



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΚΩΝ ΔΟΚΙΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΔΙ-ΙΔΡΥΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ (ΔΠΜΣ)
Διοίκηση στη Ναυτική Επιστήμη και Τεχνολογία**

Διπλωματική Εργασία

**ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΕ
ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ**

Φοιτητής: Ιωάννης Κονιδάρης (ΜΝΣΝΔ 25110)

Επιβλέπων Καθηγητής: Βασίλειος – Χρήστος Ναούμ

Πειραιάς

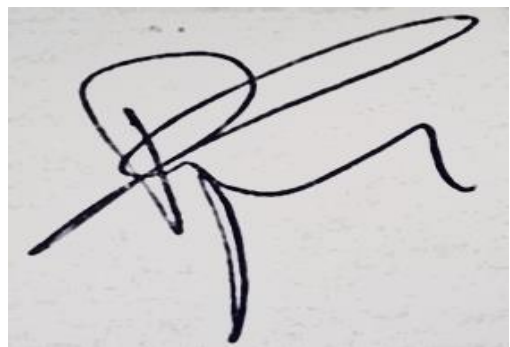
Αύγουστος 2026

Σελίδα Σκόπιμα Κενή

ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ / ΖΗΤΗΜΑΤΑ COPYRIGHT

«Το άτομο το οποίο εκπονεί τη Διπλωματική Εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (εμπορικός, μη κερδοσκοπικός ή εκπαιδευτικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες ή χάρτες), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με όλο το κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή τη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.»

Ο Δηλών,

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Ioannis Konidiarhis', written on a light-colored background.

ΙΩΑΝΝΗΣ ΚΟΝΙΔΑΡΗΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

«Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από την ΕΔιΕ του ΔΠΜΣ του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς σύμφωνα με τον Κανονισμό Λειτουργίας του ΔΠΜΣ «Διοίκηση στη Ναυτική Επιστήμη και Τεχνολογία».

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Ναούμ Βασίλειος – Χρήστος (Επιβλέπων)
- Λαγούδης Ιωάννης (Μέλος)
- Πολέμης Διονύσιος (Μέλος)

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.»

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στους ανθρώπους και στους φορείς που συνέβαλαν στην ολοκλήρωση των σπουδών μου και της παρούσας εργασίας:

- Στον επιβλέποντα καθηγητή της εργασίας μου, κ. Βασίλειο – Χρήστο Ναούμ, του οποίου οι γνώσεις και οι συμβουλές με καθοδήγησαν στην εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας.
- Στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς και στη Σχολή Ναυτικών Δοκίμων, που μου έδωσαν τη δυνατότητα να συμμετάσχω στο ΔΠΜΣ «Διοίκηση στη Ναυτική Επιστήμη και Τεχνολογία».
- Στις καθηγήτριες και στους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος για όλα τα απαραίτητα εφόδια που μου παρείχαν για την πνευματική και ακαδημαϊκή μου εξέλιξη, καθώς και για την ολοκλήρωση των σπουδών μου.
- Στα μέλη της οικογένειάς μου για το ενδιαφέρον, τη συμπαράσταση και την πίστη τους στο εγχείρημά μου, καθώς και για τη στωικότητα, την καρτερία και την υπομονή που επέδειξαν καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Η παρούσα εργασία αφιερώνεται στη μνήμη του προσφάτως αποβιώσαντος πατρός μου, Γεώργιου, ο οποίος αποτελεί για εμένα παντοτινή πηγή έμπνευσης και πρότυπο ανθρώπου με ήθος, καρτερία, ανεξάντλητη δύναμη ψυχής και θέληση για ζωή.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία εξετάζει συγκριτικά τη χρηματοοικονομική εξέλιξη των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited κατά την περίοδο 2016–2025, με έμφαση στη διαχρονική ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών και στη σύνδεση των αποτελεσμάτων με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών. Η εμπειρική ανάλυση βασίζεται κυρίως σε ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, Annual Reports και Form 20-F, οι οποίες έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με U.S. GAAP, και εφαρμόζει κοινό μεθοδολογικό πλαίσιο στις τρεις εταιρείες. Εξετάζονται αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας και κυκλοφοριακής ταχύτητας, αποδοτικότητας, καθώς και κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας, με έμφαση στη συγκρισιμότητα των λογιστικών μεγεθών και στη συνδυαστική ερμηνεία των δεικτών. Τα αποτελέσματα αναδεικνύουν διαφορετικά χρηματοοικονομικά πρότυπα και διαφορετικό χρονισμό μεταβολών. Η Danaos Corporation εμφανίζει την εντονότερη βελτίωση σε σειρά δεικτών ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης, η Star Bulk Carriers Corp. χαρακτηρίζεται από εντονότερη κυκλική μεταβολή της αποδοτικότητας, ενώ η Tsakos Energy Navigation Limited παρουσιάζει διαφορετικό χρονικό πρότυπο κερδοφορίας και μεγαλύτερη σχετική σταθερότητα στους βασικούς λογιστικούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Συνολικά, δεν αναδεικνύεται κάποια εταιρεία ως σταθερά ισχυρότερη σε όλες τις εξεταζόμενες διαστάσεις. Η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων αποκτά μεγαλύτερη ερμηνευτική αξία όταν συνεκτιμώνται οι στρατηγικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές, οι μεταβολές της εταιρικής περιμέτρου και οι συνθήκες των αντίστοιχων ναυλαγορών, χωρίς μονοσήμαντη αιτιώδη απόδοση των παρατηρούμενων μεταβολών.

Λέξεις-κλειδιά

Χρηματοοικονομική ανάλυση, χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, ναυτιλιακές εταιρείες, ελληνόκτητη ναυτιλία, ναυλαγορές, συγκριτική ανάλυση

ABSTRACT

This thesis provides a comparative assessment of the financial development of Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation, and Tsakos Energy Navigation Limited over the period 2016–2025, with emphasis on the longitudinal analysis of financial ratios and the interpretation of the results in relation to the specific characteristics of the respective shipping markets. The empirical analysis is based primarily on audited consolidated financial statements, Annual Reports, and Form 20-F filings prepared in accordance with U.S. GAAP, applying a common methodological framework across the three companies. The analysis covers liquidity ratios, activity and turnover ratios, profitability ratios, and capital structure, leverage, and solvency ratios, with particular emphasis on the comparability of accounting figures and the combined interpretation of financial indicators. The findings reveal distinct financial patterns and different timing of changes across the three companies. Danaos Corporation records the most pronounced improvement in a range of liquidity and capital structure ratios, Star Bulk Carriers Corp. is characterized by a more pronounced cyclical pattern in profitability, while Tsakos Energy Navigation Limited exhibits a different profitability cycle and greater relative stability in key accounting capital structure ratios. Overall, no single company consistently emerges as the strongest across all dimensions examined. The interpretation of the results becomes more meaningful when strategic, investment, and financing choices, changes in corporate scope, and conditions in the respective shipping markets are considered jointly, without attributing the observed financial changes to any single factor in a deterministic causal manner.

Keywords

Financial analysis, financial ratios, shipping companies, Greek-owned shipping, shipping markets, comparative analysis

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	i
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	viii
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ	x
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
<i>ΓΕΝΙΚΑ</i>	1
<i>ΣΚΟΠΟΣ</i>	2
<i>ΣΥΜΒΟΛΗ ΚΑΙ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ</i>	2
<i>ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ</i>	3
<i>ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ</i>	4
<i>ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ</i>	6
<i>ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ</i>	7
<i>ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ</i>	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΤΑ ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	11
1.1 ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	11
1.2 Η ΘΕΣΗ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΟΚΤΗΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	13
1.3 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ	15
1.4 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΞΗΡΟΥ ΧΥΔΗΝ ΦΟΡΤΙΟΥ	17
1.5 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ CONTAINERSHIPS	19
1.6 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΔΕΞΑΜΕΝΟΠΛΟΙΩΝ (TANKERS)	21
1.7 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΝΔΕΣΗ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΗ ΒΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	24
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ	24
2.2 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ)	26

2.2.1	<i>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</i>	27
2.2.2	<i>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</i>	28
2.2.3	<i>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</i>	29
2.2.4	<i>ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ</i>	30
2.3	ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	31
2.3.1	<i>ΕΣΟΔΑ</i>	32
2.3.2	<i>ΕΞΟΔΑ</i>	33
2.3.3	<i>ΚΕΡΔΗ</i>	34
2.3.4	<i>ΖΗΜΙΕΣ</i>	35
2.3.5	<i>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΑΙ EBIT</i>	36
2.3.6	<i>ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ</i>	36
2.3.7	<i>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΤ' ΕΙΔΟΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ</i>	37
2.3.8	<i>ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ</i>	38
2.4	ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	39
2.4.1	<i>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ</i>	40
2.4.2	<i>ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ</i>	40
2.4.3	<i>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ</i>	41
2.4.4	<i>ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ</i>	41
2.5	ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	42
2.6	ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	43
2.7	ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΙΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ	44
2.8	ΠΟΙΟΤΗΤΑ, ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	45
2.9	ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΝΔΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	47
3.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ	47
3.2	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	49

3.2.1	ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΠΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CURRENT RATIO)	49
3.2.2	ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ Ή ΕΙΔΙΚΗΣ ΠΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (QUICK RATIO)	49
3.2.3	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΠΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CASH RATIO)	50
3.3	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ	51
3.3.1	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (ACCOUNTS RECEIVABLE TURNOVER RATIO)	52
3.3.2	ΜΕΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (AVERAGE COLLECTION PERIOD / DAYS SALES OUTSTANDING)	53
3.3.3	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (INVENTORY TURNOVER RATIO)	53
3.3.4	ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (DAYS' SALES IN INVENTORY / INVENTORY CONVERSION PERIOD)	54
3.3.5	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ (NET WORKING CAPITAL TURNOVER RATIO)	54
3.3.6	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL ASSET TURNOVER RATIO)	55
3.3.7	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ (FIXED ASSET TURNOVER RATIO)	56
3.3.8	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (EQUITY TURNOVER RATIO)	57
3.3.9	ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ / ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ	57
3.4	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	58
3.4.1	ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (GROSS PROFIT MARGIN)	59
3.4.2	ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (NET PROFIT MARGIN)	60
3.4.3	ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΑΣΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ (BASIC EARNING POWER – BEP)	60
3.4.4	ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (RETURN ON ASSETS – ROA)	61
3.4.5	ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (RETURN ON EQUITY – ROE)	62
3.5	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ, ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ	64
3.5.1	ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	64
3.5.2	ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY RATIO)	65

3.5.3	ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL LIABILITIES TO ASSETS RATIO)	66
3.5.4	ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY TO FIXED ASSETS)	66
3.5.5	ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ (CURRENT ASSETS TO TOTAL LIABILITIES RATIO)	67
3.5.6	ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ (TIMES INTEREST EARNED / INTEREST COVERAGE RATIO)	67
3.6	ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΧΕΡΕΙΑΣ (ORIGINAL ALTMAN Z-SCORE)	68
3.7	ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ STAR BULK CARRIERS CORP., DANAOS CORPORATION ΚΑΙ TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED		73
4.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	73
4.2	STAR BULK CARRIERS CORP.	74
4.3	DANAOS CORPORATION	77
4.4	TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED	84
4.5	ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΙΣΤΟΡΙΚΗΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	91
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ STAR BULK CARRIERS CORP., DANAOS CORPORATION ΚΑΙ TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 2016–2025		95
5.1	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ, ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	95
5.2	ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	96
5.3	STAR BULK CARRIERS CORP. – ΞΗΡΟ ΧΥΔΗΝ ΦΟΡΤΙΟ (DRY BULK)	99
5.3.1	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2016–2025	99

5.3.2	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025</i>	102
5.3.3	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025</i>	104
5.4	DANAOS CORPORATION – ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΟΚΙΒΩΤΙΑ (CONTAINERS)	107
5.4.1	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2016–2025</i>	107
5.4.2	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025</i>	110
5.4.3	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025</i>	112
5.5	TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED – ΔΕΞΑΜΕΝΟΠΛΟΙΑ (TANKERS)	114
5.5.1	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2016–2025</i>	115
5.5.2	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025</i>	117
5.5.3	<i>ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025</i>	120
5.6	ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ	122
5.6.1	<i>ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ 2016–2025</i>	122
5.6.2	<i>ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025</i>	124
5.6.3	<i>ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025</i>	125
5.7	ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ 2016–2025	127
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ STAR BULK CARRIERS CORP., DANAOS CORPORATION ΚΑΙ TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 2016–2025		129
6.1	ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	129
6.2	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	129
6.3	ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΓΩΓΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	131
6.4	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	134
6.4.1	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CURRENT RATIO)</i>	134
6.4.2	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ Ή ΕΙΔΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (QUICK RATIO)</i>	135

6.4.3	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CASH RATIO)</i>	137
6.4.4	<i>ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</i>	138
6.5	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ	139
6.5.1	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (ACCOUNTS RECEIVABLE TURNOVER RATIO)</i>	140
6.5.2	<i>ΜΕΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (AVERAGE COLLECTION PERIOD / DAYS SALES OUTSTANDING)</i>	141
6.5.3	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (INVENTORY TURNOVER RATIO)</i>	142
6.5.4	<i>ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (DAYS' SALES IN INVENTORY / INVENTORY CONVERSION PERIOD)</i>	142
6.5.5	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ (NET WORKING CAPITAL TURNOVER RATIO)</i>	143
6.5.6	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL ASSET TURNOVER RATIO)</i>	144
6.5.7	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ (FIXED ASSET TURNOVER RATIO)</i>	145
6.5.8	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (EQUITY TURNOVER RATIO)</i>	146
6.5.9	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ / ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ</i>	148
6.5.10	<i>ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ</i>	148
6.6	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	149
6.6.1	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (GROSS PROFIT MARGIN)</i>	149
6.6.2	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (NET PROFIT MARGIN)</i>	150
6.6.3	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΑΣΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ (BASIC EARNING POWER – BEP)</i>	151
6.6.4	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (RETURN ON ASSETS – ROA)</i>	153
6.6.5	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (RETURN ON EQUITY – ROE)</i>	154
6.6.6	<i>ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</i>	155
6.7	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ, ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ	156
6.7.1	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</i>	157

6.7.2	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY RATIO)</i>	158
6.7.3	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL LIABILITIES-TO-ASSETS RATIO)</i>	158
6.7.4	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY TO FIXED ASSETS RATIO)</i>	159
6.7.5	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ (CURRENT ASSETS TO TOTAL LIABILITIES RATIO)</i>	160
6.7.6	<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ (TIMES INTEREST EARNED / INTEREST COVERAGE RATIO)</i>	161
6.7.7	<i>ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ, ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</i>	163
6.8	ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΗ COMMON-EQUITY ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ORIGINAL ALTMAN Z-SCORE	165
6.8.1	<i>ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ALTMAN Z-SCORE</i>	168
6.9	ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	169
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	172
7.1	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ	173
7.2	ΑΠΑΝΤΗΣΕΙΣ ΣΤΑ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ	175
7.3	ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	179
7.4	ΤΕΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	180
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	182

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένου Ισολογισμού Star Bulk Carriers Corp., 2016–2025	99
Πίνακας 2 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Star Bulk Carriers Corp., 2016–2025	102
Πίνακας 3 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Ταμειακών Ροών Star Bulk Carriers Corp., 2016–2025	105
Πίνακας 4 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένου Ισολογισμού Danaos Corporation, 2016–2025	107
Πίνακας 5 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Danaos Corporation, 2016–2025	110
Πίνακας 6 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Ταμειακών Ροών Danaos Corporation, 2016–2025	112
Πίνακας 7 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένου Ισολογισμού Tsakos Energy Navigation Limited, 2016–2025	115
Πίνακας 8 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Tsakos Energy Navigation Limited, 2016–2025	117
Πίνακας 9 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Ταμειακών Ροών Tsakos Energy Navigation Limited, 2016–2025	120
Πίνακας 10 – Συγκριτική εξέλιξη βασικών μεγεθών Ισολογισμών, 2016–2025	122
Πίνακας 11 – Συγκριτική εξέλιξη βασικών μεγεθών Καταστάσεων Αποτελεσμάτων, 2016–2025	124
Πίνακας 12 – Συγκριτική εξέλιξη βασικών Ταμειακών Ροών, 2016–2025	125
Πίνακας 13 – Αριθμοδείκτες Γενικής Ρευστότητας, 2016–2025	134
Πίνακας 14 – Αριθμοδείκτες Άμεσης (ή Ειδικής) Ρευστότητας, 2016–2025	136
Πίνακας 15 – Αριθμοδείκτες Ταμειακής Ρευστότητας, 2016–2025	137
Πίνακας 16 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Απαιτήσεων, 2016–2025	140
Πίνακας 17 – Αριθμοδείκτες Μέσης Περιόδου Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες), 2016–2025	141
Πίνακας 18 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης, 2016–2025	143

Πίνακας 19 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Συνόλου Ενεργητικού, 2016–2025	144
Πίνακας 20 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων, 2016–2025	146
Πίνακας 21 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων, 2016–2025	147
Πίνακας 22 – Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους (ποσοστό % επί εσόδων), 2016–2025	150
Πίνακας 23 – Αριθμοδείκτες Βασικής Ικανότητας Κερδοφορίας (BEP) (%), 2016–2025	151
Πίνακας 24 – Αριθμοδείκτες Απόδοσης Συνολικού Ενεργητικού (ποσοστό %), 2016–2025	153
Πίνακας 25 – Αριθμοδείκτες Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ποσοστό %), 2016–2025	154
Πίνακας 26 – Αριθμοδείκτες Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια, 2016–2025	157
Πίνακας 27 – Αριθμοδείκτες Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια – Equity Ratio (%), 2016–2025	158
Πίνακας 28 – Αριθμοδείκτες Συνολικών Υποχρεώσεων προς Σύνολο Ενεργητικού (Total Liabilities-to-Assets Ratio), 2016–2025	159
Πίνακας 29 – Αριθμοδείκτες Κάλυψης Παγίων με Ίδια Κεφάλαια, 2016–2025	160
Πίνακας 30 – Αριθμοδείκτες Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις, 2016–2025	160
Πίνακας 31 – Αριθμοδείκτες Κάλυψης Τόκων (Times Interest Earned), 2016–2025	162
Πίνακας 32 – Συγκριτική παρουσίαση αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας για το 2025	164
Πίνακας 33 – Παρακρατηθέντα Κέρδη / Συσσωρευμένο Έλλειμμα των εταιρειών, 2016–2025	166
Πίνακας 34 – Χρηματιστηριακή Κεφαλαιοποίηση κοινών μετοχών στο τέλος κάθε χρήσης, 2016–2025	167
Πίνακας 35 – Συμπληρωματική common-equity εφαρμογή βάσει του original Altman Z-Score, 2016–2025	168

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ

20-F	Annual Report on Form 20-F
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
ASC	Accounting Standards Codification
ASU	Accounting Standards Update
BEP	Basic Earning Power
CII	Carbon Intensity Indicator
COGS	Cost of Goods Sold
DAC	Danaos Corporation – NYSE Ticker Symbol
DP2	Dynamic Positioning Class 2
DWT	Deadweight Tonnage
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EEXI	Energy Efficiency Existing Ship Index
ESG	Environmental, Social and Governance
FASB	Financial Accounting Standards Board
GHG	Greenhouse Gases
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMO	International Maritime Organization
IPO	Initial Public Offering
LLC	Limited Liability Company
LNG	Liquefied Natural Gas
LR1	Long Range 1
MARPOL	International Convention for the Prevention of Pollution from Ships
MEPC	Marine Environment Protection Committee
MIF	MIF Limited
MR	Medium Range
NWC	Net Working Capital
NYSE	New York Stock Exchange
OCI	Other Comprehensive Income
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROU	Right-of-Use
SBLK	Star Bulk Carriers Corp. – Nasdaq Ticker Symbol
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
TCE	Time Charter Equivalent
TEN	Tsakos Energy Navigation Limited
TEU	Twenty-foot Equivalent Unit
TIE	Times Interest Earned
TNP	Former NYSE Ticker Symbol of Tsakos Energy Navigation Limited
U.S. GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
VLCC	Very Large Crude Carrier
ZIM	ZIM Integrated Shipping Services Ltd.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΓΕΝΙΚΑ

Η ναυτιλία αποτελεί θεμελιώδη μηχανισμό λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς υποστηρίζει τη διακίνηση πρώτων υλών, ενεργειακών προϊόντων και μεταποιημένων αγαθών μεταξύ παραγωγικών και καταναλωτικών αγορών (UNCTAD 2025). Πρόκειται παράλληλα για δραστηριότητα υψηλής έντασης κεφαλαίου και έντονης κυκλικότητας, η οποία επηρεάζεται σημαντικά από τις μεταβολές της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, των εμπορικών ροών, της προσφοράς και ζήτησης μεταφορικής ικανότητας και των γεωπολιτικών συνθηκών (Alexandridis et al. 2018; Mohanty et al. 2021; UNCTAD 2025).

Η ναυτιλία δεν αποτελεί ενιαία και ομοιογενή αγορά (Mohanty et al. 2021). Οι αγορές ξηρού χύδην φορτίου, εμπορευματοκιβωτίων και δεξαμενόπλοιων χαρακτηρίζονται από διαφορετικούς κύκλους ναύλων, συνθήκες προσφοράς και ζήτησης, επενδυτικές ανάγκες και επιχειρηματικά χαρακτηριστικά (Michail and Melas 2020; Tvedt and Hovi 2024). Οι διαφοροποιήσεις αυτές έχουν ουσιώδη χρηματοοικονομική σημασία, καθώς συνδέονται με διαφορετικές συνθήκες διαμόρφωσης των εσόδων, της κερδοφορίας, των ταμειακών ροών, των επενδυτικών αποφάσεων και της δυνατότητας εξυπηρέτησης του δανεισμού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων (Alexandridis et al. 2018; Mohanty et al. 2021). Για τον λόγο αυτό, η χρηματοοικονομική τους εξέλιξη εξετάζεται σε συνδυασμό με το περιβάλλον της επιμέρους αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται, χωρίς να αποδίδεται αυτοτελής ή μονοσήμαντη αιτιώδης επίδραση σε έναν μόνο παράγοντα.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η ελληνόκτητη ναυτιλία, λόγω της ισχυρής παρουσίας της στη διεθνή ναυτιλιακή δραστηριότητα και ειδικότερα σε βασικές κατηγορίες πλοίων (Union of Greek Shipowners 2026). Η εξέταση εισηγμένων ναυτιλιακών εταιρειών ελληνικών συμφερόντων παρέχει επιπλέον τη δυνατότητα αξιοποίησης συνεχούς και ελεγχμένης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και, συνεπώς, ανάπτυξης συστηματικής διαχρονικής και συγκριτικής ανάλυσης.

Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στις Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited. Η Star Bulk Carriers Corp., εφεξής Star Bulk, δραστηριοποιείται κυρίως στην αγορά ξηρού χύδην φορτίου (Star Bulk

Carriers Corp. 2026), η Danaos Corporation, εφεξής Danaos, στην αγορά μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, έχοντας επεκταθεί από το 2023 και στο dry bulk (Danaos Corporation 2026), και η Tsakos Energy Navigation Limited, εφεξής TEN, στην αγορά των δεξαμενόπλοιων και των ενεργειακών μεταφορών (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

ΣΚΟΠΟΣ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η συγκριτική ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών στο πλαίσιο μιας ευρύτερης αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής εξέλιξης των ναυτιλιακών εταιρειών ελληνικών συμφερόντων Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited κατά την περίοδο 2016–2025.

Η ανάλυση αποσκοπεί στην εξέταση της μεταβολής της χρηματοοικονομικής θέσης και επίδοσης κάθε εταιρείας μέσα στη δεκαετία, με έμφαση στη ρευστότητα, στη δραστηριότητα και στην αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, στην αποδοτικότητα, καθώς και στην κεφαλαιακή διάρθρωση, στη μόχλευση και στη φερεγγυότητα. Μέσω κοινού πλαισίου αριθμοδεικτών επιδιώκεται τόσο η διαχρονική αξιολόγηση κάθε εταιρείας όσο και η ανάδειξη των σημαντικότερων διαφορών, μεταβολών και σημείων καμπής μεταξύ των τριών επιχειρήσεων.

Παράλληλα, επιδιώκεται η διερεύνηση του βαθμού στον οποίο η χρηματοοικονομική τους εξέλιξη μπορεί να ερμηνευθεί σε συνδυασμό με τις τεκμηριωμένες στρατηγικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές τους και με τις συνθήκες των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται. Με τον τρόπο αυτό, η χρηματοοικονομική ανάλυση εντάσσεται στο ευρύτερο οικονομικό και στρατηγικό περιβάλλον της δραστηριότητας των εξεταζόμενων εταιρειών, χωρίς να επιχειρείται, μέσω της περιγραφικής και συγκριτικής μεθοδολογίας, μονοσήμαντη αιτιώδης απόδοση των παρατηρούμενων διαφορών.

ΣΥΜΒΟΛΗ ΚΑΙ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η προστιθέμενη αξία της παρούσας εργασίας εντοπίζεται στη συστηματική και ενιαία συγκριτική εξέταση τριών εισηγμένων ναυτιλιακών εταιρειών ελληνικών συμφερόντων, με διαφορετική βασική έκθεση στις αγορές dry bulk, containerships και tankers, σε κοινό δεκαετές χρονικό πλαίσιο 2016–2025. Η ανάλυση εφαρμόζει κοινό

μεθοδολογικό πλαίσιο και συνεπείς λογιστικές και αριθμοδεικτικές παραδοχές στις τρεις εταιρείες, με ρητή τεκμηρίωση τυχόν ειδικών περιπτώσεων, βασίζεται κατά κύριο λόγο σε ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και σε επίσημες εταιρικές γνωστοποιήσεις και επιδιώκει να διατηρεί σαφή ιχνηλασιμότητα μεταξύ των χρησιμοποιούμενων λογιστικών μεγεθών και των υπολογιζόμενων αριθμοδεικτών.

Παράλληλα, η χρηματοοικονομική ανάλυση δεν περιορίζεται στην απομονωμένη παρουσίαση των αριθμοδεικτών, αλλά εξετάζει τη διαχρονική τους εξέλιξη σε συνδυασμό με τεκμηριωμένες μεταβολές στην εταιρική περίμετρο, στη χρηματοδοτική διάρθρωση και στις επενδυτικές επιλογές των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορετικές συνθήκες των επιμέρους ναυλαγορών. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη μεθοδολογική συγκρισιμότητα: όταν ένα θεωρητικά απαιτούμενο λογιστικό μέγεθος δεν μπορεί να προσδιοριστεί με ενιαίο, τεκμηριωμένο και οικονομικά συνεπή τρόπο για όλες τις εταιρείες και χρήσεις, αποφεύγεται η κατασκευή αυθαίρετων υποκατάστατων αποκλειστικά για την παραγωγή πρόσθετων αριθμοδεικτών.

Υπό αυτή την έννοια, η εργασία λειτουργεί ως συγκριτική διαχρονική μελέτη τριών συγκεκριμένων εταιρικών περιπτώσεων. Τα ευρήματά της αφορούν τη χρηματοοικονομική εξέλιξη του συγκεκριμένου δείγματος και δεν αντιμετωπίζονται ως αντιπροσωπευτικές ή καθολικές διαπιστώσεις για το σύνολο των αντίστοιχων ναυτιλιακών αγορών ή του ναυτιλιακού κλάδου.

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ

Η έρευνα οργανώνεται γύρω από τα ακόλουθα ερευνητικά ερωτήματα:

1. Πώς μεταβλήθηκε η χρηματοοικονομική κατάσταση των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited κατά την περίοδο 2016–2025;
2. Ποιες είναι οι σημαντικότερες διαφορές που προκύπτουν από τη συγκριτική ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών των τριών εταιρειών κατά την περίοδο 2016–2025;

3. Σε ποιον βαθμό η χρηματοοικονομική εικόνα των εξεταζόμενων εταιρειών μπορεί να ερμηνευθεί με βάση τις στρατηγικές επιλογές τους και τις συνθήκες των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται;

ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας επιλέχθηκαν τρεις εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων και καθορίστηκε ως χρονικό πεδίο έρευνας η δεκαετία 2016–2025. Η επιλογή του δείγματος βασίστηκε αφενός στη διαθεσιμότητα συνεχούς και ελεγμένης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και αφετέρου στην επιδίωξη συγκριτικής εξέτασης εταιρειών με διαφορετική βασική έκθεση σε σημαντικά τμήματα της ναυτιλιακής αγοράς.

Επιλέχθηκε η συγκριτική εξέταση εταιρειών που κατά το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου έχουν διαφορετική βασική έκθεση σε επιμέρους ναυλαγορές, ώστε να εξετάζονται διαφορετικά τμήματα της ναυτιλιακής αγοράς. Η συγκρισιμότητα επιδιώκεται μέσω του κοινού χρονικού ορίζοντα, της χρήσης δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών στοιχείων και της συνεπούς εφαρμογής κοινού μεθοδολογικού και αριθμοδεικτικού πλαισίου. Οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιμέρους αγορών ως προς τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης, τους ναύλους, τους επενδυτικούς κύκλους και τις χρηματοδοτικές ανάγκες (UNCTAD 2025; Michail and Melas 2020; Tvedt and Hovi 2024) λαμβάνονται υπόψη κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Στοιχεία πάσης φύσεως που αφορούν το 2026 χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για την αποτύπωση της πλέον πρόσφατης διαθέσιμης εικόνας της ελληνόκτητης ναυτιλίας και των υπό εξέταση εταιρειών και δεν μεταβάλλουν το εμπειρικό χρονικό πεδίο 2016–2025 της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Τυχόν μεταβολές του επιχειρηματικού προσανατολισμού ή της εταιρικής περιμέτρου κατά τη διάρκεια της περιόδου αντιμετωπίζονται ως ουσιώδεις εταιρικές και οικονομικές μεταβολές και δεν εξομαλύνονται μέσω υποθετικών *pro forma* προσαρμογών. Η αρχή αυτή αφορά, μεταξύ άλλων, τη συγχώνευση της Star Bulk με την Eagle Bulk το 2024 (Star Bulk Carriers Corp. 2026) και την επανείσοδο της Danaos στο dry bulk από το 2023 (Danaos Corporation 2026).

Η επιλογή δεκαετούς χρονικού ορίζοντα επιτρέπει την παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής εξέλιξης των επιχειρήσεων σε διαφορετικές φάσεις των ναυτιλιακών αγορών, συμπεριλαμβανομένων περιόδων σημαντικών διακυμάνσεων στους ναύλους, μεταβολών στην εταιρική και περιουσιακή βάση, αναδιαρθρώσεων δανεισμού, επενδυτικών προγραμμάτων και σημαντικών εξωτερικών διαταραχών.

Για τους αριθμοδείκτες του Κεφαλαίου 6 που απαιτούν μέσο υπόλοιπο λογαριασμού Ισολογισμού, το δημοσιευμένο υπόλοιπο της 31ης Δεκεμβρίου 2015 χρησιμοποιείται αποκλειστικά ως αρχικό υπόλοιπο της χρήσης 2016, εφόσον είναι άμεσα ανιχνεύσιμο σε ελεγμένη δημοσιευμένη οικονομική κατάσταση. Το ποσό αυτό δεν εντάσσεται στη συγκριτική περίοδο 2016–2025 ούτε παρουσιάζεται ως αυτοτελής εξεταζόμενη χρήση.

Κατά την παρουσίαση της εξελικτικής πορείας των εταιρειών εξετάζονται οικονομικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές μεταβολές που σχετίζονται άμεσα με το αντικείμενο της έρευνας. Ζητήματα διοίκησης, προσωπικού, οργανωτικής δομής ή εσωτερικών διαδικασιών λήψης αποφάσεων δεν αποτελούν αυτοτελές αντικείμενο της παρούσας ανάλυσης.

Τα λογιστικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία αντλούνται κατά κύριο λόγο από πρωτογενείς και επίσημες πηγές, ιδίως από τις ελεγμένες ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, τις Ετήσιες Εκθέσεις και τα Έντυπα 20-F των εξεταζόμενων εταιρειών. Όπου απαιτείται αγοραία ή άλλη πληροφορία που δεν παρέχεται στις ανωτέρω πηγές, χρησιμοποιείται συνεπής και τεκμηριωμένη δευτερογενής πηγή. Για λόγους συγκρισιμότητας, τα χρηματοοικονομικά μεγέθη παρουσιάζονται σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ, εκτός εάν αναφέρεται ρητά διαφορετική μονάδα μέτρησης.

Κατά την ανάλυση των αριθμοδεικτών, όταν το θεωρητικά απαιτούμενο λογιστικό μέγεθος δεν είναι διαθέσιμο με ενιαίο και συγκρίσιμο τρόπο για τις τρεις εταιρείες, δεν χρησιμοποιείται αυθαίρετο υποκατάστατο που θα μετέβαλλε την οικονομική έννοια του δείκτη. Στις περιπτώσεις αυτές ο αντίστοιχος δείκτης δεν υπολογίζεται και η σχετική μεθοδολογική επιλογή αιτιολογείται στην εμπειρική ανάλυση.

Ο δείκτης Altman Z-Score χρησιμοποιείται αποκλειστικά συμπληρωματικά και δεν αντιμετωπίζεται ως απόλυτο ή μηχανικό κριτήριο χρηματοοικονομικής δυσχέρειας ή πτώχευσης στον ναυτιλιακό κλάδο. Η ερμηνεία του πραγματοποιείται σε συνδυασμό με τη διαχρονική του εξέλιξη και με τους υπόλοιπους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες.

Για τους σκοπούς της εργασίας, η συγκριτική ανάλυση περιορίζεται σε χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες και δεν επεκτείνεται σε επενδυτικούς ή ειδικούς ναυτιλιακούς δείκτες.

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ

Η παρούσα εργασία ακολουθεί συγκριτική και διαχρονική χρηματοοικονομική ανάλυση των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited για την περίοδο 2016–2025. Η ερευνητική προσέγγιση συνδυάζει την εξέταση του ευρύτερου ναυτιλιακού περιβάλλοντος, την ιστορική και στρατηγική πορεία των εταιρειών, τη συγκέντρωση των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών τους στοιχείων και την εφαρμογή κοινού πλαισίου χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών.

Αρχικά εξετάζονται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των αγορών dry bulk, containerships και tankers, καθώς οι χρηματοοικονομικές επιδόσεις των εξεταζόμενων εταιρειών αξιολογούνται σε συνάρτηση με διαφορετικές συνθήκες προσφοράς και ζήτησης, ναύλων και επενδυτικών κύκλων. Παράλληλα, η ιστορική και στρατηγική εξέλιξη κάθε εταιρείας χρησιμοποιείται ως ερμηνευτικό υπόβαθρο για οικονομικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές μεταβολές που καταγράφονται κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Η χρηματοοικονομική βάση της έρευνας στηρίζεται κυρίως στις Ετήσιες Εκθέσεις, στα Έντυπα 20-F και στις ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των τριών εταιρειών. Οι ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και των τριών εταιρειών καταρτίζονται σύμφωνα με τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών (U.S. GAAP), γεγονός που παρέχει κοινή λογιστική βάση για τη συγκριτική ανάλυση. Χρησιμοποιούνται στοιχεία από τον Ενοποιημένο Ισολογισμό, την Ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων, την Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών και, όπου απαιτείται, από την Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων και τις σχετικές επεξηγηματικές σημειώσεις.

Η επεξεργασία των στοιχείων βασίζεται κατά κανόνα στις λογιστικές ταξινομήσεις των δημοσιευμένων καταστάσεων και συνοδεύεται από ελέγχους εσωτερικής αριθμητικής συνέπειας. Τυχόν ειδικές μεθοδολογικές ταξινομήσεις που απαιτούνται για την εφαρμογή συγκεκριμένων αριθμοδεικτών τεκμηριώνονται ρητά στις αντίστοιχες ενότητες της εμπειρικής ανάλυσης και δεν συνιστούν αναταξινόμηση των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Στη συνέχεια εφαρμόζεται ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, οργανωμένων σε τέσσερις βασικές κατηγορίες: δείκτες ρευστότητας, δείκτες δραστηριότητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας, δείκτες αποδοτικότητας και δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας. Οι δείκτες εξετάζονται διαχρονικά και συγκριτικά, με έμφαση στις βασικές τάσεις, στις σημαντικές μεταβολές και στα σημεία καμπής. Οι υπολογισμοί πραγματοποιούνται με βάση κοινά και οικονομικά συγκρίσιμα δεδομένα για τις τρεις εταιρείες και με συνεπή εφαρμογή των ορισμών που έχουν καθοριστεί στο θεωρητικό και μεθοδολογικό πλαίσιο της εργασίας.

Τέλος, τα αριθμητικά αποτελέσματα ερμηνεύονται σε συνδυασμό με τις τεκμηριωμένες στρατηγικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές των εταιρειών και με τις συνθήκες των αντίστοιχων ναυτιλιακών αγορών. Κατά την ερμηνεία διακρίνεται η παρατηρούμενη χρηματοοικονομική και χρονική συνάφεια από την αιτιώδη απόδοση. Η προσέγγιση της παρούσας εργασίας είναι περιγραφική, συγκριτική και ερμηνευτική και δεν επιχειρεί στατιστική ή οικονομετρική απομόνωση της ανεξάρτητης επίδρασης των εταιρικών στρατηγικών, των συνθηκών της αγοράς ή άλλων επιμέρους παραγόντων στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα.

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η ερευνητική προσέγγιση της παρούσας εργασίας υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς, οι οποίοι οριοθετούν το πεδίο της ανάλυσης και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Αρχικά, το δείγμα περιορίζεται σε τρεις εισηγμένες εταιρείες ελληνικών συμφερόντων και σε συγκεκριμένη δεκαετή περίοδο. Οι τρεις εξεταζόμενες εταιρείες έχουν διαφορετική βασική έκθεση σε επιμέρους ναυτιλιακές αγορές. Η Star Bulk δραστηριοποιείται κυρίως στο dry bulk (Star Bulk Carriers Corp. 2026), η Danaos ιστορικά στα containerships και από το 2023 και στο dry bulk (Danaos Corporation 2026), ενώ η TEN στα tankers και στις ενεργειακές μεταφορές (Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Οι αγορές αυτές χαρακτηρίζονται από διαφορετικούς κύκλους ναύλων, συνθήκες προσφοράς και ζήτησης, επενδυτικούς κύκλους και χρηματοδοτικές ανάγκες (UNCTAD 2025; Michail and Melas 2020; Tvedt and Hovi 2024). Κατά συνέπεια, η μεταξύ τους σύγκριση αποσκοπεί κυρίως στην αξιολόγηση της διαχρονικής χρηματοοικονομικής πορείας και των

διαφορετικών προτύπων εξέλιξης και όχι στην ανάδειξη μίας εταιρείας ως ομοιόμορφα χρηματοοικονομικά ισχυρότερης σε όλες τις εξεταζόμενες διαστάσεις.

Επιπλέον, κατά την εξεταζόμενη περίοδο πραγματοποιήθηκαν σημαντικές διαρθρωτικές μεταβολές, όπως η συγχώνευση της Star Bulk με την Eagle Bulk το 2024 (Star Bulk Carriers Corp. 2026) και η επέκταση της Danaos στο dry bulk από το 2023 (Danaos Corporation 2026). Συναφώς, ορισμένες μεταβολές στους αριθμοδείκτες μπορούν να συνδέονται αφενός με διαφοροποιήσεις στη λειτουργική επίδοση αφετέρου με μεταβολές στο μέγεθος, στη σύνθεση της περιουσιακής βάσης ή στον επιχειρηματικό προσανατολισμό των εταιρειών. Οι μεταβολές αυτές λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαχρονική ερμηνεία και δεν εξομαλύνονται μέσω υποθετικών *pro forma* προσαρμογών.

