνακας 9).



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3.2: ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ MVA/OIC ΚΑΙ EVA/OIC ΓΙΑ 16 ΚΛΑΔΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟ 2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Για παράδειγμα, στο διάγραμμα 5.3.2 διακρίνεται ότι για το 2006 ο κλάδος του εμπορίου είναι περισσότερο κερδοφόρος από τον κλάδο των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών. Αυτό συνέβη επειδή οι δύο αυτοί κλάδοι μπορεί να έχουν περίπου το ίδιο MVA/OIC (κοντά στο 1,5), όμως το EVA/OIC του κλάδου του εμπορίου είναι θετικό, ενώ το EVA/OIC των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών είναι αρνητικό.

Ένα άλλο παράδειγμα είναι ο κλάδος των ταξιδιών και αναψυχής, ο οποίος σύμφωνα με το διάγραμμα 5.3.2 είναι πιο κερδοφόρος για το 2006 από τον κλάδο της υγείας. Οι παραπάνω κλάδοι έχουν περίπου ίδιο MVA/OIC (κοντά στο 4), όμως το EVA/OIC του πρώτου κλάδου είναι θετικό, ενώ το EVA/OIC του δεύτερου είναι αρνητικό.

Από το παραπάνω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι κλάδοι όπως εκείνοι των ταξιδιών και αναψυχής των τηλεπικοινωνιών ή του εμπορίου έχουν μεγάλες προοπτικές για κερδοφορία. Ωστόσο, κλάδοι όπως οι τρεις παραπάνω οι οποίοι αναμένεται να παράγουν θετικό EVA για το 2007, δεν αποτελούν και πάρα πολύ ελκυστική επενδυτική ευκαιρία, αφού λόγω του υψηλού MVA/OIC η αγορά αξιολογεί τις τιμές των μέσων εταιρειών του κλάδου είτε κοντά στην πραγματική τους αξία είτε παραπάνω από την αξία τους. Επομένως, στο τέλος του 2006, δεν υπάρχει κανένας κλάδος που να είναι ελκυστικός. Δηλαδή, δεν υπάρχει κανένας κλάδος που να έχει MVA/OIC μικρότερο της μονάδας και θετικό EVA/OIC. Άρα, αν κάποιος ήθελε οπωσδήποτε να επενδύσει κάπου και να είχε πολλές πιθανότητες να μη χάσει τα χρήματα του, θα έπρεπε να επενδύσει στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και της αναψυχής ή του εμπορίου. Ωστόσο, επειδή οι μετοχές των μέσων εταιρειών των παραπάνω κλάδων ήταν κάθε άλλο παρά υποτιμημένες θα ήταν προτιμότερο να μη γίνονταν επενδύσεις από τους επενδυτές. Όμως εάν γίνονταν επενδύσεις, το χαρτοφυλάκιο επενδύσεων θα έπρεπε να περιλάμβανε κυρίως εταιρείες από τους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και της αναψυχής ή του εμπορίου.

5.4. Σύνοψη Κεφαλαίου

Τα αποτελέσματα της κλαδικής ανάλυσης με βάση το EVA που έγινε στο κεφάλαιο αυτό ήταν αποθαρρυντικά για τους περισσότερους κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Η αύξηση του ROIC που παρατηρήθηκε το 2006 σε 10 από τους 16 κλάδους της οικονομίας ξεπεράστηκε κατά κράτος από την αύξηση του WACC, η οποία σημειώθηκε σε 14 κλάδους. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα αρνητικό EVA για την χρήση του 2006.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Από τις παραγράφους 5.1.1, 5.1.2 και 5.1.4, διαπιστώθηκε εμπειρικά ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του spread και του EVA. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερο είναι το spread τόσο μεγαλύτερο είναι το EVA. Οποιαδήποτε απόκλιση από τον παραπάνω κανόνα οφείλεται στο μέγεθος του OIC. Επίσης, στην παράγραφο 5.1.3 παρατηρήθηκε ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ MVA και EVA. Κλάδοι με χαμηλό MVA εμφανίζουν και χαμηλό EVA, ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει απόλυτα.

Η χρησιμοποίηση του EVA στην κλαδική ανάλυση παρουσιάζει πλεονεκτήματα. Ένα τέτοιο πλεονέκτημα είναι ότι το EVA δίνει μια εικόνα για το πως έχουν κατανεμηθεί οι πόροι σε μια ελεύθερη αγορά. Για παράδειγμα, όσον αφορά τη διετία της έρευνας ένα μεγάλο μέρος των πόρων της οικονομίας είχε κατανεμηθεί στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών και των ταξιδιωτικών υπηρεσιών και αναψυχής, οι οποίοι θεωρούνταν καλές επενδυτικές ευκαιρίες (παράγραφος 5.2). Κλάδοι, οι οποίοι κατείχαν τις τελευταίες θέσεις ως προς την ελκυστικότητα όπως εκείνος της τεχνολογίας ή των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας εμφάνιζαν κακή διαχείριση των πόρων. Για την ακρίβεια, ο κλάδος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας εμφάνισε σπατάλη πόρων, επειδή ενώ κατείχε το μεγαλύτερο OIC της οικονομίας, λόγω της ΔΕΗ και της ΕΥΔΑΠ, χρησιμοποιούσε το OIC μη αποδοτικά με αποτέλεσμα να καταστρέφει αξία σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους.

Ένα άλλο πλεονέκτημα της κλαδικής ανάλυσης με βάση το EVA είναι η δημιουργία ενός ενεργητικού χαρτοφυλακίου επενδύσεων. Χάρη στην ικανότητα του EVA να εντοπίζει τους κλάδους που αποτελούν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες, μπορούν να δημιουργηθούν χαρτοφυλάκια, τα οποία θα ξεπερνούν σε απόδοση, τα χαρτοφυλάκια εκείνα που στηρίζονται σε παθητικές στρατηγικές διαχείρισης βασισμένες στην σχέση κινδύνου-απόδοσης. Για παράδειγμα, ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες στο τέλος του 2005 ήταν οι επενδύσεις στους κλάδους των μέσων ενημέρωσης και της ακίνητης περιουσίας.

Σύμφωνα με την παράγραφο 5.3, στο τέλος του 2006 δεν υπήρχαν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες. Εάν κάποιος έπρεπε οπωσδήποτε να επενδύσει κάπου και να μη χάσει το κεφάλαιο του, θα έπρεπε να επενδύσει κυρίως σε εταιρείες των κλάδων των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και της αναψυχής ή του εμπορίου. Ποιες όμως ήταν οι συγκεκριμένες εταιρείες που θα έπρεπε να επενδύσει κάποιος στο τέλος του 2006; Αυτό θα το μάθουμε στο επόμενο κεφάλαιο, όπου θα πραγματοποιηθεί εταιρική ανάλυση.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο εντοπίστηκαν οι ελκυστικότεροι και πιο κερδοφόροι κλάδοι για επενδύσεις για το 2005 και το 2006. Στο κεφάλαιο αυτό θα γίνει εταιρική ανάλυση για το 2005 και το 2006. Η ανάλυση αυτή θα περιλαμβάνει μια σύγκριση του ROIC και του WACC των εισηγμένων εταιρειών, η οποία είναι παρόμοια με εκείνη του άρθρου Economic value added the case of listed companies in Greece (Artikis et al. 2006, σελ. 5). Στη συνέχεια, θα γίνει ένας διαχωρισμός των εταιρειών του δείγματος σε δημιουργούς αξίας (real-value companies) και σε παγίδες αξίας (value traps). Δηλαδή, θα γίνει ένας διαχωρισμός σε εταιρείες με ευνοϊκές προοπτικές ως προς το EVA και σε εταιρείες οι οποίες καταστρέφουν αξία συστηματικά. Στη συνέχεια, θα δοθεί απάντηση στο ερώτημα ποιες εισηγμένες εταιρείες αποτελούσαν τις ελκυστικότερες περιπτώσεις για επενδύσεις στο τέλος του 2006. Με βάση τα αποτελέσματα της ανάλυσης θα εντοπιστούν ποίες θα ήταν οι εισηγμένες εταιρείες οι οποίες θα αποτελούσαν ένα ελκυστικό χαρτοφυλάκιο για τους επενδύτες στο τέλος του 2006. Πρώτα όμως, θα σχηματιστεί ένα χαρτοφυλάκιο με τις ελκυστικότερες επενδυτικές ευκαιρίες για το τέλος του 2005, και θα δούμε εάν επαληθεύτηκαν οι προβλέψεις για το 2006.

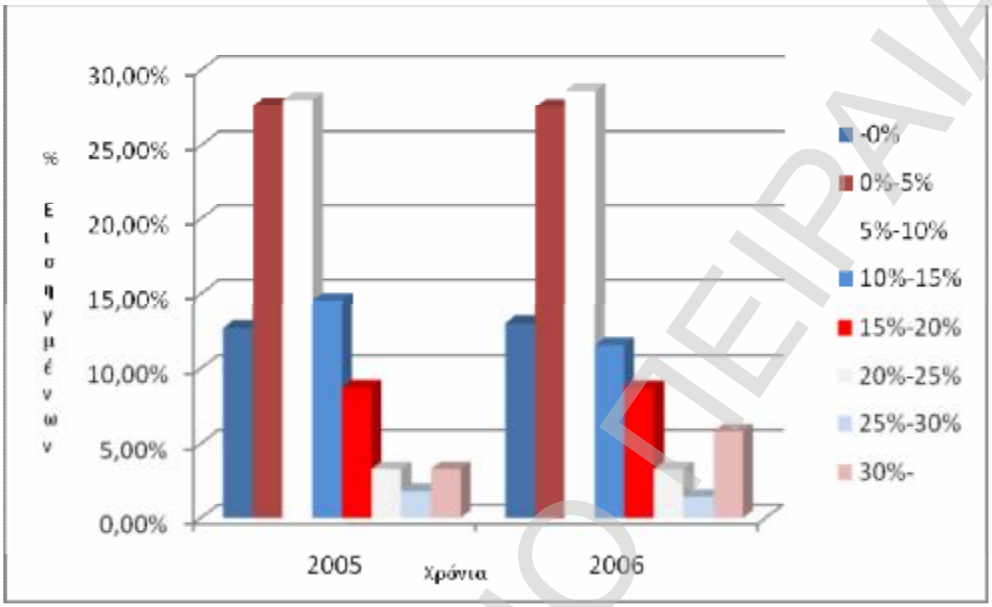
Σύμφωνα με τον παραδοσιακό τρόπο αξιολόγησης των επιχειρήσεων η έμφαση δίνεται στα καθαρά κέρδη μετά φόρων. Ωστόσο, τα κέρδη αυτά δεν περιλαμβάνουν το κόστος κεφαλαίου και γι ‘αυτό δεν αποτελούν αξιόπιστο εκτιμητή της πραγματικής κερδοφορίας όπως τα πραγματικά κέρδη. Η σύγχρονη προσέγγιση αξιολόγησης που βασίζεται στο EVA προτείνει ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο θα αποτελείται από εταιρείες με υψηλό EVA, οι οποίες είναι υποτιμημένες από την αγορά.

6.1. Το ROCI και το WACC των εισηγμένων εταιρειών για το 2005 και 2006

Στην παρακάτω ανάλυση θα συμπεριληφθούν οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές. Για τις εταιρείες αυτές επειδή το EVA τους υπολογίστηκε σύμφωνα με τη συνολική αποδοτικότητα και όχι με τη λειτουργική, ο υπολογισμός του EVA έγινε κατά προσέγγιση.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο διαπιστώθηκε ότι όλοι οι κλάδοι παράγουν θετικό ROIC για τα χρόνια της έρευνας. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις μεμονωμένα, σύμφωνα με το διάγραμμα 6.1.1, η πλειοψηφία των επιχειρήσεων έχει θετικό ROIC.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.1: ΤΟ ROIC ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 & 2006

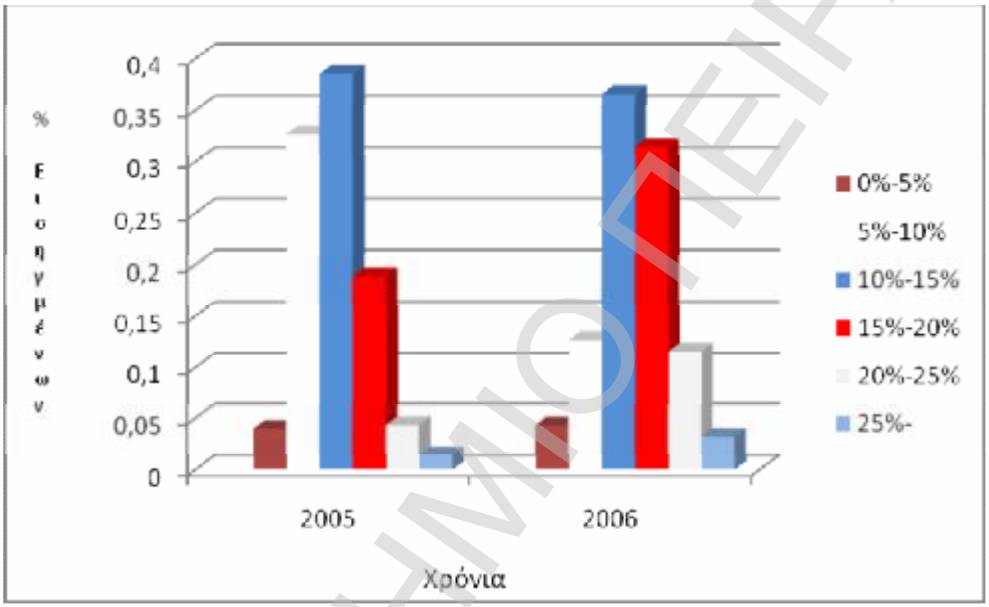
Συγκεκριμένα, το 87,27% των επιχειρήσεων του δείγματος έχει θετικό ROIC για το 2005 και το 86,96% των επιχειρήσεων για το 2006, αντίστοιχα. Σύμφωνα με το διάγραμμα 6.1.1, από τις εισηγμένες εταιρείες του δείγματος οι περισσότερες έχουν ROIC μεταξύ του 0%-5% και 5%-10% για την περίοδο της έρευνας. Ειδικότερα, το 2005 το ποσοστό των εταιρειών που έχει ROIC μεταξύ 0%-5% και 5%-10% είναι 27,64% και 28%, ενώ για το 2006 τα αντίστοιχα ποσοστά είναι 27,54% και 28,62%. Επίσης, το ποσοστό των επιχειρήσεων που έχουν ROIC μεγαλύτερο του 30% ανέρχεται σε 3,27% για το 2005 και σε 5,80% για το 2006. Άρα, ένα μεγάλο ποσοστό εταιρειών του δείγματος μπορεί να είχε θετικό EVA για τα χρόνια της έρευνας, όμως το EVA της πλειοψηφίας των εταιρειών κυμάνθηκε σε χαμηλά επίπεδα, δηλαδή από 0%-10%.

Το μέγιστο ROIC για το 2005 ήταν εκείνο του ΟΠΑΠ, το οποίο ήταν 95,90%, ενώ το μέγιστο ROIC για το 2006 ήταν εκείνο των Ελληνικών Χρηματιστήριων, το οποίο ανήλθε σε 125,88% (παράρτημα σελ. 6, πίνακας 12). Το ελάχιστο ROIC για το 2005 ήταν εκείνο της Χατζηιωάννου, το οποίο ήταν -104,09%, ενώ το ελάχιστο ROIC που παρατηρήθηκε το 2006 ήταν εκείνο της Τεχνικής Ολυμπιακής, το οποίο ήταν -642,82% (παράρτημα σελ. 9, πίνακας 13). Από τα παραπάνω, διαπιστώνεται ότι η διαφορά μεταξύ του μέγιστου και ελάχιστου ROIC ήταν 199,99% για το 2005 και 768,7% για το

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2006. Αυτό σημαίνει ότι το 2006 υπήρχε μεγαλύτερη μεταβλητότητα του ROIC ανάμεσα στις εταιρείες του δείγματος, απ' ό,τι το 2005. Ο μέσος όρος του ROIC του συνόλου των επιχειρήσεων του δείγματος μειώθηκε από το 2005 στο 2006 από 7,72% σε 7,23%.

Στο κεφάλαιο 5 έγινε σαφές ότι σε κλαδικό επίπεδο το WACC αυξήθηκε από το 2005 στο 2006. Η αύξηση αυτή φαίνεται και σε εταιρικό επίπεδο στο διάγραμμα 6.1.2.



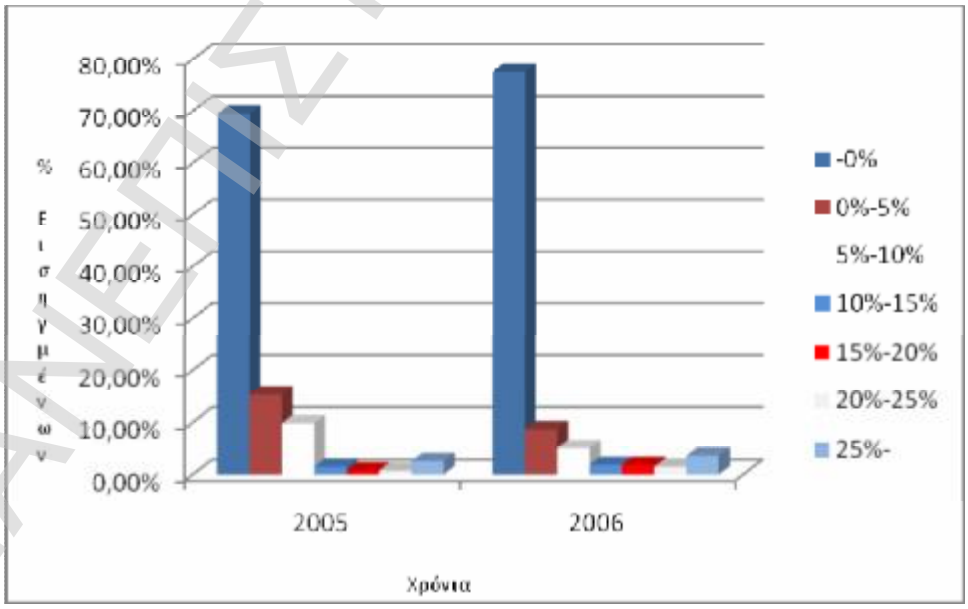
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.2: ΤΟ WACC ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 & 2006

Για παράδειγμα το ποσοστό των εταιρειών του δείγματος που είχαν αρνητικό WACC και WACC μεταξύ 0%-5% ήταν περίπου το ίδιο για το 2005 και το 2006, σύμφωνα με το διάγραμμα 6.1.2. Επίσης, περίπου ίδιο ήταν και το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχαν WACC μεταξύ 10%-15% για την περίοδο που εξετάζεται. Η αύξηση του WACC του συνόλου των επιχειρήσεων του δείγματος φαίνεται κυρίως από το γεγονός ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχαν WACC μεταξύ 5%-10% ήταν 32,73% το 2005, ενώ το ποσοστό αυτό μειώθηκε σε 12,68% το 2006. Αντίθετα, το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχαν WACC μεταξύ 15%-20% ήταν 18,91% το 2005, ενώ το ποσοστό αυτό αυξήθηκε σε 31,52% το 2006. Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις, οι οποίες είχαν WACC μεταξύ 20%-25% και WACC μεγαλύτερο του 25% αυξήθηκαν κατά 7,23% και 1,81% αντίστοιχα, από το 2005 στο 2006. Δηλαδή, από τον αριθμό των επιχειρήσεων που είχαν WACC μεταξύ 5%-10% το 2005, το 2006 ο αριθμός αυτός μειώθηκε και αυξήθηκε ο αριθμός των επιχειρήσεων με WACC μεταξύ 15%-20%, 20%-25% και μεγαλύτερο του 25%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Το μέγιστο WACC για το 2005 ήταν εκείνο της Eurobank Properties, το οποίο ήταν 97,00%, ενώ το μέγιστο WACC για το 2006 ήταν εκείνο της εταιρείας Πετζετάκις, το οποίο ανήλθε σε 41,50% (παράρτημα σελ. 11 πίνακας 14). Το ελάχιστο WACC για το 2005 ήταν εκείνο της Χατζηιωάννου, το οποίο ήταν 1,10%, ενώ το ελάχιστο WACC που σημειώθηκε το 2006 ήταν πάλι της Χατζηιωάννου και ήταν ξανά 1,10% (παράρτημα σελ. 13, πίνακας 15). Από τα παραπάνω, διαπιστώνεται ότι η διαφορά μεταξύ του μέγιστου και ελάχιστου WACC ήταν 95,8% για το 2005 και 40,4% για το 2006. Αυτό σημαίνει ότι το 2006 υπήρχε μικρότερη μεταβλητότητα του WACC ανάμεσα στις εταιρείες του δείγματος σε σχέση με το 2005. Ο μέσος όρος του WACC του συνόλου των επιχειρήσεων του δείγματος αυξήθηκε από το 2005 στο 2006, από 12,37% σε 14,68%. Έτσι, για το 2005, μια επιχείρηση με λειτουργική αποδοτικότητα μεγαλύτερη του 12,37%, θα είχε τουλάχιστον 95% πιθανότητα να έχει θετικό EVA και να παράγει πλούτο για τους μετόχους. Ανάλογα για το 2006, μια επιχείρηση με λειτουργική αποδοτικότητα μεγαλύτερη του 14,68%, θα είχε τουλάχιστον 95% πιθανότητα να παράγει πλούτο για τους μετόχους. Ο μέσος όρος του WACC για το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος στο τέλος του 2005 και 2006 αυξήθηκε από 12,37% σε 14,68%.

Σχετικά με το spread των εταιρειών του δείγματος, η κατάσταση είναι ανάλογη με εκείνη που παρατηρήθηκε στην κλαδική ανάλυση του κεφαλαίου 5. Σύμφωνα με το διάγραμμα 6.1.3 η κατάσταση δεν είναι πολύ ενθαρρυντική ούτε σε εταιρικό επίπεδο.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.3: ΤΟ SPREAD ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 & 2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Με βάση το διάγραμμα 6.1.3, στο τέλος του 2005, το spread του 69,45% των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος ήταν αρνητικό, ενώ στο τέλος του 2006 το ίδιο ποσοστό ανήλθε σε 77,54%. Έτσι, το 69,45% των επιχειρήσεων του δείγματος είχε αρνητικό EVA για το 2005 και το 77,54% το 2006 αντίστοιχα, αφού αρνητικό spread σημαίνει και αρνητικό EVA. Ακόμα, σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, για το 2005 το 28% των επιχειρήσεων είχε spread, το οποίο κυμάνθηκε από 0%-25% και συγκεκριμένα το 15,27% αυτών των επιχειρήσεων είχε spread μεταξύ 0%-5%. Ενώ για το 2006, το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχε spread μεταξύ 0%-25% ήταν 18,84%. Επιπρόσθετα, το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχε spread μεγαλύτερο του 25% ήταν 2,55% και 3,62%, για το 2005 και 2006, αντίστοιχα.

Το ελάχιστο spread για το 2005 ήταν εκείνο της Χατζηιωάννου, το οποίο ήταν -116,60%, ενώ το ελάχιστο spread που σημειώθηκε το 2006 ήταν της Τεχνικής Ολυμπιακής και ήταν -646,50% (παράρτημα σελ. 16, πίνακας 16). Μάλιστα, οι εταιρείες αυτές είχαν και το ελάχιστο ROIC όπως είδαμε και παραπάνω. Το μέγιστο spread για το 2005 ήταν εκείνο του ΟΠΑΠ, το οποίο ήταν 84,60%, ενώ το μέγιστο spread για το 2006 ήταν εκείνο της εταιρείας Ελληνικά Χρηματιστήρια, το οποίο ανήλθε σε 105,50% (παράρτημα σελ. 18, πίνακας 17). Από τα παραπάνω, συνεπάγεται ότι η διαφορά μεταξύ του μέγιστου και ελάχιστου spread ήταν -201,20% για το 2005 και -752% για το 2006. Από τη διαφορά του spread βλέπουμε ότι το 2006 υπήρχε πολύ μεγάλη μεταβλητότητα του spread ανάμεσα στις εταιρείες του δείγματος σε σχέση με το 2005. Η μέση τιμή του spread για το 2005 ήταν -4,65%, ενώ για το 2006 ήταν -7,45%.

6.2. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων δημιουργών αξίας για το 2005

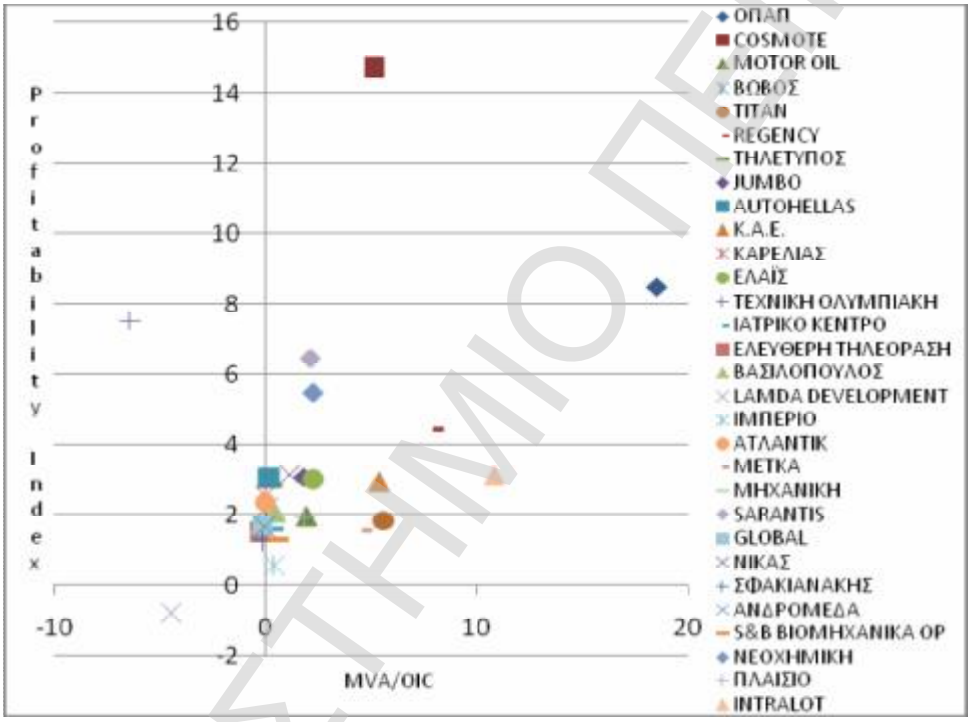
Όπως έγινε αντιληπτό και από την κλαδική ανάλυση του προηγούμενου κεφαλαίου, το EVA μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να βρεθούν οι κλάδοι, οι οποίοι αποτελούν καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Σε αυτή την παράγραφο θα χρησιμοποιηθεί το EVA για να βρεθούν οι καλύτερες και ελκυστικότερες επενδυτικές ευκαιρίες για το τέλος του 2005.

Στο διάγραμμα 6.2 απεικονίζονται οι 30 μεγαλύτεροι δημιουργοί αξίας από τις εισηγμένες εταιρείες του δείγματος, με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία (ROIC/WACC) και την αγοραία προστιθέμενη αξία προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο (MVA/OIC). Από επενδυτικής πλευράς οι παραπάνω δείκτες μπορούν να

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

χρησιμοποιηθούν για τον εντοπισμό των εταιρειών που προσφέρουν το μέγιστο EVA για δεδομένο MVA.

Σε αυτό το μέρος της εταιρικής ανάλυσης δεν περιλαμβάνονται οι τράπεζες και τα ασφαλιστικά ιδρύματα. Επειδή στο παρακάτω διάγραμμα μπορεί να μη διακρίνονται κάποιες εταιρείες, στο παράρτημα υπάρχουν οι δύο παραπάνω λόγοι για όλες τις εταιρείες του δείγματος (παράρτημα σελ. 20, πίνακας 18). Η ανάλυση που θα ακολουθήσει μοιάζει με την κλαδική ανάλυση της παραγράφου 5.3.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΟΙ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

Στο διάγραμμα 6.2 φαίνεται ότι περίπου το ήμισυ των εταιρειών του διαγράμματος έχουν MVA/OIC μικρότερο της μονάδας. Δηλαδή, το ήμισυ των παραπάνω εταιρειών εμφανίζεται υποτιμημένο, στο τέλος του 2005.

Στο διάγραμμα 6.2 φαίνεται ότι για το 2005 η Cosmote είναι πιο κερδοφόρα από τις εταιρείες Καταστήματα Αφορολογήτων Κερδών (Κ.Α.Ε.), TITAN, ΜΕΤΚΑ και Μυτιληναίος. Αυτό συμβαίνει επειδή αυτές οι εταιρείες μπορεί να έχουν περίπου το ίδιο MVA/OIC (κοντά στο 5,5), όμως το PI ratio της Cosmote είναι μεγαλύτερο από εκείνο των υπόλοιπων εταιρειών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με το διάγραμμα 6.2, για το 2005 η εταιρεία Σαραντής είναι πιο κερδοφόρα από τις εταιρείες Νεοχημική και Ελαΐς, Πλαίσιο και Motor Oil. Οι παραπάνω εταιρείες έχουν περίπου ίδιο MVA/OIC (κοντά στο 2), όμως το PI ratio της Σαραντής είναι μεγαλύτερο από εκείνο των άλλων δύο εταιρειών. Για τον ίδιο λόγο τα Jumbo είναι καλύτερη επένδυση από το Πλαίσιο. Δηλαδή, ενώ οι παραπάνω εταιρείες έχουν MVA/OIC κοντά στο 1,8 το PI ratio της πρώτης είναι μεγαλύτερο από εκείνο της δεύτερης.

Από το παραπάνω διάγραμμα, συνεπάγεται ότι εταιρείες όπως ο ΟΠΑΠ και η Cosmote έχουν μεγάλες προοπτικές για κερδοφορία, λόγω των υψηλών οικονομικών κερδών και της υψηλής χρηματιστηριακής αξίας. Δηλαδή, οι εταιρείες, οι οποίες βρίσκονται πιο πάνω και δεξιά στο διάγραμμα από τις υπόλοιπες ή εναλλακτικά οι εταιρείες, οι οποίες έχουν μεγαλύτερο ROIC/WACC για δεδομένο MVA/OIC από τις υπόλοιπες αποτελούν καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Επίσης, μεγάλα πραγματικά κέρδη έχουν και οι εταιρείες Regency και Intralot. Τα EVA των δύο εταιρειών είναι από τα μεγαλύτερα σχετικά με τις υπόλοιπες εταιρείες του δείγματος. Η Regency προτιμάται από την Intralot όχι μόνο επειδή έχει μεγαλύτερο PI ratio αλλά και επειδή είναι λιγότερο υπερτιμημένη σε σχέση με την Intralot. Ωστόσο, εταιρείες όπως οι παραπάνω, οι οποίες αναμένεται να παράγουν θετικό EVA, δεν αποτελούν και πάρα πολύ ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρία για το τέλος του 2006, διότι οι τιμές των μετοχών των εταιρειών αυτών ήταν υπερτιμημένες από την αγορά. Για την ακρίβεια, λόγω του υψηλού MVA/OIC η αγορά αξιολογούσε τις τιμές αυτών των εταιρειών είτε κοντά στην πραγματική τους αξία είτε παραπάνω από την αξία τους.

Μια εταιρεία θα αποτελούσε ελκυστική επενδυτική ευκαιρία, εάν οι μετοχές της ήταν υποτιμημένες και σύντομα η τιμή τους θα ανέβαινε λόγω της αύξησης των πραγματικών κερδών. Δηλαδή, μια εταιρεία είναι ελκυστική αν έχει MVA/OIC μικρότερο της μονάδας και PI ratio μεγαλύτερο της μονάδας. Με άλλα λόγια, για τη δημιουργία του χαρτοφυλακίου θα πρέπει να επιλεγούν επιχειρήσεις με το μέγιστο PI ratio μεγαλύτερο της μονάδας, για δεδομένο MVA/OIC μικρότερο της μονάδας. Στο τέλος του 2005, φαίνεται ότι οι ελκυστικότερες επενδύσεις είναι οι επενδύσεις στις εταιρείες Autohellas, Τηλέτυπος, Ατλάντικ, Βασιλόπουλος και Ιατρικό Κέντρο. Ειδικότερα, η Autohellas και ο Βωβός έχουν MVA/OIC κοντά στο 0,1, όμως το PI ratio της πρώτης είναι 3,03, ενώ της δεύτερης είναι -2,21. Επίσης, ο Βασιλόπουλος και η Ιμπέριο έχουν MVA/OIC κοντά στο 0,44, όμως το PI ratio της πρώτης είναι 2,04, ενώ της δεύτερης είναι 0,57.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Γενικότερα, οι 5 εταιρείες που αναφέρθηκαν παραπάνω ήταν υποτιμημένες από την αγορά και η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εταιρειών αυτών αναμένονταν να αυξηθεί λόγω του EVA που παρήγαγαν για το έτος 2005. Επειδή στο διάγραμμα 6.2 οι παραπάνω εταιρείες δε διακρίνονται, στο παράρτημα υπάρχουν οι δύο παραπάνω λόγοι για όλες τις εταιρείες του δείγματος (παράρτημα σελ. 26, διάγραμμα 6.6).

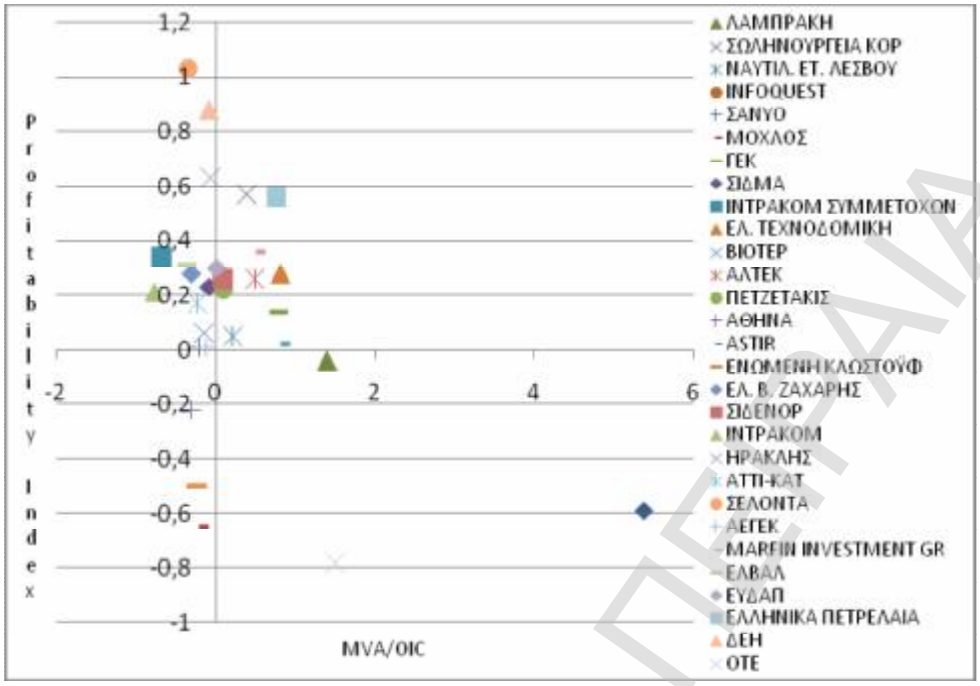
6.3. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων καταστροφέων αξίας για το 2005

Η ανάλυση των 30 μεγαλύτερων δημιουργών αξίας βοήθησε στον εντοπισμό των ελκυστικών επενδύσεων. Ελκυστικές επενδύσεις θα μπορούσαν να βρεθούν εάν η εταιρική ανάλυση περιείχε όλες τις εταιρείες του δείγματος, όμως σε αυτή την εργασία θα αναλυθεί η ακραία περίπτωση. Δηλαδή, θα βρεθούν ελκυστικές ευκαιρίες από τις πρώτες και τις τελευταίες 30 εταιρείες με βάση την κατάταξη τους, σύμφωνα με το EVA (παράτημα σελ. 20, πίνακας 18).

Στο διάγραμμα 6.3 απεικονίζονται οι 30 μεγαλύτεροι καταστροφείς αξίας από τις εισηγμένες εταιρείες του δείγματος, με βάση τη λειτουργική αποδοτικότητα προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (ROIC/WACC) και την αγοραία προστιθέμενη αξία προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο (MVA/OIC). Σε αυτό το μέρος της εταιρικής ανάλυσης δεν περιλαμβάνονται οι τράπεζες και τα ασφαλιστικά ιδρύματα. Επειδή στο παρακάτω διάγραμμα μπορεί να μη διακρίνονται κάποιες εταιρείες, στο παράρτημα υπάρχουν οι δύο λόγοι για όλες τις εταιρείες του δείγματος (παράρτημα σελ. 20, πίνακας 18).

Από το διάγραμμα 6.3 φαίνεται ότι όλες οι εταιρείες του διαγράμματος εκτός από μια έχουν PI ratio μικρότερο της μονάδας. Επίσης, 3 εταιρείες έχουν MVA/OIC μεγαλύτερο της μονάδας. Συνεπώς, μόνο το 3,4% των παραπάνω εταιρειών εμφανίζεται υπερτιμημένο, στο τέλος του 2005. Δικαιολογημένα η αγορά αξιολογεί δυσμενώς τις εταιρείες αυτές, εξαιτίας του αρνητικού τους EVA. Πράγματι, οι παραπάνω εταιρείες έχουν PI ratio μικρότερο της μονάδας, δηλαδή η λειτουργική τους αποδοτικότητα είναι μικρότερη από το κόστος κεφαλαίου. Όπως και στην ανάλυση της προηγούμενης παραγράφου, θα εντοπιστούν εταιρείες με ευνοϊκές προοπτικές κερδοφορίας, οι οποίες είναι υποτιμημένες από την αγορά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΙΣ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

Έτσι λοιπόν, ένα ενεργητικό χαρτοφυλάκιο, θα αποτελείται από μεγάλους δημιουργούς και καταστροφείς αξίας. Ωστόσο, θα πρέπει να αποφευχθούν καταστροφείς αξίας, οι οποίοι είναι παγίδες αξίας (value traps). Δηλαδή, θα πρέπει να απορριφτούν επιχειρήσεις, οι οποίες εμφανίζουν συστηματικά αρνητικό EVA και είναι υποτιμημένες από την αγορά για ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα (Grant 2003, σελ. 263).

Για τον εντοπισμό των ελκυστικότερων επενδύσεων θα γίνει ανάλυση όπως στην προηγούμενη παράγραφο. Συγκεκριμένα, η κερδοφορία των εταιρειών του διαγράμματος 6.3 μετριέται έμμεσα με την χρήση του PI ratio και όχι άμεσα με την χρήση του EVA. Έτσι, θα εντοπιστούν εταιρείες, οι οποίες είναι κερδοφόρες και ταυτόχρονα υποτιμημένες. Δηλαδή, θα βρεθούν εταιρείες με PI ratio μεγαλύτερο της μονάδας και συγχρόνως με MVA/OIC μικρότερο της μονάδας.

Σύμφωνα με το διάγραμμα 6.3, μόνο η Σελόντα φαίνεται να ικανοποιεί τα παραπάνω κριτήρια. Η Σελόντα έχει PI ratio 1,03 και MVA/OIC -0,34. Έτσι, συνεπάγεται ότι εκτός από τη Σελόντα δε φαίνεται να υπάρχει κάποια άλλη εταιρεία, η οποία να αποτελεί ελκυστική επενδυτική ευκαιρία. Από τις υπόλοιπες εισηγμένες εταιρείες του διαγράμματος οι 25 έχουν θετικό PI ratio, το οποίο όμως είναι μικρότερο της μονάδας και συνεπώς το αρνητικό EVA τους τις αποκλείει από το ενεργητικό χαρτοφυλάκιο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

6.4. Δημιουργία ενός ενεργητικού χαρτοφυλακίου μετά το τέλος του 2005 και επαλήθευση των προσδοκιών

Μέχρι τώρα έχει γίνει εταιρική ανάλυση των 30 μεγαλύτερων δημιουργών και καταστροφέων αξίας για το 2005 και με βάση την ανάλυση αυτή προέκυψαν κάποιες επενδυτικές ευκαιρίες. Σε αυτό το μέρος της εργασίας θα γίνει σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων για το τέλος του 2005, το οποίο θα περιέχει 10 από τις παραπάνω εταιρείες. Έπειτα, θα εξεταστεί η πορεία των επιχειρήσεων του χαρτοφυλακίου μας για το 2006 και θα δούμε εάν επαληθεύτηκαν οι προσδοκίες μας

Στην παράγραφο 6.2 διαπιστώθηκε ότι από την πλευρά των 30 μεγαλύτερων δημιουργών αξίας για το 2005, οι ελκυστικότερες επενδύσεις είναι οι επενδύσεις στις εταιρείες Autohellas, Τηλέτυπος, Ατλάντικ, Βασιλόπουλος και Ιατρικό Κέντρο. Οι εταιρείες αυτές είναι υποτιμημένες από την αγορά και η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εταιρειών αυτών αναμένεται να αυξηθεί λόγω του PI ratio που έχουν στο τέλος του 2005. Ωστόσο, για να είναι σίγουρο ότι το ενεργητικό χαρτοφυλάκιο θα έχει ικανοποιητική απόδοση θα πρέπει να συμπεριληφθούν σε αυτό και εταιρείες όπως ο ΟΠΑΠ, η Cosmote ή η Regency. Άλλες εταιρείες οι οποίες θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο μας είναι οι Κ.Α.Ε. και Σαραντής. Οι εταιρείες αυτές είναι σχετικά υπερτιμημένες από την αγορά, όμως έχουν αρκετά υψηλότερο PI ratio, από άλλες εταιρείες (παράγραφος 6.2). Επομένως, για λόγους ασφαλείας θα ήταν καλό να επιλεχτούν και εταιρείες όπως οι παραπάνω, προκειμένου να υπάρχει μια ισορροπία στο χαρτοφυλάκιο. Έτσι, επιλέγοντας εταιρείες, οι οποίες βρίσκονται πάνω δεξιά στο διάγραμμα 6.2 πετυχαίνεται η μεγιστοποίηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου, αλλά και ο περιορισμός των ζημιών που θα υπάρχουν εάν δεν επαληθευτούν οι προσδοκίες ως προς τις εταιρείες που φαίνονται ελκυστικές.

Από την παράγραφο 6.3 προέκυψε ότι από την πλευρά των 30 μεγαλύτερων καταστροφέων αξίας για το 2005, η ελκυστικότερη επένδυση είναι η επένδυση στη Σελόντα, για τους λόγους που αναφέρθηκαν στη συγκεκριμένη παράγραφο.

Από τα παραπάνω, συνεπάγεται ότι στο τέλος του 2005, ένα ισορροπημένο ενεργητικό χαρτοφυλάκιο από την προσέγγιση του EVA θα πρέπει να περιέχει τις εξής εταιρείες: ΟΠΑΠ, Cosmote, Regency, Κ.Α.Ε, Autohellas, Τηλέτυπος, Ατλάντικ, Βασιλόπουλος, Ιατρικό Κέντρο και Σελόντα. Τέλος, γίνεται αντιληπτό ότι όλες οι εταιρείες του

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

χαρτοφυλακίου εκτός από τρεις, προέρχονται από κλάδους, οι οποίοι χαρακτηρίστηκαν κερδοφόροι ή ελκυστικοί (παράγραφος 5.3). Για παράδειγμα, οι εταιρείες ΟΠΑΠ, Regency και Autohellas ανήκουν στον κλάδο των ταξιδιών και αναψυχής. Ο Βασιλόπουλος, τα Κ.Α.Ε και τα Ατλάντικ ανήκουν στον κλάδο του εμπορίου και ο Τηλέτυπος σ' εκείνον των μέσων ενημέρωσης. Έτσι, επαληθεύεται η ορθότητα της κλαδικής ανάλυσης του προηγούμενου κεφαλαίου που ήθελε τους κλάδους των ταξιδιών και αναψυχής και του εμπορίου να είναι από τους πιο κερδοφόρους κλάδους και εκείνον των μέσων ενημέρωσης να είναι ένας από τους ελκυστικότερους. Επίσης, εταιρείες όπως οι Cosmote, Σελόντα και Ιατρικο Κέντρο ανήκουν στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των τροφίμων και ποτών και της υγείας. Οι κλάδοι αυτοί δεν εκτιμήθηκαν ως κερδοφόροι ή ελκυστικοί, σύμφωνα με την εταιρική ανάλυση.

Το γεγονός ότι οι παραπάνω κλάδοι δε χαρακτηρίστηκαν κερδοφόροι ή ελκυστικοί δεν αποκλείει το ενδεχόμενο να υπήρχαν μεμονωμένες περιπτώσεις επιχειρήσεων στους κλάδους αυτούς, οι οποίες να αποτελούσαν ελκυστικές επενδύσεις. Άλλωστε, όταν χαρακτηρίζεται ένας κλάδος ως ελκυστικός αυτό σημαίνει πως μια μέση επιχείρηση του κλάδου έχει μεγάλες πιθανότητες να είναι ελκυστική και όχι ότι όλες οι επιχειρήσεις του κλάδου είναι ελκυστικές. Άρα, ελκυστικές επενδύσεις μπορεί να υπάρχουν σε όλους τους κλάδους. Αντίθετα, ζημιογόνες επιχειρήσεις μπορεί να υπάρχουν σε κερδοφόρους ή ελκυστικούς κλάδους.

Τώρα, ήρθε η ώρα να επαληθευτεί και η εταιρική ανάλυση, με τη βοήθεια των πινάκων του τέταρτου κεφαλαίου. Ξεκινώντας από τις επιχειρήσεις του χαρτοφυλακίου που ανήκουν στον κλάδο των ταξιδιών και αναψυχής, συνεπάγεται από την παράγραφο 4.12 (πίνακας 4.11) ότι υπήρξε αύξηση του EVA τους. Ειδικότερα, για την περίοδο από το τέλος του 2005 μέχρι το τέλος του 2006, τα EVA του ΟΠΑΠ, της Regency, και της Autohellas αυξήθηκαν κατά 7,7%, 23,0% και 6,0%, αντίστοιχα. Όσον αφορά την Cosmote το EVA της αυξήθηκε κατά 39,3% (πίνακας 4.12). Για τις επιχειρήσεις Βασιλόπουλος, Ατλάντικ, Κ.Α.Ε. και Τηλέτυπος υπήρξε μεταβολή των EVA τους κατά 84,7%, --88%, 15,7 και 29,2% (πίνακες 4.9 και 4.10). Τέλος, τα EVA της Σελόντα και του Ιατρικού κέντρου μεταβλήθηκαν κατά 84,1% και -190,0% (πίνακες 4,6 και 4.8).

Από τα παραπάνω διαπιστώνουμε ότι το EVA από τις 10 εταιρείες του ενεργητικού χαρτοφυλακίου οι 8 γνώρισαν αύξηση του EVA τους στην χρήση του 2006. Ειδικότερα, αν ένας επενδυτής είχε επενδύσει στις εταιρείες αυτές, θα είχε επενδύσει σε εταιρείες οι οποίες συνολικά σημείωσαν πραγματικά κέρδη ύψους 1.120.633.200 € για την χρήση του 2006. Τα πραγματική κέρδη των εταιρειών του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου για

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

την χρήση του 2005 ήταν 894.836.800 € (πίνακες 4.11, 4.12, 4.9, 4.10, 4,6 και 4.8). Επομένως, στο σύνολο των συγκεκριμένων εταιρειών παρατηρήθηκε αύξηση των πραγματικών κερδών της τάξεως του 25,23%.

Τα παραπάνω ισχύουν από την πλευρά του EVA, όμως θα ήταν καλό για την εξάλειψη, οποιονδήποτε αμφιβολιών να εξεταστεί η απόδοση του χαρτοφυλακίου και από την πλευρά της αγοραίας προστιθέμενης αξίας. Το MVA του συνόλου των εταιρειών του χαρτοφυλακίου στο τέλος του 2006 ανήλθε σε 17.177.342.600, το αντίστοιχο ποσό στο τέλος του 2005 ήταν 16.021.604.100 € (παράρτημα σελ. 29, πίνακας 21). Δηλαδή, το MVA του χαρτοφυλακίου αυξήθηκε κατά 7,21% για την περίοδο της έρευνας. Επομένως, οι εταιρείες που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο αξιολογήθηκαν ευνοϊκότερα από την αγορά το 2006 σε σύγκριση με το 2005.

Πράγματι, οι τρέχουσες τιμές των 9 από τις 10 εταιρείες του χαρτοφυλακίου μας αυξήθηκαν από την 31/12/2005 μέχρι την 31/12/2006. Οι τρέχουσες τιμές για το 2005 των ΟΠΑΠ, Cosmote, Regency, Κ.Α.Ε, Autohellas, Τηλέτυπος, Ατλάντικ, Βασιλόπουλος, Σελόντα και Ιατρικού Κέντρου ήταν οι εξής: 29,1 €, 18,78 €, 10,68 €, 14,9 €, 3,78 €, 3,86 €, 2,2 €, 11,28 €, 1,25 € και 2,77 €. Οι αντίστοιχες τιμές για το 2006 ήταν οι εξής: 27,8 €, 23 €, 11,26 €, 15,06 €, 4,96 €, 4,44 €, 2,28 €, 15,5 €, 3 € και 4,82 € (πηγή: ase.gr). Δηλαδή, εάν ένας επενδυτής αγόραζε μετοχές των παραπάνω εταιρειών σχηματίζοντας το χαρτοφυλάκιο που προτείνεται την 31/12/2005 και πουλούσε όλες τις μετοχές την 31/12/2006 θα έβγαινε κερδισμένος.

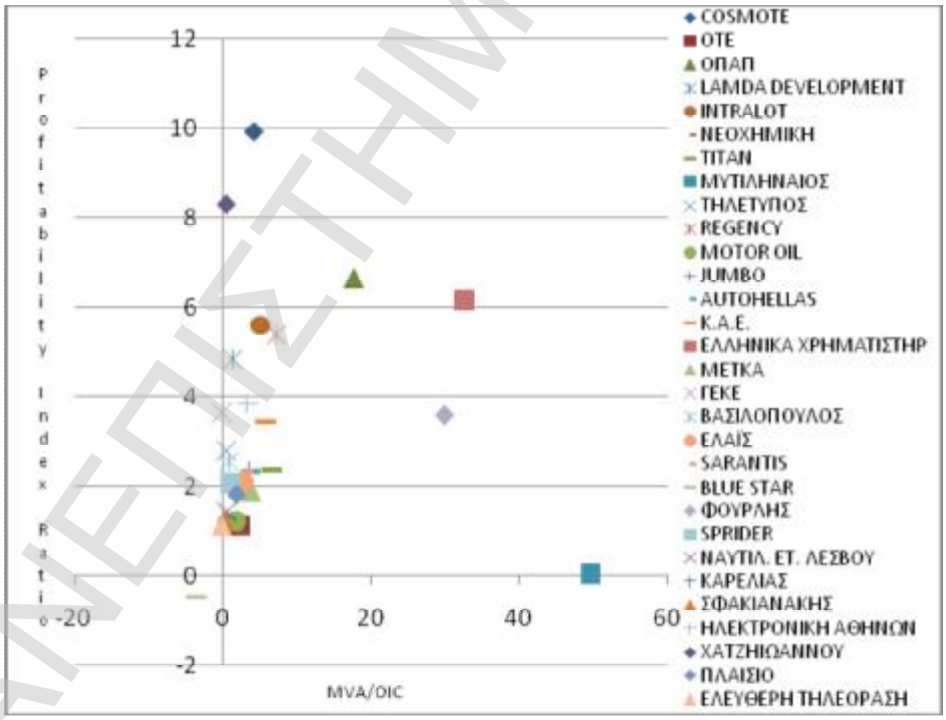
Με άλλα λόγια μπορεί να αυξήθηκε η τρέχουσα τιμή των εταιρειών του χαρτοφυλακίου, αφού όπως έχει ειπωθεί και στην εισαγωγή η μεταβολή του MVA μπορεί να μην οφείλεται σε πραγματικές μεταβολές στην αξία της επιχείρησης, αλλά σε μεταβολές της τιμής της μετοχής στο χρηματιστήριο. Τέλος, ακόμα και αν η τρέχουσα αξία των εταιρειών του χαρτοφυλακίου δεν αυξήθηκε, αυξήθηκε ο πλούτος που παρήγαγαν οι εταιρείες. Συνεπώς, αργά ή γρήγορα θα αυξηθεί και η χρηματιστηριακή τιμή των εταιρειών αυτών, αφού όπως αποδείχτηκε υπάρχει συσχέτιση μεταξύ EVA και MVA. Όπως και να' χει, κάποιος που είχε επενδύσει στο συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο στο τέλος του 2005 θα ήταν κερδισμένος, είτε από άποψη πραγματικής αξίας, είτε από άποψη τρέχουσας αξίας των εταιρειών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

6.5. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων δημιουργών αξίας για το 2006

Στην παράγραφο αυτή θα γίνει ανάλυση παρόμοια της παραγράφου 6.5 και θα πραγματοποιηθεί εταιρική ανάλυση στους 30 μεγαλύτερους δημιουργούς αξίας για το 2006. Στο διάγραμμα 6.2 απεικονίζονται οι 30 μεγαλύτεροι δημιουργοί αξίας από τις εισηγμένες εταιρείες του δείγματος, με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία (ROIC/WACC) και την αγοραία προστιθέμενη αξία προς το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο (MVA/OIC). Στην εταιρική ανάλυση δεν περιλαμβάνονται οι τράπεζες και τα ασφαλιστικά ιδρύματα. Επειδή στο παρακάτω διάγραμμα μπορεί να μη διακρίνονται κάποιες εταιρείες, στο παράρτημα υπάρχουν οι παραπάνω δείκτες για όλες τις εταιρείες του δείγματος (παράρτημα σελ. 23, πίνακας 19).