Με δεδομένο ότι το δείγμα περιλαμβάνει μόνο τρεις συγκεκριμένες εταιρικές περιπτώσεις με διαφορετική βασική έκθεση στις επιμέρους ναυτιλιακές αγορές, η παρούσα έρευνα δεν επιτρέπει την πλήρη απομόνωση της επίδρασης της εκάστοτε ναυλαγοράς από τα ιδιαίτερα εταιρικά χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης. Κατά συνέπεια, οι διαφορές που παρατηρούνται μεταξύ των Star Bulk, Danaos και TEN δεν ερμηνεύονται ως αντιπροσωπευτικές διαφορές μεταξύ του συνόλου των εταιρειών dry bulk, containerships και tankers, αλλά ως συγκριτικά ευρήματα των συγκεκριμένων εταιρικών περιπτώσεων.

Ένας ακόμη περιορισμός αφορά τη διαθεσιμότητα και τη συγκρισιμότητα των απαιτούμενων χρηματοοικονομικών δεδομένων. Δεν ήταν δυνατό να δημιουργηθούν για όλες τις εταιρείες και για ολόκληρη τη δεκαετία ομοιογενείς σειρές για κάθε θεωρητικά προβλεπόμενο αριθμοδείκτη. Για τον λόγο αυτό, όπου τα απαιτούμενα στοιχεία δεν μπορούσαν να προσδιοριστούν με ενιαίο και οικονομικά συγκρίσιμο τρόπο, προτιμήθηκε η μη εφαρμογή του αντίστοιχου δείκτη αντί της χρήσης αυθαίρετων υποκατάστατων. Παράλληλα, για ορισμένους εφαρμοζόμενους δείκτες απαιτήθηκαν συγκεκριμένες μεθοδολογικές επιλογές, οι οποίες τεκμηριώνονται στις αντίστοιχες ενότητες της εμπειρικής ανάλυσης και λαμβάνονται υπόψη κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Η αρχή αυτή εφαρμόζεται και στον Debt-to-Equity Ratio, όπως αυτός ορίζεται στο θεωρητικό πλαίσιο της εργασίας με βάση το interest-bearing financial debt, καθώς η συνεπής εφαρμογή του προϋποθέτει επαρκώς ομοιογενή δεκαετή σειρά του αντίστοιχου μεγέθους. Εφόσον τέτοια σειρά δεν ήταν δυνατό να τεκμηριωθεί με ενιαίο τρόπο για όλες τις εταιρείες και χρήσεις, δεν κατασκευάστηκε τεχνητός Debt-to-Equity Ratio. Παράλληλα, σύμφωνα με

το θεωρητικό και εμπειρικό πλαίσιο της εργασίας, η εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιεί διακριτά τον δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια, όπου ο όρος «Ξένα Κεφάλαια» αντιστοιχεί στις δημοσιευμένες Συνολικές Υποχρεώσεις (Total Liabilities). Ο δείκτης αυτός αποτυπώνει τη λογιστική κεφαλαιακή διάρθρωση και δεν ταυτίζεται με δείκτη έντοκου χρηματοοικονομικού χρέους.

Ειδικός περιορισμός αφορά τη συμπληρωματική εφαρμογή του κλασικού Altman Z-Score στον ναυτιλιακό κλάδο. Οι συμβατικές ζώνες του υποδείγματος δεν αντιμετωπίζονται ως αυτόματη ή μηχανική ένδειξη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας ή πτώχευσης (Altman 1968; Altman et al. 2017). Η αξιολόγηση βασίζεται κυρίως στη διαχρονική εξέλιξη του δείκτη και στη συνδυαστική ερμηνεία του με τους υπόλοιπους αριθμοδείκτες, λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των κεφαλαιοβόρων και κυκλικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Η εργασία βασίζεται κυρίως σε ελεγμένα ετήσια χρηματοοικονομικά στοιχεία. Η επιλογή αυτή ενισχύει την αξιοπιστία και τη συγκρισιμότητα των χρησιμοποιούμενων δεδομένων, αλλά δεν αποτυπώνει πλήρως τις διακυμάνσεις εντός έτους, οι οποίες μπορεί να είναι ουσιώδεις στις κυκλικές ναυτιλιακές αγορές. Επιπλέον, η ανάλυση βασίζεται κατά κύριο λόγο σε λογιστικές αξίες και, επομένως, δεν ενσωματώνει πλήρως τις διαχρονικές μεταβολές στις αγοραίες αξίες των πλοίων και των λοιπών περιουσιακών στοιχείων.

Τέλος, η ανάλυση αριθμοδεικτών έχει περιγραφικό, συγκριτικό και ερμηνευτικό χαρακτήρα και δεν επιτρέπει από μόνη της την τεκμηρίωση αιτιωδών σχέσεων μεταξύ στρατηγικών επιλογών, συνθηκών αγοράς και χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων. Τα συμπεράσματα αφορούν αποκλειστικά τη συγκριτική και διαχρονική αξιολόγηση του συγκεκριμένου δείγματος και δεν γενικεύονται αυτομάτως στο σύνολο της ελληνικής ή της διεθνούς ναυτιλίας.

ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η εργασία διαρθρώνεται σε επτά κεφάλαια, τα οποία ακολουθούν διαδοχικά τη μετάβαση από το ευρύτερο ναυτιλιακό και λογιστικό πλαίσιο στη θεωρητική θεμελίωση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών και, στη συνέχεια, στην εμπειρική και συγκριτική ανάλυση των τριών εξεταζόμενων εταιρειών.

Το Κεφάλαιο 1 εξετάζει τη σημασία της ναυτιλίας στην παγκόσμια οικονομία, τη θέση και τη συμβολή της ελληνόκτητης ναυτιλίας, τις βασικές ιδιαιτερότητες του ναυτιλιακού κλάδου και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των αγορών dry bulk, containerships και tankers, διαμορφώνοντας το πλαίσιο για την ερμηνεία της χρηματοοικονομικής εξέλιξης των εξεταζόμενων εταιρειών.

Το Κεφάλαιο 2 παρουσιάζει τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και την πληροφοριακή βάση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Εξετάζονται οι βασικές λογιστικές καταστάσεις, τα κύρια λογιστικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται στη συνέχεια της εργασίας και οι αρχές που διέπουν την αξιοποίηση της δημοσιευμένης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, με σαφή διάκριση μεταξύ του γενικού θεωρητικού πλαισίου και της εμπειρικής λογιστικής βάσης U.S. GAAP των τριών εταιρειών.

Το Κεφάλαιο 3 αναπτύσσει τη θεωρητική προσέγγιση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών και παρουσιάζει τις βασικές αρχές υπολογισμού και ερμηνείας τους. Οι δείκτες οργανώνονται στις τέσσερις βασικές κατηγορίες ρευστότητας, δραστηριότητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας, αποδοτικότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας, με έμφαση στη συνδυαστική και όχι απομονωμένη αξιολόγησή τους.

Το Κεφάλαιο 4 εξετάζει την ιστορική εξέλιξη και τις στρατηγικές και επενδυτικές επιλογές των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited. Η ανάλυση εστιάζει στις διαφορετικές διαδρομές εταιρικής ανάπτυξης, στις μεταβολές της εταιρικής περιμέτρου, στις επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές και στις σημαντικότερες εξελίξεις που ερμηνεύουν τη μεταγενέστερη χρηματοοικονομική τους πορεία, χωρίς αιτιοκρατική απόδοση των παρατηρούμενων μεταβολών.

Το Κεφάλαιο 5 παρουσιάζει τη μεθοδολογία συλλογής και επεξεργασίας των χρηματοοικονομικών δεδομένων και αναλύει τα βασικά δημοσιευμένα χρηματοοικονομικά μεγέθη των τριών εταιρειών για την περίοδο 2016–2025. Η ανάλυση βασίζεται κυρίως στις ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και στα Form 20-F, με προτεραιότητα στις δημοσιευμένες λογιστικές ταξινομήσεις και στις σχετικές γνωστοποιήσεις, και δημιουργεί την ελεγχόμενη βάση δεδομένων για την αριθμοδεικτική ανάλυση του επόμενου κεφαλαίου.

Στο Κεφάλαιο 6 εφαρμόζονται εμπειρικά οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες στις τρεις εταιρείες για την περίοδο 2016–2025. Η ανάλυση ακολουθεί τις τέσσερις βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών, εφαρμόζει κοινές και τεκμηριωμένες μεθοδολογικές παραδοχές και επικεντρώνεται στη διαχρονική εξέλιξη, στις σημαντικές μεταβολές και στα σημεία καμπής, καθώς και στις συγκλίσεις και αποκλίσεις μεταξύ των εταιρειών.

Τέλος, το Κεφάλαιο 7 συνθέτει τα βασικά ευρήματα που προέκυψαν από την ιστορική και στρατηγική εξέταση των εταιρειών, την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τη συγκριτική εφαρμογή των αριθμοδεικτών. Παρουσιάζεται η συνολική συνθετική αποτίμηση των αποτελεσμάτων, δίνονται απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα και διατυπώνονται προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΤΑ ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

1.1 ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η ναυτιλία αποτελεί θεμελιώδη μηχανισμό λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς υποστηρίζει τη μεταφορά πρώτων υλών, ενεργειακών προϊόντων, ενδιάμεσων εισροών και μεταποιημένων αγαθών μεταξύ παραγωγικών και καταναλωτικών αγορών. Περίπου το 80% του όγκου του διεθνούς εμπορίου αγαθών μεταφέρεται διά θαλάσσης, γεγονός που αναδεικνύει τον κεντρικό ρόλο των θαλάσσιων μεταφορών στη λειτουργία του διεθνούς εμπορίου και των παγκόσμιων αλυσίδων εφοδιασμού (UNCTAD 2025a).

Η οικονομική σημασία της θαλάσσιας μεταφοράς συνδέεται κυρίως με τη δυνατότητα μετακίνησης πολύ μεγάλων ποσοτήτων φορτίου σε μεγάλες αποστάσεις με σχετικά χαμηλό κόστος ανά μονάδα μεταφερόμενου φορτίου. Σύμφωνα με την UNCTAD, ο όγκος του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου ανήλθε σε περίπου 12,72 δισ. τόνους το 2024, παρουσιάζοντας αύξηση 2,2% σε σχέση με το προηγούμενο έτος (UNCTAD 2025a). Το θαλάσσιο εμπόριο περιλαμβάνει διαφορετικές κατηγορίες φορτίων, όπως ξηρά χύδην φορτία, ενεργειακά προϊόντα, πρώτες ύλες και γενικά ή μεταποιημένα φορτία που μεταφέρονται σε μεγάλο βαθμό με εμπορευματοκιβώτια. Η διαφοροποίηση αυτή οδηγεί στη διαμόρφωση επιμέρους ναυτιλιακών αγορών με διαφορετικά χαρακτηριστικά ζήτησης, τιμολόγησης, εμπορικής οργάνωσης και επενδυτικού κινδύνου.

Η ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες αποτελεί κατά βάση παράγωγη ζήτηση, καθώς προκύπτει από την ανάγκη γεωγραφικής μετακίνησης εμπορευμάτων που παράγονται και καταναλώνονται σε διαφορετικές περιοχές του κόσμου. Οι μεταβολές στο παγκόσμιο ΑΕΠ, στη βιομηχανική παραγωγή, στην ενεργειακή κατανάλωση και στις διεθνείς εμπορικές ροές διαμορφώνουν επομένως διαφορετικές συνθήκες ζήτησης στις επιμέρους ναυτιλιακές αγορές. Παράλληλα, η αποτελεσματικότητα των θαλάσσιων μεταφορών συνδέεται με το κόστος διακίνησης των εμπορευμάτων και με τη δυνατότητα γεωγραφικής εξειδίκευσης της παραγωγής. Η αλληλεπίδραση αυτή συνδέει στενά τις συνθήκες της παγκόσμιας οικονομίας με τη διαμόρφωση των ναύλων, των εσόδων και, τελικά, της οικονομικής επίδοσης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων (Michail and Melas 2020).

Η ζήτηση ναυτιλιακής χωρητικότητας δεν εξαρτάται μόνο από τον όγκο των μεταφερόμενων φορτίων αλλά και από τις αποστάσεις μεταφοράς. Η έννοια των ton-miles συνδυάζει την ποσότητα του μεταφερόμενου φορτίου με τη διανυόμενη απόσταση και αποτελεί χρήσιμο μέτρο του πραγματικού μεταφορικού έργου. Μία αναδιάταξη των εμπορικών διαδρομών μπορεί, επομένως, να δεσμεύσει μεγαλύτερο μέρος της διαθέσιμης χωρητικότητας ακόμη και όταν ο συνολικός όγκος του μεταφερόμενου φορτίου δεν αυξάνεται αντίστοιχα. Η σημασία της διάστασης αυτής ήταν ιδιαίτερα εμφανής το 2024, όταν οι ton-miles αυξήθηκαν κατά περίπου 5,9%, έναντι αύξησης 2,2% του όγκου του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου, κυρίως λόγω μεγαλύτερων αποστάσεων και αναδρομολογήσεων εμπορικών ροών (UNCTAD 2025a).

Οι γεωπολιτικές και λειτουργικές διαταραχές μπορούν επίσης να επηρεάσουν ουσιαστικά τη λειτουργία των θαλάσσιων μεταφορών. Περιορισμοί ή αυξημένος κίνδυνος σε στρατηγικά θαλάσσια περάσματα μπορούν να οδηγήσουν σε αναδρομολογήσεις πλοίων, μεγαλύτερες αποστάσεις, αυξημένη κατανάλωση καυσίμων και μεγαλύτερη δέσμευση διαθέσιμης χωρητικότητας. Οι επιδράσεις αυτές μπορούν να μεταβάλουν το κόστος μεταφοράς και τις συνθήκες της ναυλαγοράς και, κατ' επέκταση, να επηρεάσουν το λειτουργικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον των ναυτιλιακών επιχειρήσεων (UNCTAD 2024).

Παράλληλα, η διεθνής ναυτιλία βρίσκεται σε διαδικασία περιβαλλοντικού και τεχνολογικού μετασχηματισμού. Οι απαιτήσεις του International Maritime Organization (IMO) για την ενεργειακή απόδοση και την ένταση άνθρακα των πλοίων, μεταξύ των οποίων οι δείκτες EEXI και CII, έχουν ήδη ενσωματωθεί στο διεθνές κανονιστικό πλαίσιο (IMO

2022). Η 2023 IMO Strategy on Reduction of GHG Emissions from Ships θέτει ως επίπεδο φιλοδοξίας την επίτευξη καθαρών μηδενικών εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου από τη διεθνή ναυτιλία έως ή περίπου έως το 2050 (IMO 2023).

Σε μεταγενέστερο στάδιο, το MEPC 83 ενέκρινε τον Απρίλιο του 2025 σχέδιο τροποποιήσεων του MARPOL Annex VI, στο οποίο ενσωματώνεται το IMO Net-Zero Framework. Η προβλεπόμενη διαδικασία οριστικής υιοθέτησης δεν ολοκληρώθηκε το 2025, καθώς η σχετική έκτακτη σύνοδος του MEPC τον Οκτώβριο του 2025 διέκοψε τις συζητήσεις για έναν χρόνο (IMO 2025). Στο MEPC 84, που πραγματοποιήθηκε από τις 27 Απριλίου έως την 1η Μαΐου 2026, συμφωνήθηκε η συνέχιση των εργασιών και η σύσταση διασυνεδριακής ομάδας εργασίας για την επίλυση των εκκρεμών ζητημάτων πριν από τις επόμενες συνεδριάσεις (IMO 2026). Επομένως, οι σχετικές τροποποιήσεις δεν έχουν ακόμη οριστικά υιοθετηθεί και το προτεινόμενο πλαίσιο δεν έχει τεθεί σε ισχύ. Η κανονιστική αυτή μετάβαση δημιουργεί πρόσθετες παραμέτρους για τις επενδύσεις σε νέα πλοία, τις τεχνολογικές επιλογές, τα καύσιμα, το λειτουργικό κόστος και τη μελλοντική οικονομική αξία των υφιστάμενων στόλων.

1.2 Η ΘΕΣΗ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΟΚΤΗΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η ελληνόκτητη ναυτιλία κατέχει ιδιαίτερα σημαντική θέση στη διεθνή ναυτιλιακή δραστηριότητα, παρά το σχετικά περιορισμένο μέγεθος της ελληνικής οικονομίας. Ο όρος «ελληνόκτητος στόλος» δεν ταυτίζεται με τον στόλο υπό ελληνική σημαία, αλλά αναφέρεται στον στόλο που ελέγχεται από ελληνικά πλοιοκτητικά συμφέροντα, ανεξαρτήτως της σημαίας που φέρουν τα επιμέρους πλοία (Union of Greek Shipowners 2026).

Σύμφωνα με την Ένωση Ελλήνων Εφοπλιστών, στις αρχές του 2026 ο ελληνόκτητος εμπορικός στόλος αριθμούσε περίπου 5.800 πλοία και αντιστοιχούσε σε περίπου 458 εκατ. DWT. Η χωρητικότητα αυτή αντιπροσώπευε περίπου το 19,1% της παγκόσμιας χωρητικότητας σε όρους deadweight tonnage, κατατάσσοντας την ελληνόκτητη ναυτιλία μεταξύ των μεγαλύτερων παγκοσμίως σε όρους ελεγχόμενης χωρητικότητας (Union of Greek Shipowners 2026).

Η παρουσία των ελληνικών πλοιοκτητικών συμφερόντων είναι ιδιαίτερα ισχυρή σε βασικούς τύπους πλοίων. Με βάση τα στοιχεία του 2026, ο ελληνόκτητος στόλος αντιπροσωπεύει περίπου το 26% της παγκόσμιας χωρητικότητας των oil tankers και περίπου

το 22% της χωρητικότητας των bulk carriers. Ισχυρή παρουσία καταγράφεται επίσης στα LNG carriers, στα chemical tankers και σε άλλους τύπους πλοίων. Η διάρθρωση αυτή αντανακλά τον ιστορικό προσανατολισμό της ελληνόκτητης ναυτιλίας σε δραστηριότητες bulk και tramp shipping, δηλαδή στη μεταφορά μεγάλων ποσοτήτων φορτίων σε διεθνείς εμπορικές διαδρομές χωρίς την αναγκαία λειτουργία προκαθορισμένων τακτικών γραμμών (Union of Greek Shipowners 2026).

Ο διεθνής χαρακτήρας της ελληνόκτητης ναυτιλίας είναι ιδιαίτερα έντονος. Σύμφωνα με την Ένωση Ελλήνων Εφοπλιστών, περίπου το 98% της ελληνόκτητης χωρητικότητας εξυπηρετεί εμπορικές ροές μεταξύ τρίτων χωρών. Κατά το 2025, ελληνόκτητα πλοία πραγματοποίησαν περισσότερες από 175.000 λιμενικές προσεγγίσεις σε 171 χώρες. Τα στοιχεία αυτά αποτυπώνουν τον έντονα διεθνή χαρακτήρα της ελληνόκτητης ναυτιλίας, η οποία εξυπηρετεί κατά κύριο λόγο εμπορικές ροές μεταξύ τρίτων χωρών και δεν περιορίζεται στην εξυπηρέτηση του ελληνικού εξωτερικού εμπορίου (Union of Greek Shipowners 2026).

Η ελληνόκτητη ναυτιλία κατέχει επίσης ιδιαίτερα σημαντική θέση στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της Ένωσης Ελλήνων Εφοπλιστών, η ελληνόκτητη χωρητικότητα αντιπροσωπεύει περίπου το 61% της συνολικής χωρητικότητας του εμπορικού στόλου που ελέγχεται από συμφέροντα κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η κλίμακα αυτή αναδεικνύει τη σημασία της ελληνόκτητης ναυτιλίας στο πλαίσιο της ευρωπαϊκής εμπορικής συνδεσιμότητας, της ενεργειακής ασφάλειας, της ανταγωνιστικότητας και της περιβαλλοντικής μετάβασης (Union of Greek Shipowners 2026).

Η ναυτιλιακή δραστηριότητα συνδέεται παράλληλα με ένα ευρύτερο επιχειρηματικό οικοσύστημα στην Ελλάδα, το οποίο περιλαμβάνει εταιρείες διαχείρισης πλοίων, χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες, ναυλομεσιτεία, τεχνικές και νομικές υπηρεσίες, προμηθευτές και άλλες συναφείς δραστηριότητες. Επομένως, η οικονομική σημασία της ελληνόκτητης ναυτιλίας δεν περιορίζεται αποκλειστικά στην άμεση δραστηριότητα των πλοιοκτητριών εταιρειών (Martinis et al. 2024).

Σημαντική είναι επίσης η επενδυτική δραστηριότητα των ελληνικών πλοιοκτητικών συμφερόντων στην ανανέωση και επέκταση του ελληνόκτητου στόλου. Η Ένωση Ελλήνων Εφοπλιστών καταγράφει για το 2026 περίπου 725 ελληνόκτητα πλοία υπό ναυπήγηση,

συνολικής χωρητικότητας περίπου 70 εκατ. DWT. Η επενδυτική αυτή δραστηριότητα συνδέεται τόσο με την ανανέωση του στόλου όσο και με την προσαρμογή στις μεταβαλλόμενες τεχνολογικές, ενεργειακές και περιβαλλοντικές απαιτήσεις του κλάδου (Union of Greek Shipowners 2026).

1.3 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων απαιτεί την κατανόηση χαρακτηριστικών που διαφοροποιούν ουσιαστικά τη ναυτιλία από πολλούς άλλους οικονομικούς κλάδους. Βασικά στοιχεία είναι η κυκλικότητα των ναυλαγορών, η υψηλή ένταση κεφαλαίου, η μεταβλητότητα των αξιών των πλοίων, η ποικιλία των μορφών εμπορικής απασχόλησης και η έντονα διεθνοποιημένη και ρυθμιζόμενη φύση της δραστηριότητας (Mohanty et al. 2021; Celik Girgin, Karlis, and Nguyen 2018; Alexandridis et al. 2018).

Η κυκλικότητα αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής οικονομίας. Οι ναύλοι, οι αξίες των πλοίων και η κερδοφορία μπορούν να παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις ακόμη και μέσα σε σχετικά περιορισμένα χρονικά διαστήματα. Οι μεταβολές αυτές σχετίζονται με την εξέλιξη της ζήτησης μεταφορικού έργου, τη διαθέσιμη προσφορά χωρητικότητας, τις εμπορικές διαδρομές, τις γεωπολιτικές διαταραχές και άλλους παράγοντες που μεταβάλλουν τη σχέση μεταξύ διαθέσιμων πλοίων και προς μεταφορά φορτίων (Park, Kim, and Kwon 2023).

Ένας σημαντικός μηχανισμός πίσω από την κυκλικότητα είναι η διαφορετική ταχύτητα προσαρμογής της ζήτησης και της προσφοράς. Η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορές μπορεί να μεταβληθεί σχετικά γρήγορα, ενώ η προσθήκη νέας χωρητικότητας απαιτεί χρόνο λόγω του διαστήματος μεταξύ παραγγελίας και παράδοσης ενός πλοίου. Επομένως, ένα εκτεταμένο πρόγραμμα νέων παραγγελιών που αποφασίζεται σε περίοδο ισχυρής αγοράς μπορεί να αυξήσει τη μελλοντική προσφορά σε χρονικό σημείο κατά το οποίο οι συνθήκες ζήτησης έχουν ήδη μεταβληθεί. Για τον λόγο αυτό, ο χρονισμός των επενδύσεων αποτελεί σημαντική παράμετρο της οικονομικής επίδοσης, χωρίς η μελλοντική έκβαση μιας επένδυσης να μπορεί να αξιολογηθεί ανεξάρτητα από τις μεταγενέστερες συνθήκες της αγοράς (Park, Kim, and Kwon 2023; Celik Girgin, Karlis, and Nguyen 2018).

Ένα δεύτερο βασικό χαρακτηριστικό είναι η υψηλή ένταση κεφαλαίου. Η απόκτηση, ανανέωση και τεχνική αναβάθμιση του στόλου απαιτούν σημαντικά κεφάλαια. Οι επενδύσεις αυτές μπορεί να χρηματοδοτούνται με συνδυασμό ιδίων κεφαλαίων, τραπεζικού δανεισμού, ομολογιακών ή άλλων χρηματοδοτικών μέσων και συμφωνιών leasing ή sale-and-leaseback. Η κεφαλαιακή διάρθρωση αποκτά επομένως ιδιαίτερη σημασία, καθώς η δυνατότητα εξυπηρέτησης των χρηματοδοτικών υποχρεώσεων συνδέεται, μεταξύ άλλων, με την επάρκεια των ταμειακών ροών, τη χρηματοδοτική διάρθρωση και τις εκάστοτε συνθήκες της ναυλαγοράς (Alexandridis et al. 2018; Celik Girgin, Karlis, and Nguyen 2018).

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης η μεταβλητότητα των αξιών των πλοίων. Η αγοραία αξία ενός πλοίου μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με την ηλικία, τις τεχνικές προδιαγραφές, τις επικρατούσες και αναμενόμενες συνθήκες της ναυλαγοράς, το κόστος των νεότευκτων, τη διαθέσιμη προσφορά πλοίων, το orderbook, τα επιτόκια και τις τεχνολογικές ή περιβαλλοντικές απαιτήσεις (Dai, Hu, and Zhang 2015; Acikgoz and Oner 2026). Κατά συνέπεια, οι λογιστικές αξίες του στόλου δεν ταυτίζονται αναγκαστικά με τις εκάστοτε αγοραίες αξίες. Το χαρακτηριστικό αυτό έχει σημασία κατά την ερμηνεία χρηματοοικονομικών μεγεθών που βασίζονται στις λογιστικές αξίες των παγίων.

Το πλοίο αποτελεί ταυτόχρονα παραγωγικό μέσο και εμπορεύσιμο περιουσιακό στοιχείο. Η χρηματοοικονομική επίδοση και θέση μιας ναυτιλιακής επιχείρησης μπορούν συνεπώς να επηρεάζονται τόσο από τη λειτουργική εκμετάλλευση του στόλου όσο και από συναλλαγές αγοράς ή πώλησης πλοίων. Στη ναυτιλιακή πρακτική, η αξιοποίηση μεταβολών στις αξίες των πλοίων μέσω του χρονισμού αγορών και πωλήσεων συχνά περιγράφεται ως asset play. Ωστόσο, η σχετική οικονομική επίδραση πρέπει να αξιολογείται σε συνδυασμό με τις συγκεκριμένες συναλλαγές και τις συνθήκες της περιόδου και όχι να θεωρείται εκ των προτέρων θετική ή αρνητική (Dai, Hu, and Zhang 2015).

Ιδιαίτερα σημαντική παράμετρο αποτελεί και η μορφή ναύλωσης. Η βραχυχρόνια ή spot απασχόληση ενός πλοίου, ιδίως μέσω voyage charters, συνεπάγεται μεγαλύτερη άμεση έκθεση στις τρέχουσες διακυμάνσεις της ναυλαγοράς. Αντίθετα, ένα time charter ή άλλη σύμβαση μεγαλύτερης διάρκειας μπορεί να ενισχύσει την προβλεψιμότητα των εσόδων για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Οι διαφορετικές μορφές απασχόλησης διαμορφώνουν επομένως διαφορετικό προφίλ έκθεσης στις συνθήκες της αγοράς, χωρίς οι μακροχρόνιες συμβάσεις να εξαλείφουν τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου ή τον κίνδυνο επαναναύλωσης κατά τη λήξη τους (Baltic Exchange 2020).

Η ναυτιλία χαρακτηρίζεται επίσης από έντονα διεθνοποιημένη εταιρική και λειτουργική δομή. Η ιδιοκτησία, η σημαία, η τεχνική και εμπορική διαχείριση, η χρηματοδότηση και η απασχόληση ενός πλοίου μπορούν να συνδέονται με διαφορετικές χώρες και δικαιοδοσίες. Η δομή αυτή επηρεάζει τη νομική και χρηματοδοτική οργάνωση των ναυτιλιακών ομίλων και εξηγεί, μεταξύ άλλων, τη συχνή χρήση επιμέρους εταιρειών ειδικού σκοπού για την ιδιοκτησία συγκεκριμένων πλοίων (Celik Girgin, Karlis, and Nguyen 2018).

Τέλος, ο κλάδος λειτουργεί υπό εκτεταμένο διεθνές κανονιστικό πλαίσιο. Οι απαιτήσεις ασφάλειας, προστασίας του περιβάλλοντος, ενεργειακής απόδοσης και ελέγχου εκπομπών, καθώς και οι εμπορικές και οικονομικές κυρώσεις, μπορούν να επηρεάσουν το κόστος λειτουργίας, τις επενδυτικές επιλογές και τη δυνατότητα εμπορικής αξιοποίησης των πλοίων. Η μετάβαση προς χαμηλότερες εκπομπές ενισχύει την πολυπλοκότητα των μακροχρόνιων επενδυτικών αποφάσεων, καθώς τα πλοία αποτελούν πάγια μεγάλης διάρκειας ζωής ενώ μέρος του μελλοντικού τεχνολογικού και κανονιστικού πλαισίου εξακολουθεί να βρίσκεται υπό διαμόρφωση (IMO 2023).

1.4 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΞΗΡΟΥ ΧΥΔΗΝ ΦΟΡΤΙΟΥ

Ο κλάδος του ξηρού χύδην φορτίου αποτελεί βασικό τμήμα του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου και εξυπηρετεί τη μεταφορά μεγάλων ποσοτήτων μη συσκευασμένων στερεών εμπορευμάτων. Στα σημαντικότερα φορτία περιλαμβάνονται το σιδηρομετάλλευμα, ο άνθρακας και τα σιτηρά, καθώς και μικρότερα χύδην φορτία, όπως βωξίτης, λιπάσματα και προϊόντα χάλυβα. Η αγορά συνδέεται στενά με τη βιομηχανική παραγωγή, την κατασκευή υποδομών, την ενεργειακή δραστηριότητα και την παγκόσμια ζήτηση πρώτων υλών (UNCTAD 2025a).

Η αγορά διαφοροποιείται ανάλογα με το μέγεθος και τις δυνατότητες των επιμέρους κατηγοριών πλοίων. Τα μεγαλύτερα Capesize και Newcastlemax χρησιμοποιούνται κυρίως σε εμπορικές ροές μεγάλων αποστάσεων για φορτία όπως σιδηρομετάλλευμα και άνθρακας. Τα Panamax και Kamsarmax εξυπηρετούν ευρύτερο φάσμα ενεργειακών και αγροτικών φορτίων, ενώ τα Supramax και Ultramax διαθέτουν μεγαλύτερη ευελιξία ως προς τα λιμάνια προσέγγισης και τη σύνθεση των φορτίων. Η σύνθεση του στόλου μιας εταιρείας επηρεάζει συνεπώς την έκθεσή της σε διαφορετικές γεωγραφικές και εμπορευματικές αγορές (Baltic Exchange 2024; UNCTAD 2025a).

Η ζήτηση για dry-bulk μεταφορικό έργο συνδέεται έντονα με τη διεθνή βιομηχανική δραστηριότητα. Η παραγωγή χάλυβα δημιουργεί σημαντική ζήτηση για σιδηρομετάλλευμα και μεταλλουργικό άνθρακα, ενώ οι εμπορικές ροές σιτηρών και άλλων αγροτικών προϊόντων συνδέονται με τη γεωργική παραγωγή, τις καιρικές συνθήκες και τις εμπορικές πολιτικές. Η Κίνα διαδραματίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες εισαγωγές βασικών dry-bulk commodities, με αποτέλεσμα οι εξελίξεις στη βιομηχανική και κατασκευαστική της δραστηριότητα να αποτελούν σημαντική παράμετρο για τη συγκεκριμένη αγορά (Melas and Michail 2021; UNCTAD 2025a).

Το dry bulk λειτουργεί σε μεγάλο βαθμό ως tramp shipping market. Τα πλοία κατανέμονται μεταξύ διαφορετικών εμπορικών διαδρομών ανάλογα με τη διαθέσιμη ζήτηση φορτίων και δεν λειτουργούν κατ' ανάγκη σε σταθερά προγραμματισμένα δρομολόγια. Οι ναύλοι διαμορφώνονται σε ανταγωνιστικό περιβάλλον και μπορούν να παρουσιάζουν σημαντική ευαισθησία στη σχέση μεταξύ διαθέσιμης χωρητικότητας και ζήτησης μεταφορικού έργου. Όταν η αξιοποίηση του διαθέσιμου στόλου είναι ήδη υψηλή, ακόμη και σχετικά περιορισμένες μεταβολές της ζήτησης μπορούν να συνδέονται με σημαντική μεταβολή των ημερήσιων ναύλων. Αντίστοιχα, σε συνθήκες πλεονάζουσας χωρητικότητας μπορεί να ασκούνται έντονες πιέσεις στις τιμές (Park, Kim, and Kwon 2023; Baltic Exchange 2020).

Η οικονομική επίδραση των μεταβολών της ναυλαγοράς εξαρτάται και από τη μορφή απασχόλησης του στόλου. Σε μία εταιρεία με μεγαλύτερη έκθεση στη spot αγορά, τα έσοδα από ναυλώσεις τείνουν να αντανakλούν ταχύτερα τις μεταβολές των τρεχόντων ναύλων, τόσο σε ανοδικές όσο και σε καθοδικές φάσεις. Αντίθετα, η ύπαρξη period charters μπορεί να περιορίζει προσωρινά την άμεση επίδραση των βραχυχρόνιων μεταβολών (Baltic Exchange 2020).

Ιδιαίτερη σημασία έχει και η εξέλιξη των ton-miles. Μεγαλύτερες αποστάσεις μεταφοράς δεσμεύουν περισσότερη χωρητικότητα και μπορούν να ενισχύσουν τη ζήτηση για πλοία ακόμη και όταν ο συνολικός όγκος των φορτίων δεν μεταβάλλεται στον ίδιο βαθμό (UNCTAD 2025a).

Σε σύγκριση με την αγορά των tankers, τα πλοία dry bulk δεν υπόκεινται στον ίδιο βαθμό στις εξειδικευμένες διαδικασίες vetting που εφαρμόζουν μεγάλοι ενεργειακοί ναυλωτές ούτε στις ειδικές τεχνικές και περιβαλλοντικές απαιτήσεις που συνδέονται με τη

μεταφορά πετρελαίου και τον κίνδυνο θαλάσσιας ρύπανσης (OCIMF n.d.; IMO n.d.). Αυτό δεν σημαίνει ότι η αγορά dry bulk στερείται σημαντικών τεχνικών, περιβαλλοντικών και κανονιστικών απαιτήσεων, αλλά ότι το εμπορικό και τεχνικό προφίλ κινδύνου διαφοροποιείται από εκείνο των tankers.

Η Star Bulk δραστηριοποιείται αποκλειστικά στον κλάδο του dry bulk και διαθέτει διαφοροποιημένο στόλο μεταξύ κατηγοριών όπως Newcastlemax, Capesize, Post-Panamax, Kamsarmax, Panamax, Ultramax και Supramax. Κατά συνέπεια, η χρηματοοικονομική αξιολόγησή της πρέπει να ερμηνεύεται λαμβάνοντας υπόψη το επίπεδο των dry-bulk ναύλων, τη σύνθεση και την ηλικία του στόλου, τη μορφή εμπορικής απασχόλησης, το λειτουργικό κόστος, τις επενδύσεις και τις μεταβολές στην εταιρική και περιουσιακή της βάση (Star Bulk Carriers Corp. 2026).

1.5 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ CONTAINERSHIPS

Η αγορά των containerships παρουσιάζει διαφορετική εμπορική οργάνωση από το dry bulk και τα tankers. Η ανάπτυξη του containerization τυποποίησε τη μεταφορά μεγάλου φάσματος γενικών και μεταποιημένων φορτίων και διευκόλυνε τη διασύνδεση θαλάσσιων, σιδηροδρομικών και οδικών μεταφορών. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε ουσιαστικά στην ανάπτυξη των σύγχρονων διεθνών αλυσίδων παραγωγής και εφοδιασμού (UNCTAD 2025b; Notteboom, Pallis, and Rodrigue 2021).

Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές αγορές tramp shipping, το container shipping συνδέεται κυρίως με τη λειτουργία οργανωμένων liner services, δηλαδή τακτικών υπηρεσιών μεταξύ προκαθορισμένων λιμένων και γεωγραφικών διαδρομών. Ωστόσο, για τη χρηματοοικονομική ανάλυση είναι σημαντικό να διακρίνονται οι liner operators από τους ανεξάρτητους containership owners. Οι liner operators οργανώνουν και λειτουργούν τα δίκτυα τακτικών γραμμών, ενώ ανεξάρτητοι ιδιοκτήτες πλοίων μπορούν να επικεντρώνονται στην ιδιοκτησία και ναύλωση containerships προς εταιρείες τακτικών γραμμών για συμφωνημένες χρονικές περιόδους (International Transport Forum 2018).

Η διάκριση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για την Danaos. Η εταιρεία αποτελεί έναν από τους μεγαλύτερους διεθνώς ιδιοκτήτες και εκμισθωτές containerships και τα πλοία του container fleet της ναυλώνονται σε σημαντικές liner companies, κυρίως μέσω fixed-rate charters. Από το 2023 η Danaos έχει παράλληλα επανεισέλθει και στον κλάδο dry bulk,

γεγονός που σημαίνει ότι η χρηματοοικονομική εικόνα των τελευταίων χρήσεων πρέπει να ερμηνεύεται λαμβάνοντας υπόψη και τη μεταβολή της περιουσιακής και επιχειρηματικής της βάσης (Danaos Corporation 2026).

Η χρήση πολυετών ναυλώσεων μπορεί να δημιουργήσει μεγαλύτερη προβλεψιμότητα εσόδων και ταμειακών ροών σε σχέση με επιχειρηματικά μοντέλα που βασίζονται περισσότερο στην άμεση έκθεση στη spot αγορά (Danaos Corporation 2026). Ωστόσο, η πραγματική επίδραση των πολυετών ναυλώσεων στη χρηματοοικονομική επίδοση εξαρτάται από το ύψος των συμφωνημένων ναύλων, τη διάρκεια των συμβάσεων, το χρονοδιάγραμμα λήξεων και την πιστοληπτική ποιότητα των αντισυμβαλλομένων. Παράλληλα, ένα πλοίο που είναι δεσμευμένο με προϋπάρχουσα μακροχρόνια σύμβαση μπορεί να μην επωφελείται άμεσα και πλήρως από μία απότομη άνοδο των τρεχόντων ναύλων. Κατά τη λήξη της σύμβασης εμφανίζεται επίσης κίνδυνος επαναναύλωσης υπό διαφορετικές συνθήκες αγοράς (Kavussanos, Moysiadou, and Tsouknidis 2026).

Το μέγεθος των containerships εκφράζεται συνήθως σε TEU (Twenty-foot Equivalent Units). Η τάση προς μεγαλύτερα πλοία συνδέεται με την επιδίωξη οικονομιών κλίμακας, αλλά δημιουργεί παράλληλα μεγαλύτερες απαιτήσεις για τις λιμενικές εγκαταστάσεις, τα terminals και τα συνδεδεμένα χερσαία δίκτυα μεταφορών. Η αγορά χαρακτηρίζεται επίσης από υψηλή συγκέντρωση μεταξύ των μεγάλων liner operators και από συμμαχίες ή άλλες μορφές συνεργασίας που επηρεάζουν τη διάρθρωση των δικτύων και τη ζήτηση για ναυλωμένα πλοία (International Transport Forum 2015; International Transport Forum 2018).

Η κυκλικότητα της αγοράς έγινε ιδιαίτερα εμφανής κατά και μετά την πανδημία. Οι διαταραχές στις εφοδιαστικές αλυσίδες, η λιμενική συμφόρηση και οι περιορισμοί στην αποτελεσματικά διαθέσιμη χωρητικότητα συνέπεσαν με εξαιρετικά υψηλά container freight και charter rates (Notteboom, Pallis, and Rodrigue 2021). Η μεταγενέστερη ομαλοποίηση της συμφόρησης και η παράδοση σημαντικής νέας χωρητικότητας άσκησαν πιέσεις στην αγορά, ενώ οι γεωπολιτικές αναδρομολογήσεις των επόμενων ετών αύξησαν εκ νέου τις αποστάσεις και τη μεταβλητότητα (Tvedt and Hovi 2024; UNCTAD 2025a).