Στο διάγραμμα 6.5 φαίνεται ότι 7 από τις εταιρείες του διαγράμματος έχουν θετικό MVA/OIC, μικρότερο της μονάδας. Δηλαδή, οι 23 από τους 30 μεγαλύτερους δημιουργούς αξίας εμφανίζονται υπερτιμημένοι, στο τέλος του 2006.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΟΙ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

Από το διάγραμμα 6.5 διακρίνεται ότι για το 2006 η Cosmote είναι πιο κερδοφόρα από την Intralot. Αυτό συμβαίνει επειδή αυτές οι εταιρείες μπορεί να έχουν MVA/OIC (κοντά στο 4,6), όμως το PI ratio της πρώτης είναι μεγαλύτερο από εκείνο της δεύτερης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με το διάγραμμα 6.5 ,για το 2006 τα Ελληνικά Χρηματιστήρια έχουν μεγαλύτερες προοπτικές κερδοφορίας από τη Φουρλής επειδή οι εταιρείες αυτές έχουν περίπου ίδιο MVA/OIC (κοντά στο 30), όμως το PI ratio των Ελληνικών Χρηματιστηρίων είναι μεγαλύτερο από εκείνο της Φουρλής. Για τον ίδιο λόγο η Regency είναι καλύτερη επένδυση από την Τιτάν. Δηλαδή, ενώ οι παραπάνω εταιρείες έχουν MVA/OIC κοντά στο 7 το PI ratio της πρώτης είναι πολύ μεγαλύτερο από εκείνο των υπολοίπων. Ακόμα, η Ηλεκτρονική Αθηνών είναι καλύτερη επένδυση από τα Jumbo και η Σαραντής από την Ελαΐς. Οι πρώτες εταιρείες έχουν MVA κοντά στο 3,5, όμως η Ηλεκτρονική Αθηνών έχει μεγαλύτερο PI ratio από τα Jumbo, οι άλλες δύο εταιρείες έχουν MVA κοντά στο 2,8, ωστόσο το PI ratio της Σαραντής είναι μεγαλύτερο από εκείνο της Ελαΐς. Άλλες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν MVA/OIC μεγαλύτερο της μονάδας και ήταν κερδοφόρες σε σχέση με κάποιες άλλες είναι ο ΟΤΕ, το Πλαίσιο και η Lamda Development.

Από το διάγραμμα 6.5, διαπιστώνεται ότι εταιρείες όπως ο ΟΠΑΠ ή τα Ελληνικά Χρηματιστήρια έχουν μεγάλες προοπτικές για κερδοφορία, λόγω των υψηλών οικονομικών κερδών. Δηλαδή, οι εταιρείες, οι οποίες έχουν μεγαλύτερο ROIC/WACC για δεδομένο MVA/OIC από τις υπόλοιπες αποτελούν καλές επενδυτικές ευκαιρίες Ωστόσο, εταιρείες όπως οι παραπάνω οι οποίες αναμένεται να παράγουν θετικό EVA, δεν αποτελούν και πάρα πολύ ελκυστική επενδυτική ευκαιρία για το τέλος του 2006, διότι οι τιμές των μετοχών των εταιρειών αυτών είναι υπερτιμημένες από την αγορά. Οι μετοχές των παραπάνω εταιρειών είναι υπερτιμημένες από την αγορά, εξαιτίας του σχετικά υψηλού MVA/OIC, όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 6.2.

Όπως είναι γνωστό, για τον σχηματισμό ενός ενεργητικού χαρτοφυλακίου θα πρέπει να επιλεγούν επιχειρήσεις με το μέγιστο PI ratio μεγαλύτερο της μονάδας, για δεδομένο MVA/OIC μικρότερο της μονάδας. Στο τέλος του 2006, φαίνεται ότι οι ελκυστικότερες επενδύσεις είναι οι επενδύσεις στις εταιρείες Τηλέτυπος, Autohellas, Χατζηιωάννου, Βασιλόπουλος και Καρέλιας. Για την ακρίβεια, η Χατζηιωάννου και η Ναυτιλιακή Εταιρεία Λέσβου έχουν MVA/OIC κοντά στο 0,51, όμως το PI ratio της πρώτης είναι μεγαλύτερο από εκείνο της δεύτερης. Επίσης, η Autohellas και ο Σφακιανάκης έχουν MVA/OIC κοντά στο 0,24, όμως το PI ratio της πρώτης είναι μεγαλύτερο από εκείνο της δεύτερης.

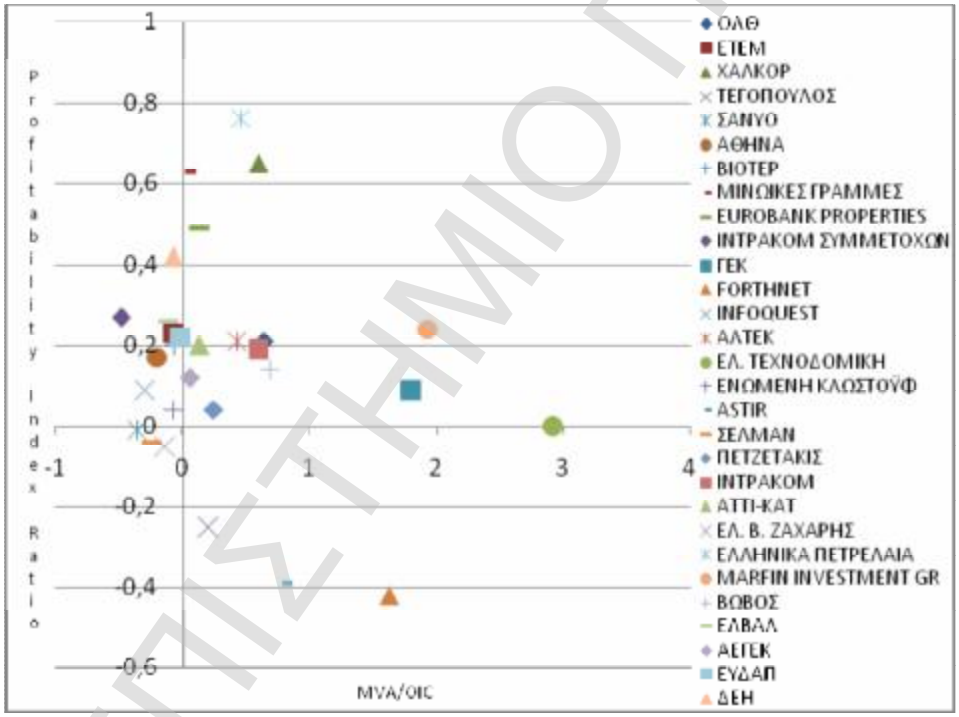
Οι 5 εταιρείες που αναφέρθηκαν παραπάνω είναι υποτιμημένες από την αγορά και η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εταιρειών αυτών αναμένεται να αυξηθεί λόγω του EVA που παρήγαγαν και του OIC τους για το έτος 2005. Επειδή στο διάγραμμα 6.5

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

οι παραπάνω εταιρείες δεν είναι ευδιάκριτες, στο παράρτημα υπάρχουν οι δύο παραπάνω λόγοι για όλες τις εταιρείες του δείγματος (παράρτημα σελ. 23, πίνακας 19).

6.6. Ανάλυση των 30 μεγαλύτερων καταστροφέων αξίας για το 2006

Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 6.3 ελκυστικές επενδύσεις μπορεί να υπάρξουν όχι μόνο μεταξύ των επιχειρήσεων που παράγουν τη μεγαλύτερη αξία, αλλά και μεταξύ των επιχειρήσεων που καταστρέφουν τη μεγαλύτερη αξία. Ομοίως με το 2005, θα γίνει εταιρική ανάλυση των 30 μεγαλύτερων καταστροφέων αξίας για το 2006.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΙΣ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

Οι δύο δείκτες των εταιρειών του διαγράμματος 6.3 εμφανίζονται αναλυτικά στο παράρτημα (παράρτημα σελ. 23, πίνακας 19). Από το διάγραμμα φαίνεται ότι όλες οι εταιρείες του διαγράμματος έχουν PI ratio μικρότερο της μονάδας. Ειδικότερα, το 13,4% των παραπάνω εταιρειών εμφανίζεται υπερτιμημένο, στο τέλος του 2006, αφού έχει MVA/OIC μεγαλύτερο της μονάδας. Επομένως, δεν υπάρχουν εταιρείες που να ικανοποιούν τη συνθήκη της ελκυστικότητας. Δηλαδή, δεν υπάρχουν εταιρείες, οι οποίες να έχουν PI ratio μεγαλύτερο της μονάδας και συγχρόνως MVA/OIC μικρότερο

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

της μονάδας. Επιπλέον, δεν υπάρχουν ούτε και κερδοφόρες επιχειρήσεις, επειδή όλες οι επιχειρήσεις του διαγράμματος έχουν PI ratio μικρότερο της μονάδας.

Το γεγονός ότι ανάμεσα στους 30 μεγαλύτερους καταστροφείς αξίας για το 2006 δεν υπάρχουν ελκυστικές επενδύσεις, δε θα πρέπει να αποτελεί έκπληξη. Άλλωστε, από την κλαδική ανάλυση έγινε φανερό ότι δεν υπήρχε κανένας ελκυστικός κλάδος στο τέλος του 2006. Ακόμα, μετά από την ανάλυση που έχει προηγηθεί ως τώρα δε θα πρέπει να αποτελεί έκπληξη ότι πολλές από τις παγίδες αξίας του διαγράμματος ανήκουν στους κλάδους με τα χαμηλότερα EVA για το 2006. Μάλιστα, οι μεγαλύτεροι καταστροφείς αξίας για το 2006 είναι η ΔΕΗ, η ΕΥΔΑΠ και η ΑΕΓΕΚ, εταιρείες οι οποίες είχαν πολύ χαμηλό EVA και το 2005.

6.7. Από ποιές εταιρείες θα αποτελείται ένα ενεργητικό χαρτοφυλάκιο στο τέλος του 2006;

Για να βρεθούν οι εταιρείες, τις οποίες θα περιλάμβανε ένα ενεργητικό χαρτοφυλάκιο στο τέλος του 2006 γίνεται ανάλυση παρόμοια της παραγράφου 6.4. Δηλαδή, οι εταιρείες του χαρτοφυλακίου εντοπίζονται μέσα από την ανάλυση των μεγαλύτερων δημιουργών και καταστροφέων αξίας που προηγήθηκε. Το χαρτοφυλάκιο θα αποτελείται από 10 εταιρείες.

Στην παράγραφο 6.2 προέκυψε ότι από την πλευρά των 30 μεγαλύτερων δημιουργών αξίας για το 2005, οι ελκυστικότερες επενδύσεις είναι οι επενδύσεις στις εταιρείες Τηλέτυπος, Autohellas, Χατζηιωάννου, Βασιλόπουλος και Καρέλιας. Οι εταιρείες αυτές είναι υποτιμημένες από την αγορά και η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εταιρειών αυτών αναμένεται να αυξηθεί λόγω του PI ratio που είχαν στο τέλος του 2005. Επιπρόσθετα, για λόγους ασφαλείας θα πρέπει να συμπεριληφθούν και εταιρείες όπως ο ΟΠΑΠ, η Cosmote και η Regency όπως έγινε και για το προηγούμενο έτος.

Από την παράγραφο 6.3 συνεπάγεται ότι από την πλευρά των 30 μεγαλύτερων καταστροφέων αξίας για το 2005, δεν υπάρχουν ελκυστικές επενδύσεις παρά μόνο παγίδες αξίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Μέχρι στιγμής, το ενεργητικό χαρτοφυλάκιο αποτελείται από 8 εταιρείες, ενώ χρειάζονται 10. Οι άλλες 2 εταιρείες θα μπορούσαν να είναι η Ηλεκτρονική Αθηνών και η Σαραντής, οι οποίες είναι κερδοφόρες αλλά όχι υποτιμημένες, όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 6.5.

Από τα παραπάνω, προκύπτει ότι στο τέλος του 2006, ένα ισορροπημένο ενεργητικό χαρτοφυλάκιο με βάση την προσέγγιση του EVA θα πρέπει να περιέχει τις εξής εταιρείες: ΟΠΑΠ, Cosmote, Regency, Τηλέτυπος, Autohellas, Χατζηιωάννου, Βασιλόπουλος, Καρέλιας, Ηλεκτρονική Αθηνών και Σαραντής. Το χαρτοφυλάκιο αυτό είναι κατά τα 6/10 ίδιο μ' εκείνο του προηγούμενου έτους. Οι εταιρείες που δεν αποτελούν πια μέρος του χαρτοφυλακίου είναι οι Ατλάντικ, Ιατρικό Κέντρο και Σελόντα. Οι εταιρείες, οι οποίες δεν ανήκουν στους κερδοφόρους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και της αναψυχής ή του εμπορίου είναι οι Τηλέτυπος, Χατζηιωάννου και Καρέλιας. Οι παραπάνω εταιρείες ανήκουν στους κλάδους των μέσων ενημέρωσης και των προσωπικών και οικιακών αγαθών.

6.8. Σύνοψη Κεφαλαίου

Σύμφωνα με την εταιρική ανάλυση που προηγήθηκε, διαπιστώθηκε ότι η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος είχε θετική λειτουργική αποδοτικότητα για τη διετία της έρευνας. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων είχε ROIC μεταξύ 0% και 10%. Το 2005 το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχε ROIC μεταξύ 0% και 10% ήταν 55,64%, ενώ το 2006 το ποσοστό αυτό ήταν 56,16%. Στη συνέχεια αποδείχτηκε ότι η αύξηση του ROIC, η οποία συντελέστηκε στην χρήση του 2006 δεν ήταν αρκετή, για να αντισταθμίσει την αύξηση του WACC. Γι' αυτό άλλωστε και η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος είχε αρνητικό spread για την περίοδο που αναλύθηκε. Μάλιστα, η αύξηση του WACC των εταιρειών του δείγματος φαίνεται από το γεγονός ότι το 2005 το 71,28% των επιχειρήσεων είχε WACC μεταξύ 5% και 15%, ενώ το 2006 το 68,11% των επιχειρήσεων είχε WACC μεταξύ του 10% και 20%.

Επιπρόσθετα, η μεταβλητότητα του ROIC για το 2006 αποδείχτηκε ότι ήταν μεγαλύτερη από εκείνη του 2005. Αντίθετα, η μεταβλητότητα του WACC για το 2006 ήταν μικρότερη από εκείνη του 2005. Όσο για το spread, αυτό είχε μεγαλύτερη μεταβλητότητα το 2006 από το 2005.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ακόμα, βρέθηκαν οι καλύτερες, δηλαδή, οι πιο κερδοφόρες και ελκυστικές επιχειρήσεις για το 2005 και το 2006. Έπειτα, με βάση τις καλύτερες επιχειρήσεις του 2005 και του 2006, σχηματίστηκε ένα ενεργητικό χαρτοφυλάκιο για κάθε έτος της έρευνας. Δηλαδή, χαρτοφυλάκια τα οποία στηρίζονται στις μελλοντικές προοπτικές των επιχειρήσεων ως προς την παραγωγή πλούτου για τους μετόχους. Τέλος, αποδείχτηκε ότι το χαρτοφυλάκιο, το οποίο σχηματίστηκε στο τέλος του 2005 ήταν ιδιαίτερα κερδοφόρο. Το χαρτοφυλάκιο ήταν κερδοφόρο τόσο από πλευράς EVA και MVA, όσο και από πλευράς τρεχουσών τιμών των επιχειρήσεων του χαρτοφυλακίου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑ

Με τη βοήθεια του δείκτη της οικονομικής προστιθέμενης αξίας προέκυψαν ενδιαφέροντα συμπεράσματα για την ελληνική οικονομία, για την περίοδο 2005-2006. Μάλιστα, τόσο σε κλαδικό όσο και σε εταιρικό επίπεδο η κατάσταση δεν ήταν πολύ ενθαρρυντική.

7.1. Συμπεράσματα

Συγκεκριμένα, από την κλαδική ανάλυση που προηγήθηκε διαπιστώθηκε ότι οι περισσότεροι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας είχαν αρνητική οικονομική προστιθέμενη αξία για την περίοδο της έρευνας. Στο τέλος του 2005 οι κλάδοι με θετικό EVA από το μεγαλύτερο στο μικρότερο, ήταν οι κλάδοι των υπηρεσιών ταξιδιών και μέσων αναψυχής, των τραπεζών, του εμπορίου, της ακίνητης περιουσίας και των μέσων ενημέρωσης. Στο τέλος του 2006 οι αντίστοιχοι κλάδοι ήταν εκείνοι των ταξιδιών και της αναψυχής, των τηλεπικοινωνιών και του εμπορίου. Αντίθετα, στο τέλος του 2005 οι κλάδοι με το χαμηλότερο EVA ήταν οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών, των κατασκευών και υλικών κατασκευών, των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και των πρώτων υλών. Στο τέλος του 2006 οι αντίστοιχοι κλάδοι ήταν οι κλάδοι των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, των τραπεζών, των κατασκευών και υλικών κατασκευών και των πρώτων υλών. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι κλάδοι, οι οποίοι αποτελούσαν καλές επενδυτικές ευκαιρίες για την περίοδο της έρευνας ήταν οι κλάδοι του εμπορίου και των ταξιδιών και της αναψυχής. Ωστόσο, κλάδοι όπως εκείνοι των τραπεζών, της ακίνητης περιουσίας και των μέσων ενημέρωσης δεν επαλήθευσαν τις προσδοκίες που είχαν δημιουργηθεί γι' αυτούς στο τέλος του 2005, σχετικά με την ικανότητα τους να παράγουν αξία.

Η δυσμενής κατάσταση των κλάδων της οικονομίας ως προς το χαμηλό ή και αρνητικό EVA φαίνεται και από τα συστατικά του. Δηλαδή, η κατάσταση αυτή αντανακλάται στο ROIC και στο WACC των κλάδων. Ειδικότερα, η αύξηση του WACC, η οποία πραγματοποιήθηκε στην χρήση 2006 υπερίσχυσε της αύξησης του ROIC. Αύξηση του ROIC παρατηρήθηκε σε 10 από τους 16 κλάδους της οικονομίας. Αντίστοιχα αύξηση του WACC παρατηρήθηκε σε 14 κλάδους. Χαρακτηριστικό είναι ότι ο μέσος όρος του

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ROIC της οικονομίας αυξήθηκε από 9,20% σε 10,52%, ενώ ο μέσος όρος του WACC αυξήθηκε από 10,10% σε 13,36%. Επίσης, όλοι οι κλάδοι είχαν θετικό ROIC για το 2005 και το 2006. Επιπρόσθετα, διαπιστώθηκε εμπειρικά η συσχέτιση μεταξύ MVA και EVA. Κλάδοι με χαμηλό MVA εμφανίζουν και χαμηλό EVA αλλά το αντίστροφο δεν ισχύει απόλυτα.

Για τη διετία της έρευνας ένα μεγάλο μέρος των πόρων της οικονομίας είχε κατανεμηθεί στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών και των ταξιδιωτικών υπηρεσιών και αναψυχής, οι οποίοι θεωρούνταν καλές επενδυτικές ευκαιρίες στο τέλος του 2006. Ακόμα, ένα πολύ μεγάλο μέρος των πόρων της οικονομίας είχε επενδυθεί σε μη αποδοτικούς κλάδους όπως εκείνος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Συγκεκριμένα, ο κλάδος των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας είχε το μεγαλύτερο OIC της οικονομίας, το οποίο χρησιμοποιούταν μη αποδοτικά με αποτέλεσμα ο κλάδος να καταστρέφει αξία.

Επιπλέον, χάρη στην κλαδική ανάλυση εντοπίστηκαν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες. Για την ακρίβεια, στο τέλος του 2005 ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες ήταν οι επενδύσεις στους κλάδους των μέσων ενημέρωσης και της ακίνητης περιουσίας. Στο τέλος του 2006 δεν υπήρχαν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες. Εάν κάποιος έπρεπε οπωσδήποτε να επενδύσει κάπου και να μη χάσει το κεφάλαιο του, θα έπρεπε να επενδύσει κυρίως σε εταιρείες των κλάδων των τηλεπικοινωνιών, των ταξιδιών και της αναψυχής ή του εμπορίου.

Σύμφωνα με την εταιρική ανάλυση που προηγήθηκε, διαπιστώθηκε ότι η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος είχε θετικό ROIC για τη διετία της έρευνας. Το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων είχε ROIC μεταξύ του 0% και του 10%. Το ποσοστό των επιχειρήσεων που είχε ROIC μεταξύ 0% και 10% ήταν 55,64% και 56,16% για το 2005 και το 2006. Επιπρόσθετα, η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος είχε αρνητικό spread για την περίοδο που αναλύθηκε. Το παραπάνω οφείλεται στην αύξηση του WACC των εταιρειών του δείγματος. Μιλώντας με αριθμούς στο τέλος του 2005 το 71,28% των επιχειρήσεων είχε WACC μεταξύ 5% και 15%, ενώ στο τέλος του 2006 το 68,11% των επιχειρήσεων είχε WACC μεταξύ του 10% και 20%. Ο μέσος όρος του ROIC για το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του δείγματος στο τέλος του 2005 και 2006 μειώθηκε από 7,72% σε 7,23%, ενώ ο μέσος όρος του WACC αυξήθηκε από 12,37% σε 14,68%, αντίστοιχα. Επιπλέον, η μεταβλητότητα του ROIC και του spread για το 2006 αποδείχτηκε ότι ήταν μεγαλύτερη από εκείνη του 2005. Αντίθετα, η μεταβλητότητα του WACC για το 2006 ήταν μικρότερη από εκείνη του 2005.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Οι 10 καλύτερες επιχειρήσεις του δείγματος για το 2005 από άποψη EVA ήταν οι εταιρείες ΟΠΑΠ, Cosmote, Εθνική, Motor Oil, Τράπεζα Κύπρου, Βωβός, Πειραιώς, Τιτάν, ATE Bank και Regency. Αντίστοιχα για το 2006, οι καλύτερες εταιρείες ήταν οι Cosmote, ΟΠΑΠ, Alpha Bank, Lamda Development, Intralot, Τράπεζα Κύπρου, Τιτάν, ΟΤΕ, Πειραιώς και Τηλέτυπος. Οι 10 χειρότερες επιχειρήσεις για το 2005 ήταν οι ΟΤΕ, ΔΕΗ, Ελληνικά Πετρέλαια, ΕΥΔΑΠ, Εμπορική, ΕΛΒΑΛ, MIG, Γενική Τράπεζα, ΑΕΓΕΚ και Σελόντα. Οι 10 χειρότερες εταιρείες για το 2006 ήταν οι ΔΕΗ, Εμπορική, ΕΥΔΑΠ, Εθνική, ATE Bank, ΑΕΓΕΚ, ΕΛΒΑΛ, Τεχνική Ολυμπιακή, Γενική Τράπεζα και Eurobank.

Τέλος, μπορεί η μετοχή μιας εταιρείας να είναι υποτιμημένη από την αγορά ωστόσο, η μετοχή αυτή μπορεί να μην είναι καλή επενδυτική ευκαιρία. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας της χαμηλής ικανότητας παραγωγής πλούτου της συγκεκριμένης εταιρείας. Δηλαδή, εξαιτίας του χαμηλού ή αρνητικού EVA της εταιρείας. Συνεπώς, μια επιχείρηση χαρακτηρίζεται υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σύμφωνα με την ικανότητα της να παράγει αξία. Έτσι, με βάση το EVA βρέθηκαν οι πιο κερδοφόρες και ελκυστικές επιχειρήσεις για το 2005 και το 2006. Με τις επιχειρήσεις αυτές σχηματίστηκαν δύο χαρτοφυλάκια ένα στο τέλος του 2005 και ένα στο τέλος του 2006. Τα χαρτοφυλάκια που δημιουργήθηκαν δεν περιλαμβάνουν τις 10 καλύτερες εταιρείες. Τα χαρτοφυλάκια αυτά ναι μεν περιλαμβάνουν κάποιες από τις καλύτερες εταιρείες, αλλά περιλαμβάνουν κυρίως ελκυστικές εταιρείες, δηλαδή εταιρείες υποτιμημένες με βάση το EVA τους. Σχετικά με το πρώτο χαρτοφυλάκιο αποδείχτηκε ότι ήταν κερδοφόρο τόσο από την σκοπιά του EVA και του MVA, όσο και από την σκοπιά των τρεχουσών τιμών των επιχειρήσεων του χαρτοφυλακίου.

7.2. Προτάσεις για έρευνα

Σε αυτή την εργασία έγινε κλαδική και εταιρική ανάλυση ενός δείγματος από εισηγμένες εταιρείες του Χ.Α.Α. για την περίοδο 2005 και 2006. Μια πρόταση για έρευνα είναι να πραγματοποιηθεί κλαδική και εταιρική ανάλυση για τα επόμενα χρόνια και να γίνουν συγκρίσεις. Διαχρονικές συγκρίσεις μπορούν να γίνουν και μεταξύ των αποτελεσμάτων αυτής της διπλωματικής και του άρθρου Economic value added the case of listed companies in Greece, το οποίο αναφέρθηκε στο κεφάλαιο 6. Επίσης, ενδιαφέρον θα είχε μια κλαδική και εταιρική ανάλυση σε ξένες αγορές πχ. όπως είναι εκείνες της

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Ισπανίας ή της Πορτογαλίας, δηλαδή σε αγορές χωρών με παρόμοιο βιοτικό επίπεδο με την Ελλάδα και να γίνουν συγκρίσεις.

Επιπρόσθετα, κάποιος ερευνητής θα μπορούσε να εξετάσει αν εταιρείες οι οποίες έχουν υιοθετήσει το EVA στο σύστημα ανταμοιβής τους πραγματοποίησαν αύξηση των πραγματικών κερδών τους. Δηλαδή, ένας ερευνητής θα μπορούσε να εξετάσει τη συσχέτιση μεταξύ της χρησιμοποίησης του EVA στο σύστημα ανταμοιβής και των κερδών της, παίρνοντας ένα δείγμα εταιρειών για ένα μακρύ χρονικό διάστημα. Ακόμα, ένας ερευνητής θα μπορούσε να εξετάσει εάν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των εταιρειών που χρησιμοποιούν το EVA στο σύστημα ανταμοιβής και των απολύσεων των διοικητικών στελεχών.

Τέλος, ένα άλλο προτεινόμενο θέμα για μελλοντική έρευνα είναι ο έλεγχος του πληροφοριακού ελέγχου του EVA. Για παράδειγμα θα μπορούσε να μελετηθεί η συσχέτιση μεταξύ EVA και μετοχικών αποδόσεων. Άλλοι έλεγχοι που μπορούν να ερευνηθούν είναι έλεγχοι για τη συσχέτιση μεταξύ του EVA και δεικτών όπως τα καθαρά κέρδη, τα λειτουργικά κέρδη, τα κέρδη ανά μετοχή, τα μερίσματα ανά μετοχή, η ιδιωφελής αποδοτικότητα, η συνολική αποδοτικότητα, το περιθώριο κέρδους, οι πωλήσεις και η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική (βιβλία και άρθρα)

Αρτίκης Π. Γεώργιος: Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, Interbooks (2002)

Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ: Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα: Ανάλυση και Εφαρμογή σε Συνδυασμό με το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο και την Εμπορική Νομοθεσία. Εκδόσεις Ε. Σακέλλη (2002)

Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ: Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο Τόμος Α, Εκδόσεις Ε. Σακέλλη (2003)

Αναστάσσης Χρήστος: Economic Value Added Εφαρμογή σε Δείγμα Ελληνικών Επιχειρήσεων, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς (2003)

Κελεπούρης Γ. Ευθύμιος: Διοίκηση Επιχειρήσεων με Βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς (2005)

Χάψας Παναγιώτης: Η Διαδικασία Επιχειρηματικών Αποφάσεων και Αποζημίωσης Στελεχών με Βάση το EVA, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς (2006)

Ξένη (βιβλία και άρθρα)

Barker Richard: Determining Value: Valuation models and financial statements, FT Prentice Hall, 2001

Brealey A. Richard, Myers C. Stewartand Marcus J. Alan: Fundamentals of Corporate Finance, Mc Graw Hill (2001)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Brigham F. Eugene: Fundamentals of financial management, Thomson learning (2001)

Damodaran Aswath: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Wiley Finance (2002)

Ehrabr Al: The Real Key to Creating Wealth, New York: John Wiley & Sons (1998)

Grant L. James: Fundamentals of Economic Value Added, John Wiley & Sons (2003)

Grant M. Robert: Contemporary strategy analysis: Concepts, Techniques, Applications, Blackwell Publishers (2002)

Rappaport A.: Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors, Free Press (1998)

Stewart Bennett: The quest for value: The EVA Management Guide, New York: Harper Business (1991)

Artikis G. Panayiotis, Artikis P. George and Kelepouris G. Efthymios (2006): "Economic Value Added: The Case of Listed Companies in Greece"

Bacidore J. M., J. A. Boquist, T.T. Milbourn and A. V. Thakor (1997): "The search for the best financial performance measure" Financial analysts journal, Vol 53, No 3, pp 11 – 20

Bao B. and D. Bao (1998): "Usefulness of Value Added and Abnormal Economic Earnings: An Empirical Examination", Journal of Finance and Accounting, Vol 25, No. 1/2 , pp 251 – 264

Biddle G. C., R. Bowen and J. S. Wallace (1997): "Does Eva Beat the Earnings? Evidence on Association With Atock Returns and Firm Values", Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No. 3 pp 301 – 336. Financial Analysts Journal, Vol. 53, No. 3, pp 11-20

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Chen S. and J. L. Dodd (1998): “Usefulness of Operating Income, Residual Income and EVA a Value-Relevance Perspective”, Working Paper Clarion University and Drake University

Dodd J. L. and S. Chen (1996): EVA: “A New Panacea?” Business and Economic Review, Vol 42, No 4, pp 26 – 28

Fernandez P. (2001): “Eva Economic Profit and Cash Value Added do not Measure Shareholder Value Creation”, IESE Business School - University of Navarra Working Paper Series

Garvey G.T., Milbourn T.T. (2000): “The Optimal and Actual Use of EVA Versus Earnings in Executive Compensation”, Working Paper, Claremont Colleges

Garvey G.T., Milbourn T.T. (2000): “EVA Versus Earnings: Does It Matter Which is More Highly Correlated With Stock Returns?”, Working Paper, Claremont Colleges

Grant J. L. (1996): “Foundations of EVA for Investment Managers”, The Journal of Portfolio Management, Vol. 23, No. 1, pp. 41-48

Hogan C., Lewis C. (2001): “The Long Run Performance of Firms Adopting Compensation Plans Based on Economic Profits” Working Paper, Owen Graduate School of Management, Vanderbild University

Kleiman, R. (1999): “Some New Evidence on EVA Companies”, Journal of Applied corporate Finance, Vol. 12, no. 2, pp 80 – 91

Lehn K. and A. Makhija (1997): “EVA Accounting Profits and CEO Turnover an Empirical Examination, 1985 – 1994”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 10, No. 2, pp. 90 – 97

O’ Byrne S. (1996): “EVA and Market Value” Journal of Applied Corporate Finance 9, pp. 116 – 125

Peixoto S. (2002): “Economic Value Added, Application to Portuguese Public Companies”, Moderna University of Porto, Working Paper Series

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Peterson PP & Peterson D.R. (1996): “The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Comparison of Alternative Performance Measures”

Riseman S.S., Cahan S.F., Lal M. (1999): “Do Manager Perform Better Under EVA Bonus Schemes?”, Working Paper, Massey University

Salmi T., Virtanen L. (2001): “Economic Value Added: A Simulation Analysis of the Trendy, Owner Oriented Management Tool”, Acta Wasaensia, No 90, Yniversity of Vaasa

Stewart B. (1994): “Eva - Fact or Fantasy”, Journal of Applied Corporate Finance Vol 7, pp. 71-84

Tortella D.B., Brusco S. (2003): “The Economic Value Added (EVA): An Analysis of Market Reaction”, Advances in Accounting, Forthcoming

Wallace S. James (1996): “Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For?”, Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No. 3, pp 275 – 300

Yao L.J., Sutton G.S., Chan S.H., (2004): “Wealth Creation From Information Technology Investments: An Assessment of Firm Performance Differences Using the EVA”, Working Paper, La Trobe University – University of Connecticut

Zimmerman, J. (1997): “EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues”, Journal of Applied Corporate Finance 10, pp 98 – 109

Ηλεκτρονικές Διευθύνσεις Διαδικτύου:

www.ase.gr
www.bloomberg.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Πίνακας 1: ΤΟ EVA ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΕΤΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ Η ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥΣ (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ	EVA 2005	EVA 2006	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	420.905,30	551.838,70	31,11%
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	151.835,40	-584.418,30	-484,90%
ΕΜΠΟΡΙΟ	46.541,70	59.582,90	28,02%
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	43.638,70	-39.463,10	-190,43%
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	5.593,40	-23.207,10	-514,90%
ΥΓΕΙΑ	-9.870,80	-34.887,50	-253,44%
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	-11.413,70	-49.462,20	-333,36%
ΧΗΜΙΚΑ	-26.640,90	-72.217,20	-171,08%
ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	-36.472,00	-43.021,10	-17,96%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	-42.450,10	-206.003,80	-385,28%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	-49.962,60	-75.374,90	-50,86%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	-52.992,10	-61.402,30	-15,87%
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	-70.758,70	-159.926,40	-126,02%
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	-84.274,60	-143.900,80	-70,08%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	-190.616,60	-211.657,60	-11,04%
ΥΠΗΕΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	-213.968,50	-917.402,80	-328,76%
ΚΑΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	-269.954,60	-374.273,00	-38,64%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	-364.541,30	584.404,50	260,31%
ΣΥΝΟΛΟ	-755.402,00	-1.800.792,90	-138,39%

Πίνακας 2: ΤΟ ROIC, ΤΟ WACC ΚΑΙ ΤΟ SPREAD ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΤΟ 2005 (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ 2005	ROIC	WACC	SPREAD
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	24,73%	5,01%	19,72%
ΕΜΠΟΡΙΟ	15,12%	6,33%	8,79%
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	13,96%	12,58%	1,38%
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	11,34%	11,26%	0,08%
ΥΓΕΙΑ	10,03%	11,46%	-1,43%
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	9,73%	11,00%	-1,27%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	8,59%	12,36%	-3,77%
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	8,38%	10,23%	-1,85%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	7,53%	10,87%	-3,34%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	7,28%	10,23%	-2,95%
ΧΗΜΙΚΑ	6,84%	9,81%	-2,97%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	6,50%	14,33%	-7,83%
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	6,40%	7,84%	-1,44%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	5,01%	11,89%	-6,88%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	3,82%	6,86%	-3,04%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	1,98%	9,55%	-7,57%
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΩΝ	9,20%	10,10%	-0,90%

Πίνακας 3: ΤΟ ROIC, ΤΟ WACC ΚΑΙ ΤΟ SPREAD ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΤΟ 2006 (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ 2006	ROIC	WACC	SPREAD
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	29,47%	10,78%	18,69%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	21,20%	9,18%	12,02%
ΕΜΠΟΡΙΟ	18,40%	10,42%	7,98%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	13,80%	18,71%	-4,91%
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	11,74%	12,47%	-0,73%
ΥΓΕΙΑ	11,37%	14,55%	-3,18%
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	10,46%	18,11%	-7,65%
ΧΗΜΙΚΑ	8,05%	14,98%	-6,93%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	7,01%	14,85%	-7,84%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	6,89%	13,71%	-6,82%
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	6,84%	13,05%	-6,21%
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	6,63%	13,18%	-6,55%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	5,46%	16,33%	-10,87%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	5,07%	7,58%	-2,51%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	2,96%	13,05%	-10,09%
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	2,96%	12,75%	-9,79%
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΩΝ	10,52%	13,36%	-2,84%

Πίνακας 4: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ MVA ΚΑΙ ΤΟ ROIC ΚΑΙ ΤΟ WACC ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΤΟ 2005 (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ 2005	ROIC	WACC	MVA
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	1,98%	9,55%	11.688.300,60
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	24,73%	5,01%	11.436.906,20
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	9,73%	11,00%	3.589.384,10
ΥΓΕΙΑ	10,03%	11,46%	2.037.631,30
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	6,50%	14,33%	1.947.740,70
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	8,59%	12,36%	1.436.157,10
ΕΜΠΟΡΙΟ	15,12%	6,33%	851.042,20
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	7,28%	10,23%	717.966,30
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	11,34%	11,26%	630.684,00
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	3,82%	6,86%	473.539,30
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	6,40%	7,84%	436.777,50
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	5,01%	11,89%	413.429,90
ΧΗΜΙΚΑ	6,84%	9,81%	228.879,70

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	13,96%	12,58%	161.291,20
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	8,38%	10,23%	149.406,60
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	7,53%	10,87%	-685.131,60

Πίνακας 5: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ MVA ΚΑΙ ΤΟ ROIC ΚΑΙ ΤΟ WACC ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΤΟ 2006 (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ 2006	ROIC	WACC	MVA
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	21,20%	9,18%	15.183.984,10
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	29,47%	10,78%	12.139.469,10
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	5,46%	16,33%	3.791.917,70
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	11,74%	12,47%	3.098.473,50
ΥΓΕΙΑ	11,37%	14,55%	3.001.156,90
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	6,89%	13,71%	2.590.170,70
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	7,01%	14,85%	1.922.874,90
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	13,80%	18,71%	1.782.834,70
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	2,96%	13,05%	1.669.609,90
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	6,63%	13,18%	1.213.311,90
ΕΜΠΟΡΙΟ	18,40%	10,42%	1.139.679,80
ΧΗΜΙΚΑ	8,05%	14,98%	565.292,40
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	6,84%	13,05%	513.312,40
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	2,96%	12,75%	474.588,00
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	10,46%	18,11%	260.977,40
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	5,07%	7,58%	-361.570,20

Πίνακας 6: EVA, ROIC ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΓΙΑ ΤΟ 2005

(σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ 2005	ROIC	EVA	OIC
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	7,53%	-213.968,50	12.579.443,00
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	1,98%	-364.541,30	5.205.239,00
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	6,50%	-269.954,60	3.901.431,70
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	9,73%	-36.472,00	3.244.110,00
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	24,73%	420.905,30	2.678.611,10
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	5,01%	-190.616,60	2.403.581,40
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	7,28%	-42.450,10	1.988.328,10
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	8,38%	-143.900,80	1.624.910,80
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	3,82%	-52.992,10	1.639.088,10
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	8,59%	-49.962,60	1.516.058,70
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	11,34%	43.638,70	1.425.950,60

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	6,40%	-70.758,70	1.109.807,40
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	13,96%	5.593,40	837.739,30
ΕΜΠΟΡΙΟ	15,12%	46.541,70	792.974,20
ΥΓΕΙΑ	10,03%	-9.870,80	724.887,60
ΧΗΜΙΚΑ	6,84%	-26.640,90	602.575,20

Πίνακας 7: EVA, ROIC ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΓΙΑ ΤΟ 2006

(σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ 2006	ROIC	EVA	OIC
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	4,85%	-917.402,80	12.213.805,00
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	21,20%	704.703,30	5.290.137,40
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	8,78%	-374.273,00	4.039.205,50
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	11,74%	-43.021,10	3.676.817,40
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	29,47%	551.838,70	2.925.778,30
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	8,05%	-211.657,60	2.419.795,50
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	2,96%	-206.003,80	2.140.946,50
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	5,07%	-61.402,30	1.920.198,80
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	7,01%	-39.463,10	1.755.742,30
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	6,84%	-143.900,80	1.670.868,10
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	10,43%	-75.374,90	1.612.197,40
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	5,46%	-159.926,40	1.191.567,00
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	13,80%	-23.207,10	867.453,80
ΕΜΠΟΡΙΟ	18,40%	59.582,90	856.175,60
ΥΓΕΙΑ	11,37%	-34.887,50	789.469,90
ΧΗΜΙΚΑ	6,89%	-72.217,20	768.986,60

Πίνακας 8: MVA/OIC ΚΑΙ EVA/OIC ΓΙΑ 16 ΚΛΑΔΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟ 2005 (σε χιλιάδες €)

ΚΛΑΔΟΙ 2005	MVA/OIC	EVA/OIC
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	1,11	-0,01
ΧΗΜΙΚΑ	0,38	-0,04
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	0,17	-0,08
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	0,5	-0,07
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	0,95	-0,03
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	0,05	-0,05
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	0,36	-0,02
ΥΓΕΙΑ	2,81	-0,01
ΕΜΠΟΡΙΟ	1,07	0,06
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	0,19	0,01

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	4,27	0,16
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	2,25	-0,07
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	-0,05	-0,02
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	0,44	0,03
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	0,29	-0,03
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	0,39	-0,21

Πίνακας 9: MVA/OIC ΚΑΙ EVA/OIC ΓΙΑ 16 ΚΛΑΔΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟ 2006

ΚΛΑΔΟΙ 2006	MVA/OIC	EVA/OIC
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	0,84	-0,01
ΧΗΜΙΚΑ	0,74	-0,09
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	0,79	-0,09
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	0,94	-0,09
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1,61	-0,05
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	0,31	-0,09
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	0,78	-0,1
ΥΓΕΙΑ	3,8	-0,04
ΕΜΠΟΡΙΟ	1,33	0,07
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	0,3	-0,03
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	4,15	0,19
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	2,87	0,13
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	-0,03	-0,08
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	0,69	-0,02
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	0,93	-0,03
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	0,4	-0,13

Πίνακας 10: ΤΟ WACC ΚΑΙ ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΤΟΥ ΓΙΑ ΟΛΟΥΣ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

ΚΛΑΔΟΙ 2005	Cost of Debt	Cost of Equity	WACC
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	4,05%	13,60%	11,00%
ΧΗΜΙΚΑ	9,53%	9,89%	9,81%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	5,84%	15,08%	11,89%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	19,28%	13,89%	14,33%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	4,89%	12,34%	10,95%
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	4,88%	11,39%	10,08%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	6,97%	11,08%	10,23%
ΥΓΕΙΑ	10,00%	11,72%	11,46%
ΕΜΠΟΡΙΟ	-6,57%	10,36%	6,33%
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	11,70%	12,41%	12,36%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	-3,76%	12,12%	5,01%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	4,83%	15,08%	9,55%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	5,83%	12,60%	10,87%
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	0,00%	17,04%	17,04%
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	0,00%	13,09%	13,09%
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	4,13%	13,63%	11,26%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	0,15%	11,51%	6,86%
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	-9,98%	12,84%	7,84%

Πίνακας 11: ΤΟ WACC ΚΑΙ ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΤΟΥ ΓΙΑ ΟΛΟΥΣ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

ΚΛΑΔΟΙ 2006	Cost of Debt	Cost of Equity	WACC
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ	5,67%	15,06%	12,47%
ΧΗΜΙΚΑ	8,07%	15,38%	13,71%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	6,70%	19,84%	14,98%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	17,93%	17,00%	17,08%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ &ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	5,16%	15,72%	13,73%
ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ	9,50%	15,65%	14,45%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	8,07%	14,27%	13,05%
ΥΓΕΙΑ	12,51%	14,89%	14,55%
ΕΜΠΟΡΙΟ	6,37%	11,58%	10,42%
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	43,89%	15,66%	18,11%
ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ	4,61%	15,68%	10,78%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	6,35%	16,74%	9,18%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	6,65%	16,47%	14,29%
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	0,00%	17,93%	17,93%
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	0,00%	18,60%	18,60%
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	8,54%	16,64%	14,85%
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1,19%	12,63%	7,58%
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	23,37%	15,92%	16,33%

Πίνακας 12: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ROIC ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ROIC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ROIC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ROIC
1.ΟΠΑΠ	95,90%	25.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	18,90%	49.ΙΑΣΩ	14,70%
2.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	92,90%	26.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	18,30%	50.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	14,70%
3.ELBISCO	50,30%	27.REVOIL	18,20%	51.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	14,20%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

4.REGENCY	44,40%	28.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	17,80%	52.PROTON	14,10%
5.INTRALOT	42,50%	29.PROFILE	17,40%	53.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	13,70%
6.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	39,30%	30.CROWN HELLAS	17,20%	54.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	13,50%
7.COSMOTE	38,70%	31.MOTOR OIL	17,10%	55.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	13,50%
8.ΕΛΑΪΣ	31,50%	32.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	17,10%	56.FORTHNET	13,50%
9.Κ.Α.Ε.	30,90%	33.BYTE COMPUTER	17,10%	57.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	13,40%
10.ΜΕΤΚΑ	26,70%	34.EUROBANK	17,00%	58.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	13,40%
11.TITAN	26,60%	35.ΑΒΑΞ	16,80%	59.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	13,20%
12.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	26,20%	36.ALTIUS	16,60%	60.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	12,90%
13.UNIBRAIN	26,10%	37.ΠΛΑΙΣΙΟ	16,50%	61.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	12,80%
14.ATE BANK	25,70%	38.RAINBOW	16,30%	62.FASHION BOX	12,70%
15.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	23,10%	39.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	16,00%	63.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	12,70%
16.JUMBO	22,70%	40.ΒΩΒΟΣ	15,90%	64.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	12,60%
17.ΔΙΕΚΑΤ	22,10%	41.ΓΕΚΕ	15,80%	65.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	12,60%
18.BLUE STAR	22,00%	42.SPRIDER	15,70%	66.ΣΕΛΟΝΤΑ	12,50%
19.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	21,90%	43.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	15,30%	67.ΚΥΠΡΟΥ	12,40%
20.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	21,50%	44.ΚΡΙ-ΚΡΙ	15,30%	68.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	12,30%
21.GLOBAL	21,20%	45.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	15,30%	69.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	12,10%
22.ΙΛΥΔΑ	21,20%	46.INFOQUEST	15,30%	70.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	12,10%
23.ALPHA BANK	20,10%	47.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	15,20%	71.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	12,00%
24.AUTOHELLAS	19,30%	48.ΕΥΑΘ	15,00%	72.ΝΙΚΑΣ	11,90%

73.LOGISMOS	11,60%	97.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	9,30%	121.ΧΑΛΚΟΡ	7,20%
74.FHL MERMEREN	11,50%	98.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	9,30%	122.ΤΕΡΝΑ	7,20%
75.AS COMPANY	11,40%	99.MEVACO	9,00%	123.ΜΑΪΛΗΣ	7,20%
76.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	11,30%	100.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	8,90%	124.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	7,10%
77.MODA BAGNO	11,30%	101.ΝΗΡΕΥΣ	8,90%	125.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	7,10%
78.ΠΗΓΑΣΟΣ	11,30%	102.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	8,90%	126.ΑΙΟΛΙΚΗ	7,00%
79.ΠΑΪΡΗΣ	11,20%	103.ΕΛΙΝΟΙΛ	8,80%	127.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	6,90%
80.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	11,10%	104.ΒΕΤΑΝΕΤ	8,70%	128.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	6,90%
81.ΝΑΚΑΣ	11,10%	105.EVEREST	8,50%	129.OLYMPIC CATERING	6,90%
82.FLEXOPACK	11,00%	106.LAVIPHARM	8,40%	130.ΚΕΚΡΟΨ	6,90%
83.ΚΑΝΑΚΗΣ	10,80%	107.ΛΙΒΑΝΗΣ	8,30%	131.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	6,80%
84.KEGO	10,50%	108.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	8,30%	132.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	6,80%
85.PINTENKO	10,40%	109.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	8,10%	133.ΡΙΛΚΕΝ	6,80%
86.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	10,30%	110.EUROMEDICA	8,00%	134.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	6,70%
87.ΡΟΚΑΣ	10,20%	111.ALAPIS	8,00%	135.ANEK LINES	6,60%
88.ΙΝΤΕΡΤΕΚ	10,00%	112.ΔΕΗ	8,00%	136.SPACE	6,60%
89.SARANTIS	9,90%	113.ASPIS BANK	8,00%	137.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	6,50%
90.EUROBANK PROPERTIES	9,90%	114.PAPERPACK	7,90%	138.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	6,40%
91.UNISYSTEM	9,80%	115.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	7,80%	139.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ.	6,40%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΑΚΙΝ. Π.

92.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	9,70%	116.ΑΛΚΟ	7,80%	140.INTERINVEST	6,30%
93.MULTIRAMA	9,70%	117.ΗΡΑΚΛΗΣ	7,70%	141.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	6,20%
94.ΒΙΣ	9,60%	118.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	7,70%	142.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	6,20%
95.MEDICON HELLAS	9,40%	119.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	7,60%	143.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	6,20%
96.ΟΛΠ	9,30%	120.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	7,30%	144.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	6,20%

145.ΙΜΑΚΟ	6,10%	189.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	3,50%	233.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	0,50%
146.ΛΑΜΨΑ	6,10%	190.SATO	3,50%	234.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	0,40%
147.ΠΕΡΣΕΥΣ	5,90%	191.ΥΓΕΙΑ	3,50%	235.ΑΕΓΕΚ	0,30%
148.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	5,70%	192.COMPUCON	3,50%	236.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	0,30%
149.ΓΕΝΕΡ	5,70%	193.ΣΙΔΕΝΟΡ	3,40%	237.ASTIR	0,30%
150.ΕΛΒΕ	5,70%	194.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	3,40%	238.ΣΑΝΥΟ	0,20%
151.ΒΑΡΔΑΣ	5,70%	195.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	3,40%	239.ΔΟΥΡΟΣ	0,20%
152.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	5,70%	196.ΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	3,30%	240.QUALITY & RELIABILITY	0,20%
153.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	5,60%	197.ΔΑΪΟΣ	3,20%	241.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	0,00%
154.DIONIC	5,60%	198.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	3,20%	242.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	0,00%
155.MARFIN INVESTMENT GR	5,50%	199.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	3,10%	243.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-0,10%
156.ΣΙΔΜΑ	5,40%	200.ΕΛΤΡΑΚ	3,10%	244.ΑΧΟΝ	-0,10%
157.FIERATEX	5,30%	201.ΕΥΔΑΠ	3,10%	245.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-0,20%
158.EUROLINE	5,30%	202.ΙΜΠΕΡΙΟ	3,00%	246.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	-0,40%
159.ΙΚΤΙΝΟΣ	5,20%	203.ΚΡΕ.ΚΑ	3,00%	247.ΝΕΩΡΙΟΝ	-0,70%
160.ΖΗΝΩΝ	5,20%	204.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	2,90%	248.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	-0,70%
161.YALCO	5,20%	205.PLIAS	2,90%	249.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-0,90%
162.ΟΛΘ	5,10%	206.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	2,80%	250.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	-0,90%
163.NEXANS	5,00%	207.CPI	2,70%	251.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-1,00%
164.EUROBROKERS	5,00%	208.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	2,50%	252.ΕΛΦΙΚΟ	-1,40%
165.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	4,90%	209.ΓΕΚ	2,50%	253.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-1,80%
166.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	4,90%	210.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	2,30%	254.ΒΙΟΣΩΛ	-3,00%
167.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	4,80%	211.REDS	2,20%	256.ΕΚΤΕΡ	-3,10%
168.ΕΤΕΜ	4,70%	212.ΕΛΓΕΚΑ	2,10%	257.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	-3,10%
169.ΕΛΒΑΛ	4,60%	213.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	1,80%	258.SCIENS	-3,20%
170.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	4,50%	214.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	1,70%	259.ΑΘΗΝΑ	-3,60%
171.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	4,50%	215.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	1,30%	260.ΦΟΥΡΛΗΣ	-3,90%
172.EURODRIP	4,40%	216.ΕΘΝΙΚΗ	1,30%	261.ΕΛΛΑΤΕΞ	-4,00%
173.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	4,40%	217.ΣΠΥΡΟΥ	1,20%	262.VELL	-5,00%
174.ΜΙΝΕΡΒΑ	4,40%	218.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1,20%	263.ΑΤΤΙΚΗΣ	-5,00%
175.CYCLON	4,30%	219.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	1,20%	264.HITECH	-5,60%
176.ΑΚΡΙΤΑΣ	4,30%	220.ΒΙΟΤΕΡ	1,10%	265.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-7,10%
177.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	4,10%	221.ΔΡΟΜΕΑΣ	1,10%	266.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	-7,20%
178.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	4,10%	222.ΕΤΜΑ	1,10%	267.ΓΕΝΙΚΗ	-7,20%
179.FRIGOGLASS	4,00%	223.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	1,10%	268.ΟΤΕ	-8,00%
180.F.G. EUROPE	4,00%	224.ΣΕΛΜΑΝ	1,00%	269.ΜΟΧΛΟΣ	-10,30