Ιδιαίτερη σημασία έχει η σχέση μεταξύ orderbook και μελλοντικής ισορροπίας προσφοράς και ζήτησης. Η παράδοση μεγάλου αριθμού νέων containerships αυξάνει τη διαθέσιμη χωρητικότητα σε TEU και, υπό συνθήκες ανεπαρκούς αύξησης της ζήτησης,

μπορεί να δημιουργήσει πιέσεις υπερπροσφοράς. Αντίθετα, αναδρομολογήσεις που αυξάνουν τις αποστάσεις μπορούν να απορροφήσουν μέρος της διαθέσιμης χωρητικότητας. Η ενδεχόμενη επιστροφή σε συντομότερες διαδρομές μπορεί να αντιστρέψει μέρος αυτής της επίδρασης (Michail and Melas 2023).

Για τους ανεξάρτητους containership owners, σημαντικός είναι επίσης ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου. Η οικονομική αξία μιας πολυετούς ναύλωσης εξαρτάται από την ικανότητα του ναυλωτή να εκπληρώνει τις συμβατικές του υποχρεώσεις (Danaos Corporation 2026). Παράλληλα, το ύψος και η χρονική κατανομή των ήδη συμβασιοποιημένων εσόδων από μελλοντικές ναυλώσεις παρέχουν πληροφορίες για την ορατότητα των μελλοντικών εσόδων, χωρίς να αποτελούν από μόνα τους εγγύηση μελλοντικής κερδοφορίας.

Στην περίπτωση της Danaos, επομένως, η χρηματοοικονομική αξιολόγηση πρέπει να λαμβάνει υπόψη τη διάρκεια και το ύψος των ναυλώσεων, την ποιότητα των αντισυμβαλλομένων, το χρονοδιάγραμμα λήξεων των συμβάσεων, τη σύνθεση και την ηλικία του containership fleet, τις επενδύσεις και, από το 2023, τη διαφοροποίηση προς το dry bulk (Danaos Corporation 2026).

1.6 ΙΔΙΑΙΤΕΡΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΔΕΞΑΜΕΝΟΠΛΟΙΩΝ (TANKERS)

Ο κλάδος των δεξαμενόπλοιων αποτελεί βασικό τμήμα της παγκόσμιας ενεργειακής αλυσίδας, καθώς εξυπηρετεί κυρίως τη μεταφορά αργού πετρελαίου και προϊόντων διύλισης μεταξύ περιοχών παραγωγής, επεξεργασίας και κατανάλωσης. Βασική διάκριση αποτελεί εκείνη μεταξύ crude tankers και product tankers, ενώ οι επιμέρους κατηγορίες πλοίων διαφοροποιούνται ως προς το μέγεθος, τον τύπο φορτίου και τις εμπορικές διαδρομές που μπορούν να εξυπηρετήσουν (UNCTAD 2025a).

Η ζήτηση για tanker μεταφορικό έργο δεν εξαρτάται αποκλειστικά από τη συνολική παγκόσμια κατανάλωση πετρελαίου. Επηρεάζεται επίσης από τη γεωγραφία της παραγωγής, τη θέση και τη δυναμικότητα των διυλιστηρίων, τις πηγές προμήθειας, τις εμπορικές κυρώσεις και τις αποστάσεις μεταξύ παραγωγικών και καταναλωτικών αγορών. Η αναδιάταξη των ενεργειακών ροών μπορεί συνεπώς να αυξήσει σημαντικά τα tanker ton-miles χωρίς αντίστοιχη αύξηση του συνολικού όγκου μεταφερόμενου φορτίου (Michail and Melas 2020; UNCTAD 2025a).

Η γεωπολιτική διάσταση είναι ιδιαίτερα σημαντική. Αλλαγές στους προορισμούς των ενεργειακών εξαγωγών, κυρώσεις, περιορισμοί ή αυξημένος κίνδυνος σε στρατηγικές θαλάσσιες οδούς μπορούν να μεταβάλουν τις διαδρομές και τις αποστάσεις μεταφοράς και να επηρεάσουν τόσο τη ζήτηση χωρητικότητας όσο και το λειτουργικό κόστος, ιδίως μέσω καυσίμων και ασφαλιστικών επιβαρύνσεων (UNCTAD 2025a).

Σε σύγκριση με το dry bulk, η αγορά των tankers χαρακτηρίζεται από αυστηρότερες ειδικές τεχνικές, περιβαλλοντικές και εμπορικές απαιτήσεις που συνδέονται με το μεταφερόμενο φορτίο. Οι απαιτήσεις πρόληψης ρύπανσης, οι σχετικές διατάξεις της MARPOL, οι διεθνείς κανόνες ασφάλειας και οι διαδικασίες vetting που εφαρμόζουν μεγάλοι ενεργειακοί ναυλωτές αποτελούν σημαντικές παραμέτρους της εμπορικής αξιοποίησης ενός πλοίου (IMO n.d.; OCIMF n.d.). Η ηλικία, η τεχνική κατάσταση, το ιστορικό ασφαλείας και η ποιότητα της διαχείρισης μπορούν επομένως να επηρεάζουν τη δυνατότητα πρόσβασης σε συγκεκριμένους ναυλωτές και εμπορικές δραστηριότητες.

Σημαντική παράμετρος είναι επίσης το ηλικιακό προφίλ του παγκόσμιου στόλου και το μέγεθος του orderbook. Ένας σχετικά γερασμένος στόλος σε συνδυασμό με περιορισμένη προσθήκη νέας χωρητικότητας μπορεί να δημιουργεί διαφορετικές συνθήκες αγοράς από μία περίοδο κατά την οποία παραδίδεται μεγάλος αριθμός νεότευκτων πλοίων. Αντίστοιχα, έντονη αύξηση των νέων παραγγελιών μπορεί να αυξήσει μελλοντικά τον κίνδυνο υπερπροσφοράς. Οι περιβαλλοντικές απαιτήσεις ενισχύουν παράλληλα τη σημασία της ενεργειακής απόδοσης των πλοίων και μπορεί να διαφοροποιούν το λειτουργικό κόστος μεταξύ νεότερων και παλαιότερων μονάδων (UNCTAD 2025a; IMO 2022).

Η Tsakos Energy Navigation δραστηριοποιείται κυρίως στην αγορά των tankers και διατηρεί διαφοροποιημένο στόλο που περιλαμβάνει crude και product tankers, shuttle tankers και LNG carriers. Η εταιρεία χρησιμοποιεί συνδυασμό συμβάσεων διαφορετικής διάρκειας, με σημαντικό μέρος του στόλου να απασχολείται σε μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες ναυλώσεις σταθερού ή μεταβλητού ναύλου, συμπεριλαμβανομένων συμφωνιών με όρους profit sharing. Η χρηματοοικονομική της αξιολόγηση πρέπει, επομένως, να λαμβάνει υπόψη τη σύνθεση και την ηλικία του στόλου, τη μορφή των ναυλώσεων, τη στρατηγική ανανέωσης, τις τεχνικές απαιτήσεις των ενεργειακών πελατών και την έκθεση σε διαφορετικές γεωγραφικές ενεργειακές ροές (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Η κατανομή της εμπορικής απασχόλησης μεταξύ βραχυχρόνιας έκθεσης στη ναυλαγορά και συμβάσεων μεγαλύτερης διάρκειας επηρεάζει το προφίλ των εσόδων. Μεγαλύτερη spot έκθεση συνδέεται συνήθως με υψηλότερη ευαισθησία στις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των ναύλων, ενώ οι συμβάσεις μεγαλύτερης διάρκειας μπορούν να ενισχύουν την προβλεψιμότητα των εσόδων. Ωστόσο, καμία από τις δύο μορφές απασχόλησης δεν εξαλείφει όλους τους λειτουργικούς, εμπορικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους (Kavussanos, Moysiadou, and Tsouknidis 2026).

1.7 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΝΔΕΣΗ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η εξέταση του διεθνούς ναυτιλιακού περιβάλλοντος αναδεικνύει ότι η ναυτιλία αποτελεί δραστηριότητα υψηλής έντασης κεφαλαίου και έντονης κυκλικότητας, με σημαντική έκθεση στις μεταβολές της παγκόσμιας οικονομίας, των εμπορικών και ενεργειακών ροών, των γεωπολιτικών συνθηκών και του διεθνούς κανονιστικού πλαισίου. Παράλληλα, η ναυτιλία δεν αποτελεί ενιαία και ομοιογενή αγορά. Η φύση του μεταφερόμενου φορτίου, η εμπορική οργάνωση, οι τύποι των πλοίων και οι μορφές ναύλωσης δημιουργούν ουσιώδεις διαφορές μεταξύ των επιμέρους κλάδων.

Οι αγορές dry bulk, containerships και tankers παρουσιάζουν διαφορετικούς μηχανισμούς διαμόρφωσης της ζήτησης και των ναύλων. Το dry bulk συνδέεται ιδιαίτερα με τη βιομηχανική παραγωγή και τις ροές πρώτων υλών και χαρακτηρίζεται από σημαντική έκθεση στις βραχυχρόνιες μεταβολές της ισορροπίας προσφοράς και ζήτησης. Η αγορά των containerships συνδέεται περισσότερο με τα δίκτυα liner shipping και, για τους ανεξάρτητους containership owners, με τη διάρκεια και τους όρους των συμβολαίων ναύλωσης προς liner companies. Η αγορά των tankers συνδέεται στενά με τη γεωγραφία των ενεργειακών ροών, τις γεωπολιτικές εξελίξεις, τις αποστάσεις μεταφοράς και τις αυξημένες τεχνικές και εμπορικές απαιτήσεις της μεταφοράς ενεργειακών φορτίων.

Οι διαφοροποιήσεις αυτές έχουν ουσιώδη σημασία για τη χρηματοοικονομική αξιολόγηση των επιχειρήσεων. Η έκθεση στον οικονομικό και βιομηχανικό κύκλο, η δυνατότητα συμβασιοποίησης μελλοντικών εσόδων, η σύνθεση και η ηλικία του στόλου, η μορφή των ναυλώσεων, η κεφαλαιακή ένταση και οι επενδυτικές επιλογές συνδέονται με διαφορετικές συνθήκες διαμόρφωσης των εσόδων, της κερδοφορίας, της ρευστότητας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι σχέσεις αυτές αποτελούν ερμηνευτικό πλαίσιο και δεν

χρησιμοποιούνται στην παρούσα εργασία για μονοσήμαντη αιτιώδη απόδοση των χρηματοοικονομικών μεταβολών.

Για τον λόγο αυτό, η εφαρμογή κοινού χρηματοοικονομικού και αριθμοδεικτικού πλαισίου στις Star Bulk, Danaos και TEN δεν συνεπάγεται μηχανικά ταυτόσημη ερμηνεία των αποτελεσμάτων, καθώς πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα διαφορετικά επιχειρηματικά και αγοραία χαρακτηριστικά τους. Η μεγαλύτερη μεταβλητότητα που μπορεί να συνδέεται με υψηλότερη έκθεση στη spot dry-bulk αγορά δεν είναι άμεσα συγκρίσιμη με την προβλεψιμότητα που μπορεί να παρέχει σε έναν containership owner ένα σημαντικό ύψος ήδη συμβασιοποιημένων μελλοντικών εσόδων από πολυετείς ναυλώσεις. Αντίστοιχα, στην αγορά των tankers ιδιαίτερη σημασία αποκτούν η ποιότητα και το ηλικιακό προφίλ του στόλου, η σύνθεση μεταξύ διαφορετικών τύπων tankers, οι απαιτήσεις των ενεργειακών ναυλωτών και η κατανομή μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων ναυλώσεων.

Η σημαντική διεθνής παρουσία της ελληνόκτητης ναυτιλίας, σε συνδυασμό με τη δραστηριοποίηση εταιρειών ελληνικών συμφερόντων στις τρεις εξεταζόμενες αγορές, ενισχύει το ενδιαφέρον της συγκριτικής εξέτασης των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited ως τριών συγκεκριμένων εισηγμένων εταιρικών περιπτώσεων με διαφορετική βασική έκθεση σε επιμέρους ναυλαγορές. Το θεωρητικό πλαίσιο του παρόντος κεφαλαίου χρησιμοποιείται επομένως ως υπόβαθρο για την ιστορική, λογιστική και χρηματοοικονομική ανάλυση που ακολουθεί. Οι μεταγενέστερες διαφορές στα έσοδα, στην κερδοφορία, στη ρευστότητα, στην κεφαλαιακή διάρθρωση και στις επενδύσεις των τριών εταιρειών αξιολογούνται σε συνδυασμό με τις ιδιαίτερες συνθήκες των αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται, χωρίς να θεωρούνται αυτομάτως αποτέλεσμα ενός μεμονωμένου αγοραίου ή στρατηγικού παράγοντα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΗ ΒΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν την κύρια οργανωμένη πηγή πληροφόρησης για την οικονομική θέση, τη χρηματοοικονομική επίδοση και τις ταμειακές ροές μιας επιχείρησης. Μέσω αυτών παρουσιάζονται οι οικονομικοί πόροι που ελέγχει η οικονομική οντότητα, οι υποχρεώσεις της, τα ίδια κεφάλαια, τα έσοδα και τα έξοδα της

περιόδου, καθώς και οι χρηματικές εισροές και εκροές. Οι πληροφορίες αυτές αξιοποιούνται τόσο από τη διοίκηση όσο και από εξωτερικούς χρήστες, όπως επενδυτές και πιστωτές, για την αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης και της επίδοσης της επιχείρησης (U.S. Securities and Exchange Commission 2017; Financial Accounting Standards Board 2021a).

Οι βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις δεν εξετάζονται απομονωμένα, αλλά λειτουργούν συμπληρωματικά. Η Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης παρουσιάζει τους πόρους, τις υποχρεώσεις και τα ίδια κεφάλαια σε συγκεκριμένη ημερομηνία, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων αποτυπώνει την επίδοση μιας περιόδου, η Κατάσταση Ταμειακών Ροών παρουσιάζει τις χρηματικές εισροές και εκροές, ενώ η Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων εξηγεί τις μεταβολές της κεφαλαιακής βάσης. Οι συνοδευτικές σημειώσεις και τα συγκριτικά στοιχεία προηγούμενων περιόδων συμπληρώνουν την πληροφόρηση και είναι απαραίτητα για την ορθή ερμηνεία των λογιστικών μεγεθών (Financial Accounting Standards Board 2021d; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019; U.S. Securities and Exchange Commission 2017).

Ανάλογα με τη μορφή παρουσίασης των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων, η χρηματοοικονομική πληροφόρηση μπορεί επίσης να περιλαμβάνει χωριστή Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος, στην οποία το καθαρό αποτέλεσμα παρουσιάζεται μαζί με τα στοιχεία λοιπού συνολικού εισοδήματος (OCI), ώστε να αποτυπώνεται το συνολικό εισόδημα της περιόδου. Τα συγκεκριμένα μεγέθη δεν αποτελούν κεντρική βάση των αριθμοδεικτών της παρούσας εργασίας, αποτελούν όμως μέρος της συνολικής δημοσιευμένης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (Financial Accounting Standards Board 2021b).

Η σημασία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων για την ανάλυση αριθμοδεικτών είναι άμεση, καθώς οι αριθμοδείκτες αποτελούν σχέσεις μεταξύ λογιστικών μεγεθών που αντλούνται από διαφορετικές καταστάσεις. Η χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιεί τις σχέσεις αυτές για τον εντοπισμό τάσεων, τη σύγκριση επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους και την αξιολόγηση επιμέρους πτυχών της οικονομικής τους λειτουργίας. Για τον λόγο αυτό, μια ολοκληρωμένη ανάλυση απαιτεί, στον βαθμό που είναι διαθέσιμα, το πλήρες σύνολο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τις σχετικές επεξηγηματικές σημειώσεις (Dahlquist and Knight 2022; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Για την παρούσα εργασία απαιτείται παράλληλα σαφής διάκριση μεταξύ γενικού θεωρητικού πλαισίου και λογιστικής βάσης των εμπειρικών δεδομένων. Οι Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited καταρτίζουν τις ελεγχμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τις U.S. GAAP, όπως προκύπτει από τις αντίστοιχες ετήσιες εκθέσεις τους σε Form 20-F. Συνεπώς, τα λογιστικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται στους υπολογισμούς και στην ερμηνεία των αριθμοδεικτών της εμπειρικής ανάλυσης αντλούνται από τα δημοσιευμένα στοιχεία U.S. GAAP και από τις σχετικές σημειώσεις. Τυχόν μη λογιστικά μεγέθη που απαιτούνται από συγκεκριμένα υποδείγματα αντιμετωπίζονται χωριστά στη μεθοδολογία. Οι αναφορές σε IFRS/IAS στο παρόν κεφάλαιο έχουν συγκριτικό και θεωρητικό χαρακτήρα και δεν υποδηλώνουν ότι οι οικονομικές καταστάσεις της εξεταζόμενης περιόδου 2016–2025 έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με τα πρότυπα IFRS (Star Bulk Carriers Corp. 2026; Danaos Corporation 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

2.2 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ)

Η Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης, η οποία αναφέρεται επίσης ως Ισολογισμός, παρουσιάζει την οικονομική θέση μιας επιχείρησης σε συγκεκριμένη ημερομηνία. Ουσιαστικά εμφανίζει συνοπτικά, σε χρηματικές μονάδες, τα στοιχεία του ενεργητικού της λογιστικής μονάδας και τις πηγές προέλευσής τους σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Αποτυπώνει τους οικονομικούς πόρους που ελέγχει, τις υποχρεώσεις της προς τρίτους και το υπολειμματικό συμφέρον των ιδιοκτητών (U.S. Securities and Exchange Commission 2017; Financial Accounting Standards Board 2021b).

Οι βασικές λογιστικές σχέσεις που διέπουν τον ισολογισμό εκφράζονται μέσω της λογιστικής ισότητας και συνοψίζονται στο σύνολό τους ως ακολούθως:

$$\text{Ενεργητικό} = \text{Καθαρή Θέση} + \text{Υποχρεώσεις ή αλλιώς}$$

$$\text{Ενεργητικό} = \text{Σύνολο Υποχρεώσεων} + \text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων ή αλλιώς}$$

$$\text{Πάγιο} + \text{Κυκλοφορούν} = \text{Καθαρή Θέση} + \text{Υποχρεώσεις ή αλλιώς}$$

$$\text{Πάγιο} + \text{Κυκλοφορούν} = \text{Ίδια Κεφάλαια} + \text{Ξένα Κεφάλαια}$$

Οι σχέσεις αυτές αποτυπώνουν ότι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης χρηματοδοτείται από υποχρεώσεις και ίδια κεφάλαια. Ο ισολογισμός παρέχει

επομένως πληροφορίες τόσο για τη σύνθεση του ενεργητικού όσο και για τη χρηματοδοτική διάρθρωση της επιχείρησης (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

2.2.1 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Το ενεργητικό περιλαμβάνει τα αναγνωρισμένα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, τα οποία είναι οικονομικοί πόροι που ελέγχονται από την επιχείρηση ως αποτέλεσμα γεγονότων του παρελθόντος. Διακρίνεται σε πάγιο και κυκλοφορούν (IFRS Foundation 2021; Financial Accounting Standards Board 2021b). Στο θεωρητικό πλαίσιο που υιοθετείται στην παρούσα εργασία, τα στοιχεία του ενεργητικού εξετάζονται με βάση χαρακτηριστικά όπως η σύνδεσή τους με τη λογιστική μονάδα, η προέλευσή τους από προηγούμενα λογιστικά γεγονότα, η δυνατότητα διάθεσης ή χρησιμοποίησής τους για την επίτευξη των σκοπών της επιχείρησης και η προσδοκία μελλοντικών οικονομικών ωφελειών (Financial Accounting Standards Board 2024; IFRS Foundation 2021).

Στο κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνονται στοιχεία που αναμένεται να ρευστοποιηθούν, να πωληθούν, να αναλωθούν ή γενικότερα να χρησιμοποιηθούν εντός του χρονικού διαστήματος μιας λογιστικής χρήσης ή στο πλαίσιο ενός κανονικού λειτουργικού κύκλου, σύμφωνα με την εφαρμοζόμενη λογιστική βάση. Τα κυκλοφορούντα στοιχεία ταξινομούνται ως βραχυπρόθεσμα και περιλαμβάνουν χρηματικά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, απαιτήσεις, αποθέματα, χρεόγραφα και λοιπά βραχυπρόθεσμα στοιχεία. Στο πλαίσιο της σχετικής θεωρητικής διάκρισης, χρηματικά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, απαιτήσεις και χρεόγραφα εντάσσονται στα χρηματοοικονομικά κυκλοφορούντα στοιχεία, ενώ τα λοιπά βραχυπρόθεσμα στοιχεία εξετάζονται ανάλογα με την οικονομική τους φύση. Η σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι ιδιαίτερα σημαντική για την αξιολόγηση της βραχυχρόνιας ρευστότητας (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Το πάγιο (ή μη κυκλοφορούν) ενεργητικό περιλαμβάνει στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των σκοπών που επιδιώκει η λογιστική μονάδα και για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο από τη λογιστική χρήση ή τον λειτουργικό κύκλο. Τα πάγια αποτελούν στοιχεία μακροχρόνιας χρήσης και διακρίνονται σε ενσώματα πάγια, άυλα περιουσιακά στοιχεία και χρηματοοικονομικά πάγια. Επίσης διακρίνονται σε ιδιοχρησιμοποιούμενα και επενδυτικά πάγια, βάσει της χρήσης τους. Η σημασία του πάγιου ενεργητικού είναι ιδιαίτερα μεγάλη σε επιχειρήσεις υψηλής έντασης κεφαλαίου, καθώς σε

αυτές αντιπροσωπεύει σημαντικό μέρος του συνολικού ενεργητικού (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Για τη χρηματοοικονομική ανάλυση δεν αρκεί η εξέταση μόνο του συνολικού ύψους του ενεργητικού. Απαιτείται επίσης αξιολόγηση της σύνθεσης και της ποιότητάς του, καθώς υψηλά λογιστικά υπόλοιπα δεν συνεπάγονται απαραίτητα αντίστοιχη οικονομική αξία ή ρευστότητα. Ειδικότερα, υψηλό κυκλοφορούν ενεργητικό μπορεί να περιλαμβάνει αποθέματα χαμηλής κυκλοφοριακής ταχύτητας ή απαιτήσεις αμφίβολης εισπραξιμότητας και επομένως δεν αποτελεί από μόνο του ένδειξη ισχυρής ρευστότητας (Dahlquist and Knight 2022).

2.2.2 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Οι υποχρεώσεις αποτελούν λογιστικά στοιχεία που αντανakλούν παρούσες οφειλές της επιχειρηματικής μονάδας κατά την ημερομηνία αναφοράς, οι οποίες έχουν προκύψει από γεγονότα του παρελθόντος και των οποίων ο διακανονισμός αναμένεται να συνεπάγεται μελλοντική εκροή ή μεταφορά οικονομικών πόρων ή παροχή οικονομικών ωφελειών από την επιχειρηματική μονάδα. Ενδεικτικά, στις υποχρεώσεις περιλαμβάνονται τα τραπεζικά δάνεια, τα ομολογιακά δάνεια, τα δεδουλευμένα έξοδα πληρωτέα (accrued expenses), τα γραμμάτια, τα προεισπραγμένα έσοδα από προκαταβολές πελατών, οι εμπορικές υποχρεώσεις, οι υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς και οι φορολογικές υποχρεώσεις (IFRS Foundation 2021; Financial Accounting Standards Board 2021b).

Διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες. Η διάκριση αυτή είναι ουσιώδης για την αξιολόγηση τόσο της βραχυχρόνιας ρευστότητας όσο και της μακροχρόνιας φερεγγυότητας. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, εμπορικές και δεδουλευμένες υποχρεώσεις, βραχυπρόθεσμο δανεισμό, υποχρεώσεις που συνδέονται με τον συνήθη λειτουργικό κύκλο της επιχείρησης, καθώς και το μέρος του μακροπρόθεσμου δανεισμού που ταξινομείται ως βραχυπρόθεσμο σύμφωνα με την εφαρμοζόμενη λογιστική βάση. Στο θεωρητικό πλαίσιο της σχετικής διάκρισης, ως βραχυπρόθεσμες αντιμετωπίζονται υποχρεώσεις που αναμένεται να διακανονιστούν σε βραχύ χρονικό ορίζοντα, που συνδέονται με τον κανονικό λειτουργικό κύκλο ή που, ανάλογα με τη φύση τους, κατέχονται για σκοπούς εμπορίας. Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αφορούν κυρίως δανειακές και άλλες χρηματοδοτικές υποχρεώσεις μεγαλύτερης διάρκειας, οι οποίες δεν ταξινομούνται ως βραχυπρόθεσμες σύμφωνα με την εφαρμοζόμενη λογιστική

βάση και, κατά κανόνα, αφορούν διακανονισμό πέραν του βραχυπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Το συνολικό ύψος των υποχρεώσεων δεν αποτυπώνει όμως από μόνο του τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Σημαντική είναι επίσης η εξέταση της λήξης των δανείων, του κόστους χρηματοδότησης, των συμβατικών όρων και της διάκρισης μεταξύ έντοκου δανεισμού και λειτουργικών υποχρεώσεων, πληροφορίες που συχνά παρέχονται στις συνοδευτικές σημειώσεις. Στο χρηματοοικονομικό πλαίσιο της παρούσας εργασίας, στον δείκτη Ίδια Κεφάλαια προς Ξένα Κεφάλαια ο όρος «Ξένα Κεφάλαια» χρησιμοποιείται για να αποδώσει τις δημοσιευμένες συνολικές υποχρεώσεις της επιχείρησης και δεν περιορίζεται αποκλειστικά στον έντοκο χρηματοοικονομικό δανεισμό (U.S. Securities and Exchange Commission 2017).

2.2.3 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα ίδια κεφάλαια, ή καθαρή θέση, εκφράζουν το υπολειμματικό συμφέρον των ιδιοκτητών στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων της. Αποτελούν επομένως μία από τις βασικές πηγές χρηματοδότησης του ενεργητικού, μαζί με τα ξένα κεφάλαια, και η λογιστική τους σχέση μπορεί να αποδοθεί ως (IFRS Foundation 2021; Financial Accounting Standards Board 2021b):

$$\text{Καθαρή Θέση} = \text{Ενεργητικό} - \text{Υποχρεώσεις}$$

Στο θεωρητικό πλαίσιο, τα ίδια κεφάλαια μπορούν να προέρχονται τόσο από άμεσες εισφορές των ιδιοκτητών, σε χρήμα ή σε άλλα περιουσιακά στοιχεία, όσο και από κέρδη που δημιουργούνται από την επιχειρηματική δραστηριότητα και παραμένουν στην επιχείρηση αντί να διανεμηθούν. Η σύνθεσή τους μπορεί, ανάλογα με τη νομική μορφή της επιχείρησης και την εφαρμοζόμενη λογιστική βάση, να περιλαμβάνει μετοχικό κεφάλαιο, αποθεματικά, παρακρατηθέντα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές και άλλες επιμέρους κατηγορίες. Η θεωρητική αυτή προσέγγιση ανταποκρίνεται στη διάκριση των πηγών χρηματοδότησης μεταξύ κεφαλαίων που προέρχονται από τους φορείς της επιχείρησης και χρηματοδότησης από τρίτους (Financial Accounting Standards Board 2021b).

Το λογιστικό μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της επιχείρησης. Παράλληλα, δεν ταυτίζεται με την αγοραία αξία της καθαρής θέσης ή την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας, η οποία αποτελεί διαφορετικό μέγεθος και

χρησιμοποιείται χωριστά όπου απαιτείται. Το αποτέλεσμα της περιόδου επηρεάζει την εξέλιξη της καθαρής θέσης, ενώ συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες, όπως εισφορές κεφαλαίου, διανομές ή επαναγορές μετοχών, μπορούν επίσης να μεταβάλλουν το ύψος και τη σύνθεσή της. Η εξέλιξη αυτή αποτυπώνεται αναλυτικότερα στην Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων (Financial Accounting Standards Board 2021b).

Τα ίδια κεφάλαια έχουν ιδιαίτερη χρηματοοικονομική σημασία, καθώς συνδέονται με τη χρηματοδοτική αυτονομία, την κεφαλαιακή διάρθρωση και την ικανότητα της επιχείρησης να απορροφά ζημιές. Η αύξηση ή μείωσή τους δεν πρέπει όμως να αξιολογείται απομονωμένα, επειδή μπορεί να οφείλεται σε διαφορετικές αιτίες, όπως κερδοφορία ή ζημιογόνες χρήσεις, μεταβολές του μετοχικού κεφαλαίου, διανομές προς τους μετόχους ή άλλες συναλλαγές που αναγνωρίζονται απευθείας στην καθαρή θέση (Dahlquist and Knight 2022).

Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται στη χρηματοοικονομική ανάλυση όταν τα ίδια κεφάλαια είναι πολύ χαμηλά ή αρνητικά. Στην περίπτωση αυτή, οι αριθμοδείκτες που τα χρησιμοποιούν ως παρονομαστή μπορεί να εμφανίζουν ακραίες, ασταθείς ή οικονομικά δύσκολα ερμηνεύσιμες τιμές. Η αριθμητική τιμή ενός τέτοιου δείκτη πρέπει επομένως να εξετάζεται πάντοτε σε συνδυασμό με το υποκείμενο λογιστικό μέγεθος και τη σύνθεση της καθαρής θέσης (Dahlquist and Knight 2022).

Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας χρησιμοποιείται το δημοσιευμένο συνολικό ενοποιημένο μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων, όπως παρουσιάζεται στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με U.S. GAAP. Όπου υφίστανται δικαιώματα μη ελέγχου, αυτά διατηρούνται στο συνολικό ενοποιημένο μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων σύμφωνα με τη δημοσιευμένη παρουσίαση, ώστε το αποτέλεσμα και η βάση των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται στους σχετικούς αριθμοδείκτες να αφορούν το ίδιο ενοποιημένο περίγραμμα. Δεν πραγματοποιείται αυθαίρετη ανακατασκευή διαφορετικού μεγέθους.

2.2.4 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης αποτελεί βασική πηγή δεδομένων για την αξιολόγηση της ρευστότητας, της χρηματοδοτικής διάρθρωσης και της αποτελεσματικότητας στη χρήση των περιουσιακών στοιχείων. Από αυτήν αντλούνται

μεγέθη όπως το κυκλοφορούν ενεργητικό, τα διαθέσιμα, οι απαιτήσεις, τα αποθέματα, τα πάγια, το συνολικό ενεργητικό, οι υποχρεώσεις και τα ίδια κεφάλαια. Ωστόσο, μεγάλο μέρος της χρηματοοικονομικής ανάλυσης απαιτεί τον συνδυασμό των στοιχείων αυτών με μεγέθη άλλων καταστάσεων, ιδίως της Κατάστασης Αποτελεσμάτων. Για τον λόγο αυτό, ο ισολογισμός αποτελεί αναγκαία αλλά όχι αυτοτελώς επαρκή πηγή για την ολοκληρωμένη ανάλυση μιας επιχείρησης (U.S. Securities and Exchange Commission 2017; Dahlquist and Knight 2022).

Στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις η Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης αποκτά ιδιαίτερη σημασία λόγω της υψηλής έντασης παγίων και του σημαντικού βάρους των πλοίων στο συνολικό ενεργητικό. Η σύνθεση και η ηλικία του στόλου αποτελούν σημαντικές παραμέτρους για την ερμηνεία των λογιστικών αξιών, ενώ οι αποσβέσεις και απομειώσεις, οι αγορές και πωλήσεις πλοίων και ο τρόπος χρηματοδότησής τους μπορούν να μεταβάλουν ουσιωδώς τόσο τη διάρθρωση του ενεργητικού όσο και τις υποχρεώσεις και τα ίδια κεφάλαια. Για τον λόγο αυτό, η ανάλυση των δημοσιευμένων λογιστικών υπολοίπων πρέπει να συνδυάζεται με τις σχετικές γνωστοποιήσεις για τον στόλο και τη χρηματοδότησή του (Alexandridis et al. 2018; Wu et al. 2022).

2.3 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων παρουσιάζει τη χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια συγκεκριμένης λογιστικής περιόδου. Σε αντίθεση με την Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης, τα μεγέθη της δεν αποτελούν υπόλοιπα συγκεκριμένης ημερομηνίας, αλλά αφορούν ολόκληρη τη χρήση. Μέσω αυτής παρουσιάζονται τα έσοδα, τα έξοδα, τα κέρδη και οι ζημίες της περιόδου και προσδιορίζεται το τελικό λογιστικό αποτέλεσμα, δηλαδή κέρδος ή ζημία. Η προσέγγιση αυτή ανταποκρίνεται στη θεωρητική παρουσίαση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης (U.S. Securities and Exchange Commission 2017; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Κεντρική σημασία για την κατάρτιση και την ερμηνεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων έχει η αρχή του δεδουλευμένου. Σύμφωνα με αυτήν, τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στην περίοδο στην οποία αφορούν οι σχετικές συναλλαγές ή οικονομικά γεγονότα, εφόσον πληρούνται οι εφαρμοζόμενες προϋποθέσεις αναγνώρισης, και όχι αποκλειστικά κατά τον χρόνο είσπραξης ή πληρωμής των αντίστοιχων χρηματικών ποσών.

Για τον λόγο αυτό, το λογιστικό αποτέλεσμα μιας περιόδου δεν ταυτίζεται κατ' ανάγκη με τις ταμειακές ροές της ίδιας περιόδου (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Συναφής είναι η αρχή της συσχέτισης εσόδων και εξόδων, σύμφωνα με την οποία τα έσοδα της χρήσης εξετάζονται σε συνδυασμό με τα έξοδα που συνδέονται με την επίτευξή τους και αφορούν την ίδια λογιστική περίοδο. Η συσχέτιση αυτή λειτουργεί στο πλαίσιο της λογιστικής βάσης και δεν υποκαθιστά τους εφαρμοζόμενους κανόνες αναγνώρισης. Η αρχή αυτή συμβάλλει στον συνεπέστερο προσδιορισμό του αποτελέσματος και είναι ιδιαίτερα σημαντική για τη μεταγενέστερη χρηματοοικονομική ανάλυση, καθώς επιτρέπει την ουσιαστικότερη αξιολόγηση της σχέσης μεταξύ εσόδων, κόστους και κερδοφορίας (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Τα στοιχεία που επηρεάζουν την Κατάσταση Αποτελεσμάτων μπορούν να προέρχονται από διαφορετικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Στο θεωρητικό πλαίσιο διακρίνονται λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Οι λειτουργικές δραστηριότητες συνδέονται κυρίως με τις δραστηριότητες από τις οποίες προκύπτουν τα έσοδα της επιχείρησης, ενώ οι επενδυτικές αφορούν, μεταξύ άλλων, την απόκτηση και διάθεση μη κυκλοφορούντων στοιχείων και επενδύσεων. Οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες σχετίζονται με τη χρηματοδότηση της επιχείρησης και μπορούν επίσης να δημιουργούν στοιχεία που επηρεάζουν το αποτέλεσμα (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Η συγκεκριμένη θεωρητική διάκριση χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία ως πλαίσιο κατανόησης της οικονομικής φύσης των επιμέρους κονδυλίων, με την πραγματική ταξινόμηση να ακολουθεί τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και την εφαρμοζόμενη λογιστική βάση. Η διάκριση αυτή ως προς την προέλευση των στοιχείων του αποτελέσματος δεν πρέπει να συγχέεται με την ειδικότερη λογιστική ταξινόμηση των ταμειακών ροών σε λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες, η οποία εξετάζεται χωριστά στην ενότητα 2.4.

2.3.1 ΕΣΟΔΑ

Τα έσοδα αποτελούν βασικό στοιχείο της Κατάστασης Αποτελεσμάτων και συνδέονται με τη δραστηριότητα που αναπτύσσει η λογιστική μονάδα ή επιχείρηση κατά τη διάρκεια συγκεκριμένης λογιστικής περιόδου. Σε θεωρητικό επίπεδο, τα έσοδα συνδέονται με αυξήσεις του αποτελέσματος και, μέσω αυτού, των ιδίων κεφαλαίων, οι οποίες

προκύπτουν από τη δραστηριότητα της λογιστικής μονάδας ή επιχείρησης και όχι από εισφορές των ιδιοκτητών. Η αναγνώρισή τους διέπεται από τη λογική του δεδουλευμένου και επομένως δεν ταυτίζεται αναγκαστικά χρονικά με την αντίστοιχη χρηματική είσπραξη (Financial Accounting Standards Board 2021b; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Τα έσοδα που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες έχουν ιδιαίτερη σημασία για την αξιολόγηση της βασικής επιχειρηματικής δραστηριότητας. Στο θεωρητικό υλικό αναφέρονται ενδεικτικά πωλήσεις προϊόντων ή υπηρεσιών, προμήθειες και ενοίκια, ενώ επιμέρους στοιχεία αποτελέσματος μπορούν να συνδέονται και με επενδυτικές ή χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Η προέλευση ενός εσόδου είναι επομένως ουσιώδης για την οικονομική ερμηνεία του και για τη διάκριση μεταξύ βασικής λειτουργικής επίδοσης και λοιπών στοιχείων αποτελέσματος (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Για τους σκοπούς της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, η επιλογή του κατάλληλου μεγέθους εσόδων απαιτεί συνέπεια και σαφή αντιστοίχιση με τον θεωρητικό ορισμό του εκάστοτε αριθμοδείκτη. Όταν το απαιτούμενο λογιστικό μέγεθος δεν γνωστοποιείται χωριστά, εξετάζονται οι συνοδευτικές σημειώσεις και οι εφαρμοζόμενες λογιστικές πολιτικές. Εφόσον δεν είναι δυνατό να προσδιοριστεί σε ενιαία και συγκρίσιμη βάση, δεν χρησιμοποιείται αυθαίρετο υποκατάστατο που μεταβάλλει την οικονομική έννοια του δείκτη.

Στις εξεταζόμενες ναυτιλιακές επιχειρήσεις η ονομασία των λειτουργικών εσόδων μπορεί να διαφέρει από την τυπική ορολογία μιας εμπορικής ή βιομηχανικής επιχείρησης. Για τον λόγο αυτό, στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας το μέγεθος των πωλήσεων/εσόδων αντιστοιχίζεται στο δημοσιευμένο Revenue ή Voyage Revenues, ανάλογα με την ονομασία που χρησιμοποιεί κάθε εταιρεία στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις, χωρίς τεχνητή ανακατασκευή διαφορετικού μεγέθους.

2.3.2 ΕΞΟΔΑ

Τα έξοδα αποτελούν βασικό στοιχείο της Κατάστασης Αποτελεσμάτων και μειώνουν το αποτέλεσμα της λογιστικής περιόδου. Στο θεωρητικό πλαίσιο συνδέονται με τη διάθεση ή ανάλωση περιουσιακών στοιχείων ή τη χρησιμοποίηση υπηρεσιών τρίτων για την κάλυψη αναγκών της επιχείρησης, αφορούν συγκεκριμένη λογιστική περίοδο και επιδρούν μειωτικά στην Καθαρή Θέση. Η μείωση αυτή αφορά την επίδραση των εξόδων μέσω του αποτελέσματος και δεν περιλαμβάνει διανομές ή άλλες συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες.

Όπως και στην περίπτωση των εσόδων, η λογιστική αναγνώριση ενός εξόδου δεν ταυτίζεται αναγκαστικά χρονικά με την πραγματοποίηση της αντίστοιχης χρηματικής πληρωμής (Financial Accounting Standards Board 2021b; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Η θεωρητική προσέγγιση διακρίνει την ταξινόμηση των εξόδων κατ' είδος και κατά λειτουργία. Στην πρώτη περίπτωση, τα έξοδα ομαδοποιούνται με βάση τη φύση ή το αίτιο που τα δημιουργεί, όπως μισθοδοσία και αποσβέσεις. Στη δεύτερη περίπτωση, ταξινομούνται με βάση τη λειτουργία ή δραστηριότητα την οποία εξυπηρετούν, όπως παραγωγή, διάθεση, χρηματοδότηση ή έρευνα και ανάπτυξη. Η διάκριση αυτή αναπτύσσεται ειδικότερα στην ενότητα 2.3.7 (IFRS Foundation 2024).