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

181.ΑΛΤΕΚ	4,00%	225.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	1,00%	270.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	-11,00
182.ΕΛΤΟΝ	3,80%	226.ΛΑΝ - ΝΕΤ	1,00%	270.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	-12,40
183.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	3,80%	227.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	0,80%	271.SINGULARLOGIC	-13,30
184.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	3,80%	228.ΖΑΜΠΑ	0,80%	272.ΜΑΡΑΚ	-19,30
185.SPIDER	3,70%	229.INFORMER	0,80%	273.LAMDA DEVELO	-31,80%
186.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	3,70%	230.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	0,70%	274.VIVERE	-40,20%
187.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	3,60%	231.ΛΑΝΑΚΑΜ	0,60%	275.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	-104,10
188.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	3,50%	232.ΚΛΩΣΤΟΫΦ Ν	0,50%		

Μ.Ο. ROIC ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ 2005 = 7,72%,

Πίνακας 13: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ROIC ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ROIC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ROIC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ROIC
1.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	125,90%	36.AUTOHELLAS	18,90%	71.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	12,30%
2.ΟΠΑΠ	107,90%	37.OLYMPIC CATERING	18,70%	72.ΚΑΝΑΚΗΣ	12,00%
3.LAMDA DEVELOPMENT	94,50%	38.RAINBOW	18,70%	73.LOGISMOS	11,90%
4.ΑΧΟΝ	83,30%	39.REVOIL	18,60%	74.ΣΙΔΕΝΟΡ	11,50%
5.ΦΟΥΡΛΗΣ	55,50%	40.PROFILE	18,60%	75.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	11,40%
6.REGENCY	47,10%	41.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	18,50%	76.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	11,40%
7.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	46,70%	42.ΔΙΕΚΑΤ	17,50%	77.ΜΑΡΑΚ	11,40%
8.ΜΕΤΚΑ	42,10%	43.ΙΛΥΔΑ	17,20%	78.PINTENKO	10,70%
9.ELBISCO	40,10%	44.FASHION BOX	17,00%	79.FRIGOGLASS	10,60%
10.COSMOTE	37,70%	45.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	16,80%	80.SARANTIS	10,60%
11.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	35,90%	46.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	16,30%	81.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	10,50%
12.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	35,70%	47.LAVIPHARM	16,30%	82.ΧΑΛΚΟΡ	10,30%
13.Κ.Α.Ε.	35,10%	48.ΟΤΕ	15,80%	83.ΑΒΑΞ	10,30%
14.INTRALOT	33,50%	49.ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	15,80%	84.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	10,30%
15.ΓΕΚΕ	32,70%	50.ΚΡΙ-ΚΡΙ	15,70%	85.PROTON	10,30%
16.TITAN	31,80%	51.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	15,50%	86.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	10,00%
17.ΕΛΑΪΣ	29,10%	52.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	15,40%	87.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	10,00%
18.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	28,70%	53.EUROBANK	15,10%	88.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	10,00%
19.EVEREST	27,20%	54.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	14,90%	89.MEDICON HELLAS	10,00%
20.JUMBO	25,20%	55.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	14,80%	90.ΒΕΤΑΝΕΤ	9,90%
21.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	24,30%	56.ΕΥΑΘ	14,70%	91.MULTIRAMA	9,80%
22.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	23,60%	57.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	14,70%	92.ΣΙΔΜΑ	9,50%
23.ALPHA BANK	22,90%	58.ΤΕΡΝΑ	14,50%	93.ΟΛΠ	9,30%
24.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	22,00%	59.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	14,10%	94.ΣΕΛΟΝΤΑ	9,30%
25.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	21,80%	60.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	14,00%	95.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	9,30%
26.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	21,70%	61.FLEXOPACK	13,80%	96.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	9,30%
27.SPRIDER	21,60%	62.MEVACO	13,80%	97.UNISYSTEM	9,30%
28.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	21,40%	63.ALTIUS	13,80%	98.ANEK LINES	9,10%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

29.ΚΥΠΡΟΥ	20,80%	64.UNIBRAIN	13,40%	99.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	9,00%
30.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	19,70%	65.CROWN HELLAS	13,10%	100.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	9,00%
31.BYTE COMPUTER	19,60%	66.AS COMPANY	13,10%	101.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	8,90%
32.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	19,20%	67.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	12,80%	102.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	8,80%
33.ΙΑΣΩ	19,10%	68.ATE BANK	12,80%	103.ΒΑΡΔΑΣ	8,80%
34.MOTOR OIL	19,10%	69.ΗΡΑΚΛΗΣ	12,50%	104.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	8,80%
35.ΠΛΑΙΣΙΟ	19,00%	70.ΠΑΪΡΗΣ	12,50%	105.EUROMEDICA	8,70%

106.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	8,70%	137.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	7,10%	168.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	4,90%
107.NEXANS	8,70%	138.COMPUCON	7,10%	169.ΔΕΗ	4,90%
108.ΑΛΚΟ	8,60%	139.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	7,00%	170.ΒΙΟΤΕΡ	4,80%
109.ΥΓΕΙΑ	8,60%	140.PAPERPACK	7,00%	171.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	4,80%
110.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	8,50%	141.ΒΙΣ	7,00%	172.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	4,70%
111.FHL MERMEREN	8,40%	142.ΜΙΝΕΡΒΑ	7,00%	173.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	4,70%
112.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	8,30%	143.ΛΙΒΑΝΗΣ	7,00%	174.ΕΛΤΟΝ	4,60%
113.INFORMER	8,30%	144.ΝΑΚΑΣ	6,90%	175.EUROLINE	4,60%
114.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	8,20%	145.ASPIS BANK	6,90%	176.MODA BAGNO	4,50%
115.ΙΝΤΕΡΤΕΚ	8,20%	146.ΕΛΒΕ	6,80%	177.ION ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	4,50%
116.CYCLON	8,10%	147.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	6,70%	178.ΟΛΘ	4,40%
117.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	8,10%	148.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	6,70%	179.ΔΡΟΜΕΑΣ	4,20%
118.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	8,00%	149.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	6,60%	180.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	4,20%
119.ΝΗΡΕΥΣ	8,00%	150.ΜΟΧΛΟΣ	6,50%	181.ΕΤΕΜ	4,10%
120.FIERATEX	8,00%	151.EUROBANK PROPERTIES	6,50%	182.MARFIN INVESTMENT GR	4,10%
121.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	7,90%	152.ΝΙΚΑΣ	6,20%	183.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	4,00%
122.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	7,80%	153.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	6,10%	184.ΑΕΓΕΚ	4,00%
123.CPI	7,80%	154.ΠΕΡΣΕΥΣ	6,10%	185.PLIAS	4,00%
124.SPACE	7,80%	155.REDS	6,00%	186.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	3,90%
125.DIONIC	7,70%	156.ΑΙΟΛΙΚΗ	5,70%	187.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	3,90%
126.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	7,70%	157.ΕΛΙΝΟΙΛ	5,50%	188.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	3,90%
127.GLOBAL	7,70%	158.ΕΛΒΑΛ	5,50%	189.ΕΥΔΑΠ	3,90%
128.ΜΑΪΛΗΣ	7,60%	159.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	5,50%	190.EURODRIP	3,80%
129.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	7,60%	160.SATO	5,50%	191.ΚΡΕ.ΚΑ	3,70%
130.ΛΑΜΨΑ	7,60%	161.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	5,50%	192.ΑΘΗΝΑ	3,60%
131.ΙΚΤΙΝΟΣ	7,40%	162.ΑΛΤΕΚ	5,40%	193.INTERINVEST	3,60%
132.KEGO	7,40%	163.ΣΠΥΡΟΥ	5,30%	194.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	3,50%
133.F.G. EUROPE	7,40%	164.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	5,30%	195.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	3,50%
134.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	7,20%	165.ΑΚΡΙΤΑΣ	5,00%	196.ΡΙΛΚΕΝ	3,50%
135.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	7,20%	166.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	5,00%	197.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	3,40%
136.YALCO	7,20%	167.ΕΛΤΡΑΚ	5,00%	198.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	3,30%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

199.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	3,30%	225.ΒΩΒΟΣ	1,60%	251.ΕΛΓΕΚΑ	-1,10%
200.SINGULARLOGIC	3,30%	226.ΕΘΝΙΚΗ	1,60%	252.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-1,10%
201.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	3,10%	227.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	1,50%	253.SCIENS	-1,10%
202.ΓΕΝΕΡ	3,00%	228.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	1,50%	254.ΝΕΩΡΙΟΝ	-1,80%
203.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	3,00%	229.QUALITY & RELIABILITY	1,50%	255.ΖΗΝΩΝ	-2,00%
204.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	3,00%	230.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	1,40%	256.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-2,40%
205.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	2,90%	231.ΑΤΤΙΚΗΣ	1,40%	257.ΚΕΚΡΟΨ	-2,40%
206.ΕΛΛΑΤΕΞ	2,80%	232.ΛΑΝ - ΝΕΤ	1,20%	258.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	-2,90%
207.ALAPIS	2,80%	233.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	1,10%	259.EUROBROKERS	-3,10%
208.ΔΑΪΟΣ	2,60%	234.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	0,80%	260.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-3,50%
209.SPIDER	2,60%	235.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	0,60%	261.ΒΙΟΣΩΛ	-4,20%
210.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	2,60%	236.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	0,60%	262.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-4,30%
211.ΙΜΑΚΟ	2,60%	237.ΖΑΜΠΑ	0,50%	263.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	-4,50%
212.ΕΚΤΕΡ	2,50%	238.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	0,40%	264.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-4,70%
213.HITECH	2,40%	239.ΙΜΠΕΡΙΟ	0,10%	265.FORTHNET	-6,50%
214.ΓΕΚ	2,10%	240.ΔΟΥΡΟΣ	0,10%	266.ASTIR	-6,60%
215.VELL	2,00%	241.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,00%	267.ΠΗΓΑΣΟΣ	-7,20%
216.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	2,00%	242.ΕΛΦΙΚΟ	-0,10%	268.BLUE STAR	-7,90%
217.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	2,00%	243.ΣΑΝΥΟ	-0,20%	269.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	-8,40%
218.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	1,90%	244.ΛΑΝΑΚΑΜ	-0,50%	270.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	-9,00%
219.ΕΤΜΑ	1,80%	245.ΣΕΛΜΑΝ	-0,70%	271.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	-12,60%
220.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	1,80%	246.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-0,70%	272.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	-14,50%
221.INFOQUEST	1,80%	247.ΡΟΚΑΣ	-0,90%	273.VIVERE	-18,30%
222.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	1,70%	248.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-1,00%	274.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	-25,90%
223.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	1,60%	249.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	-1,00%	275.ΓΕΝΙΚΗ	-46,00%
224.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	1,60%	250.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-1,10%	276.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	-642,80%

Μ.Ο. ROIC ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ 2006 = 7,23%

Πίνακας 14: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ WACC ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟ 2005

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	WACC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	WACC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	WACC
1.EUROBANK PROPERTIES	97,00%	15.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	20,50%	29.ΓΕΝΙΚΗ	18,10%
2.LAMDA DEVELOPMENT	40,90%	16.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	20,10%	30.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	18,00%
3.LAVIPHARM	25,30%	17.ΑΕΓΕΚ	19,50%	31.ΑΤΤΙΚΗΣ	18,00%
4.CPI	25,30%	18.ALPHA BANK	19,20%	32.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	17,80%
5.ΣΙΔΜΑ	23,50%	19.ΝΕΩΡΙΟΝ	18,90%	33.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	17,60%
6.INFOQUEST	23,40%	20.ΣΑΝΥΟ	18,90%	34.ΓΕΚ	17,60%
7.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	22,80%	21.ΛΑΝ - ΝΕΤ	18,90%	35.ΓΕΝΕΡ	17,40%
8.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	22,40%	22.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	18,80%	36.ΜΕΤΚΑ	17,20%
9.ΑΤΕ BANK	22,00%	23.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	18,60%	37.REVOIL	17,20%
10.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	21,70%	24.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	18,60%	38.FIERATEX	17,10%
11.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	21,60%	25.ΜΑΡΑΚ	18,60%	39.ΕΘΝΙΚΗ	17,00%
12.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	20,90%	26.SINGULARLOGIC	18,50%	40.ΚΡΕ.ΚΑ	16,90%
13.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	20,90%	27.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	18,40%	41.ΠΑΪΡΗΣ	16,80%
14.UNIBRAIN	20,70%	28.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	18,20%	42.ΚΕΚΡΟΨ	16,60%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

43.ΒΙΟΤΕΡ	16,50%	88.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	13,90%	134.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	12,00%
44.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	16,50%	89.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	13,80%	135.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	12,00%
45.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	16,50%	90.UNISYSTEM	13,80%	136.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	12,00%
46.ΤΕΡΝΑ	16,30%	91.DIONIC	13,70%	137.EUROMEDICA	11,90%
47.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	16,20%	92.INTRALOT	13,70%	138.ETEM	11,80%
48.ASTIR	16,20%	93.ΙΛΥΔΑ	13,70%	139.AXON	11,70%
49.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	16,20%	94.ΦΟΥΡΛΗΣ	13,60%	140.INTERINVEST	11,70%
50.EUROBANK	16,20%	95.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	13,60%	141.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	11,60%
51.ΑΘΗΝΑ	16,10%	96.ΛΙΒΑΝΗΣ	13,50%	142.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	11,60%
52.BLUE STAR	16,10%	97.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	13,30%	143.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	11,50%
53.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	16,00%	98.ΑΛΚΟ	13,20%	144.FRIGOGLASS	11,40%
54.ΜΟΧΛΟΣ	16,00%	99.ΣΙΔΕΝΟΡ	13,20%	145.INFORMER	11,40%
55.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	16,00%	100.AS COMPANY	13,20%	146.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	11,30%
56.VELL	15,90%	101.REDS	13,20%	147.SATO	11,30%
57.VIVERE	15,80%	102.ΒΙΟΣΩΛ	13,10%	148.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	11,30%
58.MEVACO	15,60%	103.ALAPIS	13,10%	149.ΟΠΑΠ	11,30%
59.ΡΙΛΚΕΝ	15,60%	104.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	13,00%	150.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	11,20%
60.ΑΛΤΕΚ	15,60%	105.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	13,00%	151.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	11,10%
61.MARFIN INVESTMENT GR	15,50%	106.ΟΛΠ	13,00%	152.ΙΑΣΩ	11,10%
62.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	15,40%	107.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	13,00%	153.ΓΕΚΕ	11,10%
63.NEXANS	15,40%	108.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	12,90%	154.YALCO	11,00%
64.ASPIS BANK	15,40%	109.PROFILE	12,90%	155.ΕΚΤΕΡ	10,90%
65.HITECH	15,30%	110.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	12,80%	156.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	10,90%
66.ΕΛΒΑΛ	15,10%	111.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	12,80%	157.ΛΑΜΨΑ	10,80%
67.ΕΛΦΙΚΟ	15,10%	112.COMPUCON	12,80%	158.ΥΓΕΙΑ	10,70%
68.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	15,10%	113.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	12,70%	159.INTERTEK	10,70%
69.KEGO	15,00%	114.ΙΚΤΙΝΟΣ	12,60%	160.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	10,60%
70.ΠΕΡΣΕΥΣ	14,90%	115.ΚΑΝΑΚΗΣ	12,60%	161.Κ.Α.Ε.	10,60%
71.ΡΟΚΑΣ	14,90%	116.GLOBAL	12,60%	162.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	10,60%
72.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	14,80%	117.ΑΚΡΙΤΑΣ	12,50%	163.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	10,60%
73.ΟΛΘ	14,70%	118.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	12,50%	164.ΕΛΑΪΣ	10,50%
74.TITAN	14,60%	119.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	12,50%	165.ΕΛΒΕ	10,50%
75.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	14,50%	120.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	12,40%	166.MINERBA	10,50%
76.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	14,40%	121.ΗΡΑΚΛΗΣ	12,40%	167.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	10,40%
77.OLYMPIC CATERING	14,40%	122.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	12,40%	168.ΒΑΡΔΑΣ	10,40%
78.ANEK LINES	14,30%	123.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	12,30%	169.SPIDER	10,30%
79.ΑΒΑΞ	14,20%	124.ELBISCO	12,20%	170.ΕΥΔΑΠ	10,30%
80.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	14,20%	125.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	12,20%	171.ΧΑΛΚΟΡ	10,20%
81.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	14,20%	126.ΛΑΝΑΚΑΜ	12,20%	172.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	10,20%
82.ΠΗΓΑΣΟΣ	14,20%	127.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	12,10%	173.ΟΤΕ	10,20%
83.ΕΥΑΘ	14,20%	128.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	12,10%	174.REGENCY	10,10%
84.RAINBOW	14,20%	129.ΣΕΛΟΝΤΑ	12,10%	175.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	10,00%
85.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	14,10%	130.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	12,10%	176.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	10,00%
86.SCIENS	14,10%	131.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	12,10%	177.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	10,00%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

87.ΙΜΑΚΟ	14,00%	132.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	12,10%	178.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	10,00%
		133.CYCLON	12,00%	179.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	9,90%
180.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	9,90%	212.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	8,50%	244.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	7,10%
181.ALTIUS	9,90%	213.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	8,50%	245.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	7,00%
182.ΝΑΚΑΣ	9,80%	214.FORTHNET	8,50%	246.ΚΥΠΡΟΥ	6,90%
183.SPACE	9,80%	215.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	8,30%	247.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	6,80%
184.ΔΟΥΡΟΣ	9,70%	216.ΑΙΟΛΙΚΗ	8,30%	248.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	6,60%
185.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	9,70%	217.ΣΠΥΡΟΥ	8,20%	249.EUROLINE	6,60%
186.ΒΕΤΑΝΕΤ	9,50%	218.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	8,20%	250.AUTOHELLAS	6,40%
187.ΜΑΪΛΗΣ	9,50%	219.ΚΡΙ-ΚΡΙ	8,10%	251.ΔΙΕΚΑΤ	6,30%
188.ΒΙΣ	9,40%	220.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	8,10%	252.FASHION BOX	6,30%
189.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	9,40%	221.QUALITY & RELIABILITY	8,10%	253.EUROBROKERS	6,30%
190.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	9,30%	222.FHL MERMEREN	8,00%	254.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	6,20%
191.ΕΛΛΑΤΕΞ	9,30%	223.FLEXOPACK	8,00%	255.ΕΛΓΕΚΑ	6,10%
192.PROTON	9,30%	224.PINTENKO	8,00%	256.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	5,90%
193.ΝΗΡΕΥΣ	9,20%	225.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	8,00%	257.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	5,80%
194.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	9,20%	226.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	8,00%	258.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	5,70%
195.LOGISMOS	9,20%	227.ΕΛΙΝΟΙΛ	7,90%	259.PAPERPACK	5,60%
196.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	9,10%	228.CROWN HELLAS	7,80%	260.MULTIRAMA	5,40%
197.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	9,10%	229.ΖΗΝΩΝ	7,80%	261.ΙΜΠΕΡΙΟ	5,30%
198.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	9,10%	230.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	7,80%	262.ΣΕΛΜΑΝ	5,20%
199.ΔΕΗ	9,10%	231.MODA BAGNO	7,70%	263.ΖΑΜΠΑ	5,20%
200.SPRIDER	9,00%	232.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	7,70%	264.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	5,10%
201.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	8,90%	233.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	7,70%	265.ΕΤΜΑ	5,00%
202.F.G. EUROPE	8,90%	234.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	7,50%	266.EVEREST	4,90%
203.MEDICON HELLAS	8,90%	235.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	7,50%	267.ΝΙΚΑΣ	3,80%
204.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	8,90%	236.EURODRIP	7,40%	268.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	3,80%
205.MOTOR OIL	8,80%	237.JUMBO	7,40%	269.PLIAS	3,50%
206.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	8,70%	238.ΔΑΪΟΣ	7,30%	270.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	3,40%
207.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	8,70%	239.ΔΡΟΜΕΑΣ	7,30%	271.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	3,30%
208.ΠΛΑΙΣΙΟ	8,70%	240.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	7,30%	272.SARANTIS	2,90%
209.ΕΛΤΡΑΚ	8,60%	241.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	7,20%	273.COSMOTE	2,60%
210.BYTE COMPUTER	8,60%	242.ΒΩΒΟΣ	7,20%	274.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	2,00%
211.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	8,50%	243.ΕΛΤΟΝ	7,10%	275.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	1,40%

Μ.Ο. WACC ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ 2005 = 12,37%

Πίνακας 15: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ WACC ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	WACC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	WACC	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	WACC
1.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	41,50%	6.ΣΑΝΥΟ	26,60%	11.ΒΙΟΤΕΡ	24,10%
2.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	37,60%	7.PAPERPACK	25,60%	12.LAVIPHARM	23,80%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

3.ΑΕΓΕΚ	32,20%	8.ΑΛΤΕΚ	25,40%	13.ΓΕΚ	23,80%
4.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	28,70%	9.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	25,30%	14.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	23,70%
5.ΚΕΚΡΟΨ	27,10%	10.ΝΕΧΑΝS	24,40%	15.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	23,40%

16.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	23,20%	66.ΕΛΦΙΚΟ	18,10%	116.SPACE	15,50
17.CPI	23,10%	67.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	18,10%	117.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	15,50
18.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	23,00%	68.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	18,00%	118.ΝΗΡΕΥΣ	15,40
19.ΛΑΝ - ΝΕΤ	23,00%	69.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	18,00%	119.ΕΛΒΕ	15,40
20.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	22,90%	70.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	17,90%	120.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	15,40
21.ΜΕΤΚΑ	22,50%	71.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	17,80%	121.ΒΑΡΔΑΣ	15,40
22.OLYMPIC CATERING	22,50%	72.ΣΕΛΜΑΝ	17,70%	122.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	15,40
23.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	22,40%	73.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	17,70%	123.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	15,30
24.FIERATEX	22,30%	74.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	17,70%	124.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	15,20
25.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	22,20%	75.EUROBANK	17,70%	125.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	15,20
26.UNISYSTEM	21,90%	76.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	17,60%	126.ΥΓΕΙΑ	15,10
27.ΑΛΚΟ	21,80%	77.ΕΥΔΑΠ	17,50%	127.QUALITY & RELIABILITY	15,10
28.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	21,80%	78.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	17,40%	128.HITECH	15,10
29.ΑΤΤΙΚΗΣ	21,70%	79.ALPHA BANK	17,40%	129.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	15,00
30.ΕΛΒΑΛ	21,40%	80.ΟΛΠ	17,30%	130.ΓΕΝΕΡ	14,80
31.ΟΛΘ	21,30%	81.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	17,20%	131.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	14,80
32.ΑΘΗΝΑ	21,10%	82.DIONIC	17,20%	132.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	14,80
33.ΑΤΕ BANK	20,90%	83.ΡΙΛΚΕΝ	17,20%	133.AS COMPANY	14,80
34.ΑΧΟΝ	20,80%	84.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	17,20%	134.ΠΗΓΑΣΟΣ	14,80
35.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	20,80%	85.ΙΑΣΩ	17,10%	135.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	14,70
36.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	20,80%	86.BLUE STAR	17,10%	136.ALAPIS	14,50
37.UNIBRAIN	20,80%	87.MARFIN INVESTMENT GR	17,10%	137.PROTON	14,50
38.ΕΘΝΙΚΗ	20,70%	88.ASTIR	17,00%	138.EUROMEDICA	14,40
39.ΙΜΑΚΟ	20,60%	89.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	16,90%	139.ΙΛΥΔΑ	14,40
40.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	20,60%	90.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	16,90%	140.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	14,30
41.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	20,40%	91.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	16,70%	141.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	14,30
42.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	20,00%	92.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	16,70%	142.ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	14,30
43.INFOQUEST	20,00%	93.ΜΕVACO	16,50%	143.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	14,20
44.ΓΕΝΙΚΗ	19,90%	94.VELL	16,50%	144.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	14,20
45.ΑΒΑΞ	19,80%	95.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	16,40%	145.EURODRIP	14,10
46.ΚΕGO	19,80%	96.REDS	16,40%	146.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	14,10
47.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	19,80%	97.CYCLON	16,30%	147.ΟΤΕ	14,10
48.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	19,80%	98.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	16,30%	148.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	14,00
49.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	19,60%	99.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	16,30%	149.MODA BAGNO	13,90
50.LAMDA DEVELOPMENT	19,60%	100.ΟΠΑΠ	16,20%	150.ΗΡΑΚΛΗΣ	13,90
51.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	19,40%	101.ΡΟΚΑΣ	16,20%	151.ΕΛΑΪΣ	13,90
52.RAINBOW	19,40%	102.SINGULARLOGIC	16,20%	152.ΣΙΔΜΑ	13,80
53.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	19,30%	103.ΣΙΔΕΝΟΡ	16,10%	153.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	13,80
54.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	19,30%	104.ΠΑΪΡΗΣ	16,10%	154.PROFILE	13,70
55.ΣΕΛΟΝΤΑ	19,10%	105.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	16,10%	155.TITAN	13,50
56.ASPIS BANK	19,10%	106.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	15,90%	156.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	13,40
57.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	19,00%	107.ΙΝΤΕΡΤΕΚ	15,90%	157.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	13,40
58.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	19,00%	108.ΚΥΠΡΟΥ	15,90%	158.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	13,30
59.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	18,80%	109.ΧΑΛΚΟΡ	15,80%	159.ΝΕΩΡΙΟΝ	13,30
60.ΔΟΥΡΟΣ	18,60%	110.ΜΟΧΛΟΣ	15,80%	160.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	13,30

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

61.ΜΙΝΕΡΒΑ	18,60%	111.REVOIL	15,60%	161.EUROBANK PROPERTIES	13,30
62.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	18,40%	112.ΜΑΡΑΚ	15,60%	162.ΕΛΤΟΝ	13,20
63.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	18,30%	113.MOTOR OIL	15,60%	163.FRIGOGLASS	13,20
64.ΕΥΑΘ	18,30%	114.ΦΟΥΡΛΗΣ	15,50%	164.SATO	13,20
65.ΕΤΕΜ	18,20%	115.FORTHNET	15,50%	165.GLOBAL	13,20