Από οικονομική άποψη, τα έξοδα μπορούν να συνδέονται με τη λειτουργική δραστηριότητα ή με άλλες δραστηριότητες της επιχείρησης. Τα λειτουργικά έξοδα συνδέονται με την άσκηση της βασικής επιχειρηματικής δραστηριότητας, ενώ χρηματοοικονομικά ή άλλα στοιχεία πρέπει να εξετάζονται σύμφωνα με τη φύση τους και τη δημοσιευμένη λογιστική ταξινόμηση. Η απόκτηση ενός μακροχρόνιου περιουσιακού στοιχείου, όπως ενός πλοίου, δεν αποτελεί από μόνη της έξοδο της περιόδου, αλλά αναγνωρίζεται σύμφωνα με τους εφαρμοζόμενους κανόνες κεφαλαιοποίησης, ενώ μεταγενέστερες αποσβέσεις, απομειώσεις ή αποτελέσματα διάθεσης μπορούν να επηρεάζουν την Κατάσταση Αποτελεσμάτων (Financial Accounting Standards Board 2023; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Η διάκριση αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Στις δημοσιευμένες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων μπορεί να εμφανίζονται επιμέρους κατηγορίες όπως voyage expenses, vessel operating expenses, charter hire expenses και depreciation. Τα συγκεκριμένα κονδύλια δεν θεωρούνται αυτομάτως ισοδύναμα μεταξύ τους ούτε συνενώνονται αυθαίρετα σε κοινή κατηγορία κόστους. Όπου το κόστος που αντιστοιχεί στα έσοδα ή το μικτό αποτέλεσμα δεν μπορεί να προσδιοριστεί σε ενιαία και συγκρίσιμη βάση, δεν δημιουργείται τεχνητά διαφορετικό λογιστικό μέγεθος αποκλειστικά για την εφαρμογή ενός αριθμοδείκτη (Star Bulk Carriers Corp. 2026; Danaos Corporation 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

2.3.3 ΚΕΡΔΗ

Τα κέρδη αποτελούν θετικά στοιχεία που συμβάλλουν στη διαμόρφωση του αποτελέσματος μιας περιόδου και, για σκοπούς χρηματοοικονομικής ανάλυσης, είναι

χρήσιμο να διακρίνονται από τα έσοδα που προέρχονται από τη συνήθη δραστηριότητα της επιχείρησης. Η θεωρητική παρουσίαση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων τα αντιμετωπίζει ως διακριτή κατηγορία μαζί με τα έσοδα, τα έξοδα και τις ζημίες (Financial Accounting Standards Board 2021b; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Κέρδη μπορούν να προκύπτουν από συναλλαγές που δεν αποτελούν μέρος της κύριας λειτουργικής δραστηριότητας. Στο θεωρητικό υλικό αναφέρεται, για παράδειγμα, η δημιουργία κερδών από την πώληση παγίων στο πλαίσιο επενδυτικών δραστηριοτήτων. Η ύπαρξη τέτοιου κέρδους μπορεί να βελτιώνει το αποτέλεσμα μιας χρήσης, χωρίς να συνεπάγεται αντίστοιχη βελτίωση της βασικής λειτουργικής επίδοσης. Ο χαρακτηρισμός ενός στοιχείου ως κέρδους δεν συνεπάγεται αυτομάτως την κατάταξή του ως μη λειτουργικού, καθώς η ερμηνεία και η ταξινόμησή του εξαρτώνται από την οικονομική του φύση και τη δημοσιευμένη λογιστική παρουσίαση (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Η διάκριση είναι ιδιαίτερα σημαντική στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, στις οποίες η πώληση πλοίων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να δημιουργεί κέρδη που επηρεάζουν το αποτέλεσμα της περιόδου. Κατά τη χρηματοοικονομική ανάλυση πρέπει επομένως να εξετάζονται η προέλευση, η οικονομική φύση και η επαναληψιμότητα των σχετικών ποσών, ώστε να μην ταυτίζεται αυτομάτως ένα αυξημένο τελικό αποτέλεσμα με βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας (Alexandridis et al. 2018).

2.3.4 ΖΗΜΙΕΣ

Οι ζημίες αποτελούν αρνητικά στοιχεία που επηρεάζουν το αποτέλεσμα της περιόδου και, για αναλυτικούς σκοπούς, πρέπει να διακρίνονται από τα συνήθη έξοδα της λειτουργικής δραστηριότητας. Η θεωρητική διάρθρωση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων τις παρουσιάζει ως διακριτή κατηγορία μαζί με τα έσοδα, τα έξοδα και τα κέρδη (Financial Accounting Standards Board 2021b; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Οι ζημίες μπορούν να προκύπτουν από διαφορετικές συναλλαγές ή γεγονότα. Στο θεωρητικό πλαίσιο αναφέρονται, μεταξύ άλλων, ζημίες από πώληση παγίων στο πλαίσιο επενδυτικών δραστηριοτήτων. Συνεπώς, η ύπαρξη μιας ζημίας σε συγκεκριμένη χρήση δεν αποτελεί από μόνη της επαρκή ένδειξη επιδείνωσης της βασικής λειτουργικής επίδοσης (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις ιδιαίτερη σημασία μπορούν να έχουν ζημίες από πώληση πλοίων, καθώς και σημαντικές επιβαρύνσεις από απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων. Οι επιβαρύνσεις από απομειώσεις δεν αναταξινομούνται αυθαίρετα ως μη λειτουργικά ή έκτακτα στοιχεία, αλλά ακολουθείται η δημοσιευμένη λογιστική ταξινόμηση. Τα σχετικά ποσά μπορούν να επηρεάσουν ουσιωδώς το τελικό αποτέλεσμα και τους αριθμοδείκτες που βασίζονται σε αυτό. Για τον λόγο αυτό, η ερμηνεία τους πρέπει να βασίζεται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και στις σχετικές σημειώσεις και να λαμβάνει υπόψη την οικονομική φύση του γεγονότος που τα δημιουργήσε (Alexandridis et al. 2018; Financial Accounting Standards Board 2023).

2.3.5 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΑΙ EBIT

Τα κέρδη προ τόκων και φόρων (Earnings Before Interest and Taxes – EBIT) χρησιμοποιούνται ως μέτρο της λειτουργικής επίδοσης πριν από την επίδραση της χρηματοδότησης και της φορολογίας. Το μέγεθος αυτό είναι ιδιαίτερα χρήσιμο όταν εξετάζεται η λειτουργική αποδοτικότητα ή η δυνατότητα κάλυψης του χρηματοοικονομικού κόστους (Dahlquist and Knight 2026).

Στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας χρησιμοποιείται ως λειτουργική προσέγγιση του EBIT το δημοσιευμένο Operating Income / Income from Operations, όταν αυτό παρουσιάζεται άμεσα και συγκρίσιμα στις οικονομικές καταστάσεις.

$$EBIT \approx \text{Operating Income} / \text{Income from Operations}$$

Η προσέγγιση αυτή δεν συνεπάγεται θεωρητική ταύτιση του Operating Income με κάθε δυνατό ορισμό του EBIT, αλλά επιλέγεται ως η συνεπέστερη κοινή δημοσιευμένη λειτουργική βάση για τις τρεις εταιρείες. Η επιλογή αυτή αποφεύγει μη ομοιογενείς ανακατασκευές του EBIT από επιμέρους λογιστικά μεγέθη και εφαρμόζεται με συνέπεια στις εξεταζόμενες εταιρείες και χρήσεις.

2.3.6 ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ

Το καθαρό αποτέλεσμα αποτελεί το τελικό λογιστικό κέρδος ή ζημία της περιόδου και είναι βασικό μέγεθος για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας. Η ερμηνεία του πρέπει όμως να γίνεται προσεκτικά, καθώς επηρεάζεται όχι μόνο από τη λειτουργική δραστηριότητα αλλά και από το χρηματοοικονομικό κόστος, τη φορολογία και ενδεχόμενα

μη επαναλαμβανόμενα γεγονότα. Για τον λόγο αυτό, η μεταβολή του καθαρού αποτελέσματος δεν πρέπει να ταυτίζεται αυτομάτως με αντίστοιχη μεταβολή της λειτουργικής αποτελεσματικότητας.

Για τους σκοπούς της εμπειρικής εφαρμογής χρησιμοποιείται το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss) της περιόδου, σύμφωνα με τη δημοσιευμένη ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων, και όχι επιμέρους μέγεθος κέρδους που αποδίδεται αποκλειστικά στους κοινούς μετόχους (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

2.3.7 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΚΑΤ' ΕΙΔΟΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

Η παρουσίαση της Κατάστασης Αποτελεσμάτων μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με τον τρόπο ταξινόμησης των εξόδων. Στο θεωρητικό πλαίσιο διακρίνονται η παρουσίαση κατ' είδος και η παρουσίαση κατά λειτουργία. Η διάκριση αυτή αφορά τον τρόπο οργάνωσης και παρουσίασης των επιμέρους κατηγοριών κόστους και δεν μεταβάλλει από μόνη της την οικονομική ουσία των σχετικών συναλλαγών (IFRS Foundation 2024).

Στην παρουσίαση κατ' είδος, τα έξοδα ταξινομούνται ανάλογα με τη φύση ή το αίτιο που τα δημιουργεί. Το θεωρητικό υπόδειγμα που παρουσιάζεται στις διαφάνειες ξεκινά από τις πωλήσεις ή τον κύκλο εργασιών, λαμβάνει υπόψη τις αγορές και τις μεταβολές των αποθεμάτων για τον προσδιορισμό του μικτού αποτελέσματος και στη συνέχεια περιλαμβάνει λειτουργικά και λοιπά στοιχεία μέχρι τον προσδιορισμό του αποτελέσματος της χρήσης (IFRS Foundation 2024).

Στην παρουσίαση κατά λειτουργία, τα έξοδα ομαδοποιούνται σύμφωνα με τη λειτουργία ή τη δραστηριότητα την οποία εξυπηρετούν. Το αντίστοιχο θεωρητικό υπόδειγμα χρησιμοποιεί το κόστος πωληθέντων για τον προσδιορισμό του μικτού αποτελέσματος και στη συνέχεια παρουσιάζει επιμέρους λειτουργικές κατηγορίες, όπως διοίκηση, διάθεση, έρευνα και ανάπτυξη και χρηματοοικονομική λειτουργία (IFRS Foundation 2024).

Οι παραπάνω μορφές αποτελούν θεωρητικά σχήματα παρουσίασης και δεν πρέπει να μεταφέρονται μηχανικά στις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών. Οι Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited δημοσιεύουν ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με U.S. GAAP και η ονομασία και η διάρθρωση των επιμέρους γραμμών μπορούν να διαφέρουν από τα παραπάνω εκπαιδευτικά υποδείγματα. Ειδικότερα, όροι όπως «Αποτέλεσμα

εκμετάλλευσης» δεν θεωρούνται αυτομάτως ταυτόσημοι με το Operating Income ή με κάθε δυνατό θεωρητικό ορισμό του EBIT. Αν και σε θεωρητικό πλαίσιο μπορεί να εμφανίζονται κατηγορίες μη λειτουργικών ή έκτακτων στοιχείων, εντούτοις στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας δεν δημιουργείται τεχνητά αυτοτελής αντίστοιχη κατηγορία, αλλά διατηρούνται οι δημοσιευμένες U.S. GAAP ταξινομήσεις των εταιρειών (Star Bulk Carriers Corp. 2026; Danaos Corporation 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις μπορεί να εμφανίζονται χωριστά κονδύλια όπως voyage revenues, voyage expenses, vessel operating expenses, charter hire expenses και depreciation. Η αντιστοίχισή τους με τις θεωρητικές κατηγορίες βασίζεται στην οικονομική τους ουσία, στη δημοσιευμένη ταξινόμηση και στις σχετικές σημειώσεις και όχι αποκλειστικά στην ονομασία τους. Για τον ίδιο λόγο, δεν πραγματοποιείται αυθαίρετη ανακατασκευή μικτού αποτελέσματος ή Cost of Goods Sold/Cost of Revenues όταν τα απαιτούμενα στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα σε ενιαία και συγκρίσιμη βάση.

2.3.8 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων αποτελεί βασική πηγή δεδομένων για την αξιολόγηση της κερδοφορίας και της λειτουργικής επίδοσης μιας επιχείρησης. Η εξέταση των εσόδων, των εξόδων, των κερδών, των ζημιών, του λειτουργικού αποτελέσματος και του καθαρού αποτελέσματος επιτρέπει την πληρέστερη κατανόηση των παραγόντων που διαμορφώνουν το αποτέλεσμα μιας λογιστικής περιόδου (Dahlquist and Knight 2022; U.S. Securities and Exchange Commission 2017).

Ιδιαίτερη σημασία έχει η διάκριση μεταξύ λειτουργικής επίδοσης και τελικού καθαρού αποτελέσματος. Το τελευταίο μπορεί να επηρεάζεται από χρηματοοικονομικό κόστος, φορολογία και μη επαναλαμβανόμενα κέρδη ή ζημίες. Συνεπώς, μία μεταβολή στο καθαρό αποτέλεσμα δεν πρέπει να αποδίδεται αυτομάτως σε αντίστοιχη μεταβολή της λειτουργικής αποτελεσματικότητας (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Τα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων χρησιμοποιούνται επίσης σε συνδυασμό με μεγέθη της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης, ώστε τα απόλυτα λογιστικά ποσά να μετατρέπονται σε συγκρίσιμες σχέσεις και να εξετάζονται διαχρονικές τάσεις και διαφορές μεταξύ επιχειρήσεων. Η προσέγγιση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για

αριθμοδείκτες στους οποίους μεγέθη ροής, όπως τα έσοδα, το λειτουργικό αποτέλεσμα ή το καθαρό αποτέλεσμα, συνδυάζονται με στοιχεία Ισολογισμού (Dahlquist and Knight 2022).

Στην παρούσα εργασία, στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων χρησιμοποιούνται, μεταξύ άλλων, στον δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους, στη Basic Earning Power, στον ROA, στον ROE, στον δείκτη κάλυψης τόκων και σε αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας. Η αξιοπιστία των σχετικών υπολογισμών εξαρτάται από τη συνεπή επιλογή και αντιστοίχιση των δημοσιευμένων λογιστικών μεγεθών και από τη χρονική αντιστοίχιση των μεγεθών ροής με τα σχετικά μεγέθη Ισολογισμού.

Η ανάγκη προσεκτικής ερμηνείας είναι ιδιαίτερα έντονη στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, λόγω της ειδικής διάρθρωσης των εσόδων και των λειτουργικών εξόδων και της δυνατότητας σημαντικών επιδράσεων από πωλήσεις πλοίων, απομειώσεις και χρηματοοικονομικά στοιχεία. Για τον λόγο αυτό, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων δεν εξετάζεται απομονωμένα αλλά σε συνδυασμό με την Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης, την Κατάσταση Ταμειακών Ροών και τις συνοδευτικές σημειώσεις. Η συνδυαστική αυτή προσέγγιση παρέχει ασφαλέστερη βάση για τη διαχρονική και συγκριτική ερμηνεία των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών (Alexandridis et al. 2018; Star Bulk Carriers Corp. 2026; Danaos Corporation 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

2.4 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών παρουσιάζει τις εισροές και εκροές χρηματικών διαθεσίμων της περιόδου και τη μεταβολή των σχετικών υπολοίπων, σύμφωνα με τις απαιτήσεις της εφαρμοζόμενης λογιστικής βάσης. Στο πλαίσιο του U.S. GAAP λαμβάνονται υπόψη και οι ειδικότερες απαιτήσεις παρουσίασης για το restricted cash. Η λογιστική παρουσίαση του restricted cash στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών δεν καθορίζει αυτομάτως την αντιμετώπισή του στους επιμέρους αριθμοδείκτες ρευστότητας, για τους οποίους εφαρμόζονται οι ειδικοί ορισμοί που παρουσιάζονται στο επόμενο κεφάλαιο (Financial Accounting Standards Board 2016; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Τόσο το U.S. GAAP, μέσω του FASB Accounting Standards Codification Topic 230, όσο και το IAS 7 στο πλαίσιο των IFRS ταξινομούν τις ταμειακές ροές σε λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Παρότι η βασική τριμερής διάκριση είναι κοινή, οι ειδικότεροι κανόνες ταξινόμησης ορισμένων επιμέρους ροών δεν ταυτίζονται

πλήρως μεταξύ U.S. GAAP και IFRS. Για την παρούσα εμπειρική ανάλυση εφαρμόζεται αποκλειστικά η παρουσίαση U.S. GAAP των εξεταζόμενων εταιρειών (Financial Accounting Standards Board 2016; IFRS Foundation 2022).

Η σημασία της κατάστασης αυτής προκύπτει κυρίως από τη διάκριση μεταξύ λογιστικού αποτελέσματος και ταμειακών ροών της περιόδου. Μια επιχείρηση μπορεί να εμφανίζει λογιστική κερδοφορία χωρίς αντίστοιχη δημιουργία χρηματικών διαθεσίμων, γεγονός που καθιστά αναγκαία τη συμπληρωματική εξέταση των ταμειακών ροών κατά την αξιολόγηση της οικονομικής της επίδοσης (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

2.4.1 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Οι λειτουργικές ταμειακές ροές συνδέονται με τις κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων της επιχείρησης και, στο πλαίσιο της σχετικής ταξινόμησης, με δραστηριότητες που δεν εντάσσονται στις επενδυτικές ή χρηματοδοτικές ροές. Αποτελούν βασικό μέτρο αξιολόγησης της ικανότητας μιας επιχείρησης να δημιουργεί χρηματικούς πόρους από τη συνήθη λειτουργία της. Θετικές και διατηρήσιμες λειτουργικές ταμειακές ροές μπορούν να υποστηρίξουν την κάλυψη λειτουργικών αναγκών και χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων χωρίς αποκλειστική εξάρτηση από εξωτερική χρηματοδότηση. Παράλληλα, η σύγκρισή τους με το καθαρό αποτέλεσμα μπορεί να συμβάλει στην αξιολόγηση του βαθμού στον οποίο η λογιστική κερδοφορία συνοδεύεται από λειτουργικές ταμειακές ροές, χωρίς οι δύο έννοιες να θεωρούνται ταυτόσημες (IFRS Foundation 2022; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

2.4.2 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Οι επενδυτικές ταμειακές ροές αφορούν κυρίως την απόκτηση και διάθεση μακροχρόνιων περιουσιακών στοιχείων και επενδύσεων. Η ερμηνεία τους δεν πρέπει να γίνεται μηχανικά: αρνητικές επενδυτικές ροές μπορεί να αντανakλούν σημαντικές επενδύσεις, ενώ υψηλές θετικές ροές μπορεί να προέρχονται από πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων και να μην συνεπάγονται βελτίωση της λειτουργικής επίδοσης (IFRS Foundation 2022).

Στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις οι επενδυτικές ταμειακές ροές αποκτούν ιδιαίτερη σημασία λόγω της υψηλής αξίας των πλοίων και της δυνατότητας πραγματοποίησης σημαντικών αγορών, πωλήσεων ή άλλων επενδύσεων σχετικών με τον στόλο. Οι σχετικές

συναλλαγές μπορούν να προκαλούν μεγάλες διακυμάνσεις στις επενδυτικές ταμειακές ροές μεταξύ διαδοχικών χρήσεων. Για τον λόγο αυτό, η αξιολόγησή τους πρέπει να λαμβάνει υπόψη τη φύση της υποκείμενης συναλλαγής και να συνδυάζεται με τις σχετικές γνωστοποιήσεις για αγορές, πωλήσεις και επενδύσεις σε πλοία ή άλλα μακροχρόνια περιουσιακά στοιχεία (Alexandridis et al. 2018; Wu et al. 2022).

2.4.3 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Η ανάλυση των χρηματοδοτικών ταμειακών ροών συμβάλλει στην κατανόηση του τρόπου χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων και των επενδυτικών αναγκών της επιχείρησης, καθώς και της διαχείρισης της κεφαλαιακής της διάρθρωσης. Οι χρηματοδοτικές ταμειακές ροές αφορούν κυρίως συναλλαγές με τους παρόχους κεφαλαίου, όπως η άντληση ή αποπληρωμή δανεισμού, η έκδοση ή επαναγορά μετοχών και οι χρηματικές διανομές προς τους μετόχους, σύμφωνα με την εφαρμοζόμενη λογιστική ταξινόμηση. Οι μεταβολές αυτές πρέπει να ερμηνεύονται σε συνδυασμό με την εξέλιξη των υποχρεώσεων και των ιδίων κεφαλαίων και όχι ως αυτοτελής ένδειξη βελτίωσης ή επιδείνωσης της χρηματοοικονομικής θέσης (IFRS Foundation 2022).

Η σημασία των χρηματοδοτικών ταμειακών ροών είναι ιδιαίτερα έντονη στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, στις οποίες η απόκτηση και ανανέωση του στόλου μπορεί να συνδέεται με σημαντικές ανάγκες χρηματοδότησης. Μεγάλες θετικές χρηματοδοτικές ροές μπορούν, για παράδειγμα, να αντανακλούν νέο δανεισμό ή άντληση κεφαλαίων για επενδύσεις, ενώ σημαντικές αρνητικές ροές μπορούν να συνδέονται με αποπληρωμές δανεισμού ή επιστροφές κεφαλαίου προς τους μετόχους. Συνεπώς, η κατεύθυνση της χρηματοδοτικής ταμειακής ροής δεν αξιολογείται από μόνη της ως θετική ή αρνητική, αλλά σε συνδυασμό με τον σκοπό της χρηματοδότησης και τη συνολική χρηματοδοτική διάρθρωση της επιχείρησης (Alexandridis et al. 2018; Wu et al. 2022).

2.4.4 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Παρότι μεγάλο μέρος των αριθμοδεικτών αντλεί δεδομένα από την Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων, η Κατάσταση Ταμειακών Ροών αποτελεί σημαντικό συμπληρωματικό εργαλείο ερμηνείας. Ένας φαινομενικά ικανοποιητικός δείκτης ρευστότητας, για παράδειγμα, δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές, όταν αυτές παραμένουν συστηματικά ασθενείς ή αρνητικές.

Για τον λόγο αυτό, η χρηματοοικονομική ανάλυση δεν πρέπει να στηρίζεται αποκλειστικά σε μεμονωμένους αριθμοδείκτες ή σε στοιχεία μιας μόνο χρηματοοικονομικής κατάστασης (Dahlquist and Knight 2022; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Η συνδυαστική εξέταση των τριών κατηγοριών ταμειακών ροών παρέχει συμπληρωματική πληροφόρηση για διαφορετικές διαστάσεις της οικονομικής λειτουργίας της επιχείρησης. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές συμβάλλουν στην αξιολόγηση της δημιουργίας ρευστότητας από τη συνήθη δραστηριότητα, οι επενδυτικές ροές αποτυπώνουν σημαντικές μεταβολές που συνδέονται με την απόκτηση ή διάθεση μακροχρόνιων περιουσιακών στοιχείων και επενδύσεων, ενώ οι χρηματοδοτικές ροές βοηθούν στην ερμηνεία των επιλογών χρηματοδότησης και των μεταβολών της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η συνεξέταση των κατηγοριών αυτών με την Κατάσταση Αποτελεσμάτων και την Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης περιορίζει τον κίνδυνο εξαγωγής συμπερασμάτων αποκλειστικά από λογιστικά κέρδη ή από έναν μεμονωμένο αριθμοδείκτη (U.S. Securities and Exchange Commission 2017; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

2.5 ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων παρουσιάζει τις μεταβολές της κεφαλαιακής βάσης μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια της περιόδου. Οι μεταβολές αυτές μπορούν να προκύπτουν από το αποτέλεσμα της χρήσης, διανομές προς τους μετόχους, εκδόσεις ή επαναγορές μετοχών και λοιπές συναλλαγές ή λογιστικές μεταβολές που αναγνωρίζονται στα ίδια κεφάλαια (U.S. Securities and Exchange Commission 2017; Financial Accounting Standards Board 2021b).

Η κατάσταση αυτή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για την ερμηνεία μεταβολών σε δείκτες που επηρεάζονται από το ύψος των ιδίων κεφαλαίων. Μια μεταβολή στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ή στη χρηματοδοτική διάρθρωση δεν οφείλεται απαραίτητα μόνο σε αλλαγές της κερδοφορίας ή του δανεισμού, αλλά μπορεί να συνδέεται και με ουσιώδεις μεταβολές της ίδιας της κεφαλαιακής βάσης (Financial Accounting Standards Board 2021d).

Κατά συνέπεια, η Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων λειτουργεί ως σημαντικός συνδετικός κρίκος μεταξύ κερδοφορίας, χρηματοδοτικής πολιτικής και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στην παρούσα εργασία η Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων δεν παρουσιάζεται ως αυτοτελής συγκριτικός πίνακας στο εμπειρικό κεφάλαιο,

αλλά χρησιμοποιείται υποστηρικτικά, μέσω των δημοσιευμένων καταστάσεων και σημειώσεων, για την ερμηνεία ουσιωδών μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων και των αριθμοδεικτών που βασίζονται σε αυτά.

2.6 ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Οι βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν σε μεγάλο βαθμό συγκεντρωμένη πληροφορία, ενώ οι συνοδευτικές σημειώσεις παρέχουν αναλυτικότερες γνωστοποιήσεις για τη σύνθεση, την αποτίμηση και τις μεταβολές των επιμέρους λογιστικών μεγεθών και αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της συνολικής χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (Financial Accounting Standards Board 2021c; U.S. Securities and Exchange Commission 2017).

Οι σημειώσεις μπορούν να περιλαμβάνουν σημαντικές πληροφορίες για τις απαιτήσεις, τα αποθέματα, τα πάγια, τις αποσβέσεις και απομειώσεις, τη σύνθεση και τη λήξη του δανεισμού, τις χρηματοοικονομικές δαπάνες, τις υποχρεώσεις και τις εφαρμοζόμενες λογιστικές πολιτικές. Οι πληροφορίες αυτές είναι ιδιαίτερα χρήσιμες όταν ένα απαιτούμενο λογιστικό μέγεθος δεν εμφανίζεται αυτούσιο στις κύριες καταστάσεις ή όταν απαιτείται ακριβέστερη κατανόηση της φύσης του (Financial Accounting Standards Board 2021c; U.S. Securities and Exchange Commission 2017).

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, ο οποίος απαιτεί ως αριθμητή το μέγεθος των Αγορών και ως παρονομαστή τον μέσο όρο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Όταν το απαιτούμενο μέγεθος των Αγορών δεν γνωστοποιείται αυτούσιο, εξετάζεται εάν μπορεί να προσδιοριστεί με ενιαία, λογιστικά τεκμηριωμένη και διαχρονικά συγκρίσιμη διαδικασία από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και τις συνοδευτικές σημειώσεις, χωρίς μεταβολή της οικονομικής έννοιας του μεγέθους. Εφόσον αυτό δεν είναι εφικτό, δεν χρησιμοποιείται υποκατάστατο όπως λειτουργικά έξοδα ή άλλη μη ισοδύναμη κατηγορία κόστους. Στην περίπτωση αυτή, ο δείκτης δεν υπολογίζεται εμπειρικά και η σχετική επιλογή αιτιολογείται ρητά.

Οι σημειώσεις μπορούν επίσης να εξηγήσουν ασυνήθιστες μεταβολές που διαφορετικά θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε εσφαλμένη ερμηνεία. Μια σημαντική αύξηση του ενεργητικού, για παράδειγμα, μπορεί να οφείλεται σε πρόσφατη επένδυση ή άλλη

συναλλαγή που πραγματοποιήθηκε κοντά στην ημερομηνία κλεισίματος της χρήσης. Η εξέταση των σημειώσεων συμβάλλει επομένως στην ακριβέστερη κατανόηση των λογιστικών μεγεθών που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση (Financial Accounting Standards Board 2021c).

2.7 ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΙΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποκτά μεγαλύτερη πληροφοριακή αξία όταν πραγματοποιείται διαχρονικά και όχι με βάση μία μόνο χρήση. Η εξέταση της εξέλιξης των λογιστικών μεγεθών και των αριθμοδεικτών επιτρέπει τον εντοπισμό τάσεων και μεταβολών που δεν είναι πάντοτε εμφανείς από μια μεμονωμένη τιμή και παρέχει πληρέστερη βάση για την ερμηνεία τους. Η ίδια λογική είναι ιδιαίτερα σημαντική και για τη συγκριτική αξιολόγηση διαφορετικών επιχειρήσεων (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019; Dahlquist and Knight 2022).

Ιδιαίτερη μεθοδολογική σημασία έχει η διάκριση μεταξύ μεγεθών αποθέματος και μεγεθών ροής. Τα στοιχεία της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης, όπως το ενεργητικό, οι απαιτήσεις και τα ίδια κεφάλαια, αποτυπώνουν υπόλοιπα συγκεκριμένης ημερομηνίας. Αντίθετα, τα έσοδα, τα έξοδα και το καθαρό αποτέλεσμα αφορούν ολόκληρη χρονική περίοδο (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Η διαφορετική χρονική φύση των δύο κατηγοριών δημιουργεί ζήτημα αντιστοίχισης όταν χρησιμοποιούνται στον ίδιο αριθμοδείκτη. Η σύγκριση ενός ετήσιου μεγέθους ροής με ένα υπόλοιπο μόνο της τελευταίας ημέρας της χρήσης μπορεί να μην αποτυπώνει αντιπροσωπευτικά τους πόρους που χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου (Dahlquist and Knight 2022).

Για τον περιορισμό του προβλήματος χρησιμοποιείται συχνά ο απλός μέσος όρος των υπολοίπων αρχής και τέλους της χρήσης:

$$\text{Μέσο Υπόλοιπο} = (\text{Υπόλοιπο Αρχής} + \text{Υπόλοιπο Τέλους}) / 2$$

Η χρήση μέσων υπολοίπων μπορεί να βελτιώσει τη χρονική αντιστοίχιση μεταξύ μεγεθών αποθέματος και ροής και να περιορίσει την επίδραση ενός ενδεχομένως ασυνήθιστου υπολοίπου στο τέλος της χρήσης. Στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας, η αρχή αυτή εφαρμόζεται στους δείκτες Accounts Receivable Turnover, Net

Working Capital Turnover, Total Asset Turnover, Fixed Asset Turnover, Equity Turnover, BEP, ROA και ROE. Η χρήση μέσου υπολοίπου προβλέπεται θεωρητικά και για τον δείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, ο οποίος όμως δεν υπολογίζεται εμπειρικά όταν δεν είναι δυνατό να προσδιοριστεί σε ενιαία και συγκρίσιμη βάση το απαιτούμενο μέγεθος των Αγορών (Dahlquist and Knight 2022).

Στους δείκτες ROA και ROE, η χρήση μέσου συνολικού Ενεργητικού και μέσων συνολικών Ιδίων Κεφαλαίων αποτελεί τεχνική εξειδίκευση του βασικού θεωρητικού λόγου και αποσκοπεί στη χρονική αντιστοίχιση ενός μεγέθους αποτελέσματος που αφορά ολόκληρη τη χρήση με ένα μέγεθος Ισολογισμού που αποτυπώνεται σε συγκεκριμένη ημερομηνία (Dahlquist and Knight 2022).

Ο απλός μέσος αρχής και τέλους δεν εξαλείφει πάντως κάθε πρόβλημα, καθώς σε επιχειρήσεις με έντονη εποχικότητα ή σημαντικές μεταβολές εντός έτους, ένας μέσος περισσότερων περιοδικών υπολοίπων μπορεί να είναι περισσότερο αντιπροσωπευτικός. Στην εμπειρική χρηματοοικονομική ανάλυση, ωστόσο, βασική προϋπόθεση αποτελεί η μεθοδολογική συνέπεια, ώστε ο επιλεγμένος τρόπος υπολογισμού να εφαρμόζεται ομοιόμορφα σε όλες τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις και περιόδους (Dahlquist and Knight 2022).

2.8 ΠΟΙΟΤΗΤΑ, ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν θεμελιώδη βάση ανάλυσης, αλλά η χρήση τους υπόκειται σε περιορισμούς που σχετίζονται με την ποιότητα, την αξιοπιστία, τη συγκρισιμότητα και την ιστορική φύση των λογιστικών πληροφοριών. Η ερμηνεία των αριθμοδεικτών πρέπει επομένως να λαμβάνει υπόψη το ευρύτερο λογιστικό και οικονομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο έχουν παραχθεί τα σχετικά μεγέθη (Financial Accounting Standards Board 2021a; Dahlquist and Knight 2022).

Οι λογιστικές αξίες επηρεάζονται από τις εφαρμοζόμενες μεθόδους αποσβέσεων, τις απομειώσεις, τις εκτιμήσεις της διοίκησης και τους κανόνες επιμέτρησης. Οι διαφορές αυτές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τους αριθμοδείκτες και να περιορίσουν την άμεση συγκρισιμότητα μεταξύ επιχειρήσεων ή περιόδων. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση με παλαιότερα και περισσότερο αποσβεσμένα πάγια μπορεί να εμφανίζει υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων χωρίς αυτό να συνεπάγεται αναγκαστικά μεγαλύτερη

λειτουργική αποτελεσματικότητα (Financial Accounting Standards Board 2024; Dahlquist and Knight 2022).

Παράλληλα, μη επαναλαμβανόμενα γεγονότα, όπως σημαντικές απομειώσεις, μεγάλες επενδύσεις, πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων ή αναδιαρθρώσεις χρηματοδότησης, μπορούν να επηρεάσουν έντονα τα λογιστικά μεγέθη μιας συγκεκριμένης χρήσης και, κατ' επέκταση, τους αριθμοδείκτες που υπολογίζονται από αυτά (Dahlquist and Knight 2022; Financial Accounting Standards Board 2024).

Στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις η παρατήρηση αυτή έχει ιδιαίτερη βαρύτητα. Απομειώσεις πλοίων, κέρδη ή ζημίες από πωλήσεις πλοίων, σημαντικές αγορές ή παραδόσεις νεότευκτων και μεταβολές στη χρηματοδότηση του στόλου μπορούν να αλλάξουν ουσιωδώς το ενεργητικό, τα αποτελέσματα, τα ίδια κεφάλαια και τον δανεισμό μιας χρήσης. Επομένως, η μεταβολή ενός αριθμοδείκτη πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τις γνωστοποιήσεις για τις συναλλαγές και τις λογιστικές επιπτώσεις τους πριν αποδοθεί σε μεταβολή της υποκείμενης λειτουργικής επίδοσης (Alexandridis et al. 2018; Wu et al. 2022).

Για τον λόγο αυτό, η συγκρισιμότητα πρέπει να αξιολογείται πριν εξαχθούν συμπεράσματα από τις αριθμητικές τιμές των δεικτών. Οι αριθμοδείκτες παρέχουν σημαντική πληροφορία, αλλά δεν πρέπει να ερμηνεύονται απομονωμένα από τις λογιστικές πολιτικές, τις συναλλαγές της περιόδου και τις συνθήκες λειτουργίας της επιχείρησης (Financial Accounting Standards Board 2021a; Dahlquist and Knight 2022).

2.9 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΝΔΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν την πληροφοριακή βάση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, καθώς παρέχουν συμπληρωματικές πληροφορίες για την οικονομική θέση, την επίδοση, τις ταμειακές ροές και τη μεταβολή της κεφαλαιακής βάσης μιας επιχείρησης. Η αξιόπιστη αξιολόγηση δεν μπορεί επομένως να στηρίζεται σε μία μόνο κατάσταση ή σε ένα μεμονωμένο λογιστικό μέγεθος, αλλά απαιτεί τη συνδυαστική εξέταση των δημοσιευμένων καταστάσεων και των συνοδευτικών σημειώσεων.

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης η διαχρονική εξέταση των δεδομένων και η συνέπεια στον τρόπο υπολογισμού των αριθμοδεικτών. Η διαφορετική χρονική φύση των μεγεθών

αποθέματος και ροής, η χρήση μέσων υπολοίπων όπου απαιτείται και η αξιολόγηση της συγκρισιμότητας των λογιστικών στοιχείων αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για την ορθή ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Κατά συνέπεια, για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, κατάλληλη βάση για τη συστηματική εμπειρική χρηματοοικονομική ανάλυση είναι ένα πλήρες σύνολο οικονομικών καταστάσεων πολλαπλών διαδοχικών χρήσεων, σε συνδυασμό με τις σχετικές επεξηγηματικές γνωστοποιήσεις.

Τα κύρια λογιστικά δεδομένα της εμπειρικής ανάλυσης αντλούνται από τις ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και τις συνοδευτικές σημειώσεις των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited, οι οποίες καταρτίζονται σύμφωνα με U.S. GAAP. Το παρόν κεφάλαιο διαμορφώνει επομένως το θεωρητικό και πληροφοριακό υπόβαθρο για τη συστηματική εξέταση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών που ακολουθεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών αποτελεί βασικό εργαλείο αξιολόγησης της οικονομικής θέσης, της αποδοτικότητας, της λειτουργικής αποτελεσματικότητας και της χρηματοοικονομικής αντοχής μιας επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες μετατρέπουν επιλεγμένα λογιστικά μεγέθη σε σχέσεις που διευκολύνουν τόσο τη διαχρονική παρακολούθηση μιας επιχείρησης όσο και τη σύγκρισή της με άλλες επιχειρήσεις ή με τα χαρακτηριστικά του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται (Bigel 2022; Dahlquist and Knight 2022; Akdamar and Kızılgöl 2024).

Η χρησιμότητα των αριθμοδεικτών δεν περιορίζεται στον υπολογισμό μιας αριθμητικής σχέσης, αλλά εξαρτάται κυρίως από την ορθή ερμηνεία της. Η μεταβολή ενός δείκτη πρέπει να εξετάζεται σε σχέση με την ιστορική πορεία της επιχείρησης, τις αντίστοιχες τιμές άλλων επιχειρήσεων και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου. Για τον λόγο αυτό, μία υψηλότερη ή χαμηλότερη τιμή δεν μπορεί να χαρακτηρίζεται αυτομάτως ως θετική ή αρνητική χωρίς εξέταση του ευρύτερου χρηματοοικονομικού πλαισίου (Open University n.d.; Dahlquist and Knight 2022).

Στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία οι αριθμοδείκτες ταξινομούνται συνήθως σε επιμέρους κατηγορίες, ανάλογα με τη διάσταση της οικονομικής λειτουργίας που εξετάζουν. Στην παρούσα ανάλυση χρησιμοποιούνται τέσσερις βασικές ομάδες: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας, Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας ή Κυκλοφοριακής Ταχύτητας, Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας και Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης, Μόχλευσης και Φερεγγυότητας (Dahlquist and Knight 2022; Bigel 2022).

Κατά τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών απαιτείται συνέπεια ως προς τα χρησιμοποιούμενα λογιστικά μεγέθη και τη χρονική τους αντιστοίχιση. Όταν ένας δείκτης συνδυάζει μέγεθος που αφορά ολόκληρη λογιστική περίοδο, όπως οι πωλήσεις ή το καθαρό αποτέλεσμα, με μέγεθος Ισολογισμού που αποτελεί υπόλοιπο συγκεκριμένης ημερομηνίας, η χρήση μέσου υπολοίπου του σχετικού στοιχείου μπορεί να προσφέρει περισσότερο συνεπή χρονική αντιστοίχιση. Η επιλογή αυτή εφαρμόζεται με ενιαίο τρόπο στους δείκτες για τους οποίους προβλέπεται ρητά στην παρούσα εργασία, σύμφωνα με τη μεθοδολογική αρχή που αναπτύχθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Όπου στους θεωρητικούς τύπους του παρόντος κεφαλαίου χρησιμοποιούνται οι όροι «Πωλήσεις» ή «Καθαρές Πωλήσεις», η ακριβής εμπειρική αντιστοίχιση του μεγέθους πραγματοποιείται με βάση το δημοσιευμένο συνολικό έσοδο της κάθε εταιρείας, όπως αυτό παρουσιάζεται στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της εργασίας. Στην περίπτωση των εξεταζόμενων ναυτιλιακών επιχειρήσεων, η αντιστοίχιση αφορά το συνολικό δημοσιευμένο έσοδο της αντίστοιχης χρήσης, όπως αυτό παρουσιάζεται στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, και δεν προϋποθέτει την ύπαρξη λογιστικού κονδυλίου με την κυριολεκτική ονομασία «Πωλήσεις».