166.ΑΚΡΙΤΑΣ	13,10%	203.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	11,60%	240.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	8,90%
167.ΚΡΕ.ΚΑ	13,10%	204.ΒΕΤΑΝΕΤ	11,50%	241.REGENCY	8,80%
168.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	13,00%	205.COMPUCON	11,40%	242.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	8,70%
169.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	12,90%	206.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	11,30%	243.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	8,70%
170.ΙΜΠΕΡΙΟ	12,80%	207.MULTIRAMA	11,30%	244.ΛΑΝΑΚΑΜ	8,50%
171.ΚΑΝΑΚΗΣ	12,80%	208.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	11,30%	245.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	8,30%
172.ΡΙΝΤΕΝΚΟ	12,80%	209.BYTE COMPUTER	11,20%	246.MEDICON HELLAS	8,20%
173.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	12,70%	210.ΕΛΙΝΟΙΛ	11,10%	247.AUTOHELLAS	8,10%
174.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	12,70%	211.SPIDER	11,10%	248.F.G. EUROPE	8,00%
175.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	12,60%	212.INFORMER	11,10%	249.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	7,80%
176.ΣΠΥΡΟΥ	12,50%	213.ΚΡΙ-ΚΡΙ	11,00%	250.ELBISCO	7,70%
177.ΒΙΟΣΩΛ	12,50%	214.ANEK LINES	11,00%	251.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	7,50%
178.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	12,50%	215.ΒΩΒΟΣ	11,00%	252.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	7,40%
179.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	12,50%	216.ΝΑΚΑΣ	10,90%	253.FASHION BOX	7,30%
180.ΝΙΚΑΣ	12,50%	217.JUMBO	10,80%	254.EUROBROKERS	7,30%
181.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	12,50%	218.ΛΙΒΑΝΗΣ	10,80%	255.FLEXOPACK	6,70%
182.ΑΙΟΛΙΚΗ	12,40%	219.ALTIUS	10,50%	256.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	6,50%
183.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	12,30%	220.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	10,40%	257.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	6,50%
184.ΔΡΟΜΕΑΣ	12,30%	221.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	10,40%	258.INTRALOT	6,00%
185.INTERINVEST	12,30%	222.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	10,40%	259.VIVERE	5,90%
186.ΤΕΡΝΑ	12,20%	223.SPRIDER	10,40%	260.ΖΑΜΠΑ	5,70%
187.ΕΛΓΕΚΑ	12,20%	224.ΠΛΑΙΣΙΟ	10,40%	261.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	5,40%
188.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	12,10%	225.ΕΛΛΑΤΕΞ	10,30%	262.ΔΑΪΟΣ	5,20%
189.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	12,00%	226.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	10,20%	263.PLIAS	5,20%
190.ΕΚΤΕΡ	12,00%	227.Κ.Α.Ε.	10,20%	264.CROWN HELLAS	5,10%
191.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	12,00%	228.ΖΗΝΩΝ	10,10%	265.EVEREST	4,70%
192.YALCO	12,00%	229.ΛΑΜΨΑ	10,10%	266.SARANTIS	4,50%
193.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	12,00%	230.ΠΕΡΣΕΥΣ	10,00%	267.COSMOTE	3,80%
194.LOGISMOS	12,00%	231.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	10,00%	268.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	3,70%
195.ΙΚΤΙΝΟΣ	11,90%	232.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	9,80%	269.EUROLINE	3,50%
196.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	11,90%	233.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	9,70%	270.ΕΤΜΑ	3,30%
197.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	11,80%	234.FHL MERMEREN	9,50%	271.SCIENS	3,10%
198.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	11,70%	235.ΜΑΪΛΗΣ	9,30%	272.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	1,90%
199.ΕΛΤΡΑΚ	11,70%	236.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	9,30%	273.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	1,90%
200.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	11,70%	237.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	9,20%	274.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	1,80%
201.ΔΕΗ	11,70%	238.ΒΙΣ	9,10%	275.ΔΙΕΚΑΤ	1,10%
202.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	11,60%	239.ΓΕΚΕ	9,00%	276.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	1,10%

Μ.Ο. WACC ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ 2006 = 14,68%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Πίνακας 16: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ SPREAD ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	SPREAD	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	SPREAD	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	SPI
1.ΟΠΑΠ	84,60%	49.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	4,40%	97.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	-1,3
2.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	80,60%	50.MULTIRAMA	4,30%	98.ΑΙΟΛΙΚΗ	-1,3
3.ELBISCO	38,10%	51.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	4,00%	99.EUROBROKERS	-1,3
4.COSMOTE	36,10%	52.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	3,70%	100.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	-1,3
5.REGENCY	34,30%	53.ATE BANK	3,70%	101.EUROLINE	-1,3
6.INTRALOT	28,80%	54.MODA BAGNO	3,60%	102.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	-1,6
7.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	25,40%	55.EVEREST	3,60%	103.ΚΑΝΑΚΗΣ	-1,8
8.ΕΛΑΪΣ	21,00%	56.ΙΑΣΩ	3,60%	104.AS COMPANY	-1,8
9.Κ.Α.Ε.	20,30%	57.FHL MERMEREN	3,50%	105.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	-2,0
10.ΔΙΕΚΑΤ	15,80%	58.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	3,20%	106.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	-2,0
11.JUMBO	15,30%	59.FLEXOPACK	3,00%	107.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	-2,0
12.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	13,10%	60.ΑΒΑΞ	2,60%	108.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	-2,3
13.AUTOHELLAS	12,90%	61.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	2,60%	109.ΙΜΠΕΡΙΟ	-2,3
14.TITAN	12,00%	62.LOGISMOS	2,40%	110.ΜΑΪΛΗΣ	-2,3
15.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	11,00%	63.PINTENKO	2,40%	111.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-2,5
16.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	9,60%	64.PAPERPACK	2,30%	112.ΖΗΝΩΝ	-2,6
17.ΜΕΤΚΑ	9,50%	65.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2,20%	113.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-2,7
18.CROWN HELLAS	9,40%	66.RAINBOW	2,10%	114.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	-2,7
19.ΒΩΒΟΣ	8,70%	67.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	2,10%	115.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	-2,7
20.GLOBAL	8,60%	68.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	1,60%	116.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	-2,8
21.BYTE COMPUTER	8,50%	69.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	1,60%	117.ΠΗΓΑΣΟΣ	-2,9
22.MOTOR OIL	8,30%	70.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	1,40%	118.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	-2,9
23.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	8,20%	71.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	1,40%	119.EURODRIP	-3,0
24.ΝΙΚΑΣ	8,10%	72.ΝΑΚΑΣ	1,30%	120.ΧΑΛΚΟΡ	-3,0
25.ΠΛΑΙΣΙΟ	7,80%	73.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	1,30%	121.SPACE	-3,2
26.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	7,70%	74.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	1,20%	122.ΕΛΤΟΝ	-3,3
27.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	7,60%	75.REVOIL	1,00%	123.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	-3,4
28.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	7,50%	76.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	0,90%	124.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	-3,7
29.ΙΛΥΔΑ	7,50%	77.ALPHA BANK	0,90%	125.ΟΛΠ	-3,7
30.ΚΡΙ-ΚΡΙ	7,20%	78.ΕΛΙΝΟΙΛ	0,90%	126.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	-3,7
31.SARANTIS	7,00%	79.ΕΥΑΘ	0,80%	127.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	-3,8
32.SPRIDER	6,70%	80.EUROBANK	0,80%	128.EUROMEDICA	-3,9
33.ALTIUS	6,70%	81.MEDICON HELLAS	0,50%	129.ΕΤΜΑ	-3,9
34.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	6,50%	82.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	0,50%	130.ΕΛΓΕΚΑ	-4,0
35.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	6,40%	83.ΣΕΛΟΝΤΑ	0,40%	131.UNISYSTEM	-4,0
36.FASHION BOX	6,40%	84.ΒΙΣ	0,20%	132.ΔΑΪΟΣ	-4,1
37.BLUE STAR	5,90%	85.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	0,00%	133.ΣΕΛΜΑΝ	-4,2
38.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	5,70%	86.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	-0,30%	134.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	-4,2
39.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	5,50%	87.ΝΗΡΕΥΣ	-0,30%	135.ΖΑΜΠΑ	-4,4
40.ΚΥΠΡΟΥ	5,50%	88.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	-0,40%	136.ΚΕΘΟ	-4,5
41.UNIBRAIN	5,40%	89.PLIAS	-0,60%	137.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-4,5
42.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	5,30%	90.ΙΝΤΕΡΤΕΚ	-0,70%	138.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	-4,6
43.FORTHNET	5,00%	91.ΒΕΤΑΝΕΤ	-0,80%	139.ΒΑΡΔΑΣ	-4,7
44.PROTON	4,80%	92.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	-0,90%	140.ΗΡΑΚΛΗΣ	-4,7
45.ΓΕΚΕ	4,70%	93.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	-1,00%	141.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	-4,7

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

46.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	4,60%	94.ΕΛΛ.ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	-1,00%	142.ΛΑΜΨΑ	-4,7
47.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	4,50%	95.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	-1,10%	143.ΡΟΚΑΣ	-4,7
48.PROFILE	4,50%	96.ΔΕΗ	-1,10%	144.ΕΛΒΕ	-4,8

145.F.G. EUROPE	-4,90%	190.INFOQUEST	-8,10%	235.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	-15,40%
146.ALAPIS	-5,10%	191.ΑΚΡΙΤΑΣ	-8,20%	236.ΒΙΟΤΕΡ	-15,40%
147.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	-5,20%	192.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	-8,60%	237.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-15,50%
148.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-5,20%	193.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	-8,70%	238.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	-15,50%
149.ΛΙΒΑΝΗΣ	-5,20%	194.ΡΙΛΚΕΝ	-8,80%	239.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	-15,50%
150.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-5,30%	195.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	-8,80%	240.ΕΘΝΙΚΗ	-15,70%
151.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-5,30%	196.ΠΕΡΣΕΥΣ	-9,00%	241.ASTIR	-15,90%
152.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	-5,40%	197.ΤΕΡΝΑ	-9,10%	242.ΒΙΟΣΩΛ	-16,10%
153.ΑΛΚΟ	-5,40%	198.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	-9,20%	243.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-16,10%
154.INTERINVEST	-5,40%	199.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	-9,30%	244.ΕΛΦΙΚΟ	-16,50%
155.ΕΛΤΡΑΚ	-5,50%	200.COMPUCON	-9,30%	245.LAVIPHARM	-16,90%
156.ΠΑΪΡΗΣ	-5,60%	201.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	-9,30%	246.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	-17,10%
157.YALCO	-5,80%	202.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	-9,40%	247.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-17,20%
158.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	-5,90%	203.ΔΟΥΡΟΣ	-9,50%	248.SCIENS	-17,30%
159.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	-6,00%	204.ΟΛΘ	-9,60%	249.ΦΟΥΡΛΗΣ	-17,50%
160.ΜΙΝΕΡΒΑ	-6,10%	205.ΚΕΚΡΟΨ	-9,70%	250.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	-17,90%
161.ΔΡΟΜΕΑΣ	-6,20%	206.ΣΙΔΕΝΟΡ	-9,80%	251.ΛΑΝ - ΝΕΤ	-17,90%
162.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	-6,40%	207.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	-9,80%	252.ΣΙΔΜΑ	-18,10%
163.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-6,40%	208.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	-9,80%	253.ΟΤΕ	-18,20%
164.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	-6,50%	209.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-9,90%	254.ΣΑΝΥΟ	-18,70%
165.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	-6,50%	210.MARFIN INVESTMENT GR	-10,00%	255.ΑΕΓΕΚ	-19,20%
166.SPIDER	-6,60%	211.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-10,40%	256.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	-19,30%
167.MEVACO	-6,60%	212.NEXANS	-10,40%	257.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-19,50%
168.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-6,60%	213.ΕΛΒΑΛ	-10,50%	258.ΝΕΩΡΙΟΝ	-19,60%
169.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	-6,70%	214.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-10,60%	259.ΑΘΗΝΑ	-19,70%
170.ΣΠΥΡΟΥ	-7,00%	215.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	-10,60%	260.HITECH	-20,90%
171.ΕΤΕΜ	-7,10%	216INFORMER	-10,60%	261.VELL	-20,90%
172.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	-7,10%	217.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-11,00%	262.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-21,10%
173.NFORM Π. ΛΥΚΟΣ	-7,10%	218.REDS	-11,00%	263.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-21,30%
174.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	-7,20%	219.ΛΑΝΑΚΑΜ	-11,60%	264.CPI	-22,60%
175.ΥΓΕΙΑ	-7,20%	220.ΑΛΤΕΚ	-11,60%	265.ΑΤΤΙΚΗΣ	-23,00%
176.ΕΥΔΑΠ	-7,20%	221.ΓΕΝΕΡ	-11,70%	266.ΓΕΝΙΚΗ	-25,30%
177.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-7,40%	222.ΑΧΟΝ	-11,80%	267.ΜΟΧΛΟΣ	-26,30%
178.ASPIS BANK	-7,40%	223.FIERATEX	-11,80%	268.SINGULARLOGIC	-31,80%
179.ΙΚΤΙΝΟΣ	-7,40%	224.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	-12,50%	269.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	-33,30%
180.FRIGOGLASS	-7,40%	225.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-12,80%	270.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	-33,40%
181.OLYMPIC CATERING	-7,50%	226.ΕΛΛΑΤΕΞ	-13,30%	271.ΜΑΡΑΚ	-37,90%
182.ANEK LINES	-7,70%	227.ΚΡΕ.ΚΑ	-13,90%	272.VIVERE	-56,00%
183.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-7,70%	228.ΕΚΤΕΡ	-14,00%	273.LAMDA DEVELOPMENT	-72,70%
184.CYCLON	-7,70%	229.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	-14,70%	274.EUROBANK PROPERTIES	-87,10%
185.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	-7,80%	230.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	-14,70%	275.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	-116,60%
186.SATO	-7,80%	231.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-14,80%		
787.QUALITY &	-7,90%	232.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	-15,00%		

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

RELIABILITY			
188.IMAKO	-7,90%	233.ATTI-KAT	-15,10%
189.DIONIC	-8,10%	234.ΓΕΚ	-15,10%

Πίνακας 17: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ SPREAD ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	SPREAD	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	SPREAD	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	SPRE
1.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	105,50%	47.REVOIL	3,00%	93.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	-3,60
2.ΟΠΑΠ	91,70%	48.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	3,00%	94.ΠΑΪΡΗΣ	-3,60
3.LAMDA DEVELOPMENT	74,90%	49.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	2,80%	95.ΕΥΑΘ	-3,60
4.AXON	62,50%	50.ΙΛΥΔΑ	2,80%	96.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	-3,80
5.ΦΟΥΡΛΗΣ	40,00%	51.ΤΕΡΝΑ	2,30%	97.ΛΙΒΑΝΗΣ	-3,80
6.REGENCY	38,30%	52.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	2,30%	98.OLYMPIC CATERING	-3,80
7.COSMOTE	33,90%	53.ΙΑΣΩ	2,00%	99.ΠΕΡΣΕΥΣ	-3,90
8.ELBISCO	32,40%	54.MEDICON HELLAS	1,80%	100.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	-4,00
9.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	30,00%	55.OTE	1,70%	101.ΝΑΚΑΣ	-4,00
10.INTRALOT	27,50%	56.ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	1,50%	102.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	-4,00
11.Κ.Α.Ε.	24,90%	57.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	1,10%	103.SCIENS	-4,20
12.ΓΕΚΕ	23,70%	58.EUROLINE	1,10%	104.ΜΑΡΑΚ	-4,20
13.EVEREST	22,50%	59.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	0,90%	105.PROTON	-4,20
14.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	21,20%	60.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	0,90%	106.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	-4,20
15.ΜΕΤΚΑ	19,60%	61.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	0,70%	107.ΣΙΔΜΑ	-4,30
16.TITAN	18,30%	62.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	0,10%	108.COMPUCON	-4,30
17.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	16,70%	63.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-0,10%	109.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	-4,40
18.ΔΙΕΚΑΤ	16,40%	64.LOGISMOS	-0,10%	110.ΙΚΤΙΝΟΣ	-4,50
19.ΕΛΑΪΣ	15,20%	65.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	-0,20%	111.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-4,50
20.JUMBO	14,40%	66.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	-0,40%	112.ΣΙΔΕΝΟΡ	-4,60
21.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	14,40%	67.F.G. EUROPE	-0,60%	113.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	-4,80
22.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	13,10%	68.RAINBOW	-0,70%	114.YALCO	-4,80
23.SPRIDER	11,20%	69.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	-0,70%	115.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	-5,00
24.AUTOHELLAS	10,80%	70.ΚΑΝΑΚΗΣ	-0,80%	116.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	-5,00
25.FASHION BOX	9,70%	71.ION ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	-0,90%	117.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-5,00
26.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	9,30%	72.FHL MERMEREN	-1,10%	118.ΖΑΜΠΑ	-5,20
27.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	8,90%	73.PLIAS	-1,20%	119.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	-5,30
28.ΠΛΑΙΣΙΟ	8,60%	74.ΗΡΑΚΛΗΣ	-1,40%	120.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	-5,50
29.BYTE COMPUTER	8,40%	75.MULTIRAMA	-1,50%	121.ΧΑΛΚΟΡ	-5,50
30.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	8,20%	76.ΕΤΜΑ	-1,50%	122.TZIPAKIAN	-5,50
31.CROWN HELLAS	8,00%	77.BETANET	-1,60%	123.GLOBAL	-5,50
32.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	7,20%	78.AS COMPANY	-1,70%	124.ΕΛΙΝΟΙΛ	-5,60
33.FLEXOPACK	7,10%	79.ΜΑΪΛΗΣ	-1,70%	125.EUROMEDICA	-5,70
34.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	7,10%	80.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	-1,80%	126.ΝΙΚΑΣ	-6,30
35.SARANTIS	6,10%	81.ANEK LINES	-1,90%	127.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	-6,50
36.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	5,90%	82.ΒΙΣ	-2,10%	128.ΥΓΕΙΑ	-6,50
37.ALPHA BANK	5,50%	83.PINTENKO	-2,10%	129.ΒΑΡΔΑΣ	-6,60
38.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	5,30%	84.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	-2,30%	130.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	-6,70
39.PROFILE	4,90%	85.ΛΑΜΨΑ	-2,50%	131.ΕΛΤΡΑΚ	-6,70
40.ΚΥΠΡΟΥ	4,90%	86.EUROBANK	-2,60%	132.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	-6,70
41.ΚΡΙ-ΚΡΙ	4,70%	87.ΔΑΪΟΣ	-2,60%	133.ΑΙΟΛΙΚΗ	-6,70
42.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	4,10%	88.FRIGOGLASS	-2,60%	134.ΔΕΗ	-6,80
43.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	3,60%	89.MEVACO	-2,70%	135.EUROBANK PROPERTIES	-6,80
44.MOTOR OIL	3,50%	90.INFORMER	-2,80%	136.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	-7,10

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

45.ALTIUS	3,30%	91.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	-2,90%	137.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	-7,20
46.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	3,00%	92.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	-3,20%	138.ΣΠΥΡΟΥ	-7,20
139.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	-7,30%	185.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	-10,70%	231.ΕΛΒΑΛ	-15,9
140.UNIBRAIN	-7,40%	186.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	-11,00%	232.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	-16,4
141.ΝΗΡΕΥΣ	-7,40%	187.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	-11,50%	233.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-16,6
142.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	-7,40%	188.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	-11,50%	234.ΒΙΟΣΩΛ	-16,7
143.LAVIPHARM	-7,50%	189.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	-11,60%	235.ΟΛΘ	-16,9
144.ΕΛΛΑΤΕΞ	-7,50%	190.ΜΙΝΕΡΒΑ	-11,70%	236.ΡΟΚΑΣ	-17,1
145.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	-7,50%	191.ALAPIS	-11,80%	237.ΑΘΗΝΑ	-17,5
146.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	-7,50%	192.ΓΕΝΕΡ	-12,10%	238.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-17,6
147.ΙΝΤΕΡΤΕΚ	-7,70%	193.ΖΗΝΩΝ	-12,20%	239.ΙΜΑΚΟ	-18,0
148.SPACE	-7,70%	194.ASPIS BANK	-12,20%	240.ΕΛΦΙΚΟ	-18,2
149.SATO	-7,70%	195.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	-12,40%	241.INFOQUEST	-18,2
150.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	-7,80%	196.KEGO	-12,50%	242.ΣΕΛΜΑΝ	-18,4
151.ΟΛΠ	-8,00%	197.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	-12,60%	243.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	-18,4
152.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	-8,10%	198.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-12,60%	244.ΔΟΥΡΟΣ	-18,5
153.ΔΡΟΜΕΑΣ	-8,10%	199.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	-12,60%	245.PAPERPACK	-18,6
154.ATE BANK	-8,10%	200.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	-12,60%	246.ΕΘΝΙΚΗ	-19,1
155.ΑΚΡΙΤΑΣ	-8,10%	201.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	-12,60%	247.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	-19,2
156.CYCLON	-8,20%	202.UNISYSTEM	-12,70%	248.ΒΙΟΤΕΡ	-19,3
157.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	-8,40%	203.ΙΜΠΕΡΙΟ	-12,70%	249.ΑΛΤΕΚ	-20,0
158.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-8,40%	204.HITECH	-12,90%	250.ΑΤΤΙΚΗΣ	-20,3
159.SPIDER	-8,50%	205.SINGULARLOGIC	-13,00%	251.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-20,6
160.ΕΛΒΕ	-8,60%	206.MARFIN INVESTMENT GR	-13,00%	252.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	-20,6
161.ΕΛΤΟΝ	-8,60%	207.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-13,20%	253.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-21,0
162.INTERINVEST	-8,70%	208.ΑΛΚΟ	-13,20%	254.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-21,3
163.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	-8,90%	209.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-13,30%	255.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-21,4
164.ΛΑΝΑΚΑΜ	-9,00%	210.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	-13,30%	256.ΓΕΚ	-21,7
165.ΜΟΧΛΟΣ	-9,30%	211.ΕΛΓΕΚΑ	-13,40%	257.ΛΑΝ - ΝΕΤ	-21,8
166.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-9,30%	212.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	-13,50%	258.ΠΗΓΑΣΟΣ	-22,0
167.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	-9,30%	213.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	-13,60%	259.FORTHNET	-22,0
168.ΚΡΕ.ΚΑ	-9,40%	214.ΕΥΔΑΠ	-13,60%	260.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	-22,3
169.ΒΩΒΟΣ	-9,40%	215.QUALITY & RELIABILITY	-13,70%	261.ASTIR	-23,6
170.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	-9,40%	216.ΡΙΛΚΕΝ	-13,80%	262.VIVERE	-24,2
171.MODA BAGNO	-9,40%	217.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-13,80%	263.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	-24,9
172.DIONIC	-9,50%	218.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	-14,10%	264.BLUE STAR	-25,0
173.ΕΚΤΕΡ	-9,50%	219.ETEM	-14,30%	265.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-25,1
174.ΑΒΑΞ	-9,50%	220.FIERATEX	-14,40%	266.ΣΑΝΥΟ	-26,8
175.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	-9,60%	221.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-14,40%	267.ΑΕΓΕΚ	-28,2
176.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	-9,80%	222.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	-14,50%	268.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	-28,4
177.ΣΕΛΟΝΤΑ	-9,80%	223.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	-14,50%	269.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	-28,8
178.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	-9,90%	224.VELL	-14,70%	270.ΚΕΚΡΟΨ	-29,5
179.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-10,10%	225.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-14,90%	271.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	-30,2
180.EURODRIP	-10,30%	226.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-15,10%	272.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	-35,7
181.EUROBROKERS	-10,40%	227.ΝΕΩΡΙΟΝ	-15,30%	273.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	-39,8
182.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	-10,40%	228.CPI	-15,40%	274.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	-42,2

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

183.REDS	-10,40%	229.ATTI-KAT	-15,60%	275.ΓΕΝΙΚΗ	-65,9
184.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	-10,50%	230.NEXANS	-15,70%	276.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	-646,5

Πίνακας 18: ΤΟ MVA/OIC ΚΑΙ ΤΟ PI RATIO ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ, ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΟΥΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ EVA (σε χιλιάδες €) ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA/OIC	PI ratio	EVA	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA/OIC	PI ratio	EVA
1.ΟΠΑΠ	18,52	8,48	402.631,6	46.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	0,25	1,71	2.703,4
2.COSMOTE	5,14	14,72	387.113,2	47.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	0,24	1,98	2.111,8
3.ΕΘΝΙΚΗ	3,08	0,08	155.407,6	48.ΔΙΕΚΑΤ	0,97	3,5	1.773,0
4.MOTOR OIL	1,92	1,95	80.845,9	49.ΚΡΙ-ΚΡΙ	0,25	1,9	1.671,8
5.ΚΥΠΡΟΥ	-14,48	1,81	73.207,3	50.ΡΙΝΤΕΝΚΟ	-0,98	1,31	1.571,2
6.ΒΩΒΟΣ	0,1	2,21	67.913,9	51.BYTE COMPUTER	1,13	1,98	1.569,8
7.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	-11,83	1,21	53.648,8	52.MODA BAGNO	-0,45	1,47	1.497,0
8.TITAN	5,58	1,82	45.963,0	53.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	0,09	1,12	1.475,1
9.ATE BANK	-15,73	1,17	45.071,9	54.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	-0,38	2,36	1.464,5
10.REGENCY	7,94	4,41	35.349,4	55.FHL MERMEREN	-0,6	1,44	1.281,7
11.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	0,28	2,83	33.894,6	56.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	-4,54	-0,49	1.214,3
12.JUMBO	1,79	3,05	30.339,4	57.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	-0,49	1,14	1.104,8
13.AUTOHELLAS	0,14	3,03	27.964,2	58.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	-25,84	-8,3	1.061,7
14.INTRALOT	10,82	3,1	27.428,6	59.ΓΕΚΕ	1,76	1,42	1.060,5
15.Κ.Α.Ε.	5,39	2,93	25.119,3	60.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	0,05	1,34	1.004,3
16.EUROBANK	-10,65	1,05	22.909,9	61.FLEXOPACK	1,68	1,38	921,7
17.ALPHA BANK	-18,47	1,05	18.064,9	62.MULTIRAMA	2,51	1,82	797,4
18.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	-0,01	2,52	17.934,8	63.ΕΥΑΘ	0,22	1,06	789,5
19.ΕΛΑΪΣ	2,24	3,01	17.695,6	64.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	-0,37	1,11	751,4
20.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	-6,41	7,53	14.363,3	65.ALTIUS	-0,11	1,68	735,1
21.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	0,33	1,57	11.919,1	66.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	0,22	1,18	730,1
22.PROTON	-0,84	1,52	11.266,8	67.ΙΛΥΔΑ	0,32	1,54	725,4
23.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	-0,26	1,52	10.751,6	68.ΕΛΙΝΟΙΛ	0,59	1,11	693,9
24.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	0,46	2,04	10.429,2	69.FASHION BOX	1,03	2,01	619,5
25.LAMDA DEVELOPMENT	-4,47	-0,78	10.416,7	70.ELBISCO	99,04	4,14	613,8
26.ΙΜΠΕΡΙΟ	0,41	0,57	8.562,1	71.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	0,52	1,08	609,2
27.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	0	2,35	8.262,9	72.PROFILE	0,25	1,35	595,0
28.ΜΕΤΚΑ	4,59	1,55	7.832,8	73.EUROBANK PROPERTIES	0,78	1,02	474,6
29.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	-0,17	1,46	7.739,7	74.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	1,29	1,11	427,8
30.SARANTIS	2,13	6,45	7.406,0	75.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	-0,58	1,05	375,0
31.GLOBAL	-0,14	1,68	6.808,5	76.PAPERPACK	0,14	1,41	354,8
32.ΝΙΚΑΣ	1,13	3,13	5.328,3	77.ΝΑΚΑΣ	-0,12	1,13	339,9
33.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	-0,11	1,26	4.975,2	78.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	0,64	1,08	281,3
34.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	-0,04	1,66	4.761,3	79.EVEREST	3,82	1,72	264,0
35.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	0,59	1,3	4.661,0	80.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	0,01	1,17	251,6
36.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	2,27	5,47	4.660,4	81.UNIBRAIN	0,83	1,26	229,3
37.ΠΛΑΙΣΙΟ	1,86	1,9	4.617,7	82.REVOIL	0,21	1,06	200,9
38.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	0,16	1,59	4.162,8	83.LOGISMOS	0,16	1,26	187,8
39.ΙΑΣΩ	-0,05	1,32	4.143,7	84.MEDICON HELLAS	0,03	1,06	119,4
40.CROWN HELLAS	1,21	2,2	4.084,5	85.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	0,28	1,21	112,6
41.SPRIDER	0,34	1,74	4.052,3	86.RAINBOW	2,28	1,15	91,0