Κανένας αριθμοδείκτης δεν είναι από μόνος του επαρκής για την πλήρη χρηματοοικονομική αξιολόγηση μιας επιχείρησης. Η ρευστότητα, η δραστηριότητα, η αποδοτικότητα, η κεφαλαιακή διάρθρωση και η φερεγγυότητα αποτελούν αλληλένδετες διαστάσεις και πρέπει να εξετάζονται συνδυαστικά, ώστε να αποφεύγονται συμπεράσματα που στηρίζονται σε μία μόνο επιμέρους ένδειξη (Open University n.d.; OpenStax 2025).

Τέλος, η θεωρητική παρουσίαση ενός αριθμοδείκτη στο παρόν κεφάλαιο δεν προδικάζει την αξιόπιστη εμπειρική εφαρμογή του στο συγκεκριμένο δείγμα ναυτιλιακών εταιρειών της παρούσας εργασίας. Η εμπειρική χρήση κάθε δείκτη για την περίοδο 2016–2025 προϋποθέτει ότι τα απαιτούμενα μεγέθη είναι διαθέσιμα, έχουν συγκρίσιμη οικονομική

έννοια και μπορούν να προσδιοριστούν σε ενιαία και συγκρίσιμη βάση για όλες τις εξεταζόμενες εταιρείες και περιόδους, χωρίς χρήση μη ισοδύναμων υποκατάστατων.

3.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αξιολογούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η ρευστότητα εξαρτάται όχι μόνο από το ύψος του κυκλοφορούντος ενεργητικού, αλλά και από την ταχύτητα και τη βεβαιότητα με την οποία τα επιμέρους στοιχεία του μπορούν να μετατραπούν σε χρηματικά διαθέσιμα. Οι βασικοί δείκτες που εξετάζονται είναι ο Current Ratio, ο Quick Ratio και ο Cash Ratio, οι οποίοι διαφοροποιούνται κυρίως ως προς το εύρος των στοιχείων που θεωρούνται διαθέσιμα για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Open University n.d.; Dahlquist and Knight 2022).

3.2.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CURRENT RATIO)

Ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio) εκφράζει τη σχέση μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και αποτελεί γενικό μέτρο της βραχυχρόνιας οικονομικής ευχέρειας της επιχείρησης (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019; OpenStax 2025).

$$\text{Current Ratio} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

Τιμή μεγαλύτερη της μονάδας σημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό υπερβαίνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, χωρίς όμως η μονάδα να αποτελεί καθολικό όριο οικονομικής ασφάλειας. Η ερμηνεία του δείκτη εξαρτάται από τη σύνθεση και την ποιότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τη δομή του κεφαλαίου κίνησης και τη σταθερότητα των ταμειακών ροών. Υψηλή τιμή μπορεί να αντανakλά ισχυρή ρευστότητα, αλλά και αυξημένα αποθέματα, απαιτήσεις χαμηλότερης ποιότητας ή πλεονάζοντα διαθέσιμα· συνεπώς, ο δείκτης είναι σκόπιμο να εξετάζεται σε συνδυασμό με τη σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και τους σχετικούς δείκτες δραστηριότητας (OpenStax 2025; Open University n.d.).

3.2.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ Ή ΕΙΔΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (QUICK RATIO)

Ο Quick Ratio αποτελεί αυστηρότερο μέτρο ρευστότητας από τον Current Ratio, καθώς περιορίζει τον αριθμητή στα περισσότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του

κυκλοφορούντος ενεργητικού και δεν προϋποθέτει τη διάθεση των αποθεμάτων (Dahlquist and Knight 2022; Open University n.d.).

$$\text{Quick Ratio} = (\text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}) / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

όπου:

$$\text{Διαθέσιμα} = \text{Μετρητά} + \text{Ταμειακά Ισοδύναμα}$$

Για τους σκοπούς του συγκεκριμένου δείκτη, ο όρος «Χρεόγραφα» αναφέρεται σε άμεσα ρευστοποιήσιμες βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Ο δείκτης εξετάζει κατά πόσο η επιχείρηση μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χωρίς να εξαρτάται από τη διάθεση των αποθεμάτων. Υψηλότερη τιμή υποδηλώνει γενικά μεγαλύτερη άμεση δυνατότητα κάλυψης, αλλά απαιτείται προσοχή στην ποιότητα και στην εισπραξιμότητα των απαιτήσεων που περιλαμβάνονται στον αριθμητή (Bigel 2022; Dahlquist and Knight 2022).

Στην εμπειρική εφαρμογή, η ακριβής αντιστοίχιση των επιμέρους κονδυλίων του αριθμητή με τις δημοσιευμένες κατηγορίες των εξεταζόμενων εταιρειών πραγματοποιείται με βάση την οικονομική ουσία και τις αναλυτικές γνωστοποιήσεις των οικονομικών καταστάσεων. Δεν εντάσσονται στον αριθμητή στοιχεία που, παρά τη λογιστική τους ταξινόμηση ως κυκλοφορούντα, δεν ανταποκρίνονται στην οικονομική έννοια του συγκεκριμένου δείκτη.

Η σύγκριση του Quick Ratio με τον Current Ratio παρέχει πρόσθετη ένδειξη για την ποιότητα της εμφανιζόμενης ρευστότητας, καθώς σημαντική απόσταση μεταξύ των δύο μπορεί να υποδηλώνει αυξημένη συμμετοχή στοιχείων που δεν περιλαμβάνονται στον αυστηρότερο δείκτη. Η χρήση σταθερών αριθμητικών ορίων πρέπει να αποφεύγεται χωρίς εξέταση του κλαδικού και επιχειρησιακού πλαισίου.

3.2.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CASH RATIO)

Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, ο Cash Ratio ορίζεται ως ο λόγος των δημοσιευμένων μετρητών και ταμειακών ισοδυνάμων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αποτελεί τον αυστηρότερο από τους χρησιμοποιούμενους βασικούς αριθμοδείκτες ρευστότητας (Dahlquist and Knight 2022).

$$\text{Cash Ratio} = \text{Διαθέσιμα} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

όπου:

$$\text{Διαθέσιμα} = \text{Μετρητά} + \text{Ταμειακά Ισοδύναμα}$$

Ο δείκτης παρέχει συντηρητική εικόνα της άμεσης ταμειακής δυνατότητας κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, καθώς δεν βασίζεται ούτε στη διάθεση αποθεμάτων ούτε στην είσπραξη απαιτήσεων. Υψηλότερη τιμή υποδηλώνει μεγαλύτερο άμεσο ταμειακό περιθώριο ασφαλείας, ενώ υπερβολικά υψηλά διαθέσιμα μπορεί παράλληλα να αντανακλούν συντηρητική ή μη αποδοτική διαχείριση ρευστότητας (Dahlquist and Knight 2022; Bigel 2022).

Η εμπειρική εφαρμογή του δείκτη βασίζεται στα δημοσιευμένα μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα, σύμφωνα με τις λογιστικές γνωστοποιήσεις κάθε εταιρείας. Τυχόν restricted cash εξαιρείται από τον αριθμητή, σύμφωνα με τη μεθοδολογική επιλογή της εργασίας.

3.3 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας (activity/efficiency ratios) εξετάζουν την ταχύτητα ανακύκλωσης και την αποτελεσματικότητα διαχείρισης επιλεγμένων στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης, του ενεργητικού και της χρηματοδοτικής βάσης σε σχέση με τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019; Bigel 2022; Kotcharin and Jantadej 2024).

Οι δείκτες αυτοί παρουσιάζουν ιδιαίτερη αναλυτική αξία όταν εξετάζονται σε συνδυασμό με τη ρευστότητα και την αποδοτικότητα. Μία επιχείρηση μπορεί να εμφανίζει υψηλό κυκλοφορούν ενεργητικό, αλλά εάν οι απαιτήσεις εισπράττονται αργά ή τα αποθέματα παραμένουν δεσμευμένα για μεγάλο χρονικό διάστημα, η ουσιαστική ποιότητα της ρευστότητάς της μπορεί να είναι χαμηλότερη. Η ερμηνεία των δεικτών δραστηριότητας πρέπει επομένως να λαμβάνει υπόψη τόσο τη διαχρονική εξέλιξη όσο και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

3.3.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (ACCOUNTS RECEIVABLE TURNOVER RATIO)

Ο δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Απαιτήσεων μετρά πόσες φορές κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής περιόδου το μέσο υπόλοιπο των απαιτήσεων ανακυκλώνεται σε σχέση με τις πωλήσεις της περιόδου (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

$$\text{Accounts Receivable Turnover} = \text{Πωλήσεις} / \text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}$$

όπου:

$$\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων} = (\text{Απαιτήσεις αρχής} + \text{Απαιτήσεις τέλους}) / 2$$

Στην παρούσα εργασία ακολουθείται ο ανωτέρω ορισμός με τις Πωλήσεις στον αριθμητή. Η ακριβής εμπειρική αντιστοίχιση πραγματοποιείται με το αντίστοιχο δημοσιευμένο συνολικό έσοδο των εξεταζόμενων ναυτιλιακών εταιρειών, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της εργασίας.

Υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα συνδέεται γενικά με ταχύτερη είσπραξη και μικρότερη δέσμευση κεφαλαίων στις απαιτήσεις. Ωστόσο, μια πολύ υψηλή τιμή δεν είναι αυτομάτως θετική, καθώς μπορεί να αντανακλά ιδιαίτερα αυστηρή πιστωτική πολιτική. Αντίστοιχα, χαμηλή τιμή μπορεί να συνδέεται με καθυστερήσεις εισπράξεων, αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο ή μεταβολή στη δομή των απαιτήσεων (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019; Bigel 2022).

Στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, η ερμηνεία του δείκτη απαιτεί πρόσθετη προσοχή, καθώς οι απαιτήσεις μπορούν να προκύπτουν από ναυλώσεις, εκκρεμείς οικονομικούς διακανονισμούς, λοιπές συμβατικές απαιτήσεις και άλλες συναλλαγές που συνδέονται με τη λειτουργική δραστηριότητα και δεν είναι κατ' ανάγκη πλήρως συγκρίσιμες με τις κλασικές εμπορικές απαιτήσεις άλλων κλάδων. Για τον λόγο αυτό, η εμπειρική εφαρμογή πρέπει να βασίζεται στη φύση των σχετικών κονδυλίων και στις επεξηγηματικές σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων.

Συνεπώς, ο εμπειρικός παρονομαστής πρέπει να αντιστοιχεί σε απαιτήσεις οικονομικά συνδεδεμένες με το χρησιμοποιούμενο μέγεθος εσόδων και όχι αυτομάτως σε κάθε λογιστικό κονδύλι που χαρακτηρίζεται ως απαίτηση.

3.3.2 ΜΕΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (AVERAGE COLLECTION PERIOD / DAYS SALES OUTSTANDING)

Η Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων εκφράζει σε ημέρες την ίδια βασική οικονομική πληροφορία με την Ταχύτητα Κυκλοφορίας Απαιτήσεων (Open University n.d.; Bigel 2022).

$$\text{Μέση Περίοδος Είσπραξης} = 365 / \text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Απαιτήσεων}$$

Ο δείκτης εκτιμά τον μέσο χρόνο που απαιτείται για την είσπραξη των απαιτήσεων και επιτρέπει τη σύγκρισή του με τους συμβατικούς όρους πίστωσης και τη διαχρονική πορεία της επιχείρησης. Αύξηση των ημερών μπορεί να αποτελεί ένδειξη επιβράδυνσης των εισπράξεων, ενώ χαμηλότερη τιμή συνδέεται γενικά με ταχύτερη μετατροπή των απαιτήσεων σε χρηματικά διαθέσιμα. Η ερμηνεία του δείκτη πρέπει επομένως να γίνεται σε συνδυασμό με τους όρους πίστωσης, τη διαχρονική πορεία της επιχείρησης και τις συνθήκες του κλάδου.

3.3.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (INVENTORY TURNOVER RATIO)

Ο Inventory Turnover Ratio μετρά, στη συμβατική λογιστική του χρήση, πόσες φορές κατά τη διάρκεια της χρήσης το μέσο απόθεμα ανακυκλώνεται σε σχέση με το αντίστοιχο κόστος που συνδέεται με τη δημιουργία των εσόδων (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019; Dahlquist and Knight 2022).

$$\text{Inventory Turnover} = \text{Κόστος Πωληθέντων} / \text{Μέσο Απόθεμα}$$

όπου:

$$\text{Μέσο Απόθεμα} = (\text{Απόθεμα αρχής} + \text{Απόθεμα τέλους}) / 2$$

Υψηλότερη τιμή συνδέεται γενικά με ταχύτερη κυκλοφορία των αποθεμάτων και μικρότερη δέσμευση κεφαλαίων, ενώ χαμηλότερη τιμή μπορεί να υποδηλώνει συσσώρευση αποθεμάτων ή περιορισμένη ανακύκλωσή τους. Ωστόσο, υπερβολικά υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα μπορεί επίσης να αντανάκλα ανεπαρκές επίπεδο αποθεμάτων και αυξημένο λειτουργικό κίνδυνο (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

Στη ναυτιλία, η πρακτική σημασία του δείκτη είναι περιορισμένη σε σχέση με εμπορικές ή μεταποιητικές επιχειρήσεις, επειδή τα αποθέματα μπορούν να αφορούν λειτουργικά αναλώσιμα, όπως καύσιμα, λιπαντικά, εφόδια και λοιπά stores, και όχι εμπορεύματα που προορίζονται για μεταπώληση.

Συνεπώς, ο Inventory Turnover πρέπει να εφαρμόζεται εμπειρικά μόνο όταν μπορούν να προσδιοριστούν με συνέπεια και συγκρισιμότητα τόσο το σχετικό απόθεμα όσο και ο κατάλληλος αριθμητής. Εάν αυτό δεν είναι εφικτό από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και τις σχετικές σημειώσεις, η μη εφαρμογή του δείκτη είναι μεθοδολογικά προτιμότερη από έναν αυθαίρετο υπολογισμό.

3.3.4 ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (DAYS' SALES IN INVENTORY / INVENTORY CONVERSION PERIOD)

Η Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων εκφράζει σε ημέρες τον εκτιμώμενο χρόνο παραμονής ή ανακύκλωσης των αποθεμάτων, με βάση τον αντίστοιχο Inventory Turnover (Franklin, Graybeal, and Cooper 2019; Open University n.d.).

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων} = 365 / \text{Inventory Turnover}$$

Μικρότερη διάρκεια συνδέεται γενικά με ταχύτερη ανακύκλωση των αποθεμάτων, ενώ αύξηση των ημερών μπορεί να υποδηλώνει μεγαλύτερη δέσμευση κεφαλαίων ή βραδύτερη κυκλοφορία. Ο δείκτης αποτελεί συμπληρωματική χρονική έκφραση του Inventory Turnover και πρέπει να ερμηνεύεται σε συνδυασμό με αυτόν και με τις ιδιαιτερότητες του κλάδου.

3.3.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ (NET WORKING CAPITAL TURNOVER RATIO)

Ο Net Working Capital Turnover Ratio αξιολογεί την αποτελεσματικότητα με την οποία το καθαρό κεφάλαιο κίνησης χρησιμοποιείται για τη δημιουργία πωλήσεων (Bigel 2022).

$$\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

$$\text{Net Working Capital Turnover} = \text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέσο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}$$

όπου:

$$\text{Μέσο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης} = (\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης αρχής} + \text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης τέλους}) / 2$$

Υψηλότερη τιμή μπορεί να υποδηλώνει αποτελεσματικότερη αξιοποίηση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης για τη δημιουργία πωλήσεων, αλλά μπορεί επίσης να προκύπτει από εξαιρετικά χαμηλή βάση καθαρού κεφαλαίου κίνησης.

Όταν το μέσο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης είναι μηδενικό, ο δείκτης δεν ορίζεται μαθηματικά. Όταν είναι εξαιρετικά χαμηλό ή αρνητικό, η αριθμητική τιμή του μπορεί να καταστεί ασταθής ή να χάσει τη συμβατική οικονομική της ερμηνεία. Για τον λόγο αυτό, δεν πρέπει να αξιολογείται απομονωμένα αλλά σε συνδυασμό με τους βασικούς δείκτες ρευστότητας και τη σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

3.3.6 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL ASSET TURNOVER RATIO)

Ο Total Asset Turnover Ratio μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία το σύνολο του ενεργητικού χρησιμοποιείται για τη δημιουργία πωλήσεων (Dahlquist and Knight 2022; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

$$\text{Total Asset Turnover} = \text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού}$$

όπου:

$$\text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} = (\text{Ενεργητικό αρχής} + \text{Ενεργητικό τέλους}) / 2$$

Ο δείκτης εκφράζει το ύψος των πωλήσεων που δημιουργείται ανά μονάδα ενεργητικού. Υψηλότερη τιμή υποδηλώνει γενικά μεγαλύτερη αξιοποίηση της περιουσιακής βάσης, ενώ χαμηλότερη τιμή μπορεί να συνδέεται με περιορισμένη χρήση της παραγωγικής δυναμικότητας ή με υψηλό επίπεδο επενδεδυμένου κεφαλαίου.

Η ερμηνεία του πρέπει όμως να λαμβάνει υπόψη την κεφαλαιακή ένταση του κλάδου, καθώς επιχειρήσεις όπως οι ναυτιλιακές διαθέτουν συνήθως υψηλή βάση παγίων και, συνεπώς, χαμηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα από επιχειρήσεις περιορισμένης κεφαλαιακής έντασης. Για τον λόγο αυτό, μεγαλύτερη αναλυτική αξία έχουν οι διαχρονικές

συγκρίσεις και οι συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων με παρόμοια χαρακτηριστικά (Dahlquist and Knight 2022; Bigel 2022).

Ο Total Asset Turnover συνδέεται επίσης με την αποδοτικότητα μέσω της ανάλυσης DuPont, καθώς το ROE επηρεάζεται όχι μόνο από το περιθώριο κέρδους, αλλά και από την αποτελεσματικότητα αξιοποίησης του συνολικού ενεργητικού και τη χρηματοοικονομική μόχλευση (Dahlquist and Knight 2022).

3.3.7 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ (FIXED ASSET TURNOVER RATIO)

Ο Fixed Asset Turnover Ratio εξετάζει το ύψος των πωλήσεων που δημιουργείται σε σχέση με τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (Bigel 2022).

$$\text{Fixed Asset Turnover} = \text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέσο Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό}$$

όπου

$$\text{Μέσο Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό} = (\text{Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό αρχής} + \text{Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό τέλους}) / 2$$

Ο δείκτης είναι ιδιαίτερα χρήσιμος σε κεφαλαιοβόρες επιχειρήσεις, όπου σημαντικό μέρος της επενδεδυμένης περιουσιακής βάσης αποτελείται από πάγια στοιχεία. Υψηλότερη τιμή μπορεί να υποδηλώνει αποτελεσματικότερη αξιοποίηση της πάγιας περιουσιακής βάσης, ενώ χαμηλότερη τιμή μπορεί να συνδέεται με περιορισμένη χρήση της παραγωγικής δυναμικότητας ή με υψηλό επίπεδο επενδύσεων σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις.

Η συγκριτική ερμηνεία απαιτεί όμως προσοχή, επειδή η καθαρή λογιστική αξία των παγίων επηρεάζεται από την ηλικία τους, τις συσσωρευμένες αποσβέσεις και το επενδυτικό πρόγραμμα της επιχείρησης. Παλαιότερα και περισσότερο αποσβεσμένα πάγια μπορεί, για τον λόγο αυτό, να εμφανίζουν υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα χωρίς αντίστοιχη διαφορά στη λειτουργική αξιοποίησή τους (Bigel 2022; Franklin, Graybeal, and Cooper 2019).

3.3.8 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (EQUITY TURNOVER RATIO)

Ο Equity Turnover Ratio εκφράζει το ύψος των καθαρών πωλήσεων που δημιουργείται ανά μονάδα ιδίων κεφαλαίων (Bigel 2022).

$$\text{Equity Turnover} = \text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}$$

όπου:

$$\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων} = (\text{Ίδια Κεφάλαια αρχής} + \text{Ίδια Κεφάλαια τέλους}) / 2$$

Ο δείκτης χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της σχέσης μεταξύ της βάσης των ιδίων κεφαλαίων και του επιπέδου δραστηριότητας της επιχείρησης και επηρεάζεται άμεσα από την κεφαλαιακή διάρθρωση. Μια πολύ υψηλή τιμή μπορεί να οφείλεται σε υψηλές πωλήσεις, αλλά μπορεί επίσης να προκύπτει από εξαιρετικά χαμηλή ίδια κεφαλαιακή βάση. Συνεπώς, υψηλότερος Equity Turnover δεν πρέπει να θεωρείται αυτομάτως θετικός και ο δείκτης πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τον δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια και τους λοιπούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και μόχλευσης. Όταν ο μέσος όρος ιδίων κεφαλαίων είναι μηδενικός, ο Equity Turnover δεν ορίζεται μαθηματικά. Όταν είναι εξαιρετικά χαμηλός ή αρνητικός, η αριθμητική τιμή του δείκτη μπορεί να καταστεί ασταθής ή να χάσει τη συμβατική οικονομική της ερμηνεία.

3.3.9 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ / ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ

Η Ταχύτητα Κυκλοφορίας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων εξετάζει τη σχέση μεταξύ των Αγορών της περιόδου και του μέσου υπολοίπου των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Open University n.d.; Bigel 2022).

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = \text{Αγορές} / \text{Μέσος Όρος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}$$

όπου:

$$\text{Μέσος Όρος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = (\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις αρχής} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις τέλους}) / 2$$

Η αναφορά στους «Προμηθευτές» στην ονομασία διατηρείται σύμφωνα με τη διδακτική ορολογία του δείκτη. Ο παρονομαστής του χρησιμοποιούμενου τύπου είναι ο Μέσος Όρος των συνολικών Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων και όχι αποκλειστικά οι εμπορικές υποχρεώσεις προς προμηθευτές.

Η αντίστοιχη χρονική έκφραση του δείκτη μπορεί να υπολογιστεί ως:

$$\text{Μέση Περίοδος Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = 365 / \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}$$

Υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα αντιστοιχεί, με βάση τη λογική του δείκτη, σε μικρότερη ενδεικτική διάρκεια διατήρησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε σχέση με το επίπεδο των Αγορών, ενώ χαμηλότερη τιμή αντιστοιχεί σε μεγαλύτερη ενδεικτική διάρκεια. Ωστόσο, ούτε εδώ η υψηλότερη τιμή είναι αυτομάτως καλύτερη, καθώς ο δείκτης πρέπει να αξιολογείται σε συνδυασμό με τη ρευστότητα, τους όρους χρηματοδότησης της λειτουργικής δραστηριότητας και τη συνολική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης.

Η εμπειρική εφαρμογή του δείκτη προϋποθέτει ότι το απαιτούμενο μέγεθος των Αγορών μπορεί να προσδιοριστεί σε ενιαία, λογιστικά τεκμηριωμένα και διαχρονικά συγκρίσιμη βάση για όλες τις εταιρείες και για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου, χωρίς μεταβολή της οικονομικής έννοιας του αριθμητή. Η ακριβής δυνατότητα προσδιορισμού του μεγέθους αυτού εξετάζεται στο εμπειρικό μέρος της εργασίας βάσει των αναλυτικών γνωστοποιήσεων των οικονομικών καταστάσεων. Εάν δεν καταστεί εφικτός ένας τέτοιος προσδιορισμός, δεν χρησιμοποιείται μη ισοδύναμο υποκατάστατο και ο δείκτης δεν υπολογίζεται εμπειρικά.

3.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας αξιολογούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη σε σχέση με τις πωλήσεις, τα περιουσιακά στοιχεία και τα κεφάλαια που χρησιμοποιεί. Μέσω αυτών εξετάζεται τόσο η λειτουργική αποτελεσματικότητα όσο και η απόδοση των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί στην επιχείρηση (Dahlquist and Knight 2022; Open University n.d.; Akdamar and Kızılgöl 2024).

Η ερμηνεία τους πρέπει να γίνεται διαχρονικά και συγκριτικά, καθώς η κερδοφορία επηρεάζεται από τη λειτουργική δομή, το επίπεδο μόχλευσης, την κεφαλαιακή ένταση και τις συνθήκες του κλάδου.

3.4.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (GROSS PROFIT MARGIN)

Ο Gross Profit Margin εκφράζει το ποσοστό των πωλήσεων που απομένει μετά την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων (Open University n.d.; Bigel 2022).

$$\text{Gross Profit Margin} = \text{Μικτό Κέρδος} / \text{Καθαρές Πωλήσεις} \times 100$$

ή ισοδύναμα:

$$\text{Gross Profit Margin} = (\text{Καθαρές Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}) / \text{Καθαρές Πωλήσεις} \times 100$$

Υψηλότερο περιθώριο υποδηλώνει γενικά μεγαλύτερη δυνατότητα κάλυψης των λοιπών λειτουργικών, χρηματοοικονομικών και φορολογικών επιβαρύνσεων και δημιουργίας τελικού κέρδους. Η διαχρονική του μεταβολή μπορεί να αντανakλά αλλαγές στις τιμές, στο άμεσο κόστος παροχής προϊόντων ή υπηρεσιών, στη σύνθεση των εσόδων ή στην παραγωγική αποδοτικότητα.

Ωστόσο, η συγκρισιμότητα του δείκτη εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν και ταξινομούν το κόστος που αντιστοιχεί στα έσοδα. Η παρατήρηση αυτή είναι ιδιαίτερα κρίσιμη στη ναυτιλία, όπου ενδεχομένως οι καταστάσεις αποτελεσμάτων να παρουσιάζουν χωριστά voyage expenses, charter hire expenses, vessel operating expenses, dry-docking expenses, depreciation και άλλες λειτουργικές επιβαρύνσεις χωρίς υποχρεωτικά να εμφανίζουν συγκρίσιμο subtotal «Gross Profit».

Κατά συνέπεια, ο Gross Profit Margin χρησιμοποιείται εμπειρικά μόνο εφόσον μπορεί να προσδιοριστεί με σαφή, οικονομικά τεκμηριωμένο και ομοιόμορφο τρόπο το απαιτούμενο κόστος που αντιστοιχεί στα έσοδα. Όταν οι δημοσιευμένες καταστάσεις δεν επιτρέπουν τέτοια αντιστοίχιση, ο δείκτης δεν πρέπει να κατασκευάζεται μέσω αυθαίρετου συνδυασμού επιμέρους λειτουργικών εξόδων.

3.4.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (NET PROFIT MARGIN)

Ο Net Profit Margin εκφράζει τη σχέση του τελικού καθαρού αποτελέσματος της περιόδου με τις καθαρές πωλήσεις, μετά την επίδραση των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων, της φορολογίας και των λοιπών στοιχείων που αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα (OpenStax 2025; Dahlquist and Knight 2022).

$$\text{Net Profit Margin} = \text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Καθαρές Πωλήσεις} \times 100$$

Στην εμπειρική εφαρμογή, ως Καθαρό Κέρδος χρησιμοποιείται το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss), σύμφωνα με τη λογιστική περίμετρο που έχει οριστεί στο προηγούμενο κεφάλαιο. Ο δείκτης αποτυπώνει το ποσοστό των εσόδων που μετατρέπεται σε τελικό καθαρό αποτέλεσμα, παρέχοντας ένα συνολικό μέτρο της τελικής λογιστικής κερδοφορίας της επιχείρησης σε σχέση με τον κύκλο εργασιών της. Η μεταβολή του δεν αντανακλά αποκλειστικά τη λειτουργική αποτελεσματικότητα, καθώς επηρεάζεται επίσης από το χρηματοοικονομικό κόστος, τη φορολογία, απομειώσεις, κέρδη ή ζημίες από συναλλαγές και άλλα επαναλαμβανόμενα ή μη επαναλαμβανόμενα αποτελέσματα. Επομένως, η αξιολόγησή του πρέπει να λαμβάνει υπόψη τη σύνθεση του τελικού αποτελέσματος.

Η ακριβής λογιστική αντιστοίχιση του Καθαρού Κέρδους στην εμπειρική εφαρμογή πραγματοποιείται με ενιαίο ορισμό για όλες τις εταιρείες και περιόδους, με βάση τη συγκρίσιμη παρουσίαση των ενοποιημένων αποτελεσμάτων. Ο ίδιος ορισμός του Καθαρού Κέρδους χρησιμοποιείται με συνέπεια στο Net Profit Margin, στο ROA και στο ROE.

3.4.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΑΣΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ (BASIC EARNING POWER – BEP)

Ο Basic Earning Power (BEP) αξιολογεί την ικανότητα του ενεργητικού μιας επιχείρησης να δημιουργεί λειτουργικά κέρδη πριν από την επίδραση του χρηματοοικονομικού κόστους και της φορολογίας (Bigel 2022; Damodaran n.d.-a).

$$\text{BEP} = \text{EBIT} / \text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} \times 100$$

όπου EBIT είναι τα Κέρδη προ Τόκων και Φόρων.

Στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας χρησιμοποιείται ως λειτουργική προσέγγιση του EBIT το δημοσιευμένο Operating Income / Income from Operations, όταν αυτό παρουσιάζεται άμεσα και συγκρίσιμα στις οικονομικές καταστάσεις, σύμφωνα με τη μεθοδολογική επιλογή του προηγούμενου κεφαλαίου.

$$\text{EBIT} \approx \text{Operating Income} / \text{Income from Operations}$$

Η προσέγγιση αυτή δεν συνεπάγεται θεωρητική ταύτιση του Operating Income / Income from Operations με κάθε δυνατό ορισμό του EBIT. Εάν δεν υπάρχει άμεσα διαθέσιμο και συγκρίσιμο λειτουργικό αποτέλεσμα με την ίδια οικονομική έννοια, δεν πραγματοποιείται αυθαίρετη ανακατασκευή του EBIT.

Η χρήση του EBIT περιορίζει την επίδραση της χρηματοδοτικής διάρθρωσης στον αριθμητή, καθώς οι δαπάνες τόκων δεν περιλαμβάνονται στον υπολογισμό. Ο δείκτης αποτυπώνει έτσι περισσότερο τη λειτουργική απόδοση των περιουσιακών στοιχείων πριν από τη χρηματοοικονομική και φορολογική επίδραση (Damodaran n.d.-a).

Υψηλότερος BEP υποδηλώνει μεγαλύτερη λειτουργική κερδοφορία σε σχέση με το ενεργητικό που χρησιμοποιείται. Ο βασικός θεωρητικός λόγος εκφράζει το EBIT σε σχέση με το Σύνολο Ενεργητικού. Στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας χρησιμοποιείται μέσο συνολικό ενεργητικό για λόγους χρονικής αντιστοίχισης, με τον ίδιο ορισμό να εφαρμόζεται σε όλες τις εξεταζόμενες εταιρείες και χρήσεις.

3.4.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (RETURN ON ASSETS – ROA)

Ο Return on Assets (ROA) αξιολογεί την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί καθαρό κέρδος σε σχέση με τους συνολικούς πόρους που είναι επενδεδυμένοι στο ενεργητικό της (Dahlquist and Knight 2022; Damodaran 2007; Negkakis 2025).

Ο βασικός θεωρητικός λόγος εκφράζει το Καθαρό Κέρδος σε σχέση με το Σύνολο Ενεργητικού. Στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας χρησιμοποιείται μέσο συνολικό ενεργητικό, λόγω της χρονικής αντιστοίχισης του αποτελέσματος χρήσης με ένα μέγεθος Ισολογισμού.

$$\text{ROA} = \text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} \times 100$$

όπου:

$$\text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} = (\text{Ενεργητικό αρχής} + \text{Ενεργητικό τέλους}) / 2$$

Υψηλότερο ROA σημαίνει ότι η επιχείρηση επιτυγχάνει μεγαλύτερο καθαρό κέρδος σε σχέση με το ενεργητικό που χρησιμοποιεί και αποτελεί συνεπώς βασικό μέτρο της συνολικής αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων.

Η ερμηνεία του απαιτεί κλαδικό πλαίσιο. Κεφαλαιοβόρες δραστηριότητες διαθέτουν μεγάλη βάση ενεργητικού και μπορούν να εμφανίζουν χαμηλότερο ROA από επιχειρήσεις περιορισμένης κεφαλαιακής έντασης, ενώ διαφορές στην αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων, στις απομειώσεις και στις αποσβέσεις μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τον παρονομαστή (Dahlquist and Knight 2022; Damodaran 2007).

Στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία συναντώνται διαφορετικοί ορισμοί της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων. Στην παρούσα ανάλυση διατηρείται με συνέπεια ο λογιστικός ορισμός του ROA ως συνολικό ενοποιημένο Καθαρό Αποτέλεσμα προς Μέσο Συνολικό Ενεργητικό, ώστε να διατηρείται ενιαία λογιστική περίμετρος και ομοιομορφία μεταξύ εταιρειών και περιόδων.

3.4.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (RETURN ON EQUITY – ROE)

Ο Return on Equity (ROE) αποτελεί βασικό δείκτη λογιστικής αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων και μετρά το καθαρό αποτέλεσμα που δημιουργείται σε σχέση με την αντίστοιχη κεφαλαιακή βάση της επιχείρησης. Ο βασικός θεωρητικός λόγος εκφράζει το Καθαρό Κέρδος σε σχέση με τα Ίδια Κεφάλαια (Dahlquist and Knight 2022; Damodaran 2007).

$$\text{ROE} = \text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων} \times 100$$

όπου:

$$\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων} = (\text{Ίδια Κεφάλαια αρχής} + \text{Ίδια Κεφάλαια τέλους}) / 2$$

Στην εμπειρική εφαρμογή της παρούσας εργασίας χρησιμοποιείται το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss) σε συνδυασμό με το αντίστοιχο μέσο συνολικό ενοποιημένο μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων, ώστε αριθμητής και παρονομαστής να αφορούν την ίδια λογιστική περίμετρο. Υψηλότερο ROE υποδηλώνει γενικά μεγαλύτερη λογιστική απόδοση

της χρησιμοποιούμενης βάσης ιδίων κεφαλαίων, αλλά δεν μπορεί να ερμηνεύεται ανεξάρτητα από τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο και την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Σύμφωνα με την ανάλυση DuPont (Dahlquist and Knight 2022):

$$\text{ROE} = (\text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Καθαρές Πωλήσεις}) \times (\text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού}) \times (\text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} / \text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}) \times 100$$

όπου:

$$\text{Equity Multiplier} = \text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} / \text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}$$

Η παραπάνω ταυτότητα αντιστοιχεί στη συνήθη ανάλυση DuPont. Εάν χρησιμοποιηθεί η συντομευμένη μορφή $\text{ROE} = \text{Net Profit Margin} \times \text{Total Asset Turnover} \times \text{Equity Multiplier}$, το Net Profit Margin χρησιμοποιείται σε δεκαδική μορφή και όχι ως ήδη πολλαπλασιασμένο ποσοστό.

Η σχέση αυτή δείχνει ότι το ROE επηρεάζεται από την κερδοφορία, την αποτελεσματικότητα αξιοποίησης του ενεργητικού και τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Επομένως, δύο επιχειρήσεις μπορεί να εμφανίζουν παρόμοιο ROE αλλά να το επιτυγχάνουν μέσω διαφορετικού συνδυασμού λειτουργικής αποδοτικότητας, κυκλοφοριακής ταχύτητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η ανάλυση DuPont παρουσιάζεται εδώ ως θεωρητικό εργαλείο ερμηνείας της σχέσης μεταξύ κερδοφορίας, αξιοποίησης του ενεργητικού και χρηματοοικονομικής μόχλευσης και δεν μεταβάλλει τη λογιστική περίμετρο του ROE που εφαρμόζεται εμπειρικά στην παρούσα εργασία (Dahlquist and Knight 2022; Damodaran 2007).

Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται όταν η βάση των ιδίων κεφαλαίων είναι πολύ χαμηλή, καθώς μπορεί να προκύψει πολύ υψηλό ROE χωρίς αντίστοιχη βελτίωση της λειτουργικής επίδοσης. Εάν ο μέσος όρος ιδίων κεφαλαίων είναι μηδενικός, ο δείκτης δεν ορίζεται μαθηματικά. Εάν είναι αρνητικός ή εξαιρετικά χαμηλός, η αριθμητική τιμή του μπορεί να χάσει τη συμβατική οικονομική της ερμηνεία. Για τον λόγο αυτό, το ROE πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τη μόχλευση και την κεφαλαιακή διάρθρωση (Damodaran 2007; Dahlquist and Knight 2022).

3.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ, ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

Οι έννοιες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της φερεγγυότητας είναι αλληλένδετες αλλά δεν ταυτίζονται. Η κεφαλαιακή διάρθρωση αφορά τη σύνθεση της χρηματοδότησης της επιχείρησης και τη σχετική συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων και εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης, ενώ η χρηματοοικονομική μόχλευση αφορά κυρίως την επίδραση της χρήσης εξωτερικής και ιδιαίτερα έντοκης χρηματοδότησης στη σχέση κινδύνου και απόδοσης. Η φερεγγυότητα συνδέεται με τη μακροχρόνια δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις και να διατηρεί ομαλά τη λειτουργία της (Bigel 2022; Damodaran n.d.-b).

Στην παρούσα εργασία οι επιμέρους όψεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης εξετάζονται μέσω συμπληρωματικών αριθμοδεικτών, οι οποίοι δεν πρέπει να θεωρούνται αμοιβαία υποκατάστατοι. Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στη σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, στη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στη συνολική χρηματοδότηση, στο βάρος των συνολικών υποχρεώσεων, στην κάλυψη των παγίων και στην ικανότητα κάλυψης του χρηματοοικονομικού κόστους.

3.5.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια εκφράζει τη σχέση μεταξύ της ίδιας κεφαλαιακής βάσης και των συνολικών υποχρεώσεων της επιχείρησης.

$$\text{Ίδια Κεφάλαια προς Ξένα Κεφάλαια} = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Ξένα Κεφάλαια}$$

Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, ο όρος Ξένα Κεφάλαια αντιστοιχεί στις δημοσιευμένες Συνολικές Υποχρεώσεις, δηλαδή στο σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Υψηλότερη τιμή του δείκτη σημαίνει ότι η επιχείρηση διαθέτει μεγαλύτερη ίδια κεφαλαιακή βάση σε σχέση με τις συνολικές υποχρεώσεις της και υποδηλώνει γενικά μεγαλύτερη κεφαλαιακή αυτονομία. Αντίθετα, χαμηλότερη τιμή υποδηλώνει μεγαλύτερη εξάρτηση από ξένα κεφάλαια σε σχέση με την ίδια κεφαλαιακή βάση (Bigel 2022).

Μεγαλύτερη εξάρτηση από ξένα κεφάλαια δεν αποτελεί αυτομάτως αρνητική ένδειξη, αλλά η οικονομική της επίδραση εξαρτάται από τη σύνθεση των υποχρεώσεων, το

ύψος του έντοκου δανεισμού, το κόστος χρηματοδότησης και την ικανότητα εξυπηρέτησης των σχετικών υποχρεώσεων. Αντίστοιχα, πολύ υψηλή συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων δεν αποτελεί από μόνη της απόδειξη βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Το κατάλληλο επίπεδο εξαρτάται από τη σταθερότητα των ταμειακών ροών, την κεφαλαιακή ένταση, τις συνθήκες χρηματοδότησης, την αξία των εξασφαλίσεων και τα χαρακτηριστικά του κλάδου (Damodaran n.d.-b; Chasiotis, Konstantios, and Naoum 2022; Yeo 2016).