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

42.ΑΒΑΞ	0,75	1,18	3.577,9	87.ΒΙΣ	-0,03	1,02	68,0
43.FORTHNET	1,05	1,59	3.558,1	88.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	-7	3,54	66,0
44.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	0,32	1,72	3.435,2	89.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	-0,33	1	-22,4
45.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	-0,52	2,31	3.372,7	90.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	0,55	0,92	-85,6
91.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	-0,22	0,98	-130,7	136.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	0,18	0,36	-1.404,1
92.PLIAS	-0,51	0,85	-156,4	137.ΔΟΥΡΟΣ	-0,53	0,02	-1.513,4
93.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	0,24	0,71	-167,8	138.ΛΑΝΑΚΑΜ	-0,1	0,05	-1.554,6
94.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	1,23	0,89	-173,8	139.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-0,21	0,03	-1.574,0
95.INTERTEK	0,13	0,94	-188,8	140.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	0,08	0,49	-1.577,0
96.EUROBROKERS	65,58	0,8	-190,9	141.KEGO	0,12	0,7	-1.600,9
97.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	0,37	0,22	-197,7	142.ΠΗΓΑΣΟΣ	-0,75	0,79	-1.607,1
98.ΚΑΝΑΚΗΣ	0,14	0,86	-221,7	143.OLYMPIC CATERING	0,78	0,48	-1.620,5
99.EUROLINE	-0,19	0,8	-250,1	144.ΡΟΚΑΣ	6,18	0,68	-1.654,4
100.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	0,52	0,88	-274,2	145.MEVACO	-0,11	0,58	-1.661,1
101.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	-0,14	0,88	-335,6	146.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	-0,55	0,07	-1.679,1
102.AS COMPANY	0,53	0,86	-335,9	147.ΜΙΝΕΡΒΑ	-0,41	0,42	-1.709,6
103.ΑΧΟΝ	3,86	-0,01	-353,4	148.ΡΙΛΚΕΝ	-0,1	0,44	-1.721,2
104.ΖΗΝΩΝ	1,15	0,67	-366,1	149.ΕΤΜΑ	-0,59	0,22	-1.776,3
105.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	13,04	0	-384,9	150.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	-0,13	0,32	-1.780,5
106.ΒΕΤΑΝΕΤ	-0,04	0,91	-386,6	151.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-0,25	0,26	-1.795,0
107.ΑΙΟΛΙΚΗ	-0,25	0,85	-447,6	152.ΙΚΤΙΝΟΣ	-0,26	0,42	-1.869,0
108.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-0,27	0,22	-482,8	153.ΦΟΥΡΛΗΣ	45,2	-0,29	-1.897,8
109.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	1,73	0,72	-509,0	154.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	0,06	0,03	-1.963,2
110.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	0,36	0	-516,0	155.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-1,51	-0,05	-1.963,4
111.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	0,04	0,82	-517,8	156.ΒΙΟΣΩΛ	0,08	-0,23	-2.071,3
112.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	-0,34	0,88	-542,9	157.INFORMER	-1,98	0,07	-2.081,2
113.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	-0,11	0,76	-554,7	158.UNISYSTEM	0,46	0,71	-2.111,6
114.SPACE	0,64	0,67	-575,4	159.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-0,26	0,48	-2.123,2
115.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	0,42	-0,27	-647,5	160.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	-0,64	0,22	-2.132,6
116.ΝΗΡΕΥΣ	-0,22	0,96	-650,4	161.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	0,09	0,81	-2.137,6
117.ΖΑΜΠΑ	-0,31	0,16	-685,2	162.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	-0,46	0,51	-2.250,7
118.INTERINVEST	-0,22	0,54	-686,0	163.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-0,36	0,09	-2.266,0
119.ΕΛΒΕ	-0,71	0,54	-690,1	164.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	1,11	-0,59	-2.271,0
120.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	-0,14	0,62	-806,3	165.ΕΛΓΕΚΑ	-0,35	0,34	-2.350,5
121.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	-0,01	0,66	-924,3	166.ΑΛΚΟ	0,31	0,59	-2.382,5
122.ΠΑΪΡΗΣ	-0,41	0,67	-929,0	167.BLUE STAR	-0,16	1,37	-2.431,8
123.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	1,23	0,79	-935,4	168.YALCO	-0,27	0,47	-2.457,1
124.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	2,61	0,87	-965,0	169.TZIPAKIAN	-0,09	-0,05	-2.574,4
125.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-0,33	0,57	-979,0	170.DIONIC	0,02	0,4	-2.613,7
126.EURODRIP	-0,27	0,6	-1.013,2	171.ΒΑΡΔΑΣ	0,13	0,55	-2.627,6
127.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	-0,63	0,67	-1.013,2	172.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	-0,05	0,63	-2.749,2
128.QUALITY & RELIABILITY	0,19	0,02	-1.092,6	173.HITECH	0,2	-0,37	-2.751,7
129.ΚΕΚΡΟΨ	2,26	0,41	-1.095,4	174.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	-0,02	0,83	-2.787,9
130.COMPUCON	-0,2	0,27	-1.183,9	175.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	-0,56	0,25	-2.821,5
131.ΕΛΤΟΝ	-0,15	0,54	-1.204,3	176.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	-0,28	0,33	-2.859,1
132.ΛΙΒΑΝΗΣ	0,41	0,62	-1.267,3	177.ΚΡΕ.ΚΑ	0,35	0,18	-2.913,5
133.ΔΑΪΟΣ	1,98	0,44	-1.323,6	178.ΔΡΟΜΕΑΣ	-0,21	0,15	-2.964,2
134.ΙΜΑΚΟ	0,42	0,44	-1.373,9	179.ΜΑΡΑΚ	1,21	-1,04	-3.018,6

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

135.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	-0,16	0,63	-1.390,4				
180.ΕΛΦΙΚΟ	-0,6	-0,09	-3.153,6				
181.EUROMEDICA	-0,14	0,67	-3.192,5	226.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-0,42	-0,01	-7.918,0
182.ANEK LINES	-0,01	0,89	-3.265,2	227.ΟΛΠ	1,17	0,71	-7.989,8
183.ΕΛΤΡΑΚ	-0,24	0,35	-3.298,9	228.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	-0,04	0,82	-8.275,9
184.CPI	0,17	0,11	-3.387,5	229.ΑΚΡΙΤΑΣ	-0,47	0,34	-8.429,8
185.SPIDER	0,2	0,36	-3.396,8	230.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	-0,46	0,29	-8.664,2
186.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	-0,17	0,77	-3.407,2	231.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	9,4	0,06	-8.920,5
187.F.G. EUROPE	2,01	0,46	-3.452,4	232.ΕΤΕΜ	-0,3	0,4	-9.290,5
188.ΝΕΩΡΙΟΝ	-1,22	-0,04	-3.506,8	233.ASPIS BANK	-13,72	0,52	-9.657,7
189.REDS	0,95	0,17	-3.507,0	234.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	-0,22	0,39	-9.848,5
190.ΣΠΥΡΟΥ	-0,29	0,15	-3.653,5	235.ΟΛΘ	0,03	0,35	-10.259,1
191.ΕΛΛΑΤΕΞ	-0,1	-0,43	-3.729,4	236.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	0,25	0,1	-10.403,6
192.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	11,49	-0,06	-3.773,5	237.ΣΕΛΜΑΝ	-0,32	0,19	-10.947,8
193.ΓΕΝΕΡ	0,53	0,33	-3.799,6	238.ΛΑΝ - ΝΕΤ	0,71	0,05	-11.014,5
194.ALAPIS	27,03	0,6	-3.825,5	239.ΤΕΡΝΑ	-0,99	0,44	-11.298,3
195.CYCLON	0,01	0,36	-4.020,7	240.LAVIPHARM	-1,04	0,33	-11.516,5
196.VELL	0,61	-0,32	-4.288,3	241.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	3,13	0,62	-12.787,4
197.ΜΑΪΛΗΣ	0,12	0,76	-4.357,2	242.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	1,4	-0,04	-12.905,5
198.SATO	-0,03	0,31	-4.372,1	243.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	0,39	0,57	-13.384,0
199.NEXANS	-0,32	0,32	-4.470,7	244.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	0,22	0,05	-13.712,8
200.ΕΚΤΕΡ	-0,23	-0,28	-4.475,3	245.INFOQUEST	1,05	0,65	-13.923,1
201.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	0,24	0,56	-4.531,3	246.ΣΑΝΥΟ	-0,19	0,01	-14.036,5
202.VIVERE	0,55	-2,54	-4.583,7	247.ΜΟΧΛΟΣ	-0,2	-0,65	-16.648,5
203.ΛΑΜΨΑ	0,95	0,57	-4.641,8	248.ΓΕΚ	0,79	0,14	-17.190,7
204.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	-0,45	0,01	-4.714,1	249.ΣΙΔΜΑ	-0,08	0,23	-18.182,4
205.ΠΕΡΣΕΥΣ	-0,21	0,39	-4.943,1	250.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-0,68	0,34	-18.241,0
206.FIERATEX	-0,41	0,31	-5.009,9	251.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,82	0,28	-18.498,7
207.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	7,19	-0,19	-5.136,0	252.ΒΙΟΤΕΡ	-0,15	0,06	-20.091,9
208.FRIGOGLASS	6,63	0,4	-5.252,8	253.ΑΛΤΕΚ	0,49	0,26	-23.511,6
209.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	0,07	-0,18	-5.293,1	254.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	0,1	0,22	-24.848,2
210.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	0,09	0,56	-5.410,6	255.ΑΘΗΝΑ	-0,3	-0,22	-24.992,8
211.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	-0,23	0,61	-5.498,3	256.ASTIR	0,82	0,02	-28.577,9
212.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-0,37	0,57	-5.765,2	257.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-0,24	-0,5	-29.188,2
213.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	-0,01	0,06	-5.791,2	258.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-0,3	0,28	-29.890,9
214.SINGULARLOGIC	2,26	-0,72	-5.878,9	259.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	5,38	-0,59	-31.183,4
215.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-0,42	-0,02	-6.056,5	260.ΣΙΔΕΝΟΡ	0,09	0,26	-33.991,1
216.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	-0,01	0,17	-6.163,1	261.ΑΤΤΙΚΗΣ	2,02	-0,28	-35.267,1
217.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	-0,47	0,38	-6.193,1	262.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-0,77	0,21	-37.756,4
218.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	0,16	0,22	-6.468,6	263.ΗΡΑΚΛΗΣ	-0,07	0,63	-38.115,0
219.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-0,85	0,05	-6.599,9	264.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	-11,38	0,29	-38.597,0
220.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	0,13	0,51	-6.661,8	265.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	-0,23	0,17	-47.846,7
221.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-0,31	0,45	-6.809,1	266.ΣΕΛΟΝΤΑ	-0,34	1,03	-47.846,7
222.ΧΑΛΚΟΡ	0,05	0,71	-7.070,0	267.ΑΕΓΕΚ	-0,12	0,01	-50.531,9
223.ΥΓΕΙΑ	0,39	0,33	-7.165,1	268.ΓΕΝΙΚΗ	-14,65	-0,4	-53.344,5
224.SCIENS	2,47	-0,23	-7.463,0	269.MARFIN INVESTMENT GR	0,51	0,36	-55.388,5
225.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	-0,33	0,35	-7.599,4	270.ΕΛΒΑΛ	-0,36	0,31	-58.571,8

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

271.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	-14,72	0,58	-90.875,5	274.ΔΕΗ	-0,08	0,88	-121.195,9
272.ΕΥΔΑΠ	0,01	0,3	-91.907,7	275.ΟΤΕ	1,5	-0,78	-740.640,0
273.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,76	0,56	-118.011,8				

Πίνακας 19: ΤΟ MVA/OIC ΚΑΙ ΤΟ PI RATIO ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ, ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΟΥΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ EVA ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA/OIC	PI ratio	EVA	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA/OIC	PI ratio	EVA
1.COSMOTE	4,26	9,92	539.132,2	43.BYTE COMPUTER	1,63	1,75	1.710,9
2.ΟΠΑΠ	17,72	6,64	433.618,9	44.ΔΙΕΚΑΤ	1,26	16,14	1.633,0
3.ALPHA BANK	2,87	1,31	132.758,7	45.EVEREST	6,87	5,85	1.495,1
4.LAMDA DEVELOPMENT	1,34	4,83	115.675,8	46.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	-2,03	-0,46	1.404,3
5.INTRALOT	5,05	5,6	93.877,9	47.KPI-KPI	0,31	1,42	1.170,9
6.ΚΥΠΡΟΥ	2,65	1,31	76.474,3	48.FASHION BOX	1,21	2,31	1.096,9
7.TITAN	6,67	2,36	70.910,9	49.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	0,06	1,11	992,3
8.OTE	2,31	1,12	61.239,7	50.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	-0,47	1,72	953,7
9.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,96	1,16	49.276,5	51.REVOIL	0,76	1,19	853,8
10.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	0,47	2,79	43.799,5	52.ΕΛΛΑΤΕΞ	-0,76	0,27	715,4
11.REGENCY	7,26	5,38	43.464,6	53.PROFILE	1,37	1,35	687,7
12.MOTOR OIL	1,82	1,22	35.470,3	54.AXON	45,21	4,01	626,7
13.JUMBO	3,71	2,34	30.902,9	55.MEDICON HELLAS	0,1	1,22	530,5
14.AUTOHELLAS	0,24	2,34	29.640,7	56.ELBISCO	17,29	5,21	463,3
15.K.A.E.	5,74	3,45	29.059,0	57.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	0,6	1,08	436,9
16.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	32,62	6,16	24.199,1	58.ALTIUS	-0,18	1,32	422,0
17.ΜΕΤΚΑ	3,9	1,87	19.984,0	59.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	0,39	1,67	348,5
18.ΓΕΚΕ	-0,07	3,64	19.411,0	60.EUROLINE	-0,22	1,32	302,8
19.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	0,85	2,55	19.265,8	61.ΙΛΥΔΑ	0,78	1,19	284,6
20.ΕΛΑΪΣ	2,89	2,1	13.331,0	62.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	1,07	1,05	262,6
21.ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	-11,34	1,11	13.275,0	63.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	0,88	1,24	237,5
22.BLUE STAR	-3,55	-0,46	8.735,7	64.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	0,78	1,01	159,1
23.ΦΟΥΡΛΗΣ	29,89	3,59	8.609,3	65.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	-0,11	1,06	137,7
24.SPRIDER	1,04	2,08	8.425,7	66.LOGISMOS	-0,12	0,99	-9,0
25.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	0,53	1,41	7.754,5	67.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-0,24	0,99	-21,7
26.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	0,63	1,28	6.399,8	68.RAINBOW	4,19	0,97	-31,5
27.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	0,23	1,22	5.665,4	69.ΚΑΝΑΚΗΣ	0,35	0,94	-101,9
28.SARANTIS	2,82	2,33	5.483,3	70.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	1,31	0,87	-126,6
29.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	3,32	3,83	5.328,6	71.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	2,26	0,96	-178,6
30.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	0,51	8,31	4.970,1	72.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	0,81	0,24	-202,0
31.ΠΛΑΙΣΙΟ	1,89	1,82	4.913,4	73.ΕΤΜΑ	0,78	0,56	-297,9
32.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	-0,16	1,12	4.519,7	74.MULTIRAMA	2,35	0,87	-316,9
33.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	-0,16	1,41	4.149,6	75.F.G. EUROPE	2,34	0,92	-322,6
34.ΤΕΡΝΑ	-0,82	1,19	3.344,1	76.AS COMPANY	0,47	0,89	-351,7
35.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	0,42	1,6	2.840,3	77.FHL MERMEREN	-0,61	0,88	-354,4
36.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	5,88	1,74	2.682,2	78.UNIBRAIN	3,27	0,64	-361,7
37.FLEXOPACK	1,5	2,04	2.674,8	79.ΜΑΡΑΚ	1,03	0,73	-398,9
38.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	4,03	1,25	2.385,2	80.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	2,09	0,97	-444,0
39.ΙΑΣΩ	1,18	1,11	2.330,8	81.PLIAS	0,63	0,76	-496,5
40.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	0,98	1,88	2.295,3	82.COMPUCON	0,35	0,62	-525,0
41.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	0,47	1,91	2.111,0	83.ΠΑΪΡΗΣ	-0,18	0,77	-563,2
42.CROWN HELLAS	0,65	2,58	2.092,0	84.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	0,54	0,45	-635,8

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

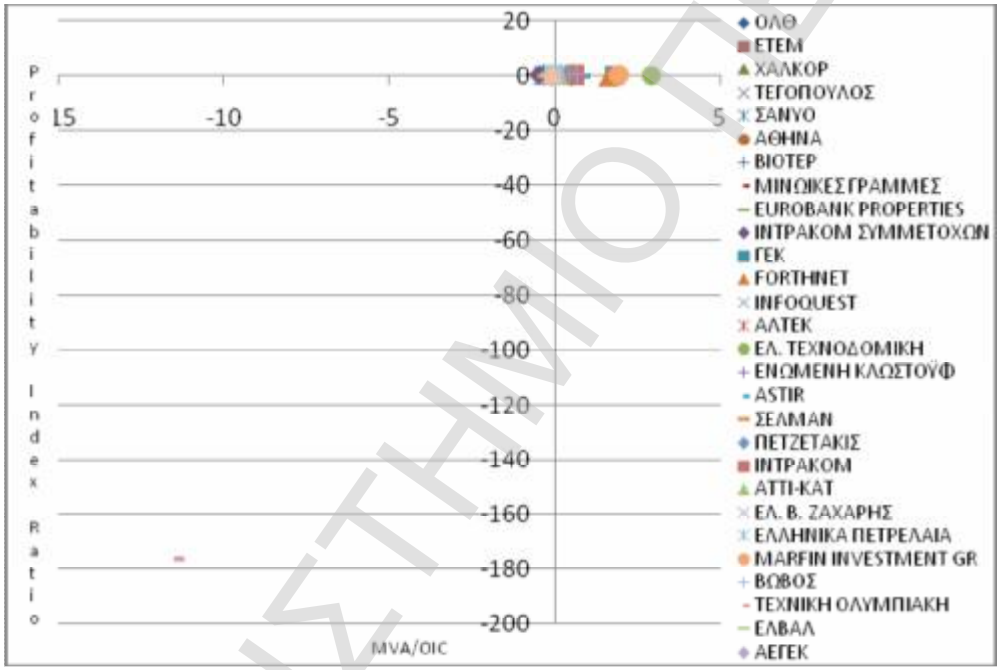
85.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	17,69	0,03	-718,7	130.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	-0,26	0,23	-2.205,2
86.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	0,02	0,69	-767,6	131.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	0,14	0,82	-2.249,4
87.INFORMER	-1,04	0,74	-775,9	132.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	0,07	0,5	-2.294,1
88.PAPERPACK	0,7	0,27	-797,0	133.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	-0,07	0,42	-2.376,2
89.MEVACO	0,18	0,83	-797,9	134.ΛΑΜΨΑ	2,22	0,75	-2.377,5
90.ΖΑΜΠΑ	-0,37	-0,08	-813,2	135.ΑΙΟΛΙΚΗ	-0,15	0,46	-2.505,4
91.OLYMPIC CATERING	0,7	0,83	-823,6	136.ΝΕΩΡΙΟΝ	-0,25	-0,13	-2.558,4
92.ΒΙΣ	-0,12	0,77	-824,5	137.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-0,3	-0,09	-2.589,8
93.ΛΙΒΑΝΗΣ	1,13	0,65	-899,9	138.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-0,62	-0,03	-2.654,7
94.ΒΕΤΑΝΕΤ	0,11	0,86	-913,3	139.ΡΙΛΚΕΝ	-0,07	0,2	-2.708,2
95.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	0,99	0,41	-928,2	140.VELL	0,84	0,12	-2.758,7
96.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-0,26	0,14	-941,8	141.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	0,42	0,77	-2.777,3
97.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	1,39	0,39	-990,7	142.ΔΟΥΡΟΣ	-0,49	0,01	-2.902,0
98.ΝΑΚΑΣ	-0,1	0,63	-1.025,7	143.ΜΑΪΛΗΣ	-0,18	0,82	-2.920,2
99.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	2,1	-6,69	-1.124,6	144.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	0,25	0,27	-2.935,1
100.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	1,53	-0,21	-1.159,4	145.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	-0,36	0,24	-2.988,5
101.HITECH	0,04	0,16	-1.176,5	146.ΚΕΚΡΟΨ	3,04	-0,09	-3.014,3
102.ΙΚΤΙΝΟΣ	0,97	0,62	-1.192,2	147.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-0,25	0,05	-3.060,1
103.ΕΛΒΕ	0,04	0,44	-1.222,2	148.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	-0,5	0,17	-3.101,5
104.PINTENKO	-0,71	0,84	-1.247,8	149.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	-0,42	0,11	-3.121,9
105.ΛΑΝΑΚΑΜ	0,17	-0,06	-1.342,3	150.DIONIC	0,08	0,45	-3.188,3
106.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	0,12	0,63	-1.357,2	151.ΕΚΤΕΡ	-0,37	0,21	-3.223,3
107.ΔΑΪΟΣ	1,04	0,5	-1.404,2	152.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	0,54	0,81	-3.227,2
108.ΓΕΝΕΡ	-0,04	0,2	-1.431,0	153.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-0,21	-0,2	-3.237,8
109.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	-0,1	0,53	-1.445,7	154.ΕΛΦΙΚΟ	-0,44	-0,01	-3.315,5
110.EUROBROKERS	68,38	-0,43	-1.490,7	155.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	-0,1	0,37	-3.370,9
111.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	0,79	0,55	-1.499,7	156.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	0,44	0,67	-3.459,7
112.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	-0,17	0,67	-1.569,3	157.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	0	-0,15	-3.463,6
113.CPI	0,57	0,34	-1.605,7	158.ΑΤΤΙCA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	19,04	-0,2	-3.485,1
114.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	0,25	0,74	-1.606,7	159.VIVERE	3,5	-3,09	-3.487,3
115.SPACE	0,91	0,5	-1.607,5	160.ΕΛΤΟΝ	-0,44	0,35	-3.504,5
116.FRIGOGLASS	8,57	0,8	-1.743,6	161.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	0,33	0,35	-3.526,2
117.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	0,25	-0,39	-1.807,5	162.ΜΙΝΕΡΒΑ	-0,06	0,38	-3.571,2
118.ΖΗΝΩΝ	0,26	-0,02	-1.810,6	163.ΕΥΑΘ	0,38	0,8	-3.694,7
119.ΠΕΡΣΕΥΣ	0,05	0,61	-1.845,1	164.ΝΙΚΑΣ	1,31	0,5	-3.733,3
120.QUALITY & RELIABILITY	0,43	0,1	-1.865,0	165.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	0,16	-0,3	-3.799,0
121.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	0,41	0,32	-1.876,1	166.MODA BAGNO	-0,24	0,32	-3.821,0
122.YALCO	-0,18	0,6	-1.964,1	167.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	0,16	0,76	-3.832,7
123.SCIENS	0,67	-0,34	-2.030,3	168.ΙΜΑΚΟ	0,34	0,13	-3.839,7
124.ΙΜΠΕΡΙΟ	0,91	0,01	-2.076,6	169.ΔΡΟΜΕΑΣ	-0,07	0,34	-3.909,7
125.ΒΙΟΣΩΛ	-0,03	-0,34	-2.121,4	170.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-0,22	0,18	-4.058,8
126.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	0,58	0,36	-2.141,5	171.ΣΠΥΡΟΥ	0,07	0,43	-4.090,8
127.ΚΡΕ.ΚΑ	-0,11	0,28	-2.148,2	172.ΒΑΡΔΑΣ	0,15	0,57	-4.190,3
128.INTERINVEST	-0,22	0,29	-2.162,7	173.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	-0,19	0,36	-4.203,1
129.INTEPTEK	0,29	0,52	-2.184,6	174.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	-0,02	0,79	-4.238,2