3.5.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY RATIO)

Ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια εκφράζει τη συμμετοχή της ίδιας κεφαλαιακής βάσης στο σύνολο των κεφαλαίων που χρηματοδοτούν την επιχείρηση (Bigel 2022).

$$\text{Equity Ratio} = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

όπου:

$$\text{Σύνολο Ενεργητικού} = \text{Συνολικά Κεφάλαια}$$

Με βάση τη λογιστική ισότητα, το Σύνολο Ενεργητικού αντιστοιχεί αριθμητικά στο άθροισμα Συνολικών Υποχρεώσεων και Ιδίων Κεφαλαίων. Υψηλότερη τιμή σημαίνει ότι μεγαλύτερο μέρος της περιουσιακής βάσης αντιστοιχεί σε χρηματοδότηση από ίδια κεφάλαια και υποδηλώνει μεγαλύτερη σχετική συμμετοχή της ίδιας κεφαλαιακής βάσης στη χρηματοδοτική διάρθρωση. Χαμηλότερη τιμή υποδηλώνει μεγαλύτερη σχετική συμμετοχή των συνολικών υποχρεώσεων στη χρηματοδοτική διάρθρωση. Αυτό δεν αποτελεί απαραίτητα αρνητική ένδειξη όταν η επιχείρηση διαθέτει ισχυρή κερδοφορία, επαρκή ρευστότητα και σταθερές ταμειακές ροές. Η αξιολόγηση του δείκτη δεν πρέπει να γίνεται απομονωμένα, αλλά σε συνδυασμό με τη ρευστότητα, την κερδοφορία, τις ταμειακές ροές και τους λοιπούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης.

3.5.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL LIABILITIES TO ASSETS RATIO)

Ο Total Liabilities-to-Assets Ratio δείχνει το ποσοστό του συνολικού ενεργητικού που αντιστοιχεί λογιστικά σε συνολικές υποχρεώσεις (Dahlquist and Knight 2022; Bigel 2022).

$$\text{Total Liabilities-to-Assets Ratio} = \text{Συνολικές Υποχρεώσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Ο δείκτης χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της σχετικής συμμετοχής των συνολικών υποχρεώσεων στη λογιστική χρηματοδοτική διάρθρωση της επιχείρησης. Για παράδειγμα, τιμή 0,60 σημαίνει ότι οι συνολικές υποχρεώσεις αντιστοιχούν λογιστικά στο 60% του συνολικού ενεργητικού. Υψηλότερη τιμή υποδηλώνει μεγαλύτερη σχετική συμμετοχή των συνολικών υποχρεώσεων και, αντίστοιχα, μικρότερη σχετική συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο σύνολο της λογιστικής χρηματοδοτικής βάσης. Όταν ο δείκτης υπερβαίνει τη μονάδα, οι συνολικές υποχρεώσεις είναι μεγαλύτερες από το σύνολο του ενεργητικού και, σύμφωνα με τη λογιστική εξίσωση, τα ίδια κεφάλαια είναι αρνητικά.

Η αξιολόγηση του κατάλληλου επιπέδου πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα χαρακτηριστικά του κλάδου και τη σταθερότητα των ταμειακών ροών, καθώς επιχειρήσεις με περισσότερο προβλέψιμες χρηματικές ροές μπορούν γενικά να υποστηρίξουν μεγαλύτερη σχετική συμμετοχή υποχρεώσεων στη χρηματοδότηση από επιχειρήσεις με έντονα κυκλική δραστηριότητα (Chasiotis, Konstantios, and Naoum 2022; Dahlquist and Knight 2022; Yeo 2016).

3.5.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY TO FIXED ASSETS)

Ο δείκτης Κάλυψης Παγίων με Ίδια Κεφάλαια εξετάζει σε ποιον βαθμό τα πάγια περιουσιακά στοιχεία καλύπτονται από την ίδια κεφαλαιακή βάση της επιχείρησης (Bigel 2022).

$$\text{Κάλυψη Παγίων με Ίδια Κεφάλαια} = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Πάγιο Ενεργητικό}$$

Η οικονομική λογική του δείκτη συνδέεται με την αρχή ότι τα μακροχρόνια περιουσιακά στοιχεία είναι σκόπιμο να υποστηρίζονται από σχετικά σταθερές πηγές χρηματοδότησης. Υψηλότερη τιμή σημαίνει ότι μεγαλύτερο μέρος των παγίων καλύπτεται από ίδια κεφάλαια.

Η ερμηνεία του δεν προϋποθέτει ότι το σύνολο των παγίων πρέπει να χρηματοδοτείται αποκλειστικά από ίδια κεφάλαια, καθώς η μακροπρόθεσμη δανειακή χρηματοδότηση αποτελεί επίσης συνήθη και ενδεχομένως κατάλληλη πηγή χρηματοδότησης μακροχρόνιων περιουσιακών στοιχείων, ιδιαίτερα σε κεφαλαιοβόρους κλάδους όπως η ναυτιλία.

3.5.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ (CURRENT ASSETS TO TOTAL LIABILITIES RATIO)

Ο δείκτης Current Assets to Total Liabilities συσχετίζει το κυκλοφορούν ενεργητικό με το σύνολο των υποχρεώσεων της επιχείρησης (Bigel 2022).

Current Assets to Total Liabilities = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Συνολικές Υποχρεώσεις

Υψηλότερη τιμή υποδηλώνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό αντιπροσωπεύει μεγαλύτερο ποσοστό των συνολικών υποχρεώσεων και μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως συμπληρωματική ένδειξη χρηματοοικονομικής αντοχής.

Ωστόσο, ο δείκτης δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται ως υποκατάστατο του Current Ratio ούτε ως αυτοτελές και αποκλειστικό μέτρο μακροχρόνιας φερεγγυότητας. Συνδυάζει μεγέθη διαφορετικού χρονικού ορίζοντα, καθώς το κυκλοφορούν ενεργητικό αφορά κατά κύριο λόγο τη βραχυχρόνια λειτουργία, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις περιλαμβάνουν και μακροπρόθεσμες δεσμεύσεις. Για τον λόγο αυτό, η ερμηνεία του πρέπει να έχει συμπληρωματικό χαρακτήρα.

3.5.6 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ (TIMES INTEREST EARNED / INTEREST COVERAGE RATIO)

Ο Times Interest Earned (TIE) ή Interest Coverage Ratio μετρά πόσες φορές τα κέρδη προ τόκων και φόρων επαρκούν για την κάλυψη των εξόδων τόκων της επιχείρησης (Damodaran n.d.-b; Robison n.d.).

$$\text{TIE} = \text{EBIT} / \text{Έξοδα Τόκων (Interest Expense)}$$

Για τον αριθμητή εφαρμόζεται η ίδια λειτουργική προσέγγιση του EBIT που χρησιμοποιείται στην Basic Earning Power, δηλαδή το δημοσιευμένο Operating Income / Income from Operations όταν αυτό είναι άμεσα διαθέσιμο και συγκρίσιμο. Στην εμπειρική

εφαρμογή χρησιμοποιούνται τα έξοδα τόκων που αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα της αντίστοιχης χρήσης.

Υψηλότερη τιμή υποδηλώνει μεγαλύτερο λογιστικό περιθώριο ασφαλείας για την κάλυψη του κόστους τόκων. Για παράδειγμα, TIE ίσο με 5 σημαίνει ότι το EBIT της περιόδου ισούται με το πενταπλάσιο των αντίστοιχων εξόδων τόκων. Αντίθετα, χαμηλή τιμή υποδηλώνει ότι σχετικά μικρή μείωση της λειτουργικής κερδοφορίας μπορεί να δυσχεράνει την κάλυψη των τόκων, ενώ τιμή μικρότερη από 1 σημαίνει ότι το θετικό EBIT της περιόδου δεν επαρκεί για την πλήρη κάλυψή τους (Damodaran n.d.-b; Robison n.d.).

Όταν το EBIT είναι αρνητικό, η αρνητική τιμή του δείκτη υποδηλώνει απουσία λειτουργικής κάλυψης των τόκων και δεν πρέπει να ερμηνεύεται ως συμβατικό πολλαπλάσιο κάλυψης. Εάν τα αναγνωρισμένα έξοδα τόκων είναι μηδενικά, ο δείκτης δεν ορίζεται με τη συνήθη μορφή του. Τυχόν μη συμβατική ή αρνητική τιμή στο σχετικό κονδύλι απαιτεί ειδική εξέταση και δεν χρησιμοποιείται μηχανικά ως παρονομαστής.

Ακόμη και υψηλή τιμή του TIE πρέπει να αξιολογείται με προσοχή. Το EBIT αποτελεί λογιστικό μέγεθος και δεν ισούται απαραίτητα με τις διαθέσιμες λειτουργικές ταμειακές ροές, ενώ ο δείκτης εξετάζει την κάλυψη των εξόδων τόκων και όχι τις αποπληρωμές κεφαλαίου των δανείων (Damodaran n.d.-b).

Η διάκριση είναι ιδιαίτερα σημαντική στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση, όπου οι δανειακές συμβάσεις δύνανται να περιλαμβάνουν τακτικές αποσβέσεις κεφαλαίου και σημαντικές τελικές πληρωμές («balloon payments»). Για πληρέστερη αξιολόγηση της ικανότητας εξυπηρέτησης του χρέους απαιτείται συνεπώς συνεξέταση των ταμειακών ροών, των λήξεων και του προγράμματος αποπληρωμών (Ziakas and Boile 2026).

3.6 ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΧΕΡΕΙΑΣ (ORIGINAL ALTMAN Z-SCORE)

Το υπόδειγμα Z-Score του Edward I. Altman αποτελεί ένα από τα πλέον γνωστά υποδείγματα έγκαιρης διάγνωσης χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Αναπτύχθηκε αρχικά το 1968 σε δείγμα εισηγμένων μεταποιητικών επιχειρήσεων και συνδυάζει επιλεγμένες χρηματοοικονομικές μεταβλητές σε μία ενιαία βαθμολογία (Altman 1968).

Στην παρούσα εργασία διατηρείται συνειδητά η αρχική (original) μορφή του υποδείγματος για λόγους διαχρονικής και συγκριτικής αναλυτικής συνέπειας, με ρητή αναγνώριση ότι το μοντέλο δεν έχει βαθμονομηθεί ειδικά για ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

Η αρχική μορφή είναι (Altman 1968):

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

όπου:

X_1 = Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

όπου Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης = Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

X_2 = Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

X_3 = Κέρδη προ Τόκων και Φόρων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 = Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Λογιστική Αξία Συνολικών Υποχρεώσεων

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιείται στο X_4 αποτελεί μη λογιστικό, αγοραίο δεδομένο του υποδείγματος και επομένως δεν προκύπτει από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις με τον ίδιο τρόπο όπως οι υπόλοιπες λογιστικές μεταβλητές.

Η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων αντιστοιχίζεται σε συνεπή ημερομηνία αναφοράς τέλους χρήσης, ώστε να είναι χρονικά συμβατή με τα αντίστοιχα μεγέθη του Ισολογισμού. Η ακριβής πηγή και ο χειρισμός περιπτώσεων κατά τις οποίες η ημερομηνία τέλους χρήσης δεν είναι χρηματιστηριακή ημέρα εξειδικεύονται στη μεθοδολογία της εμπειρικής εφαρμογής.

Όταν το σχετικό λογιστικό μέγεθος του X_2 αντιστοιχεί σε συσσωρευμένες ζημιές (accumulated deficit), η μεταβλητή λαμβάνει την αντίστοιχη αρνητική τιμή, χωρίς αυθαίρετη προσαρμογή ή μηδενισμό του μεγέθους.

Οι επιμέρους μεταβλητές του Original Altman Z-Score υπολογίζονται σύμφωνα με τους ορισμούς της αρχικής μορφής του υποδείγματος. Συνεπώς, δεν τροποποιούνται μέσω της χρήσης μέσων υπολοίπων που εφαρμόζεται σε άλλους αριθμοδείκτες της παρούσας εργασίας για λόγους χρονικής αντιστοίχισης.

Για λόγους εσωτερικής συνέπειας, το EBIT του X3 αντιστοιχίζεται στο ίδιο λειτουργικό μέγεθος που χρησιμοποιείται στον BEP, ενώ ο παρονομαστής διατηρείται στο υπόλοιπο τέλους χρήσης, σύμφωνα με τον αρχικό ορισμό του Altman.

Μέσω των παραπάνω μεταβλητών, το υπόδειγμα συνδυάζει στοιχεία ρευστότητας, συσσωρευμένης κερδοφορίας, λειτουργικής αποδοτικότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης και αποτελεσματικότητας αξιοποίησης του ενεργητικού (Altman 1968).

Στην κλασική εφαρμογή της αρχικής μορφής του υποδείγματος χρησιμοποιούνται οι ακόλουθες ζώνες (Altman 1968; Damodaran n.d.-c):

- $Z > 2,99$: ασφαλής ζώνη,
- $1,81 \leq Z \leq 2,99$: γκρίζα ζώνη,
- $Z < 1,81$: ζώνη αυξημένου κινδύνου χρηματοοικονομικής δυσχέρειας.

Τα παραπάνω όρια προέρχονται από το ιστορικό πλαίσιο εφαρμογής του αρχικού υποδείγματος και στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται αποκλειστικά ως ιστορικά σημεία αναφοράς. Δεν αποτελούν κλαδικά επικυρωμένα ή ειδικά βαθμονομημένα όρια για εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις (Altman 1968; Damodaran n.d.-c; Altman 2018).

Το υπόδειγμα Z-Score χρησιμοποιείται επομένως ως συμπληρωματικό διαγνωστικό εργαλείο και όχι ως μηχανισμός παραγωγής απόλυτης πιθανότητας πτώχευσης. Η τιμή του αξιολογείται κυρίως ως διαχρονική και συγκριτική ένδειξη μεταβολής του χρηματοοικονομικού προφίλ και συνεξετάζεται με τους επιμέρους δείκτες ρευστότητας, αποδοτικότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης και κάλυψης τόκων (Damodaran n.d.-c; Altman 2018).

Η συγκεκριμένη επιφύλαξη είναι ιδιαίτερα σημαντική στη ναυτιλία, όπου η υψηλή ένταση παγίων, η μεταβλητότητα των ναύλων και των αξιών των πλοίων, οι απομειώσεις, οι αγορές και πωλήσεις πλοίων και η σημαντική χρήση εξωτερικής χρηματοδότησης μπορούν

να επηρεάζουν έντονα τις μεταβλητές του υποδείγματος (Chasiotis, Konstantios, and Naoum 2022; Akdamar and Kızılgöl 2024).

Συνεπώς, η αρχική μορφή του Altman Z-Score δεν ερμηνεύεται ως κλαδικά βαθμονομημένη πρόβλεψη αφερεγγυότητας για τις εξεταζόμενες ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Χρησιμοποιείται αποκλειστικά ως πρόσθετη συγκριτική και διαχρονική ένδειξη, η οποία αποκτά αναλυτικό νόημα μόνο σε συνδυασμό με τους υπόλοιπους χρηματοοικονομικούς δείκτες και με τις συνθήκες της αντίστοιχης ναυτιλιακής αγοράς.

3.7 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης αποτελεί πολυδιάστατο φαινόμενο και δεν μπορεί να αξιολογηθεί μέσω ενός μεμονωμένου αριθμοδείκτη. Οι τέσσερις βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών που εξετάστηκαν αποτυπώνουν διαφορετικές αλλά αλληλένδετες διαστάσεις της οικονομικής λειτουργίας: οι δείκτες ρευστότητας τη βραχυχρόνια ικανότητα κάλυψης των υποχρεώσεων, οι δείκτες δραστηριότητας την ταχύτητα ανακύκλωσης και την αποτελεσματικότητα αξιοποίησης επιλεγμένων πόρων, οι δείκτες αποδοτικότητας την ικανότητα δημιουργίας κερδών και οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας τη χρηματοδοτική διάρθρωση και επιλεγμένες διαστάσεις της μακροχρόνιας χρηματοοικονομικής αντοχής (Open University n.d.; Dahlquist and Knight 2022).

Οι κατηγορίες αυτές πρέπει να εξετάζονται συνδυαστικά. Μια φαινομενική βελτίωση της ρευστότητας, για παράδειγμα, μπορεί να αποκτά διαφορετική σημασία όταν συνοδεύεται από επιδείνωση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των σχετικών στοιχείων. Αντίστοιχα, η αύξηση του ROE μπορεί να προέρχεται όχι μόνο από υψηλότερη κερδοφορία ή αποτελεσματικότερη αξιοποίηση του ενεργητικού, αλλά και από μεταβολή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Η ανάλυση DuPont συμβάλλει στην αναγνώριση αυτών των διαφορετικών πηγών μεταβολής του ROE (Dahlquist and Knight 2022; Bigel 2022).

Η εξέταση της κεφαλαιακής διάρθρωσης πρέπει επίσης να συμπληρώνεται από την αξιολόγηση της δυνατότητας εξυπηρέτησης του χρηματοοικονομικού κόστους. Ένας χαμηλός δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια υποδηλώνει μεγαλύτερη εξάρτηση από ξένα κεφάλαια σε σχέση με την ίδια κεφαλαιακή βάση, όμως η συνολική χρηματοοικονομική επιβάρυνση εξαρτάται και από την κερδοφορία, τη σταθερότητα των

ταμειακών ροών και την ικανότητα κάλυψης των τόκων. Ο Times Interest Earned παρέχει επομένως διαφορετική και συμπληρωματική πληροφορία σε σχέση με τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ιδιαίτερη σημασία έχει και η διαχρονική ανάλυση. Η τιμή ενός δείκτη σε μία μόνο χρήση μπορεί να επηρεάζεται από μη επαναλαμβανόμενες ή συγκυριακές συνθήκες, σημαντικές συναλλαγές, μεταβολές στην αξία των περιουσιακών στοιχείων ή ιδιαίτερες συνθήκες της αγοράς. Η εξέταση σειράς ετών επιτρέπει τον εντοπισμό τάσεων, σημείων καμψής και σταδιακών μεταβολών που δεν είναι πάντοτε εμφανείς από μία μεμονωμένη χρήση (OpenStax 2025; Dahlquist and Knight 2022).

Παράλληλα, τα χαρακτηριστικά της δραστηριότητας του κλάδου είναι ουσιώδη για την ερμηνεία των αριθμοδεικτών, καθώς επηρεάζουν σημαντικά τα επίπεδα ρευστότητας, κυκλοφοριακής ταχύτητας, αποδοτικότητας και μόχλευσης. Ακόμη και μεταξύ ναυτιλιακών επιχειρήσεων, οι διαφορές ως προς τον τύπο στόλου, την αγορά δραστηριοποίησης, τη μορφή ναύλωσης, την ηλικία των πλοίων, την κεφαλαιακή διάρθρωση και τον επενδυτικό κύκλο μπορούν να επηρεάζουν σημαντικά τους αριθμοδείκτες (OpenStax 2025; Dahlquist and Knight 2022; Akdamar and Kızılgöl 2024; Yeo 2016).

Συνεπώς, οι αριθμοδείκτες δεν πρέπει να αντιμετωπίζονται ως μεμονωμένα κριτήρια αυτόματης κατάταξης μιας επιχείρησης. Αποτελούν ένα σύστημα αναλυτικών ενδείξεων, το οποίο αποκτά ουσιαστική αξία όταν οι δείκτες εξετάζονται από κοινού, με κοινή μεθοδολογία υπολογισμού, σε διαχρονική βάση και σε συνάρτηση με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου και της κάθε επιχείρησης (Open University n.d.; OpenStax 2025; Akdamar and Kızılgöl 2024).

Η εμπειρική εφαρμογή που ακολουθεί δεν αποσκοπεί στην παραγωγή μίας ενιαίας κατάταξης «καλύτερης» ή «χειρότερης» εταιρείας, αλλά στη συγκριτική αξιολόγηση διαφορετικών διαστάσεων της χρηματοοικονομικής τους θέσης και της διαχρονικής τους εξέλιξης.

Όπως επισημάνθηκε ήδη, η θεωρητική παρουσίαση ενός δείκτη δεν συνεπάγεται αυτομάτως την εμπειρική εφαρμογή του. Όταν τα απαιτούμενα μεγέθη δεν δημοσιεύονται αυτούσια ή δεν μπορούν να προσδιοριστούν σε ενιαία και οικονομικά συγκρίσιμη βάση, προκρίνεται η αιτιολογημένη μη εφαρμογή έναντι της χρήσης μη ισοδύναμων προσεγγίσεων.

Η αρχή αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική σε δείκτες όπως ο Gross Profit Margin, ο Inventory Turnover και ο δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, για τους οποίους η εμπειρική εφαρμογή εξαρτάται από την ύπαρξη ομοιογενών και οικονομικά ισοδύναμων λογιστικών δεδομένων για όλες τις εξεταζόμενες εταιρείες και περιόδους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ STAR BULK CARRIERS CORP., DANAOS CORPORATION ΚΑΙ TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ελληνόκτητη ναυτιλία χαρακτηρίζεται ιστορικά από την κυριαρχία ιδιωτικών, συχνά οικογενειακά ελεγχόμενων επιχειρήσεων, οι οποίες οργανώνουν την ιδιοκτησία των πλοίων τους μέσα από σύνθετα εταιρικά σχήματα (Lazakis and Van Der Meer 2023; Martinis et al. 2024). Στο πλαίσιο αυτό, οι Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς συνδυάζουν την ελληνική ναυτιλιακή επιχειρηματική παράδοση με παρουσία στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και την υποχρέωση δημοσίευσης ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων (Star Bulk Carriers Corp. 2025; Danaos Corporation 2026a; Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Η διαφάνεια αυτή επιτρέπει την εξέταση της ιστορικής τους πορείας, των μεταβολών στη στρατηγική τους, των εταιρικών μετασχηματισμών και των επενδυτικών πρωτοβουλιών τους σε βάθος χρόνου.

Παρά τις κοινές τους καταβολές, οι τρεις εταιρείες ακολούθησαν διαφορετικές διαδρομές ανάπτυξης. Η Star Bulk εξελίχθηκε σε πλατφόρμα συγκέντρωσης στόλων ξηρού φορτίου, αξιοποιώντας συγχωνεύσεις και συναλλαγές με αντάλλαγμα μετοχές, ενώ η Danaos πέρασε από μία περίοδο ταχείας ανάπτυξης και υψηλής μόχλευσης σε βαθιά χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση και, στη συνέχεια, σε απομόχλευση, ενίσχυση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής αυτονομίας, ανανέωση στόλου και επιλεκτική διαφοροποίηση (Danaos Corporation 2018b; Danaos Corporation 2026a). Η Tsakos Energy Navigation, από την άλλη πλευρά, ακολούθησε μακροχρόνια πορεία στον κλάδο των δεξαμενόπλοιων και της μεταφοράς ενεργειακών φορτίων, διατηρώντας παράλληλα δημόσια παρουσία στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Η εξέταση των τριών εταιρειών επιτρέπει τη συγκριτική αποτύπωση διαφορετικών διαδρομών εταιρικής ανάπτυξης, επενδυτικών επιλογών και στρατηγικής προσαρμογής στις αντίστοιχες ναυτιλιακές αγορές. Η ιστορική αυτή προσέγγιση παρέχει το αναγκαίο πλαίσιο για την κατανόηση των σημαντικότερων μεταβολών που διαμόρφωσαν την εξέλιξη των τριών επιχειρήσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η σύνδεση των στρατηγικών, επενδυτικών και χρηματοδοτικών επιλογών με τη μεταγενέστερη χρηματοοικονομική εξέλιξη των εταιρειών έχει ερμηνευτικό και όχι αιτιοκρατικό χαρακτήρα. Η χρονική συνύπαρξη εταιρικών ενεργειών, μεταβολών της εταιρικής περιμέτρου και διαφορετικών φάσεων των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών δεν επιτρέπει, στο πλαίσιο της περιγραφικής και συγκριτικής μεθοδολογίας της εργασίας, την απομόνωση της επίδρασης ενός μεμονωμένου παράγοντα.

4.2 STAR BULK CARRIERS CORP.

Η Star Bulk Carriers Corp. συστάθηκε στη Δημοκρατία των Νήσων Μάρσαλ στις 13 Δεκεμβρίου 2006 και άρχισε ουσιαστικά τη λειτουργία της στις 3 Δεκεμβρίου 2007, όταν παρέλαβε το πρώτο της πλοίο (Star Bulk Carriers Corp. 2018a). Η εταιρεία δραστηριοποιείται στη θαλάσσια μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου και η μετοχή της διαπραγματεύεται στο Nasdaq με το σύμβολο SBLK (Star Bulk Carriers Corp. 2025). Το επιχειρηματικό της μοντέλο βασίζεται στην ιδιοκτησία και διαχείριση bulk carriers διαφορετικών κατηγοριών, τα οποία μεταφέρουν major bulks, όπως σιδηρομετάλλευμα, άνθρακα και σιτηρά, καθώς και minor bulks, όπως λιπάσματα και άλλα χύδην εμπορεύματα (Star Bulk Carriers Corp. 2025).

Η αρχική περίοδος λειτουργίας της συνέπεσε με την κορύφωση του ναυτιλιακού κύκλου της δεκαετίας του 2000 και, σχεδόν αμέσως, με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και την έντονη πτώση της αγοράς ξηρού φορτίου (UNCTAD 2009). Η εξέλιξη αυτή ανέδειξε από νωρίς τον υψηλό βαθμό έκθεσης του επιχειρηματικού μοντέλου της στην κυκλικότητα της αγοράς ξηρού χύδην φορτίου. Σε αντίθεση με εταιρείες που στηρίζονται περισσότερο σε πολυετείς ναυλώσεις σταθερού ναύλου, η Star Bulk παραμένει περισσότερο εκτεθειμένη στις βραχυχρόνιες μεταβολές της ζήτησης πρώτων υλών, της προσφοράς πλοίων και της dry-bulk ναυλαγοράς (Star Bulk Carriers Corp. 2019). Η μετέπειτα στρατηγική της έδωσε επομένως έμφαση στη δημιουργία κλίμακας, στον έλεγχο του λειτουργικού κόστους και στη διατήρηση χρηματοοικονομικής ευελιξίας κατά τις καθοδικές φάσεις της αγοράς (Star Bulk Carriers Corp. 2019; UNCTAD 2016).

Καθοριστικό σημείο καμπής αποτέλεσαν οι συναλλαγές του Ιουλίου του 2014. Συγκεκριμένα, στις 11 Ιουλίου 2014 ολοκληρώθηκαν οι συναλλαγές μέσω των οποίων οι Oceanbulk Shipping LLC και Oceanbulk Carriers LLC εντάχθηκαν στον όμιλο της Star Bulk ως έμμεσες θυγατρικές. Κατά τον χρόνο της συναλλαγής, η Oceanbulk διέθετε 12 λειτουργικά dry-bulk πλοία και συμβόλαια για 25 νεότευκτα fuel-efficient Eco-type πλοία (Star Bulk Carriers Corp. 2015). Παράλληλα, η Star Bulk απέκτησε συμμετοχή στη Heron Ventures, η οποία οδήγησε στη συνέχεια στην απόκτηση δύο επιπλέον Kamsarmax πλοίων (Star Bulk Carriers Corp. 2015). Για τις συναλλαγές εκδόθηκαν συνολικά 54.104.200 κοινές μετοχές, από τις οποίες 45.460.324 προς την Oaktree και 8.643.876 προς τους Pappas Shareholders (Star Bulk Carriers Corp. 2015). Στο πλαίσιο της συναλλαγής ο Πέτρος Παππάς ανέλαβε καθήκοντα διευθύνοντος συμβούλου. Η ενοποίηση ενίσχυσε, πέρα από τον στόλο, την τεχνική και εμπορική υποδομή της Star Bulk και συνέβαλε στην ανάπτυξη μεγαλύτερης καθετοποιημένης πλατφόρμας διαχείρισης (Star Bulk Carriers Corp. 2015).

Η επέκταση συνεχίστηκε τον Αύγουστο του 2014 με τη συμφωνία απόκτησης 34 λειτουργικών dry-bulk πλοίων από την Excel Maritime Carriers (Star Bulk Carriers Corp. 2015). Το συνολικό συμφωνημένο αντάλλαγμα ανερχόταν σε 29.917.312 κοινές μετοχές της Star Bulk και 288,4 εκατ. δολάρια σε μετρητά (Star Bulk Carriers Corp. 2015). Η παράδοση πραγματοποιήθηκε σταδιακά και έως τις αρχές Απριλίου 2015 είχαν ήδη παραδοθεί 33 από τα 34 πλοία (Star Bulk Carriers Corp. 2015). Οι συναλλαγές αυτές μετέβαλαν δραστικά την κλίμακα της Star Bulk και την κατέστησαν μία από τις σημαντικότερες εισηγμένες πλατφόρμες στον διεθνή dry-bulk κλάδο (Star Bulk Carriers Corp. 2015).

Η μεγάλη επέκταση συνέπεσε, ωστόσο, με ιδιαίτερα δυσμενή φάση της αγοράς ξηρού φορτίου (UNCTAD 2016). Κατά το 2015 και το 2016 η Star Bulk προχώρησε σε πωλήσεις παλαιότερων ή μη στρατηγικών πλοίων, τροποποιήσεις και μεταθέσεις παραδόσεων νεότευκτων, καθώς και σε κινήσεις αναχρηματοδότησης και περιορισμού των κεφαλαιουχικών αναγκών της (Star Bulk Carriers Corp. 2018a). Παράλληλα, επιδίωξε να αξιοποιήσει τις οικονομίες κλίμακας που προέκυψαν από τη διεύρυνση του στόλου. Το 2016 τα ημερήσια λειτουργικά έξοδα ανά πλοίο μειώθηκαν σε 3.871 δολάρια, έναντι 4.475 δολαρίων το 2015, με τη διοίκηση να συνδέει τη μείωση, μεταξύ άλλων, με συνέργειες μεγαλύτερης κλίμακας και την προσθήκη νεότερων πλοίων με χαμηλότερες ανάγκες συντήρησης (Star Bulk Carriers Corp. 2018a).

Μετά τη σταδιακή σταθεροποίηση της αγοράς, η Star Bulk εισήλθε σε νέα φάση συγκέντρωσης και χρησιμοποίησε συστηματικά τη μετοχή της ως μέσο χρηματοδότησης εξαγορών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτέλεσε η απόκτηση 16 dry-bulk πλοίων από οντότητες που συνδέονταν με την Augustea Atlantica και τη York Capital Management το 2018, με μετοχικό αντάλλαγμα και ανάληψη σχετικού δανεισμού (Star Bulk Carriers Corp. 2018b). Με αυτό το μοντέλο οι πωλητές των στόλων μετατρέπονταν σε μετόχους της ενοποιημένης εταιρείας, ενώ περιοριζόταν η ανάγκη άμεσης καταβολής ολόκληρου του τιμήματος σε μετρητά. Σε εταιρικές παρουσιάσεις της περιόδου η Star Bulk ανέφερε ότι είχε αποκτήσει 48 πλοία συνολικής αξίας περίπου 1,1 δισ. δολαρίων, χρησιμοποιώντας σε σημαντικό βαθμό μετοχικό αντάλλαγμα κοντά στην καθαρή αξία ενεργητικού (Star Bulk Carriers Corp. 2019). Το μέγεθος αυτό αποτελεί εταιρική αποτύπωση των συγκεκριμένων συναλλαγών συγκέντρωσης και όχι ανεξάρτητη αποτίμηση του στόλου (Star Bulk Carriers Corp. 2019).

Μία από τις σημαντικότερες τεχνικές και επενδυτικές επιλογές της Star Bulk ήταν η εκτεταμένη εγκατάσταση scrubbers ενόψει της εφαρμογής του IMO 2020 και της δραστηκής μείωσης της επιτρεπόμενης περιεκτικότητας του ναυτιλιακού καυσίμου σε θείο (IMO 2020; Star Bulk Carriers Corp. 2019). Η εταιρεία επέλεξε να εξοπλίσει μεγάλο μέρος του στόλου της ώστε να διατηρεί τη δυνατότητα χρήσης high-sulfur fuel oil όταν η διαφορά τιμής έναντι των συμμορφούμενων καυσίμων καθιστούσε την επιλογή οικονομικά συμφέρουσα. Το πρόγραμμα συνοδεύτηκε από εκτεταμένους δεξαμενισμούς και τεχνικές μετασκευές. Η συνολική επένδυση ανήλθε σε περίπου 250 εκατ. δολάρια και, σύμφωνα με δήλωση της διοίκησης, έως τον Ιούνιο του 2022 η οικονομική ωφέλεια του προγράμματος είχε καλύψει το συνολικό κόστος της επένδυσης μέσα σε περίπου δυόμισι χρόνια (Star Bulk Carriers Corp. 2022). Η οικονομική απόδοση των scrubbers εξαρτάται κυρίως από το fuel spread, ενώ η στρατηγική εξακολουθεί να ενέχει τεχνολογικούς και κανονιστικούς κινδύνους και δεν αποτελεί μόνιμα εγγυημένο λειτουργικό πλεονέκτημα (Star Bulk Carriers Corp. 2019).

Κατά το 2020 η Star Bulk προχώρησε επίσης σε εννέα αναχρηματοδοτήσεις, οι οποίες αύξησαν τα διαθέσιμα μετρητά κατά 113,2 εκατ. δολάρια και βελτίωσαν τους όρους χρηματοδότησης και το προφίλ αποπληρωμής του δανεισμού (Star Bulk Carriers Corp. 2020). Σε μεταγενέστερη εταιρική αποτύπωση οι αναχρηματοδοτήσεις συνδέονταν με 35 πλοία και συνολική χρηματοδότηση περίπου 500 εκατ. δολαρίων (Star Bulk Carriers Corp. 2021a). Κατά την περίοδο βελτίωσης της dry-bulk αγοράς από το 2021, η Star Bulk

προχώρησε επίσης σε μείωση του καθαρού χρέους και στην εφαρμογή μεταβλητής πολιτικής μερισμάτων, η οποία συνδέεται με τις ταμειακές ροές, τις κεφαλαιουχικές ανάγκες και ένα ελάχιστο επίπεδο ρευστότητας ανά πλοίο (Star Bulk Carriers Corp. 2021b).

Το επόμενο σημαντικό εταιρικό ορόσημο ήταν η συγχώνευση με την Eagle Bulk Shipping. Η συμφωνία ανακοινώθηκε τον Δεκέμβριο του 2023 και ολοκληρώθηκε στις 9 Απριλίου 2024 ως συναλλαγή εξ ολοκλήρου με ανταλλαγή μετοχών (Star Bulk Carriers Corp. 2024). Οι μέτοχοι της Eagle έλαβαν 2,6211 μετοχές της Star Bulk για κάθε μετοχή Eagle (Star Bulk Carriers Corp. 2024). Η συναλλαγή προσέθεσε σημαντικό στόλο Supramax και Ultramax, ενισχύοντας τη θέση της Star Bulk στις μικρομεσαίες κατηγορίες dry-bulk πλοίων και εξισορροπώντας περαιτέρω τη σύνθεση του στόλου της. Η στρατηγική λογική της συγχώνευσης περιλάμβανε τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας, τη διεύρυνση της εμπορικής παρουσίας και τη δημιουργία μεγαλύτερης ενιαίας dry-bulk πλατφόρμας (Star Bulk Carriers Corp. 2024). Παρότι η συναλλαγή ολοκληρώθηκε σε εταιρικό επίπεδο ως συγχώνευση, για σκοπούς U.S. GAAP δεν λογιστικοποιήθηκε ως συνένωση επιχειρήσεων (business combination), αλλά ως απόκτηση περιουσιακών στοιχείων (asset acquisition), με τη Star Bulk να θεωρείται, για λογιστικούς σκοπούς, η αποκτώσα εταιρεία (accounting acquirer) (Star Bulk Carriers Corp. 2025).

Συνολικά, η ιστορική εξέλιξη της Star Bulk χαρακτηρίζεται από τρεις βασικούς άξονες: τη δημιουργία κλίμακας μέσω συγχωνεύσεων και εισφοράς στόλων, την επιδίωξη χαμηλού λειτουργικού κόστους μέσω καθετοποιημένης τεχνικής και εμπορικής διαχείρισης και την πραγματοποίηση στοχευμένων τεχνικών επενδύσεων, όπως τα scrubbers και τα συστήματα ενεργειακής παρακολούθησης. Παράλληλα, η επανειλημμένη χρήση μετοχικού ανταλλάγματος επέτρεψε στην εταιρεία να αναπτύσσεται χωρίς να βασίζεται αποκλειστικά σε άμεσες εκροές μετρητών ή πρόσθετο δανεισμό. Η Star Bulk παραμένει, ωστόσο, άμεσα εκτεθειμένη στη μεταβλητότητα της αγοράς ξηρού φορτίου, γεγονός που καθιστά τη διαχείριση της ρευστότητας, της μόχλευσης, του λειτουργικού κόστους και της χρονικής επιλογής των επενδύσεων κεντρικό στοιχείο της μακροχρόνιας στρατηγικής της (Star Bulk Carriers Corp. 2019; Star Bulk Carriers Corp. 2025).

4.3 DANAOS CORPORATION

Η ιστορική πορεία της Danaos συνδέεται με τη ναυτιλιακή δραστηριότητα της οικογένειας Κούστα και προηγείται της ίδρυσης της σημερινής εισηγμένης εταιρείας. Ο

Δημήτρης Κούστας πραγματοποίησε την πρώτη του επένδυση στη ναυτιλία το 1963, ενώ το 1972 ανέλαβε τον αποκλειστικό έλεγχο της επιχείρησης, η οποία άρχισε να λειτουργεί ως Danaos Shipping. Το 1987 ο Ιωάννης Κούστας ανέλαβε τη διοίκηση και έστρεψε σταδιακά τη στρατηγική προς τη δημιουργία μεγάλου και σύγχρονου στόλου containerships, τα οποία ναυλώνονταν σε διεθνείς liner companies. Η εξέλιξη αυτή συνοδεύτηκε από ιδιαίτερη έμφαση στην τεχνολογία και στα πληροφοριακά συστήματα διαχείρισης πλοίων, πεδίο στο οποίο ο όμιλος είχε αναπτύξει εξειδικευμένη τεχνογνωσία ήδη από τη δεκαετία του 1980 (Danaos Corporation n.d.).

Κατά την περίοδο 1993–2005, η μεταφορική ικανότητα του containership στόλου της Danaos αυξήθηκε με σύνθετο ετήσιο ρυθμό περίπου 32% (Danaos Corporation n.d.). Η ανάπτυξη πραγματοποιήθηκε μέσα από διαφορετικούς ναυτιλιακούς κύκλους και βασίστηκε στην απόκτηση και ναυπήγηση πλοίων που ναυλώνονταν σε μεγάλους liner operators. Το 1998 οι ναυτιλιακές δραστηριότητες συγκεντρώθηκαν κάτω από ενιαία εταιρική δομή, ενώ το 2005 η εταιρεία οργανώθηκε στη Δημοκρατία των Νήσων Μάρσαλ με την επωνυμία Danaos Corporation (Danaos Corporation n.d.).

Η αρχική δημόσια προσφορά της Danaos πραγματοποιήθηκε τον Οκτώβριο του 2006. Η εταιρεία διέθεσε 10,25 εκατ. μετοχές στην τιμή των 21 δολαρίων ανά μετοχή και άντλησε καθαρά έσοδα περίπου 198,2 εκατ. δολαρίων, τα οποία προορίζονταν κυρίως για την αποπληρωμή τραπεζικού δανεισμού (Danaos Corporation 2006). Κατά την εισαγωγή της, η Danaos διέθετε 27 containerships συνολικής χωρητικότητας 116.115 TEU και είχε υπό παραγγελία ακόμη 16 πλοία συνολικής χωρητικότητας 84.704 TEU. Η διαπραγμάτευση των μετοχών της στο New York Stock Exchange ξεκίνησε στις 6 Οκτωβρίου 2006 με το σύμβολο DAC (Danaos Corporation 2006).

Η περίοδος μετά την IPO χαρακτηρίστηκε από ιδιαίτερα φιλόδοξο πρόγραμμα ανάπτυξης. Η Danaos επένδυσε σε μεγαλύτερα containerships και εξασφάλισε για σημαντικό μέρος των νέων πλοίων πολυετείς ναυλώσεις προς μεγάλες liner companies, ορισμένες διάρκειας έως και περίπου δώδεκα ετών (Danaos Corporation 2011). Η στρατηγική αυτή περιόριζε θεωρητικά την άμεση έκθεση των νέων πλοίων στις βραχυχρόνιες μεταβολές της ναυλαγοράς και δημιουργούσε προβλεψιμότητα εσόδων, η οποία μπορούσε να υποστηρίξει τον αυξημένο τραπεζικό δανεισμό που απαιτούσε το ναυπηγικό πρόγραμμα (Danaos Corporation 2011).

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η μεταγενέστερη επιδείνωση της αγοράς containerships ανέδειξαν, ωστόσο, τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο μιας στρατηγικής που συνδύαζε μεγάλο επενδυτικό πρόγραμμα με υψηλή μόχλευση. Παρότι οι μακροχρόνιες ναυλώσεις προστάτευαν σημαντικό μέρος των εσόδων, η Danaos εξακολουθούσε να αντιμετωπίζει μεγάλες κεφαλαιουχικές ανάγκες για την ολοκλήρωση του orderbook (Danaos Corporation 2011).

Το 2010 η εταιρεία διαμόρφωσε εκτεταμένο χρηματοδοτικό πακέτο για την κάλυψη των αναγκών αυτών. Σύμφωνα με την επίσημη ετήσια πληροφόρηση της Danaos, περιλάμβανε περίπου 425 εκατ. δολάρια νέων asset-backed πιστωτικών διευκολύνσεων, νέα χρηματοδοτική διευκόλυνση περίπου 203 εκατ. δολαρίων με επικεφαλής την Export-Import Bank of China και κάλυψη της Sinosure, περίπου 190 εκατ. δολάρια vendor financing και 200 εκατ. δολάρια νέων ιδίων κεφαλαίων μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης τον Αύγουστο του 2010 (Danaos Corporation 2011). Παράλληλα, τροποποιήθηκαν προγράμματα αποπληρωμών, περιθώρια επιτοκίων και χρηματοοικονομικοί όροι. Η συμφωνία επέτρεψε την ολοκλήρωση του επενδυτικού προγράμματος, χωρίς όμως να εξαλείψει το υψηλό επίπεδο μόχλευσης (Danaos Corporation 2011).

Η παρατεταμένη αδυναμία της αγοράς containerships κατά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 2010 περιόρισε τη δυνατότητα ταχείας απομόχλευσης. Παρά τις συμβατικές ταμειακές ροές, ο όγκος του χρέους παρέμενε υψηλός και η εταιρεία εξαρτιόταν σε σημαντικό βαθμό από την ομαλή εκτέλεση των μακροχρόνιων ναυλώσεων. Το 2016 ο κίνδυνος αυτός εκδηλώθηκε έντονα με την κατάρρευση της Hanjin Shipping (Danaos Corporation 2018a).

Η Hanjin ναύλωνε οκτώ containerships της Danaos με μακροχρόνιες συμβάσεις σταθερού ναύλου. Στις 30 Ιουνίου 2016 οι συγκεκριμένες ναυλώσεις αντιπροσώπευαν περίπου 560 εκατ. δολάρια από συνολικά 2,8 δισ. δολάρια συμβασιοποιημένων εσόδων (Danaos Corporation 2018a). Μετά την έναρξη της διαδικασίας δικαστικής προστασίας της Hanjin, ακυρώθηκαν και οι οκτώ ναυλώσεις και τα πλοία επιστράφηκαν στη Danaos. Η εταιρεία αναγκάστηκε να τα επαναναυλώσει σε ιδιαίτερα αδύναμη αγορά και αναγνώρισε για το 2016 ζημία επισφαλών απαιτήσεων 15,8 εκατ. δολαρίων από ανεξόφλητους ναύλους (Danaos Corporation 2018a). Η μείωση του λειτουργικού αποτελέσματος και της charter-attached αξίας ορισμένων πλοίων συνέβαλε στην παραβίαση χρηματοοικονομικών όρων των δανειακών συμβάσεων, με αποτέλεσμα η Danaos να εισέλθει στην περίοδο 2017–2018 με

ιδιαίτερα πιεσμένη κεφαλαιακή διάρθρωση και σημαντικές λήξεις χρέους (Danaos Corporation 2018a).

Το καθοριστικότερο χρηματοοικονομικό σημείο καμπής υπήρξε η συνολική αναδιάρθρωση χρέους του 2018. Η Danaos διαπραγματεύθηκε με δανειστές που κατείχαν περίπου 2,2 δισ. δολάρια χρέους, μεγάλο μέρος του οποίου έληγε έως το τέλος του 2018. Η αναδιάρθρωση ολοκληρώθηκε στις 10 Αυγούστου 2018 και οδήγησε σε μείωση του ανεξόφλητου χρέους κατά περίπου 551 εκατ. δολάρια, επανακαθορισμό χρηματοοικονομικών όρων, μεταβολές στα επιτόκια και στα προγράμματα αποπληρωμής και επιμήκυνση των υφιστάμενων λήξεων κατά περίπου πέντε έτη (Danaos Corporation 2018b).

Στο πλαίσιο της ίδιας αναδιάρθρωσης, η Danaos παραχώρησε σε ορισμένους πιστωτές μετοχές που αντιστοιχούσαν σε 47,5% του μετοχικού κεφαλαίου αμέσως μετά την έκδοση. Η μετατροπή μέρους της πιστωτικής έκθεσης σε μετοχική συμμετοχή προκάλεσε σημαντική αραίωση των υφιστάμενων μετόχων, αλλά αποτέλεσε μέρος της συνολικής λύσης αντιμετώπισης της άμεσης κρίσης χρηματοδότησης (Danaos Corporation 2018b).

Το συνολικό ανεξόφλητο χρέος μειώθηκε από περίπου 2,34 δισ. δολάρια στο τέλος του 2017 σε περίπου 1,67 δισ. δολάρια στο τέλος του 2018, τόσο λόγω των όρων της αναδιάρθρωσης όσο και των συμβατικών αποπληρωμών (Danaos Corporation 2019). Το 20-F του 2018 επισημαίνει ότι η ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης αντιμετώπισε την ουσιαστική αβεβαιότητα που είχε προηγουμένως διατυπωθεί σχετικά με τη δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει ομαλά τη δραστηριότητά της (Danaos Corporation 2019). Η Danaos πέρασε έτσι σε φάση χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης και μεταγενέστερης απομόχλευσης, με αυξημένη έμφαση στη δημιουργία ταμειακών ροών από τη λειτουργική δραστηριότητα (Danaos Corporation 2019).

Ιδιαίτερα σημαντική για τη μετέπειτα οικονομική εξέλιξη της Danaos αποδείχθηκε και η σχέση της με τη ZIM Integrated Shipping Services. Η συμμετοχή στη ZIM δεν αποκτήθηκε ως κλασική χρηματιστηριακή επένδυση, αλλά προέκυψε στο πλαίσιο προηγούμενης χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης της ZIM και τροποποίησης των σχετικών ναυλώσεων και απαιτήσεων της Danaos. Η μετατροπή μέρους της πιστωτικής έκθεσης σε μετοχές και άλλα χρηματοοικονομικά μέσα επέτρεψε στη Danaos να συμμετάσχει στη μεταγενέστερη ανάκαμψη του ναυλωτή (Danaos Corporation 2023).

Η εισαγωγή της ZIM στο NYSE το 2021, σε συνδυασμό με την ιδιαίτερα ισχυρή αγορά μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, αύξησε σημαντικά την αξία της συμμετοχής της Danaos. Για τη χρήση 2021, η Danaos αναγνώρισε περίπου 543,7 εκατ. δολάρια στη γραμμή «Gain/(loss) on investments», ποσό που συνδεόταν με τη μεταβολή της αξίας της συμμετοχής της στη ZIM, καθώς και περίπου 34,3 εκατ. δολάρια διακριτά ως «εισόδημα από μερίσματα» (Dividend income), σε μικτή βάση πριν από παρακρατούμενους φόρους (Danaos Corporation 2023). Οι σχετικοί παρακρατούμενοι φόροι, ύψους 5,9 εκατ. δολαρίων, αναγνωρίστηκαν στη γραμμή «Income taxes» (Danaos Corporation 2023). Η επίδραση της συμμετοχής στη ZIM ήταν συνεπώς ιδιαίτερα σημαντική στη διαμόρφωση του καθαρού αποτελέσματος της χρήσης 2021, χωρίς τα επιμέρους κονδύλια να συγχέονται λογιστικά μεταξύ τους. Παράλληλα, η Danaos εισέπραξε ποσά από την αποπληρωμή χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και notes που είχαν επίσης προκύψει από την προηγούμενη αναδιάρθρωση της ZIM (Danaos Corporation 2023).

Η Danaos άρχισε παράλληλα να ρευστοποιεί τη μετοχική συμμετοχή της. Το 2021 πώλησε συνολικά 3 εκατ. μετοχές της ZIM, αποκομίζοντας καθαρά έσοδα περίπου 120,7 εκατ. δολαρίων, ενώ το 2022 πώλησε το σύνολο των υπόλοιπων 7.186.950 μετοχών με συνολικά έσοδα περίπου 246,6 εκατ. δολάρια, ολοκληρώνοντας τη ρευστοποίηση έως τον Σεπτέμβριο του 2022 (Danaos Corporation 2023). Με τον τρόπο αυτό σημαντικό μέρος της αξίας της επένδυσης μετατράπηκε σε ρευστότητα και εξαλείφθηκε η άμεση έκθεση στη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής τιμής της ZIM (Danaos Corporation 2023).

Επιπλέον, την ίδια χρονική περίοδο (2021) η Danaos αναγνώρισε κέρδος περίπου 111,6 εκατ. δολαρίων από την εξάλειψη δανειακών υποχρεώσεων (gain on debt extinguishment) στο πλαίσιο της αναχρηματοδότησης που ολοκληρώθηκε τον Απρίλιο του ίδιου έτους (Danaos Corporation 2023). Παράλληλα, την 1η Ιουλίου 2021 απέκτησε έναντι 86,7 εκατ. δολαρίων το υπόλοιπο 51% της Gemini Shipholdings Corporation, στην οποία ήδη συμμετείχε με 49%, με αποτέλεσμα μη ταμειακό λογιστικό κέρδος περίπου 64,1 εκατ. δολαρίων από την επαναποτίμηση της προηγούμενης συμμετοχής. Η Gemini κατείχε πέντε containerships συνολικής χωρητικότητας 32.531 TEU (Danaos Corporation 2023).

Τα γεγονότα αυτά συνέπεσαν με την ιδιαίτερα ισχυρή containership αγορά μετά το 2020 και με περίοδο σημαντικής ενίσχυσης της ρευστότητας και της κεφαλαιακής αυτονομίας της Danaos (Danaos Corporation 2023; Danaos Corporation 2026a). Η εταιρεία πέρασε από την προτεραιότητα της χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης και της

απομόχλευσης σε νέα φάση ανάπτυξης, προχωρώντας σε αγορές μεταχειρισμένων containerships και σε νέες ναυπηγήσεις. Παράλληλα, διατήρησε ως βασικό στοιχείο του επιχειρηματικού της μοντέλου τις πολυετείς ναυλώσεις σταθερού ναύλου, οι οποίες παρέχουν υψηλό επίπεδο συμβασιοποιημένων μελλοντικών εσόδων και αυξημένη ορατότητα των ταμειακών ροών (Danaos Corporation 2026a).

Η στρατηγική αυτή περιορίζει την άμεση έκθεση σε βραχυχρόνια πτώση των ναύλων, αλλά περιλαμβάνει και σαφές trade-off. Συγκεκριμένα, περιορίζει μέρος του δυνητικού upside σε περιόδους απότομης ανόδου των spot ναύλων, με αντάλλαγμα μεγαλύτερη προβλεψιμότητα εσόδων και ταμειακών ροών, καθώς όταν οι βραχυχρόνιοι ναύλοι αυξάνονται απότομα, ένα πλοίο δεσμευμένο σε χαμηλότερο σταθερό συμβατικό ναύλο δεν συμμετέχει πλήρως στην ανοδική αγορά (Danaos Corporation 2026a).

Η ενίσχυση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής αυτονομίας συνοδεύτηκε από επάνοδο σε επενδύσεις και επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους μέσω μερισμάτων και επαναγορών μετοχών. Οι επαναγορές εντάσσονται στο πλαίσιο της ευρύτερης πολιτικής κατανομής κεφαλαίου της εταιρείας και πρέπει να αξιολογούνται σε συνδυασμό με τη διαθέσιμη ρευστότητα, τις επενδυτικές ανάγκες και τις εναλλακτικές χρήσεις κεφαλαίου (Danaos Corporation 2025a; Danaos Corporation 2026a).

Από το 2023, η Danaos επανεισήλθε στο dry-bulk sector, στον οποίο είχε ιστορικά δραστηριοποιηθεί πριν επικεντρωθεί στα containerships. Το επιχειρηματικό μοντέλο των δύο δραστηριοτήτων είναι διαφορετικό, καθώς τα containerships απασχολούνται κυρίως μέσω πολυετών συμβάσεων σταθερού ναύλου, ενώ τα dry-bulk πλοία χρησιμοποιούνται περισσότερο σε βραχυχρόνιες time charters και voyage charters, δημιουργώντας μεγαλύτερη άμεση έκθεση στη ναυλαγορά (Danaos Corporation 2026a).

Το 2023 η Danaos απέκτησε επτά Capesize bulk carriers συνολικής χωρητικότητας 1.231.157 DWT και το 2024 ακόμη τρία συνολικής χωρητικότητας 529.704 DWT (Danaos Corporation 2024; Danaos Corporation 2025a). Έτσι, στις 31 Δεκεμβρίου 2025 διέθετε δέκα Capesize συνολικής χωρητικότητας 1.760.861 DWT (Danaos Corporation 2026a). Η επιλογή μεγάλων Capesize δημιουργεί έκθεση κυρίως σε μεγάλης απόστασης μεταφορές βασικών χύδην φορτίων, όπως σιδηρομετάλλευμα και άνθρακας, και διαφοροποιεί μέρος του επιχειρηματικού κινδύνου από την αγορά containerships (Danaos Corporation 2026a).

Τον Οκτώβριο του 2025 η Danaos συμφώνησε επίσης την αγορά ενός ακόμη μεταχειρισμένου Capesize χωρητικότητας 182.425 DWT έναντι 25 εκατ. δολαρίων (Danaos Corporation 2026a). Το πλοίο δεν είχε παραδοθεί έως τις 31 Δεκεμβρίου 2025 και παραδόθηκε τον Μάρτιο του 2026. Επομένως, στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου η εταιρεία διέθετε δέκα λειτουργικά Capesize και ένα επιπλέον συμβασιοποιημένο πλοίο προς παράδοση. Μετά τη λήξη της εξεταζόμενης περιόδου, κατά το πρώτο τρίμηνο του 2026, η Danaos παρήγγειλε τέσσερα Newcastlemax των 211.000 DWT έκαστο, με συνολικό τίμημα περίπου 297,3 εκατ. δολάρια και προβλεπόμενες παραδόσεις το 2028, τα οποία δεν εντάσσονται στην εμπειρική περίοδο 2016–2025 (Danaos Corporation 2026b).

Η διαφοροποίηση προς το dry bulk δεν μεταβάλλει τον κυρίαρχο χαρακτήρα της Danaos ως containership owner. Στις 30 Σεπτεμβρίου 2025 η εταιρεία ανακοίνωσε δύο επιπλέον παραγγελίες containerships χωρητικότητας 7.165 TEU το καθένα, με προβλεπόμενες παραδόσεις το 2027 και σύγχρονα χαρακτηριστικά ενεργειακής και περιβαλλοντικής απόδοσης, μεταξύ των οποίων methanol-ready capability και scrubbers. Παράλληλα, ανακοίνωσε αύξηση του συμβατικού revenue backlog κατά περίπου 304 εκατ. δολάρια: περίπου 140 εκατ. συνδέονταν με πενταετείς ναυλώσεις των δύο νέων πλοίων και περίπου 164 εκατ. με νέες ναυλώσεις τεσσάρων υφιστάμενων containerships (Danaos Corporation 2025b).

Η εξέλιξη αυτή αναδεικνύει τη βασική συνέχεια της στρατηγικής της Danaos. Ακόμη και μετά τη μεγάλη απομόχλευση και την επέκταση στο dry bulk, οι μακροχρόνιες ναυλώσεις παραμένουν βασικός μηχανισμός ενίσχυσης της προβλεψιμότητας των μελλοντικών ταμειακών ροών της δραστηριότητας του κλάδου των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων («containership segment»), ενώ τα Capesize δημιουργούν μεγαλύτερη έκθεση στις διακυμάνσεις της αγοράς ξηρού φορτίου. Η επανείσοδος στο dry bulk αποτελεί επομένως πραγματική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου χωρίς να αναιρεί τον κεντρικό χαρακτήρα της Danaos ως μεγάλου ιδιοκτήτη containerships (Danaos Corporation 2025b; Danaos Corporation 2026a).

Συνολικά, η ιστορική εξέλιξη της Danaos αποτελεί χαρακτηριστική περίπτωση μετάβασης από υψηλή χρηματοοικονομική ευπάθεια σε σημαντικά υψηλότερη κεφαλαιακή αυτονομία και ενισχυμένη βάση ιδίων κεφαλαίων και, στη συνέχεια, σε νέο επενδυτικό κύκλο. Η επιθετική ανάπτυξη μετά την IPO και η υψηλή μόχλευση δημιούργησαν σοβαρή ευπάθεια όταν η αγορά υποχώρησε και η Hanjin κατέρρευσε. Η αναδιάρθρωση του 2018

αποτελέσσε το βασικό χρηματοοικονομικό σημείο καμπής. Η μεταγενέστερη περίοδος χαρακτηρίστηκε από απομόχλευση και βελτίωση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής αυτονομίας και συνέπεσε χρονικά με την ανάκαμψη της αγοράς containerships μετά το 2020, την αξιοποίηση της συμμετοχής και των απαιτήσεων έναντι της ZIM, την αναχρηματοδότηση του χρέους και ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές (Danaos Corporation 2018b; Danaos Corporation 2023; Danaos Corporation 2026a).

Η μεταγενέστερη στρατηγική συνδυάζει νέες επενδύσεις σε containerships, υψηλή συμβατική κάλυψη εσόδων, επιστροφή κεφαλαίου μέσω μερισμάτων και επαναγορών μετοχών και επιλεκτική διαφοροποίηση στο dry bulk. Η μεταγενέστερη χρηματοοικονομική εξέλιξη της Danaos πρέπει επομένως να εξετάζεται σε συνδυασμό όχι μόνο με την αξιοποίηση της συμμετοχής και των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων έναντι της ZIM, αλλά και με την αναδιάρθρωση του 2018, την απομόχλευση, την ανάκαμψη της αγοράς containerships και τη δημιουργία σημαντικών συμβασιοποιημένων ταμειακών ροών (Danaos Corporation 2018b; Danaos Corporation 2023; Danaos Corporation 2025b; Danaos Corporation 2026a).

4.4 TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED

Η Tsakos Energy Navigation ιδρύθηκε το 1993 και αποτελεί προϊόν της μακράς ναυτιλιακής παράδοσης της οικογένειας Τσάκου. Η εταιρεία συστάθηκε στις Βερμούδες με την επωνυμία Maritime Investment Fund Limited και εισήχθη την ίδια χρονιά στο Χρηματιστήριο του Όσλο και στο Χρηματιστήριο των Βερμούδων (Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Το 1996 μετονομάστηκε σε MIF Limited και τον Ιούλιο του 2001 απέκτησε την ονομασία Tsakos Energy Navigation Limited, με στόχο την ισχυρότερη αναγνωρισιμότητα του ονόματος στον διεθνή κλάδο των tankers και μεταξύ των ναυλωτών.

Τον Μάρτιο του 2002 ολοκλήρωσε δημόσια προσφορά στις Ηνωμένες Πολιτείες και οι μετοχές της άρχισαν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Η εταιρεία παρέμεινε παράλληλα εισηγμένη στο Όσλο μέχρι το 2005, όταν αποχώρησε λόγω της περιορισμένης εμπορευσιμότητας της μετοχής (Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Από την 1η Ιουλίου 2024 το σύμβολο διαπραγμάτευσης της κοινής μετοχής στο NYSE μεταβλήθηκε από «TNP» σε «TEN», χωρίς μεταβολή της νομικής επωνυμίας Tsakos Energy Navigation Limited (Tsakos Energy Navigation Limited 2024c; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Η παρουσία της TEN στις κεφαλαιαγορές ήδη από το 1993 ήταν ασυνήθιστα πρόωμη για ελληνική ναυτιλιακή επιχείρηση και διεύρυνε τόσο το επενδυτικό της κοινό όσο και την πρόσβασή της σε διαφορετικές μορφές χρηματοδότησης, με παράλληλη αύξηση των απαιτήσεων δημοσιοποίησης οικονομικών πληροφοριών. Το 2002, παράλληλα με την εισαγωγή στο NYSE, η εταιρεία ξεκίνησε και την καταβολή μερισμάτων, τα οποία αποτέλεσαν έκτοτε στοιχείο της κεφαλαιακής της πολιτικής (Tsakos Energy Navigation Limited 2014).

Το επιχειρηματικό μοντέλο της TEN δεν βασίζεται αποκλειστικά στην έκθεση στη spot αγορά των tankers. Η διοίκηση έχει περιγράψει τη στρατηγική της ως «industrial shipping model», σύμφωνα με το οποίο σημαντικό μέρος του στόλου συνδέεται με μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα συμβόλαια με μεγάλους ενεργειακούς ομίλους, κρατικές εταιρείες και διεθνείς commodity traders. Παράλληλα, η εταιρεία διατηρεί μέρος της έκθεσής της στη spot αγορά και χρησιμοποιεί profit-sharing μηχανισμούς, επιδιώκοντας να συνδυάζει συμμετοχή στις ανοδικές φάσεις της αγοράς με μία βάση συμβατικών ταμειακών ροών που μπορεί να υποστηρίξει τον δανεισμό και τις επενδύσεις της. Το μοντέλο αυτό συνδέεται επίσης με στρατηγικές συμμαχίες και επαναλαμβανόμενες συνεργασίες με μεγάλους ναυλωτές (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Καθοριστικό χαρακτηριστικό της ιστορικής ανάπτυξης της TEN υπήρξε η συστηματική επένδυση σε νεότευκτα πλοία. Μέχρι το 2013 η εταιρεία ανέφερε ότι είχε παραλάβει 61 newbuildings μέσα σε περίπου δεκαεπτά χρόνια, με το πρώτο να παραδίδεται το 1997 (Tsakos Energy Navigation Limited 2014). Η στρατηγική αυτή απαιτεί σημαντικές κεφαλαιουχικές δεσμεύσεις πριν από την έναρξη παραγωγής εσόδων, αλλά επιτρέπει την απόκτηση νεότερου και τεχνολογικά προηγμένου tonnage, με δυνατότητα χαμηλότερης κατανάλωσης καυσίμου, δυνητικά μεγαλύτερη εμπορική αποδοχή από oil majors και μεγαλύτερη υπολειπόμενη εμπορική διάρκεια ζωής (Tsakos Energy Navigation Limited 2014).

Σημαντικό ορόσημο αποτέλεσε το πρόγραμμα δεκαπέντε νεότευκτων πλοίων που κορυφώθηκε την περίοδο 2016–2017. Τον Μάιο του 2016 η TEN ανέφερε ότι το πρόγραμμα ήταν πλήρως χρηματοδοτημένο και ότι 12 από τα 15 πλοία είχαν ήδη εξασφαλίσει μακροχρόνια συμβόλαια, με τη διοίκηση να εκτιμά ότι οι παραδόσεις θα μπορούσαν να προσθέσουν περίπου 100 εκατ. δολάρια ετησίως σε EBITDA (Tsakos Energy Navigation Limited 2016). Η συγκεκριμένη αναφορά αποτελεί εκτίμηση της διοίκησης και όχι

πραγματοποιημένο αποτέλεσμα. Το πρόγραμμα περιλάμβανε διαφορετικούς τύπους ενεργειακών πλοίων, μεταξύ των οποίων VLCCs, Aframax crude carriers, Panamax LR1 product tankers, DP2 Suezmax shuttle tanker και LNG carrier (Tsakos Energy Navigation Limited 2016).

Η ολοκλήρωση του προγράμματος πραγματοποιήθηκε το 2017, με τελευταίο πλοίο το ice-class Aframax Bergen TS (Offshore Energy 2017). Η TEN ανέφερε ότι τα δεκαπέντε πλοία αύξησαν το μέγεθος του στόλου της κατά περίπου 30% μέσα σε δεκαοκτώ μήνες και ότι, κατά την ολοκλήρωση του προγράμματος, τα νέα πλοία είχαν συνδεθεί με μακροχρόνια απασχόληση. Η εταιρεία έφθασε έτσι σε λειτουργικό στόλο 65 πλοίων (Offshore Energy 2017). Στα τέλη του 2017 το συμβατικό backlog ανερχόταν περίπου σε 1,3 δισ. δολάρια, με το ακριβές ύψος του να εξαρτάται από την ημερομηνία του εκάστοτε εταιρικού snapshot. Η προναύλωση σημαντικού μέρους των νέων πλοίων περιόριζε μέρος του επενδυτικού κινδύνου και παρείχε μεγαλύτερη ορατότητα ως προς τις μελλοντικές ταμειακές ροές (Offshore Energy 2017; Tsakos Energy Navigation Limited 2018).

Ιδιαίτερη στρατηγική σημασία είχε επίσης η παρουσία της TEN στα DP2 shuttle tankers, η οποία προϋπήρχε του 2017 και ενισχύθηκε με μεταγενέστερες επενδύσεις. Τα πλοία αυτά διαθέτουν dynamic-positioning technology και χρησιμοποιούνται για τη μεταφορά πετρελαίου από offshore παραγωγικές εγκαταστάσεις ή FPSOs προς χερσαία terminals ή άλλα σημεία εκφόρτωσης. Πρόκειται για αγορά με υψηλότερες τεχνικές απαιτήσεις, η οποία συνδέεται συχνότερα με πολυετείς συμβάσεις. Το πρόγραμμα 2016–2017 περιλάμβανε το DP2 Suezmax shuttle tanker Lisboa, ενώ η TEN συνέχισε να επενδύει στην κατηγορία τα επόμενα χρόνια, ενισχύοντας τον industrial χαρακτήρα του επιχειρηματικού της μοντέλου (Tsakos Energy Navigation Limited 2018; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Παράλληλα, η TEN ανέπτυξε παρουσία στο LNG. Η εταιρεία εισήλθε στην κατηγορία με το LNG carrier Neo Energy το 2007 και το 2016 παρέλαβε το Maria Energy (Tsakos Energy Navigation Limited 2021). Η δραστηριότητα αυτή προσέθεσε διαφοροποίηση από τις παραδοσιακές αγορές crude και product tankers και έκθεση σε ενεργειακές μεταφορές που συχνά συνδέονται με πολυετείς συμβάσεις. Τον Μάρτιο του 2021 τα επίσημα στοιχεία του στόλου περιλάμβαναν τα Maria Energy και Neo Energy, αμφότερα σε time charters (Tsakos Energy Navigation Limited 2021).

Μετά το μεγάλο πρόγραμμα του 2017, η TEN εισήλθε σε περίοδο περισσότερο επιλεκτικής ανανέωσης του στόλου. Το 2019 παρέλαβε το Aframax Mediterranean Voyager, ενώ το 2020 παρέλαβε το Aframax Caribbean Voyager και τα Suezmax Apollo Voyager και Artemis Voyager, συνολικού κόστους περίπου 197,8 εκατ. δολαρίων για τα τρία πλοία του 2020. Η συνέχιση των επενδύσεων σε περίοδο έντονης μεταβλητότητας αποτυπώνει τη μακροπρόθεσμη προσέγγιση της διοίκησης ως προς την ανανέωση του στόλου (Tsakos Energy Navigation Limited 2021).

Η πανδημία του 2020 δημιούργησε ακραίες διακυμάνσεις στην αγορά tankers. Η απότομη πτώση της ζήτησης πετρελαίου, οι διαταραχές στις ενεργειακές ροές και η προσωρινή αύξηση της ανάγκης για πλωτή αποθήκευση δημιούργησαν ιδιαίτερα υψηλούς ναύλους σε ορισμένες περιόδους (UNCTAD 2020). Η TEN κατέγραψε ισχυρά αποτελέσματα κατά το πρώτο εξάμηνο του 2020, ενώ ο συνδυασμός spot απασχόλησης, time charters και profit-sharing συμβολαίων της παρείχε συμμετοχή στην άνοδο, διατηρώντας παράλληλα μέρος της συμβατικής κάλυψης των εσόδων (Tsakos Energy Navigation Limited 2021).

Η επόμενη σημαντική επενδυτική κατεύθυνση αφορούσε την ενεργειακή απόδοση και τα dual-fuel πλοία. Στο πλαίσιο της στρατηγικής ενεργειακής αναβάθμισης, η TEN επένδυσε σε τέσσερα dual-fuel LNG-powered Aframax tankers. Τα δύο πρώτα παραδόθηκαν εντός του 2023 και τα υπόλοιπα δύο στις αρχές του 2024. Τα πλοία αυτά δεν είναι LNG carriers, αλλά tankers μεταφοράς πετρελαίου με δυνατότητα χρήσης LNG ως καυσίμου πρόωσης (Tsakos Energy Navigation Limited 2024a).

Η χρήση LNG ως ναυτιλιακού καυσίμου δεν εξαλείφει τις εκπομπές άνθρακα και συνοδεύεται από ζητήματα όπως το methane slip (International Council on Clean Transportation 2023). Κατά την περίοδο πραγματοποίησης των συγκεκριμένων επενδύσεων αποτελούσε, ωστόσο, μία από τις ώριμες τεχνολογικές επιλογές που μπορούσαν να μειώσουν σημαντικά τις εκπομπές SO_x και σωματιδίων και, υπό συγκεκριμένες συνθήκες, τις εκπομπές CO₂ σε σχέση με συμβατικά καύσιμα. Δεδομένης της πολυετούς οικονομικής ζωής των πλοίων, η δυνατότητα χρήσης δεύτερου καυσίμου μπορεί να περιορίσει μέρος του κινδύνου τεχνολογικής απαξίωσης (International Council on Clean Transportation 2023).

Σημαντικό εργαλείο χρηματοδότησης των νέων επενδύσεων αποτέλεσαν και οι συμβάσεις sale-and-leaseback. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το LNG carrier Tenenergy.

Τον Δεκέμβριο του 2021 η TEN συμφώνησε δεκαετή sale-and-leaseback χρηματοδότηση για το υπό κατασκευή πλοίο και, με την παράδοσή του τον Ιανουάριο του 2022, άντλησε περίπου 177,2 εκατ. δολάρια (Tsakos Energy Navigation Limited 2025a). Το Tenenergy παρέμεινε ναυλωμένο στην TEN βάσει bareboat charter, ενώ η συμφωνία περιλάμβανε δικαιώματα επαναγοράς και υποχρέωση αγοράς κατά τη λήξη (Tsakos Energy Navigation Limited 2025a; Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Η δομή επέτρεψε στην TEN να συνεχίσει την επιχειρησιακή εκμετάλλευση του πλοίου ως bareboat charterer, ενώ η νομική κυριότητα παρέμενε στον χρηματοδότη κατά τη διάρκεια της συμφωνίας. Με τον τρόπο αυτό εξασφαλίστηκε σημαντική χρηματοδότηση χωρίς την κλασική μορφή τραπεζικού ενυπόθηκου δανείου. Λογιστικά, λόγω της υποχρέωσης επαναγοράς και σύμφωνα με το ASC 842-40, η TEN δεν αποαναγνώρισε το Tenenergy από τον Ισολογισμό της και αναγνώρισε τα ποσά που αντλήθηκαν από τη συναλλαγή ως λοιπές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Από το 2023 και μετά, η ανανέωση του στόλου επιταχύνθηκε σημαντικά. Σύμφωνα με την Έκθεση ESG 2023, από την 1η Ιανουαρίου 2023 η TEN είχε πωλήσει 13 πλοία συνολικής χωρητικότητας 1,0 εκατ. DWT και μέσης ηλικίας 17,5 ετών, ενώ είχε συμβασιοποιήσει ή αποκτήσει 21 πλοία συνολικής χωρητικότητας 2,3 εκατ. DWT και μέσης ηλικίας περίπου ενός έτους. Η διαφορά ηλικίας μεταξύ των πλοίων που αποχωρούσαν και εκείνων που εισέρχονταν στον στόλο αποτυπώνει τη λογική του capital recycling και της ανανέωσης προς νεότερο και περιβαλλοντικά αποδοτικότερο tonnage (Tsakos Energy Navigation Limited 2024b).

Η ίδια πρωτοβουλία ανανέωσης του στόλου συνέχισε να αποτυπώνεται στις εταιρικές παρουσιάσεις του 2024, στις οποίες η TEN εξακολουθούσε να αναφέρεται συνολικά σε 21 συμβασιοποιημένα ή αποκτηθέντα πλοία από την 1η Ιανουαρίου 2023, ενώ το ελάχιστο συμβατικό backlog εσόδων είχε φθάσει περίπου τα 2 δισ. δολάρια (Tsakos Energy Navigation Limited 2024b). Παράλληλα, συνέχισε τις επενδύσεις σε DP2 shuttle tankers, με συμφωνημένη τραπεζική χρηματοδότηση άνω των 200 εκατ. δολαρίων για δύο από αυτά (Tsakos Energy Navigation Limited 2024a). Τα συγκεκριμένα μεγέθη αφορούν το χρονικό snapshot του 2024 και δεν πρέπει να αντιμετωπίζονται ως σταθερά επίπεδα backlog ή χρηματοδότησης. Στο πλαίσιο της μεταγενέστερης ανακύκλωσης του στόλου, το 2024 η TEN πώλησε το Neo Energy, οπότε στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου (31 Δεκεμβρίου 2025) η επιχειρησιακή παρουσία της TEN στο LNG περιλάμβανε δύο πλοία, το Maria

Energy και το Tenergy, με το τελευταίο να παραμένει υπό bareboat charter στο πλαίσιο της προαναφερθείσας χρηματοδοτικής δομής (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Το 2025 αποτέλεσε νέο σημαντικό στάδιο της επενδυτικής στρατηγικής της εταιρείας. Η TEN προχώρησε σε εννέα νέες παραγγελίες DP2 Suezmax shuttle tankers, οι οποίες προστέθηκαν σε ένα ήδη υπό κατασκευή πλοίο της ίδιας κατηγορίας (Tsakos Energy Navigation Limited 2025b; Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Έτσι, στις 31 Δεκεμβρίου 2025 το orderbook περιλάμβανε συνολικά δέκα DP2 Suezmax shuttle tankers υπό κατασκευή (Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Το 20-F της χρήσης 2025 αναφέρει ότι και τα δέκα είχαν μακροχρόνια απασχόληση συμφωνημένη από την παράδοσή τους. Για τα εννέα νεότερα πλοία είχε υπογραφεί στις 12 Δεκεμβρίου 2025 δωδεκαετής συμφωνία χρηματοδότησης πριν και μετά την παράδοση των πλοίων, ύψους έως περίπου 1,077 δισ. δολάρια (Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Οι σχετικές συμβάσεις ναυπήγησης για τα εννέα πλοία είχαν υπογραφεί τον Μάρτιο του 2025 και το συνολικό συμβατικό τίμημα ανερχόταν σε περίπου 1,3 δισ. δολάρια. Η επιλογή αυτή ενίσχυσε σε μεγάλη κλίμακα την παρουσία της TEN σε έναν εξειδικευμένο κλάδο με αυξημένες τεχνικές απαιτήσεις και ισχυρότερη σύνδεση με μακροχρόνια εμπορική απασχόληση (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Το ίδιο έτος η TEN συνέχισε την ανακύκλωση του υφιστάμενου στόλου, πωλώντας τέσσερα πλοία: το Suezmax Pentathlon, το Aframax crude tanker Ise Princess και τα Handysize product tankers Aegeas και Andromeda. Τα Aegeas και Andromeda ήταν κατασκευής 2007 και το Ise Princess κατασκευής 2009. Οι τέσσερις πωλήσεις απέφεραν συνολικά καθαρά έσοδα περίπου 99,1 εκατ. δολαρίων και λογιστικό κέρδος περίπου 12,5 εκατ. δολαρίων. Τα Aegeas και Andromeda πωλήθηκαν τον Ιούλιο του 2025 έναντι 14 εκατ. δολαρίων το καθένα σε συνδεδεμένα μέρη (related parties) (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Παράλληλα, η TEN ενίσχυσε την παρουσία της στην κατηγορία των VLCCs. Μέσα στο 2025 ανακοινώθηκε αρχικά η παραγγελία δύο νέων VLCCs στη Hanwha Ocean, ενώ έως τις 31 Δεκεμβρίου 2025 το orderbook είχε διευρυνθεί σε τρία VLCCs υπό κατασκευή. Κάθε πλοίο είχε χωρητικότητα 320.000 DWT και συμβατική τιμή περίπου 128,77 εκατ. δολαρίων, με προγραμματισμένες παραδόσεις από το τέταρτο τρίμηνο του 2027 έως το δεύτερο τρίμηνο του 2028 (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Στις 31 Δεκεμβρίου 2025 η συνολική κλίμακα του προγράμματος ναυπήγησης νέων πλοίων («newbuilding programme») ήταν ιδιαίτερα σημαντική. Η TEN είχε υπό κατασκευή δέκα DP2 Suezmax shuttle tankers, δύο MR tankers, πέντε Panamax LR1 tankers και τρία VLCCs, δηλαδή συνολικά είκοσι πλοία. Σύμφωνα με το 20-F της χρήσης 2025, οι εναπομένουσες συμβατικές υποχρεώσεις για νέες ναυπηγήσεις ανέρχονταν σε περίπου 1,968 δισ. δολάρια. Το μέγεθος αυτό καταδεικνύει ότι η ανανέωση του στόλου είχε εξελιχθεί σε σημαντική μελλοντική κεφαλαιουχική δέσμευση και πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τη χρηματοδοτική θέση, το πρόγραμμα αποπληρωμών και τις συμβασιοποιημένες ταμειακές ροές της εταιρείας (Tsakos Energy Navigation Limited 2026). Επιπρόσθετα, την ίδια ημέρα η εκτιμώμενη αγοραία αξία του στόλου που ανήκε στις θυγατρικές της TEN ανερχόταν σε περίπου 4,0 δισ. δολάρια, έναντι συνολικής λογιστικής αξίας περίπου 3,2 δισ. δολαρίων. Πρόκειται για εκτίμηση και όχι για πραγματοποιημένη αξία πώλησης, καθώς τέτοιες αποτιμήσεις βασίζονται σε διαθέσιμα στοιχεία της αγοράς και σχετικές εκτιμήσεις (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Συνολικά, η μακροχρόνια στρατηγική της TEN χαρακτηρίζεται από προσπάθεια εξισορρόπησης τριών βασικών στόχων: ανάπτυξη και ανανέωση του στόλου, ενίσχυση της προβλεψιμότητας των ταμειακών ροών και διατήρηση της τεχνολογικής ανταγωνιστικότητας. Η ανάπτυξη πραγματοποιήθηκε μέσα από διαδοχικά προγράμματα νεότευκτων και σταδιακή δημιουργία διαφοροποιημένου ενεργειακού στόλου, χωρίς συχνές πλήρεις ανατροπές του βασικού επιχειρηματικού μοντέλου. Η εταιρεία δεν λειτουργεί ούτε ως αποκλειστικά spot tanker operator ούτε ως πλήρως συμβασιοποιημένος πλοιοκτήτης, αλλά συνδυάζει crude και product tankers, shuttle tankers και LNG exposure με σταθερές ναυλώσεις, profit-sharing arrangements και επιλεκτική έκθεση στη spot αγορά (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Η χρήση τραπεζικού δανεισμού και sale-and-leaseback παρέχει στην TEN διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης, χωρίς αυτό να συνεπάγεται χαμηλή μόχλευση σε όλες τις χρονικές περιόδους. Παράλληλα, η έμφαση σε σύγχρονο και ενεργειακά αποδοτικό tonnage αποτελεί μέρος της προσπάθειας περιορισμού του λειτουργικού και κανονιστικού κινδύνου. Η χαμηλότερη κατανάλωση μπορεί, υπό συγκεκριμένες εμπορικές και λειτουργικές συνθήκες, να βελτιώνει το συνολικό κόστος ταξιδιού ή την εμπορική ελκυστικότητα ενός πλοίου, χωρίς να εγγυάται από μόνη της υψηλότερο ναύλο ή ανώτερη

οικονομική απόδοση (Tsakos Energy Navigation Limited 2026; International Council on Clean Transportation 2023).