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

175.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	0,7	-1,39	-4.295,9	220.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	0,89	0,73	-10.728,9
176.KEGO	0,33	0,38	-4.376,0	221.ΠΗΓΑΣΟΣ	-0,69	-0,48	-11.052,2
177.EURODRIP	0,12	0,27	-4.412,6	222.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-0,37	0,02	-11.747,9
178.ΕΛΤΡΑΚ	0,03	0,45	-4.424,3	223.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	0,12	0,22	-11.773,4
179.GLOBAL	-0,22	0,58	-4.509,4	224.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	1,45	0,08	-11.781,7
180.SATO	0,69	0,41	-4.768,2	225.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	-0,42	0,2	-12.633,1
181.ΣΙΔΜΑ	-0,03	0,69	-4.811,3	226.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	0,43	0,45	-13.421,7
182.REDS	1,13	0,37	-4.843,3	227.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	-0,24	0,11	-14.877,5
183.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-0,38	0,11	-4.878,9	228.ΝΗΡΕΥΣ	0,17	0,52	-15.128,1
184.CYCLON	0,42	0,5	-4.886,3	229.ΣΙΔΕΝΟΡ	1,45	0,71	-15.242,4
185.SPIDER	0,1	0,23	-4.949,1	230.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	1,69	0,53	-15.302,7
186.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	8,68	0,8	-5.225,4	231.ΛΑΝ - ΝΕΤ	0,33	0,05	-15.967,4
187.EUROMEDICA	1,67	0,61	-5.277,2	232.ΑΒΑΞ	1,47	0,52	-16.063,0
188.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	0,27	0,4	-5.420,2	233.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-0,17	0,17	-16.075,9
189.ΕΛΙΝΟΙΛ	0,51	0,5	-5.729,7	234.PROTON	0,69	0,71	-17.112,8
190.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	-0,03	0,58	-5.921,3	235.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	-0,15	0,27	-17.281,3
191.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	1,06	0,2	-5.964,4	236.ΟΛΠ	1,17	0,54	-17.317,2
192.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-0,68	-0,08	-6.014,5	237.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	1,25	0,3	-17.894,3
193.FIERATEX	-0,36	0,36	-6.070,0	238.ΟΛΘ	0,64	0,21	-18.391,0
194.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	49,62	0,05	-6.351,4	239.ΕΤΕΜ	-0,07	0,23	-19.815,7
195.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	0,52	0,41	-6.463,5	240.ΧΑΛΚΟΡ	0,6	0,65	-20.818,7
196.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	0,01	0,43	-6.527,9	241.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	0,2	-0,25	-21.102,5
197.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	-0,19	0,57	-6.544,8	242.ΣΑΝΥΟ	-0,36	-0,01	-21.946,1
198.ΥΓΕΙΑ	1,86	0,57	-6.549,3	243.ΑΘΗΝΑ	-0,2	0,17	-22.203,0
199.ΕΛΓΕΚΑ	-0,41	-0,09	-6.576,6	244.ΒΙΟΤΕΡ	-0,06	0,2	-23.600,9
200.LAVIPHARM	1,49	0,69	-6.604,5	245.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	0,03	0,63	-24.247,1
201.UNISYSTEM	0,63	0,42	-6.692,8	246.ASPIS BANK	0,37	0,36	-24.312,2
202.ΡΟΚΑΣ	8,95	-0,06	-6.735,5	247.EUROBANK PROPERTIES	0,13	0,49	-28.075,2
203.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	0	0,38	-6.754,1	248.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-0,48	0,27	-28.545,4
204.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	0,16	0,5	-6.871,5	249.ΓΕΚ	1,8	0,09	-28.904,8
205.ΑΛΚΟ	0,3	0,39	-7.028,8	250.ΑΤΤΙΚΗΣ	1,89	0,06	-31.479,6
206.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	-0,02	0,18	-7.328,5	251.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	2,15	0,19	-32.246,9
207.ΑΝΕΚ LINES	-0,03	0,83	-7.451,0	252.FORTHNET	1,63	-0,42	-33.578,3
208.ΣΕΛΟΝΤΑ	0,28	0,49	-7.610,9	253.INFOQUEST	-0,3	0,09	-35.752,8
209.NEXANS	-0,03	0,36	-8.039,1	254.ΑΛΤΕΚ	0,43	0,21	-35.864,0
210.ΜΟΧΛΟΣ	-0,41	0,41	-8.739,2	255.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	2,92	0	-38.163,2
211.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	0,51	0,44	-8.750,9	256.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-0,07	0,04	-39.145,4
212.ΑΚΡΙΤΑΣ	0,45	0,38	-8.904,6	257.ASTIR	0,79	-0,39	-42.431,1
213.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	-0,05	0,6	-8.921,4	258.ΣΕΛΜΑΝ	-0,24	-0,04	-43.283,0
214.SINGULARLOGIC	-0,07	0,2	-8.995,5	259.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	3,7	-0,2	-44.213,7
215.ALAPIS	26,53	0,19	-9.215,6	260.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	0,24	0,04	-45.610,9
216.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	-0,19	0,3	-10.081,8	261.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	0,6	0,19	-51.107,1
217.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	0,39	0,36	-10.401,6	262.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	0,13	0,2	-53.537,1
218.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-0,41	0,28	-10.634,2	263.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-0,14	-0,05	-60.449,4
219.ΗΡΑΚΛΗΣ	0,48	0,9	-10.670,3	264.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	0,46	0,76	-72.761,7

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

265.MARFIN INVESTMENT GR	1,93	0,24	-74.405,4	271.ΑΕΓΕΚ	0,06	0,12	-99.071,3
266.ΒΩΒΟΣ	0,69	0,14	-74.405,8	272.ΑΤΕ BANK	1,62	0,61	-108.521,6
267.EUROBANK	2,23	0,85	-81.974,6	273.ΕΘΝΙΚΗ	1,69	0,08	-136.172,2
268.ΓΕΝΙΚΗ	2,79	-2,31	-87.018,8	274.ΕΥΔΑΠ	-0,02	0,22	-180.566,4
269.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	-11,5	-176,09	-90.706,6	275.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	2,8	-1,58	-337.364,1
270.ΕΛΒΑΛ	-0,11	0,26	-93.783,9	276.ΔΕΗ	-0,07	0,42	-726.406,2



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6: ΟΙ 30 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΚΑΤΑΣΤΡΟΦΕΙΣ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006

(η κανονική μορφή του διαγράμματος 6.6)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Πίνακας 20: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ MVA ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005 (σε χιλιάδες €)

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA
1.ΕΘΝΙΚΗ	9.145.076,60	39.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	165.686,00	77.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	31.443,80
2.ΟΠΑΠ	8.818.750,00	40.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	165.644,40	78.AUTOHELLAS	30.518,90
3.ΟΤΕ	6.122.591,80	41.ASTIR	147.681,00	79.REDS	30.207,00
4.COSMOTE	5.522.015,70	42.F.G. EUROPE	144.144,50	80.EVEREST	28.551,00
5.EUROBANK	5.145.004,20	43.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	117.008,10	81.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	26.455,10
6.ALPHA BANK	3.855.670,50	44.ΠΛΑΙΣΙΟ	110.132,80	82.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	26.387,00
7.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	2.760.959,10	45.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	107.829,00	83.ΚΕΚΡΟΨ	25.525,20
8.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2.430.156,90	46.SCIENS	106.692,00	84.UNISYSTEM	24.572,40
9.TITAN	2.139.656,60	47.ΑΒΑΞ	106.007,10	85.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	23.524,90
10.ALAPIS	1.990.112,20	48.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	98.976,70	86.ΜΑΪΛΗΣ	22.605,00
11.MOTOR OIL	1.861.513,00	49.ΑΛΤΕΚ	98.911,50	87.ΕΥΑΘ	21.376,00
12.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	1.681.184,50	50.ΛΑΜΨΑ	93.812,00	88.ION ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	21.174,80
13.ΚΥΠΡΟΥ	1.190.767,90	51.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	92.096,60	89.BYTE COMPUTER	20.839,90
14.INTRALOT	1.031.050,90	52.ΓΕΚ	90.898,10	90.SPRIDER	20.446,40
15.EUROBROKERS	986.000,00	53.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	84.539,20	91.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	19.753,00
16.REGENCY	816.963,00	54.ΒΩΒΟΣ	80.814,00	92.OLYMPIC CATERING	16.870,00
17.Κ.Α.Ε.	663.943,40	55.ΝΙΚΑΣ	74.470,20	93.ΖΗΝΩΝ	16.525,20
18.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	518.408,00	56.FORTHNET	74.181,30	94.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	16.505,10
19.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	502.842,10	57.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	74.110,10	95.PLIAS	14.889,70
20.ΦΟΥΡΛΗΣ	492.113,50	58.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	69.831,20	96.ΙΜΠΕΡΙΟ	14.828,70
21.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	486.655,70	59.LAMDA DEVELOPMENT	64.561,40	97.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	14.596,80
22.ΜΕΤΚΑ	378.918,70	60.ΔΑΪΟΣ	63.785,10	98.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	14.562,80
23.JUMBO	355.898,00	61.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	59.528,20	99.ΑΛΚΟ	13.947,80
24.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	336.712,00	62.CROWN HELLAS	52.917,50	100.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	13.642,20
25.ΑΤΤΙΚΗΣ	309.551,30	63.FLEXOPACK	51.092,80	101.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	13.160,90
26.MARFIN INVESTMENT GR	280.492,00	64.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	47.024,90	102.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	12.941,20
27.FRIGOGLASS	277.896,00	65.ΕΛΙΝΟΙΛ	46.686,60	103.VELL	12.498,70
28.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	253.395,90	66.MULTIRAMA	45.639,20	104.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	12.268,70
29.ΟΛΠ	247.974,20	67.ASPIS BANK	44.111,00	105.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	11.954,60
30.EUROBANK PROPERTIES	235.132,00	68.ΛΑΝ - ΝΕΤ	43.693,10	106.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	11.810,70
31.SARANTIS	223.991,20	69.SINGULARLOGIC	41.735,70	107.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	11.596,80
32.ΑΤΕ BANK	221.901,00	70.ΓΕΚΕ	40.033,20	108.ΕΥΔΑΠ	11.562,00
33.ΡΟΚΑΣ	216.927,40	71.INFORMER	38.926,10	109.SPACE	11.538,90
34.ΓΕΝΙΚΗ	205.675,60	72.ΥΓΕΙΑ	38.628,10	110.ΑΧΟΝ	11.456,40
35.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	196.038,10	73.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	37.883,40	111.ΧΑΛΚΟΡ	11.016,10
36.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	194.404,80	74.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	36.769,60	112.ΔΙΕΚΑΤ	10.942,00
37.ΕΛΑΪΣ	188.147,70	75.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	35.623,00	113.SPIDER	10.455,40
38.INFOQUEST	179.829,80	76.ΣΙΔΕΝΟΡ	32.387,10	114.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	10.308,50

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

115.ΛΙΒΑΝΗΣ	10.075,40	151.LOGISMOS	1.241,60	187.ΖΑΜΠΑ	-4.827,60
116.RAINBOW	10.020,10	152.ΒΙΟΣΩΛ	1.025,40	188.ΕΛΤΟΝ	-5.665,80
117.FASHION BOX	9.963,10	153.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	1.020,00	189.ΙΑΣΩ	-5.799,80
118.AS COMPANY	9.840,30	154.MEDICON HELLAS	819,20	190.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	-5.912,70
119.ΜΑΡΑΚ	9.606,70	155.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	778,60	191.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-6.156,20
120.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	9.384,10	156.DIONIC	719,00	192.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-6.255,30
121.ΒΑΡΔΑΣ	7.478,70	157.CYCLON	303,80	193.ΙΚΤΙΝΟΣ	-6.644,70
122.ΙΜΑΚΟ	7.278,40	158.ELBISCO	159,50	194.ΠΑΪΡΗΣ	-6.812,80
123.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	6.622,50	159.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	86,80	195.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-6.898,00
124.BLUE STAR	6.474,00	160.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	-227,40	196.ΕΚΤΕΡ	-7.300,10
125.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	6.427,70	161.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	-243,80	197.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-7.382,00
126.ΚΡΙ-ΚΡΙ	5.814,60	162.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	-270,90	198.ΚΡΕ.ΚΑ	-7.425,50
127.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	4.794,50	163.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	-350,60	199.ΣΙΔΜΑ	-7.770,00
128.VIVERE	4.468,10	164.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	-847,80	200.ΔΟΥΡΟΣ	-8.536,70
129.REVOIL	4.241,10	165.ΒΙΣ	-1.105,50	201.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	-8.609,10
130.KEGO	4.220,90	166.ALTIUS	-1.214,80	202.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	-9.002,00
131.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	3.948,30	167.ΛΑΝΑΚΑΜ	-1.333,20	203.ΑΙΟΛΙΚΗ	-9.062,20
132.INTEPTEK	3.912,90	168.SATO	-1.500,10	204.EURODRIP	-9.356,90
133.UNIBRAIN	3.470,70	169.ΒΕΤΑΝΕΤ	-1.907,40	205.ΔΡΟΜΕΑΣ	-9.999,40
134.PROFILE	3.305,50	170.ΡΙΛΚΕΝ	-1.999,90	206.ΕΛΒΕ	-10.188,70
135.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	3.135,00	171.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	-2.146,60	207.GLOBAL	-11.355,40
136.ΙΛΥΔΑ	3.089,10	172.COMPUCON	-2.482,10	208.YALCO	-11.426,80
137.ΟΛΘ	3.039,70	173.ANEK LINES	-2.525,20	209.ΕΛΦΙΚΟ	-11.493,50
138.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	2.867,60	174.TZIPAKIAN	-2.643,00	210.EUROMEDICA	-11.501,50
139.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	2.761,40	175.MEVACO	-2.710,70	211.ΜΙΝΕΡΒΑ	-11.520,00
140.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	2.680,30	176.ΕΛΛΑΤΕΞ	-2.808,00	212.ΠΕΡΣΕΥΣ	-11.523,80
141.HITECH	2.638,80	177.INTERINVEST	-2.829,40	213.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	-12.603,60
142.QUALITY & RELIABILITY	2.600,40	178.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-2.918,20	214.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	-13.257,00
143.CPI	2.503,00	179.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	-3.144,80	215.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	-13.381,40
144.PAPERPACK	2.138,50	180.ΝΑΚΑΣ	-3.220,10	216.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	-13.836,50
145.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	2.009,40	181.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-3.392,30	217.NEXANS	-13.852,80
146.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	1.849,80	182.EUROLINE	-3.486,30	218.ΣΑΝΥΟ	-13.959,80
147.ΚΑΝΑΚΗΣ	1.734,00	183.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ALPHA TRUST	-3.734,50	219.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-14.015,20
148.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	1.555,20	184.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	-4.101,50	220.ΕΛΤΡΑΚ	-14.091,60
149.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	1.526,60	185.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	-4.261,10	221.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	-14.650,80
150.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	1.358,70	186.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	-4.788,90	222.ΣΠΥΡΟΥ	-15.418,00

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

223.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	-16.116,10	241.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	-25.648,70	259.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	-41.085,4
224.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	-16.358,90	242.ΣΕΛΟΝΤΑ	-25.762,00	260.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-41.468,0
225.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	-16.679,60	243.ΕΤΜΑ	-26.667,00	261.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	-43.179,5
226.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	-17.040,90	244.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	-27.500,80	262.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	-46.319,8
227.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	-17.103,30	245.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	-27.578,10	263..ΑΚΡΙΤΑΣ	-48.050,2
228.FIERATEX	-17.169,50	246.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	-28.159,20	264.ΗΡΑΚΛΗΣ	-56.221,9
229.ΓΕΝΕΡ	-17.198,10	247.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	-29.947,80	265..ΡΙΝΤΕΝΚΟ	-61.755,6
230.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	-17.708,50	248.ΑΕΓΕΚ	-30.973,60	266.LAVIPHARM	-70.622,5
231.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	-18.784,20	249.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-31.869,20	267.ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	-73.415,2
232.MODA BAGNO	-18.785,80	250.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-33.411,00	268.ΣΕΛΜΑΝ	-83.089,2
233.ΒΙΟΤΕΡ	-19.180,20	251.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	-37.019,40	269.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-84.809,0
234.ΕΛΓΕΚΑ	-20.599,90	252.ΑΘΗΝΑ	-38.129,20	270.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	-114.222,0
235.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	-20.903,30	253.ΕΤΕΜ	-38.842,20	271.ΤΕΡΝΑ	-122.070,0
236.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-21.155,20	254.ΜΟΧΛΟΣ	-38.901,20	272.PROTON	-141.377,0
237.ΝΕΩΡΙΟΝ	-21.913,00	255.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	-39.405,70	273.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-192.041,0
238.FHL MERMEREN	-22.045,70	256.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-40.827,30	274.ΕΛΒΑΛ	-203.386,1
239.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	-23.367,00	257.ΝΗΡΕΥΣ	-40.836,10	275.ΔΕΗ	-934.997,0
240.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-24.040,00	258.ΠΗΓΑΣΟΣ	-41.028,00		

Πίνακας 21: Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ MVA ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2006 (σε χιλιάδες €)

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	MVA
1.ΕΘΝΙΚΗ	10.363.160,00	17.MARFIN INVESTMENT GR	1.104.521,60	33.ΜΕΤΚΑ	398.634,8
2.ΟΠΑΠ	8.378.267,00	18.ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1.002.326,20	34.ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	380.106,0
3.ΟΤΕ	8.376.667,20	19.EUROBROKERS	980.000,00	35.ΗΡΑΚΛΗΣ	378.786,0
4.EUROBANK	7.061.395,60	20.ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	881.170,70	36.ΓΕΝΙΚΗ	367.912,8
5.ALPHA BANK	6.981.688,70	21.REGENCY	823.587,00	37.ΡΟΚΑΣ	351.530,8
6.COSMOTE	6.783.349,50	22.JUMBO	793.582,00	38.ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡ	335.211,2
7.ΠΕΙΡΑΙΩΣ	4.812.646,30	23.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡ	748.453,60	39.ΑΤΤΙΚΗΣ	292.955,1
8.ΚΥΠΡΟΥ	4.143.430,10	24.Κ.Α.Ε.	668.263,50	40.PROTON	274.854,6
9.TITAN	2.585.312,20	25.ΦΟΥΡΛΗΣ	642.714,60	41.SARANTIS	255.157,9
10.ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	2.466.918,50	26.ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	608.612,80	42.ΕΛΑΪΣ	252.228,5
11.ΕΜΠΟΡΙΚΗ	2.236.000,40	27.ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	575.327,50	43.ΟΛΠ	251.572,2
12.ATE BANK	2.160.518,60	28.FRIGOGLASS	565.543,00	44.FORTHNET	247.911,7
13.ALAPIS	2.089.705,30	29.MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ	555.986,70	45.ΑΒΑΞ	247.528,1
14.MOTOR OIL	1.860.331,30	30.ΒΩΒΟΣ	551.388,40	46.ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	245.948,4
15.INTRALOT	1.722.801,50	31.ΣΙΔΕΝΟΡ	481.139,50	47.ΓΕΚ	239.545,5
16.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	1.185.239,00	32.ATTICA ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	460.962,00	48.ΧΑΛΚΟΡ	225.956,8

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

49.LAMDA DEVELOPMENT	207.503,30	85.VIVERE	50.386,60	121.ΑΕΓΕΚ	19.858,2
50.ΛΑΜΨΑ	205.630,60	86.MULTIRAMA	49.792,00	122.PROFILE	19.399,7
51.ΥΓΕΙΑ	187.758,10	87.ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	49.084,80	123.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	19.074,7
52.ΕΙΔΗΣΕΩΦΟΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	170.043,40	88.ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	47.404,30	124.SPACE	18.734,3
53.EUROMEDICA	156.303,30	89.EVEREST	45.471,00	125.ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	18.487,2
54.ΙΝΤΡΑΚΟΜ	149.038,40	90.ΑΧΟΝ	45.299,20	126.ΕΛΤΟΝ	17.810,2
55.ASTIR	142.095,00	91.ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	44.984,60	127.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	17.236,2
56.ΙΑΣΩ	141.481,30	92.ΗΧΟΣ - ΕΙΚΟΝΑ	43.859,70	128.ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	17.053,2
57.ΜΗΧΑΝΙΚΗ	136.571,90	93.ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝ. ΑΚΙΝ. Π.	43.446,20	129.CROWN HELLAS	17.011,0
58.ΑΤΕ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	132.767,20	94.SATO	42.433,50	130.ΙΠΠΟΤΟΥΡ	16.355,9
59.LAVIPHARM	131.826,70	95.ΕΥΑΘ	39.212,00	131.UNIBRAIN	16.014,2
60.BLUE STAR	124.168,00	96.ΚΑΤΣΕΛΗΣ	35.056,50	132.VELL	15.965,1
61.S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡ	120.914,20	97.ΝΗΡΕΥΣ	34.147,50	133.ΑΛΚΟ	15.921,2
62.F.G. EUROPE	118.377,80	98.UNISYSTEM	33.242,10	134.ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	15.909,1
63.ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	113.907,20	99.SCIENS	33.102,90	135.OLYMPIC CATERING	15.091,2
64.ΚΑΡΕΛΙΑΣ	112.886,70	100.ΙΟΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	33.071,30	136.ΙΜΠΕΡΙΟ	14.828,7
65.ΠΛΑΙΣΙΟ	107.771,60	101.BYTE COMPUTER	32.958,90	137.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	13.946,7
66.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	83.397,60	102.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	31.861,30	138.FASHION BOX	13.778,5
67.ΛΑΜΠΡΑΚΗ	82.544,30	103.ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	31.332,90	139.ΓΡΗΓΟΡΗΣ	13.441,0
68.ΑΛΤΕΚ	77.721,50	104.ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	31.083,40	140.ΕΛΛ. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ	13.043,6
69.SPRIDER	77.650,80	105.ΚΕΚΡΟΨ	31.050,20	141.KEGO	12.614,4
70.ΝΙΚΑΣ	77.518,40	106.INFORM Π. ΛΥΚΟΣ	29.160,20	142.ΔΙΕΚΑΤ	12.577,3
71.ASPIS BANK	74.592,00	107.INFORMER	28.237,50	143.ΑΛ. ΚΕΡΑΜΕΙΑ	12.110,8
72.ΟΛΘ	69.758,90	108.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	27.957,80	144.ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	11.107,1
73.ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	68.460,20	109.ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	27.224,50	145.ΜΟΥΖΑΚΗΣ	11.053,8
74.AUTOHELLAS	66.811,30	110.ΛΙΒΑΝΗΣ	27.194,00	146.ΚΛΩΝΑΤΕΞ	9.871,6
75.ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	66.290,00	111.ΙΚΤΙΝΟΣ	25.537,30	147.AS COMPANY	9.843,7
76.ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	62.672,90	112.CYCLON	25.207,00	148.ΜΑΡΑΚ	9.808,1
77.ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	58.982,70	113.ELBISCO	24.737,00	149.ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	9.440,0
78.ΝΑΥΤΙΛ. ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ	57.571,50	114.PLIAS	24.368,10	150.ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	9.338,5
79.FLEXOPACK	57.263,00	115.ΛΑΝ - ΝΕΤ	23.967,40	151.CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	9.329,9
80.ΔΑΪΟΣ	55.996,70	116.ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	22.699,80	152.ΒΑΡΔΑΣ	9.246,4
81.EUROBANK PROPERTIES	54.243,00	117.ΣΕΛΟΝΤΑ	22.101,10	153.ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	8.801,7
82.REDS	53.172,30	118.REVOIL	22.058,70	154.ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ	8.371,0
83.ΕΛΙΝΟΙΛ	52.903,20	119.ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	20.762,20	155.ΙΝΤΕΡΤΕΚ	8.176,5
84.ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ	51.683,50	120.RAINBOW	20.381,10	156.ΙΛΥΔΑ	7.981,4

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

157.KPI-KPI	7.866,10	197.ΡΙΛΚΕΝ	-1.328,60	237.ETEM	-10.588,40
158.ΕΛΛΑΤΕΞ	7.229,00	198.MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	-1.354,20	238.ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	-10.747,80
159.ΙΜΑΚΟ	7.216,50	199.NEXANS	-1.522,50	239.ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	-12.121,20
160.ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	7.114,10	200.ΜΙΝΕΡΒΑ	-1.835,00	240.ΕΚΤΕΡ	-12.431,40
161.ΚΥΛ. ΣΑΡΑΝΤ	6.943,30	201.ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	-2.114,00	241.FIERATEX	-15.223,30
162.ΑΤΛΑΝΤΙΚ	6.647,40	202.ALTIUS	-2.239,40	242.ETMA	-15.923,00
163.ΒΕΤΑΝΕΤ	6.444,10	203.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	-2.353,00	243.ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	-16.343,30
164.CPI	5.943,10	204.ΝΑΚΑΣ	-2.435,40	244.ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ALPHA TRUST	-16.491,50
165.QUALITY & RELIABILITY	5.871,20	205.ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	-2.538,70	245.GLOBAL	-17.520,40
166.EUROLINE	5.832,80	206.ΚΡΕ.ΚΑ	-2.558,80	246.ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ	-18.808,70
167.SPIDER	5.827,60	207.ΠΑΪΡΗΣ	-2.804,00	247.ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦ	-19.139,00
168.MEVACO	5.294,60	208.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-2.864,70	248.FHL MERMEREN	-19.820,00
169.EURODRIP	5.113,80	209.ΤΕΞΑΠΡΕΤ	-3.148,20	249.ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	-20.160,70
170.ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	4.775,70	210.ΔΡΟΜΕΑΣ	-3.169,70	250.ΕΛΓΕΚΑ	-20.245,70
171.ΚΑΝΑΚΗΣ	4.587,00	211.ΣΙΔΜΑ	-3.673,30	251.ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	-20.836,10
172.ΖΗΝΩΝ	4.564,30	212.ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ	-3.978,80	252.ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	-21.585,10
173.COMPUCON	4.197,20	213.ΝΕΩΡΙΟΝ	-4.325,80	253.ΑΛΛΑΤΙΝΗ	-24.753,30
174.ΣΠΥΡΟΥ	3.724,90	214.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-4.564,60	254.ΕΥΔΑΠ	-25.175,00
175.ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ	3.517,00	215.ΒΙΣ	-4.786,80	255.ΚΑΛ. ΣΙΜΟΣ	-25.439,60
176.ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	3.294,60	216.ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	-4.993,60	256.ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	-25.846,20
177.PAPERPACK	3.013,00	217.SINGULARLOGIC	-5.041,30	257.ΑΘΗΝΑ	-25.915,50
178.ΓΑΛΑΞΙΔΙ	2.999,50	218.INTERINVEST	-5.527,80	258.ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-27.361,30
179.MEDICON HELLAS	2.834,60	219.ΑΙΟΛΙΚΗ	-5.664,10	259.ΣΑΝΥΟ	-29.785,50
180.DIONIC	2.727,70	220.ΓΕΚΕ	-5.804,80	260.ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	-30.958,60
181.ΛΑΝΑΚΑΜ	2.579,60	221.ΖΑΜΠΑ	-5.819,90	261.ΜΑΪΛΗΣ	-31.975,60
182.ΠΕΡΣΕΥΣ	2.443,70	222.ΒΑΡΑΓΚΗΣ	-5.978,00	262.ΠΗΓΑΣΟΣ	-34.550,30
183.ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ	2.269,30	223.ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	-6.145,00	263.ΜΟΧΛΟΣ	-38.901,20
184.ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	2.265,10	224.ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	-6.499,60	264.ΚΑΡΑΤΖΗΣ	-39.306,60
185.ΕΛΤΡΑΚ	2.176,30	225.ΒΙΟΤΕΡ	-6.882,10	265.ΕΛ. Β. ΖΑΧΑΡΗΣ	-41.550,00
186.ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	1.517,10	226.YALCO	-7.124,70	266.PINTENKO	-42.115,70
187.ΕΛΒΕ	520,50	227.ΔΟΥΡΟΣ	-7.658,90	267.ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-43.885,40
188.ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	383,00	228.ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	-7.694,00	268.ATTI-KAT	-45.670,30
189.ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	378,70	229.ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	-7.916,80	269.ΑΚΡΙΤΑΣ	-49.517,60
190.HITECH	344,20	230.ΕΛΦΙΚΟ	-8.023,70	270.ΣΕΛΜΑΝ	-57.290,70
191.ΕΛΒΙΕΜΕΚ	-139,90	231.ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	-8.046,70	271.INFOQUEST	-58.746,50
192.ΑΛΜΑ - ΑΤΕΡΜΩΝ	-226,80	232.ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	-8.486,20	272.ΕΛΒΑΛ	-64.667,50
193.ΒΙΟΣΩΛ	-381,60	233.MODA BAGNO	-9.563,80	273.ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-104.718,40
194.ΓΕΝΕΡ	-462,80	234.ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	-9.985,60	274.ΤΕΡΝΑ	-120.075,20
195.LOGISMOS	-992,70	235.ΚΛΩΣΤΟΫΦ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	-10.321,90	275.ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	-161.320,00
196.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	-1.223,00	236.ANEK LINES	-10.338,60	276.ΔΕΗ	-727.138,00

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