Η ιστορική πορεία της TEN καταδεικνύει, επομένως, ότι η επενδυτική επίδοση στον κλάδο των tankers δεν μπορεί να αξιολογείται αποκλειστικά με βάση την πορεία των spot ναύλων. Πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τον χρόνο αγοράς και πώλησης των πλοίων, το κόστος κατασκευής, τη δομή και τη διάρκεια της χρηματοδότησης, την ηλικία και την ενεργειακή αποδοτικότητα του στόλου και τη μορφή και διάρκεια των σχέσεων με τους ναυλωτές. Η στρατηγική της εταιρείας χαρακτηρίζεται περισσότερο από μακροχρόνια συνέχεια, διαδοχική ανανέωση του στόλου και εξισορρόπηση μεταξύ συμβασιοποιημένων και αγοραίων εσόδων παρά από συχνές αλλαγές του βασικού επιχειρηματικού της μοντέλου (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

4.5 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΙΣΤΟΡΙΚΗΣ ΕΞΕΛΙΞΗΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Η συγκριτική εξέταση των τριών εταιρειών αναδεικνύει διαφορετικούς μηχανισμούς ανάπτυξης, χρηματοδότησης και διαχείρισης του ναυτιλιακού κινδύνου. Οι Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited παρουσιάζουν διαφορετική κύρια έκθεση σε επιμέρους ναυτιλιακές αγορές και έχουν διαμορφώσει διακριτά επιχειρηματικά πρότυπα. Η Star Bulk συνδέεται κυρίως με τη συγκέντρωση στόλων και τη μεγαλύτερη άμεση έκθεση στη μεταβλητότητα της αγοράς ξηρού χύδην φορτίου, η Danaos με την ανάπτυξη containerships που στηρίζεται σε σημαντικό βαθμό σε πολυετείς ναυλώσεις, ενώ η TEN ακολουθεί ένα μικτό μοντέλο ενεργειακών μεταφορών, συνδυάζοντας συμβατική απασχόληση με profit-sharing συμφωνίες και επιλεκτική έκθεση στη spot αγορά (Star Bulk Carriers Corp. 2025; Danaos Corporation 2026a; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Η ιστορική ανάπτυξη της Star Bulk βασίστηκε σε σημαντικό βαθμό στη δημιουργία κλίμακας μέσω συγχωνεύσεων και συναλλαγών εισφοράς στόλων. Η Oceanbulk, η Excel, οι μεταγενέστερες συναλλαγές με άλλους πλοιοκτήτες και η συγχώνευση με την Eagle Bulk διαμόρφωσαν μία μεγάλης κλίμακας dry-bulk πλατφόρμα. Η χρήση μετοχών ως ανταλλάγματος σε αρκετές από αυτές τις συναλλαγές επέτρεψε την επέκταση του στόλου χωρίς αποκλειστική εξάρτηση από άμεσες εκροές μετρητών ή νέο τραπεζικό δανεισμό. Παράλληλα, η καθετοποιημένη τεχνική και εμπορική διαχείριση, η αξιοποίηση οικονομιών

κλίμακας, η εγκατάσταση scrubbers και τα συστήματα ενεργειακής παρακολούθησης εντάσσονται στην προσπάθεια περιορισμού του λειτουργικού κόστους και ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας. Η μεγαλύτερη άμεση έκθεση στη dry-bulk ναυλαγορά καθιστά, ωστόσο, τη ρευστότητα, τη μόχλευση και τη χρονική επιλογή των επενδύσεων κρίσιμους παράγοντες ανθεκτικότητας στις καθοδικές φάσεις του κύκλου (Star Bulk Carriers Corp. 2019; Star Bulk Carriers Corp. 2025).

Η Danaos ακολούθησε διαφορετική διαδρομή. Η ανάπτυξή της στηρίχθηκε ιστορικά σε σημαντικό τραπεζικό δανεισμό και σε πολυετείς ναυλώσεις containerships, οι οποίες παρείχαν προβλεψιμότητα εσόδων χωρίς να εξαλείφουν τον κίνδυνο υψηλής μόχλευσης ή αντισυμβαλλομένου. Η κατάρρευση της Hanjin το 2016 ανέδειξε τη συγκεκριμένη ευπάθεια, ενώ η αναδιάρθρωση του 2018 αποτέλεσε το καθοριστικό χρηματοοικονομικό σημείο καμψής. Η μεταγενέστερη περίοδος χαρακτηρίστηκε από απομόχλευση και βελτίωση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής αυτονομίας και συνέπεσε χρονικά με την ανάκαμψη της αγοράς containerships μετά το 2020, τη δημιουργία ισχυρών λειτουργικών ταμειακών ροών και την αξιοποίηση της συμμετοχής και των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων έναντι της ZIM. Η περίοδος αυτή συνοδεύτηκε από επάνοδο σε επενδύσεις, επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους και, από το 2023, επιλεκτική επανείσοδο στο dry bulk. Η τελευταία προσθέτει μεγαλύτερη άμεση έκθεση στη ναυλαγορά χωρίς να μεταβάλλει τον βασικό χαρακτήρα της Danaos ως containership owner (Danaos Corporation 2018b; Danaos Corporation 2023; Danaos Corporation 2026a).

Η Tsakos Energy Navigation παρουσιάζει μία τρίτη στρατηγική διαδρομή. Σε αντίθεση με τη συστηματική συγκέντρωση στόλων της Star Bulk και τη βαθιά χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση της Danaos, η πορεία της TEN χαρακτηρίζεται περισσότερο από συνέχεια του βασικού επιχειρηματικού μοντέλου και από διαδοχικά προγράμματα ανανέωσης και διαφοροποίησης του στόλου. Η διοίκηση περιγράφει την προσέγγιση αυτή ως «industrial shipping model»: συνδυασμό period employment και μακροχρόνιων ναυλώσεων, συχνά με profit-sharing μηχανισμούς, μαζί με επιλεκτική έκθεση στη spot αγορά. Η διάρθρωση αυτή επιδιώκει να εξισορροπεί την προβλεψιμότητα των συμβατικών ταμειακών ροών με τη δυνατότητα συμμετοχής σε ευνοϊκές συνθήκες της αγοράς (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Μία από τις ουσιαστικότερες διαφορές μεταξύ των τριών εταιρειών αφορά τη δομή της εμπορικής απασχόλησης. Η Danaos χρησιμοποιεί τις πολυετείς ναυλώσεις ως κεντρικό

μηχανισμό δημιουργίας συμβασιοποιημένων εσόδων στον κλάδο των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, με συνέπεια σε μία απότομη ανοδική αγορά τα δεσμευμένα πλοία να ενδέχεται να μην αξιοποιούν πλήρως την αύξηση των ναύλων. Η TEN ακολουθεί κατά βάση μικτό μοντέλο συμβατικής κάλυψης, profit-sharing και spot exposure, ενώ η Star Bulk παραμένει περισσότερο εκτεθειμένη στη βραχυχρόνια μεταβολή της dry-bulk αγοράς. Οι στρατηγικές αυτές αντιπροσωπεύουν διαφορετική ισορροπία μεταξύ προβλεψιμότητας εσόδων, κινδύνου και δυνατότητας συμμετοχής στην ανοδική αγορά και δεν μπορούν να χαρακτηριστούν εκ των προτέρων ως καλύτερες ή χειρότερες (Star Bulk Carriers Corp. 2019; Danaos Corporation 2026a; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Διαφορές παρατηρούνται και στον τρόπο χρηματοδότησης της ανάπτυξης. Η Star Bulk αξιοποίησε σε σημαντικό βαθμό μετοχικό αντάλλαγμα και εταιρικές συνενώσεις. Η Danaos βασίστηκε ιστορικά περισσότερο σε τραπεζικό δανεισμό που υποστηριζόταν από συμβατικές ταμειακές ροές, ενώ μετά την αναδιάρθρωση και την απομόχλευση απέκτησε μεγαλύτερη δυνατότητα χρηματοδότησης μέσω εσωτερικά παραγόμενων ταμειακών ροών. Η TEN έχει χρησιμοποιήσει συνδυασμό τραπεζικού δανεισμού, ιδίων κεφαλαίων και δομών sale-and-leaseback για τη χρηματοδότηση των προγραμμάτων ανανέωσης του στόλου της. Η κεφαλαιακή διάρθρωση συνδέεται συνεπώς τόσο με την ανθεκτικότητα σε μία καθοδική αγορά όσο και με τη δυνατότητα πραγματοποίησης νέων επενδύσεων σε μία ανοδική φάση (Star Bulk Carriers Corp. 2021a; Danaos Corporation 2018b; Tsakos Energy Navigation Limited 2025a).

Κοινό χαρακτηριστικό και των τριών εταιρειών είναι ότι η χρηματοοικονομική και στρατηγική επίδοση δεν μπορεί να αξιολογηθεί αποκλειστικά από την αύξηση του αριθμού των πλοίων. Σημαντικοί παράγοντες είναι η χρονική στιγμή αγοράς ή ναυπήγησης, η τιμή κτήσης, η μορφή χρηματοδότησης, η διάρκεια και η ποιότητα των ναυλώσεων, η ηλικία και η ενεργειακή αποδοτικότητα του στόλου και οι συνθήκες της αγοράς κατά την παράδοση των νέων πλοίων. Ένα μεγάλο orderbook μπορεί να αποτελέσει πηγή μελλοντικής ανάπτυξης, αλλά ταυτόχρονα δημιουργεί σημαντικές κεφαλαιουχικές δεσμεύσεις και μπορεί να αυξήσει τη χρηματοοικονομική έκθεση εάν οι παραδόσεις συμπέσουν με δυσμενή αγορά. Αντίστοιχα, μία πολυετής ναύλωση ενισχύει την προβλεψιμότητα των ταμειακών ροών, αλλά μπορεί να περιορίζει τη συμμετοχή στην κερδοφορία μιας απότομης ανόδου της spot αγοράς (Star Bulk Carriers Corp. 2019; Danaos Corporation 2026a; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Οι περιβαλλοντικές και τεχνολογικές επενδύσεις αποτελούν επίσης κοινό, αλλά διαφοροποιημένο, πεδίο στρατηγικής. Η Star Bulk επένδυσε σε μεγάλη κλίμακα σε scrubbers και συστήματα ενεργειακής παρακολούθησης, η Danaos ενσωματώνει σύγχρονες ενεργειακές και περιβαλλοντικές προδιαγραφές στο containership newbuilding programme, ενώ η TEN έχει επενδύσει σε νεότερο και ενεργειακά αποδοτικό tonnage, dual-fuel τεχνολογία και εξειδικευμένα DP2 shuttle tankers (Star Bulk Carriers Corp. 2022; Danaos Corporation 2025b; Tsakos Energy Navigation Limited 2024a). Οι επιλογές αυτές μπορούν να επηρεάσουν τη συμμόρφωση με τους περιβαλλοντικούς κανονισμούς, το λειτουργικό κόστος, την εμπορική ελκυστικότητα των πλοίων και τον κίνδυνο μελλοντικής τεχνολογικής απαξίωσης. Παράλληλα, η αβεβαιότητα ως προς το καύσιμο ή την τεχνολογία που θα επικρατήσει μακροπρόθεσμα στη ναυτιλία καθιστά ιδιαίτερα σημαντική την τεχνολογική ευελιξία των νέων πλοίων (IMO 2020; International Council on Clean Transportation 2023).

Συνολικά, οι τρεις εταιρείες αντιπροσωπεύουν διαφορετικές διαδρομές προσαρμογής στους ναυτιλιακούς κύκλους. Η Star Bulk χαρακτηρίζεται κυρίως από συγκέντρωση στόλων, δημιουργία κλίμακας και μεγαλύτερη άμεση έκθεση στη dry-bulk αγορά. Η Danaos χαρακτηρίζεται από τη μετάβαση από υψηλή μόχλευση και σοβαρή κρίση αντισυμβαλλομένου σε υψηλότερη κεφαλαιακή αυτονομία και ενισχυμένη βάση ιδίων κεφαλαίων, διατηρώντας τις πολυετείς ναυλώσεις ως βασικό στοιχείο του containership μοντέλου και προσθέτοντας επιλεκτική διαφοροποίηση στο dry bulk. Τέλος, η TEN χαρακτηρίζεται περισσότερο από συνέχεια του industrial shipping model, συστηματική ανανέωση και διαφοροποίηση του στόλου και συνδυασμό συμβατικής κάλυψης εσόδων με επιλεκτική έκθεση στη ναυλαγορά (Star Bulk Carriers Corp. 2025; Danaos Corporation 2026a; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Οι διαφορές αυτές είναι ιδιαίτερα σημαντικές για τη χρηματοοικονομική ανάλυση που ακολουθεί. Η ίδια μεταβολή σε έναν δείκτη ρευστότητας, μόχλευσης, δραστηριότητας ή κερδοφορίας δεν έχει κατ' ανάγκη την ίδια οικονομική σημασία και για τις τρεις εταιρείες. Η ερμηνεία των οικονομικών καταστάσεων και των αριθμοδεικτών πρέπει επομένως να λαμβάνει υπόψη την αγορά δραστηριοποίησης, τη δομή των ναυλώσεων, τις επενδυτικές δεσμεύσεις, τη χρηματοδοτική στρατηγική και τη θέση κάθε εταιρείας στον αντίστοιχο ναυτιλιακό κύκλο. Με αυτόν τον τρόπο, η ιστορική και στρατηγική εξέταση του κεφαλαίου παρέχει το αναγκαίο πλαίσιο για τη διαχρονική και συγκριτική χρηματοοικονομική αξιολόγηση που ακολουθεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ STAR BULK CARRIERS CORP., DANAOS CORPORATION ΚΑΙ TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 2016–2025

5.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ, ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Το δείγμα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης αποτελείται αποκλειστικά από τις Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited (TEN). Οι τρεις εταιρείες επιλέγονται επειδή παρέχουν συνεχή ελεγμένη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και, ταυτόχρονα, αντιπροσωπεύουν διαφορετικές βασικές ναυλαγορές: η Star Bulk δραστηριοποιείται στο ξηρό χύδην φορτίο (Dry Bulk), η Danaos κατά το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου στα εμπορευματοκιβώτια (Containers), με επανείσοδο και στο dry bulk από το 2023, και η TEN στα δεξαμενόπλοια (Tankers) και ευρύτερα στις ενεργειακές μεταφορές. Η περίοδος έρευνας καλύπτει τις χρήσεις 2016–2025 (Star Bulk Carriers Corp. 2026; Danaos Corporation 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Πρωτογενής βάση δεδομένων αποτελούν οι ετήσιες εκθέσεις (Annual Reports), τα Έντυπα 20-F (Form 20-F) που έχουν υποβληθεί στην U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) και οι ενσωματωμένες ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις (Audited Consolidated Financial Statements). Ανακοινώσεις αποτελεσμάτων και εταιρικές παρουσιάσεις αξιοποιούνται μόνο επικουρικά για την ερμηνεία συγκεκριμένων γεγονότων. Όταν υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ συνοπτικής παρουσίασης και πλήρους ελεγμένης κατάστασης ή σημείωσης, προτεραιότητα έχει η ελεγμένη γνωστοποίηση και η αντίστοιχη note-level ανάλυση.

Οι ενοποιημένες καταστάσεις των τριών εταιρειών καταρτίζονται σύμφωνα με τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών (U.S. GAAP). Για τον λόγο αυτό διατηρούνται οι δημοσιευμένες λογιστικές ταξινομήσεις και δεν πραγματοποιείται τεχνητή μετατροπή σε διαφορετικό λογιστικό πλαίσιο. Για λόγους συγκρισιμότητας, όλα τα χρηματοοικονομικά ποσά παρουσιάζονται σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ, εκτός εάν αναφέρεται ρητά διαφορετική μονάδα (Star Bulk Carriers Corp. 2026; Danaos Corporation 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Για κάθε εταιρεία συλλέγονται στοιχεία από τον Ενοποιημένο Ισολογισμό (Consolidated Balance Sheet), την Ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων (Consolidated Statement of Income/Operations) και την Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών (Consolidated Statement of Cash Flows), καθώς και από τις σχετικές σημειώσεις. Η επιλογή των μεταβλητών υπηρετεί τόσο την περιγραφική ανάλυση του παρόντος κεφαλαίου όσο και την αριθμοδεικτική ανάλυση του Κεφαλαίου 6, με ιδιαίτερη έμφαση στα έσοδα, στο καθαρό αποτέλεσμα, στη ρευστότητα, στο ενεργητικό, στις υποχρεώσεις, στα ίδια κεφάλαια, στον τοκοφόρο δανεισμό και στις βασικές κατηγορίες ταμειακών ροών.

Για κάθε χρήση διενεργείται εσωτερικός αριθμητικός και λογιστικός έλεγχος. Στον Ισολογισμό επαληθεύεται ότι το Σύνολο Ενεργητικού ισούται με το άθροισμα Συνολικών Υποχρεώσεων και Συνολικών Ιδίων Κεφαλαίων, με συνεπή μεταχείριση τυχόν μη ελεγχουσών συμμετοχών. Στην Κατάσταση Ταμειακών Ροών επαληθεύεται ότι οι καθαρές λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές ροές, μαζί με τυχόν συναλλαγματικές ή λοιπές προσαρμογές όταν υπάρχουν, συμφωνούν με τη δημοσιευμένη μεταβολή των διαθέσιμων σύμφωνα με τον ορισμό της εκάστοτε εταιρείας. Η διαδικασία αυτή δημιουργεί ελεγχόμενη και αναπαραγώγιμη βάση δεδομένων για το Κεφάλαιο 6.

5.2 ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Η δεκαετής συγκριτική εξέταση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων απαιτεί την εφαρμογή ενιαίων λογιστικών, χρονικών και μεθοδολογικών κανόνων κατά τη συλλογή και παρουσίαση των δεδομένων. Για τα μεγέθη του Ενοποιημένου Ισολογισμού χρησιμοποιούνται αποκλειστικά τα δημοσιευμένα υπόλοιπα της 31ης Δεκεμβρίου κάθε χρήσης. Ενδιάμεσες τριμηνιαίες ή εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις δεν χρησιμοποιούνται για τη συμπλήρωση της ετήσιας σειράς, ώστε η περίοδος 2016–2025 να παραμένει χρονικά ομοιογενής.

Όταν μεταγενέστερη ελεγμένη οικονομική κατάσταση παρουσιάζει επίσημα αναδιατυπωμένη ή αναταξινομημένη συγκριτική τιμή προηγούμενης χρήσης, υιοθετείται η νεότερη ελεγμένη παρουσίαση. Δεν πραγματοποιούνται αυθαίρετες αναδιατυπώσεις ή αναταξινομήσεις από τον ερευνητή. Η αρχή αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική στις Καταστάσεις Ταμειακών Ροών μετά την εφαρμογή του FASB ASU 2016-18 σχετικά με τα Δεσμευμένα Διαθέσιμα (Restricted Cash), καθώς ορισμένες συγκριτικές χρήσεις

επαναπαρουσιάστηκαν από τις ίδιες τις εταιρείες. Η χρήση των μεταγενέστερων επίσημων συγκριτικών ποσών αποσκοπεί στη διατήρηση της λογιστικής συνέπειας της δεκαετούς σειράς (Financial Accounting Standards Board 2016).

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία διατηρούνται, κατά το δυνατόν, στη δημοσιευμένη μορφή και λογιστική ταξινόμηση με την οποία εμφανίζονται στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Όπου απαιτείται ομαδοποίηση επιμέρους κονδυλίων για τη δημιουργία ενιαίων δεκαετών πινάκων και για λόγους συγκρισιμότητας μεταξύ των τριών εταιρειών, η ομαδοποίηση πραγματοποιείται χωρίς μεταβολή των δημοσιευμένων συνολικών μεγεθών και χωρίς αλλοίωση της οικονομικής φύσης των επιμέρους στοιχείων. Οι ειδικότερες ομαδοποιήσεις που εφαρμόζονται σε κάθε εταιρεία γνωστοποιούνται στις σημειώσεις των αντίστοιχων πινάκων.

Για τις ανάγκες της συγκριτικής και αριθμοδεικτικής ανάλυσης, ως Έσοδα χρησιμοποιείται το συνολικό δημοσιευμένο έσοδο της αντίστοιχης χρήσης, όπως προκύπτει από την ελεγμένη ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων. Ανάλογα με τη δημοσιευμένη ορολογία της εκάστοτε εταιρείας, το μέγεθος αυτό αντιστοιχεί σε Voyage Revenues, Operating Revenues ή σε άθροισμα επιμέρους δημοσιευμένων συνιστωσών εσόδων. Δεν χρησιμοποιούνται επιλεκτικά επιμέρους έσοδα όταν αυτά δεν ταυτίζονται με το συνολικό δημοσιευμένο έσοδο της χρήσης.

Για το Καθαρό Αποτέλεσμα διατηρούνται οι διακρίσεις που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες ενοποιημένες καταστάσεις μεταξύ συνολικού ενοποιημένου Net Income/(Loss), αποτελέσματος που αναλογεί στη μητρική και, όπου υφίσταται σχετική διάκριση, αποτελέσματος που αναλογεί στους κοινούς μετόχους. Η διάκριση είναι ιδιαίτερα σημαντική στην TEN. Η διαφορά μεταξύ του συνολικού ενοποιημένου Net Income/(Loss) και του αποτελέσματος που αναλογεί στην TEN συνδέεται με τη μη ελέγχουσα συμμετοχή (non-controlling interest), ενώ η μετάβαση από το αποτέλεσμα που αναλογεί στην TEN στο αποτέλεσμα που αναλογεί στους κοινούς μετόχους επηρεάζεται, μεταξύ άλλων, από τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών και τις λοιπές σχετικές κατανομές που γνωστοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Για τις ανάγκες της συγκριτικής και αριθμοδεικτικής ανάλυσης που απαιτεί κοινή λογιστική περίμετρο, ως Καθαρό Αποτέλεσμα χρησιμοποιείται το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss), σε αντιστοίχιση με τα αντίστοιχα συνολικά ενοποιημένα μεγέθη του

Ισολογισμού. Οι επιμέρους κατανομές του αποτελέσματος στη μητρική, στη μη ελέγχουσα συμμετοχή ή στους κοινούς μετόχους διατηρούνται και παρουσιάζονται διακριτά όπου απαιτείται για την ορθή ερμηνεία των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων.

Αντίστοιχα, στα Ίδια Κεφάλαια διατηρείται η λογιστική περίμετρος που απαιτείται για τη συμφωνία του Ενοποιημένου Ισολογισμού. Ειδικά στην TEN, το παρουσιαζόμενο Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων περιλαμβάνει και τη μη ελέγχουσα συμμετοχή, ώστε να διατηρείται η λογιστική ισότητα:

$$\text{Σύνολο Ενεργητικού} = \text{Σύνολο Υποχρεώσεων} + \text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων.}$$

Αντίστοιχα, όπου στους πίνακες του παρόντος κεφαλαίου χρησιμοποιείται ο όρος «Λειτουργικό αποτέλεσμα», αυτός αντιστοιχεί στο δημοσιευμένο Operating Income / Income from Operations της αντίστοιχης εταιρείας και χρήσης, όταν το μέγεθος αυτό παρουσιάζεται άμεσα και συγκρίσιμα στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις. Η αντιστοίχιση ακολουθεί τη μεθοδολογική επιλογή που έχει οριστεί στα προηγούμενα κεφάλαια και δεν συνεπάγεται θεωρητική ταύτιση του Operating Income / Income from Operations με κάθε δυνατό ορισμό του EBIT.

Ο χρηματοοικονομικός δανεισμός δεν ταυτίζεται με τις Συνολικές Υποχρεώσεις. Οι δύο έννοιες διατηρούνται διακριτές κατά τη συλλογή και ερμηνεία των δεδομένων, επειδή οι Συνολικές Υποχρεώσεις περιλαμβάνουν και μη τοκοφόρες ή άλλης φύσης υποχρεώσεις. Όπου στο κείμενο γίνεται ειδική αναφορά στον χρηματοοικονομικό δανεισμό ή σε λοιπές χρηματοδοτικές υποχρεώσεις, αυτή βασίζεται στις αντίστοιχες δημοσιευμένες γνωστοποιήσεις περί debt, credit facilities, lease obligations και συναφών χρηματοδοτικών υποχρεώσεων, με διατήρηση των μεταξύ τους λογιστικών διακρίσεων. Τα μεγέθη αυτά δεν χρησιμοποιούνται ως συνώνυμα των Συνολικών Υποχρεώσεων.

Στις Καταστάσεις Ταμειακών Ροών διατηρείται ο ορισμός των διαθεσίμων που χρησιμοποιεί η ίδια η εταιρεία στην αντίστοιχη δημοσιευμένη κατάσταση. Για λόγους εσωτερικού ελέγχου επαληθεύεται ότι οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες, μαζί με τυχόν συναλλαγματικές ή λοιπές προσαρμογές όπου αυτές εμφανίζονται, συμφωνούν με τη δημοσιευμένη καθαρή μεταβολή των διαθεσίμων ή των διαθεσίμων και restricted cash. Η επαλήθευση αυτή αποτελεί έλεγχο αριθμητικής και λογιστικής συνέπειας και δεν συνεπάγεται ανακατασκευή των δημοσιευμένων Καταστάσεων Ταμειακών Ροών. Η ανωτέρω μεταχείριση αφορά

αποκλειστικά τη συμφωνία και παρουσίαση της Κατάστασης Ταμειακών Ροών και δεν προδικάζει την ένταξη του restricted cash στον αριθμητή επιμέρους αριθμοδεικτών ρευστότητας, η οποία καθορίζεται από τους ειδικούς ορισμούς τους.

Απομειώσεις πλοίων, κέρδη ή ζημίες από πωλήσεις πλοίων, επενδυτικά αποτελέσματα, κέρδη από διαγραφή ή αναδιάρθρωση χρέους και λοιπά ουσιώδη ή μη επαναλαμβανόμενα στοιχεία δεν αφαιρούνται αυθαίρετα από τα δημοσιευμένα χρηματοοικονομικά μεγέθη ούτε αναταξινομούνται από τον ερευνητή. Διατηρούνται στα ποσά και στη λογιστική παρουσίαση της αντίστοιχης χρήσης και επισημαίνονται στην ποιοτική ερμηνεία, όταν είναι αναγκαίο για την κατανόηση της μεταβολής της κερδοφορίας, της χρηματοοικονομικής θέσης ή των ταμειακών ροών.

Τέλος, σημαντικές μεταβολές της εταιρικής περιμέτρου ή της επιχειρηματικής δραστηριότητας αντιμετωπίζονται ως πραγματικά γεγονότα της εξεταζόμενης περιόδου και δεν εξομαλύνονται μέσω υποθετικών pro forma προσαρμογών. Ειδικότερα, η συγχώνευση της Star Bulk Carriers Corp. με την Eagle Bulk Shipping Inc. το 2024 και η επανείσοδος της Danaos Corporation στην αγορά ξηρού χύδην φορτίου από το 2023 λαμβάνονται υπόψη κατά την ερμηνεία της διαχρονικής εξέλιξης των αντίστοιχων χρηματοοικονομικών μεγεθών, καθώς επηρεάζουν την εταιρική περίμετρο και τη συγκρισιμότητα μεταξύ χρήσεων (Star Bulk Carriers Corp. 2025; Danaos Corporation 2024).

5.3 STAR BULK CARRIERS CORP. – ΞΗΡΟ ΧΥΔΗΝ ΦΟΡΤΙΟ (DRY BULK)

Η χρηματοοικονομική εξέταση της Star Bulk Carriers Corp. καλύπτει την περίοδο 2016–2025 και βασίζεται στις ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ετήσιων Εντύπων 20-F (Star Bulk Carriers Corp. 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024a, 2025, 2026).

5.3.1 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2016–2025

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΚΥΚΛΟΦΟΡ ΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ										
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	181.758	257.911	204.921	117.819	183.211	450.285	269.754	227.481	425.066	488.511

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Εμπορικές απαιτήσεις, καθαρές	12.572	18.521	38.402	58.785	38.090	81.061	84.034	68.624	79.303	83.587
Αποθέματα	14.534	19.345	27.436	51.153	47.294	75.077	67.162	62.362	78.589	51.477
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ¹	19.602	16.849	28.077	38.285	38.816	76.501	81.142	95.930	76.015	59.770
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	228.466	312.626	298.836	266.042	307.411	682.924	502.092	454.397	658.973	683.345
Πλοία και λοιπά πάγια, καθαρή λογιστική αξία	1.707.209	1.775.081	2.656.108	2.965.527	2.877.119	3.013.038	2.881.551	2.539.743	3.208.357	2.874.947
Προκαταβολές για πλοία υπό κατασκευή / απόκτηση	64.570	48.574	59.900	—	—	—	—	—	27.526	87.277
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία	11.457	9.483	7.293	7.102	7.263	58.757	49.981	34.115	191.522	159.816
Σύνολο Μη Κυκλοφορούντος Ενεργητικού ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ Υ	1.783.236	1.833.138	2.723.301	2.972.629	2.884.382	3.071.795	2.931.532	2.573.858	3.427.405	3.122.040
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.011.702	2.145.764	3.022.137	3.238.671	3.191.793	3.754.719	3.433.624	3.028.255	4.086.378	3.805.385
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ²	28.119	219.274	222.717	310.931	266.432	290.796	282.555	359.363	399.812	383.677
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	974.472	1.057.712	1.502.092	1.694.631	1.642.266	1.674.701	1.414.282	1.368.185	1.604.603	1.356.122
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.037.230	1.088.052	1.520.045	1.544.040	1.549.527	2.080.018	2.019.342	1.660.070	2.481.775	2.449.263
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	2.011.702	2.145.764	3.022.137	3.238.671	3.191.793	3.754.719	3.433.624	3.028.255	4.086.378	3.805.385

¹ Στα «Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία» έχουν ομαδοποιηθεί, ανάλογα με τη χρήση και για λόγους συγκρισιμότητας, restricted cash, prepaid expenses and other receivables, amounts due from managers/related parties, παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία και λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία («derivative assets» και «other current assets») και τυχόν vessels held for sale, χωρίς να μεταβάλλεται το δημοσιευμένο Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού.

² Οι «Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις» παρουσιάζονται ως το σύνολο των δημοσιευμένων non-current liabilities.

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ										

Πίνακας 1 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένου Ισολογισμού Star Bulk Carriers Corp., 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)
(Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026)
Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.3.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Η εξέλιξη του Ισολογισμού αποτυπώνει μία σημαντική αλλά μη γραμμική διεύρυνση της περιουσιακής βάσης της Star Bulk. Το συνολικό ενεργητικό αυξήθηκε από 2,01 δισ. δολάρια το 2016 σε 3,24 δισ. το 2019, κυρίως λόγω της αύξησης της λογιστικής αξίας των πλοίων και λοιπών παγίων, εξέλιξη συμβατή με τη στρατηγική συγκέντρωσης στόλων που αναλύθηκε στο Κεφάλαιο 4. Σε όλη τη δεκαετία τα πάγια αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού, επιβεβαιώνοντας τον έντονα κεφαλαιοβόρο χαρακτήρα της δραστηριότητας (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020).

Ιδιαίτερα σημαντική είναι η μεταβολή του 2021. Τα ταμειακά διαθέσιμα αυξήθηκαν από 183,2 εκατ. δολάρια το 2020 σε 450,3 εκατ. δολάρια και τα ίδια κεφάλαια από 1,55 δισ. σε 2,08 δισ. δολάρια, παράλληλα με καθαρά κέρδη 680,5 εκατ. δολαρίων. Κατά το 2022–2023 μέρος αυτής της ενίσχυσης αντιστράφηκε, χωρίς όμως η υποχώρηση να μπορεί να ερμηνευθεί αποκλειστικά ως επιδείνωση της χρηματοοικονομικής θέσης. Ειδικά το 2022 πραγματοποιήθηκαν σημαντικές αποπληρωμές χρηματοδοτικών υποχρεώσεων και καταβολές μερισμάτων, οι οποίες συνυπήρξαν με σημαντική μείωση των ταμειακών διαθεσίμων σε σχέση με το 2021 (Star Bulk Carriers Corp. 2023).

Το 2024 αποτελεί τη σημαντικότερη διαρθρωτική μεταβολή της περιόδου. Το συνολικό ενεργητικό αυξήθηκε από 3,03 δισ. σε 4,09 δισ. δολάρια, η λογιστική αξία των πλοίων από 2,54 δισ. σε 3,21 δισ. και τα ίδια κεφάλαια από 1,66 δισ. σε 2,48 δισ. δολάρια. Η μεταβολή επηρεάζεται ουσιαστικά από τη συγχώνευση με την Eagle Bulk και επομένως δεν πρέπει να ερμηνεύεται ως απλή οργανική ανάπτυξη, αλλά ως μεταβολή που περιλαμβάνει σημαντική διεύρυνση της εταιρικής περιμέτρου (Star Bulk Carriers Corp. 2025; Star Bulk Carriers Corp. 2024b; Star Bulk Carriers Corp. 2025).

Το 2025 το ενεργητικό υποχώρησε σε 3,81 δισ. δολάρια και η λογιστική αξία πλοίων και λοιπών παγίων σε 2,87 δισ., ενώ τα διαθέσιμα αυξήθηκαν σε 488,5 εκατ. δολάρια και οι προκαταβολές για πλοία υπό κατασκευή ή απόκτηση σε 87,3 εκατ. δολάρια. Η μεταβολή είναι συνεπώς περισσότερο συμβατή με αναδιάρθρωση και ανακύκλωση της περιουσιακής βάσης παρά με απλή συρρίκνωση. Στο τέλος της περιόδου τα ίδια κεφάλαια διαμορφώνονταν σε 2,45 δισ. δολάρια έναντι 1,04 δισ. το 2016, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις ανέρχονταν σε 1,36 δισ. δολάρια. Η εξέλιξη αυτή αποτελεί σημαντικό υπόβαθρο για την ανάλυση της μόχλευσης και της κεφαλαιακής διάρθρωσης στο επόμενο κεφάλαιο (Star Bulk Carriers Corp. 2026).

5.3.2 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων διατηρεί τις λειτουργικές κατηγορίες που χρησιμοποιεί η ίδια η Star Bulk, όπως voyage expenses, charter-in hire expenses, vessel operating expenses και dry-docking expenses, χωρίς τεχνητή μετατροπή τους σε διαφορετική λογιστική διάρθρωση (Star Bulk Carriers Corp. 2026).

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Δημοσιευμένα										
Συνολικά Έσοδα³	222.106	331.976	651.561	821.365	693.241	1.427.423	1.437.156	949.269	1.265.458	1.042.499
Voyage expenses	65.821	64.682	121.596	222.962	200.058	226.111	286.534	253.843	266.225	215.015
Charter-in hire expenses	3.550	5.325	92.896	126.813	32.055	14.565	21.020	17.656	58.003	63.466
Vessel operating expenses	98.830	101.428	128.872	160.062	178.543	208.661	228.616	221.327	274.991	269.163
Dry-docking expenses	6.023	4.262	8.970	57.444	23.519	30.986	47.718	41.969	62.728	92.201
Αποσβέσεις	81.935	82.623	102.852	124.280	142.293	152.640	156.733	138.429	164.055	168.277
Management fees	7.604	7.543	11.321	17.500	18.405	19.489	19.071	16.809	18.956	23.180
Γενικά και διοικητικά έξοδα	24.602	30.955	33.972	34.819	31.881	39.500	56.826	54.413	70.778	70.542
Σύνολο λειτουργικών εξόδων, καθαρό⁴	331.361	293.132	519.623	747.667	609.253	688.019	829.558	710.811	882.462	905.629

³ Για τη χρήση 2016, τα Συνολικά Έσοδα περιλαμβάνουν Voyage Revenues 221.987 χιλ. δολαρίων και Management fee income 119 χιλ. δολαρίων. Για τις χρήσεις 2017–2025 το παρουσιαζόμενο συνολικό έσοδο αντιστοιχεί στα δημοσιευμένα Voyage Revenues, καθόσον το Management fee income ήταν μηδενικό (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026).

⁴ Το «Σύνολο λειτουργικών εξόδων, καθαρό» περιλαμβάνει και ειδικά κονδύλια που δεν εμφανίζονται χωριστά στον απλοποιημένο πίνακα, όπως impairment losses, gains/losses on sale of vessels, αποτελέσματα από FFAs και bunker swaps και λοιπά λειτουργικά αποτελέσματα. Για τον λόγο αυτό, το άθροισμα των επιμέρους

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Λειτουργικό αποτέλεσμα	(109.255)	38.844	131.938	73.698	83.988	739.404	607.598	238.458	382.996	136.870
Χρηματοοικονομικά και λοιπά αποτελέσματα, καθαρά	(44.832)	(48.472)	(73.525)	(89.844)	(74.212)	(58.978)	(41.464)	(64.779)	(78.454)	(51.789)
Αποτέλεσμα πριν από φόρους και συμμετοχή σε αποτελέσματα επενδύσεων	(154.087)	(9.628)	58.413	(16.146)	9.776	680.426	566.134	173.679	304.542	85.081
Καθαρό αποτέλεσμα χρήσης	(154.228)	(9.771)	58.397	(16.201)	9.660	680.530	565.999	173.556	304.654	84.174

Πίνακας 2 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Star Bulk Carriers Corp., 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)
(Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026)

Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.3.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Η δεκαετής εξέλιξη της Star Bulk αποτυπώνει έντονα την κυκλικότητα της αγοράς ξηρού χύδην φορτίου. Το 2016, όταν ο Baltic Dry Index είχε υποχωρήσει σε ιστορικό χαμηλό 290 μονάδων τον Φεβρουάριο, η εταιρεία εμφάνισε λειτουργική ζημία 109,3 εκατ. δολαρίων και καθαρή ζημία 154,2 εκατ. δολαρίων. Η ανάκαμψη έγινε εμφανής ήδη από το 2017 και ενισχύθηκε το 2018, καθώς ο TCE αυξήθηκε από 6.208 δολάρια ημερησίως το 2016 σε 10.393 το 2017 και 13.768 το 2018, ενώ το καθαρό αποτέλεσμα του 2018 έγινε θετικό κατά 58,4 εκατ. δολάρια (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020).

Η αύξηση των εσόδων δεν μεταφράστηκε, ωστόσο, πάντοτε σε αντίστοιχη κερδοφορία. Το 2019 τα voyage revenues ανήλθαν σε 821,4 εκατ. δολάρια, αλλά η εταιρεία εμφάνισε καθαρή ζημία 16,2 εκατ. δολαρίων, σε μία χρήση κατά την οποία οι λειτουργικές και χρηματοοικονομικές δαπάνες αυξήθηκαν σημαντικά και ο TCE υποχώρησε στα 13.027 δολάρια. Το 2020, παρά την περαιτέρω πτώση του TCE στα 11.789 δολάρια και τις

εμφανιζόμενων γραμμών δεν πρέπει να χρησιμοποιείται για αυτοτελή ανακατασκευή του συνόλου (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026).

διαταραχές της πανδημίας, η Star Bulk διατήρησε οριακά θετικό καθαρό αποτέλεσμα 9,7 εκατ. δολαρίων (Star Bulk Carriers Corp. 2020, 2022).

Το ισχυρότερο σημείο της δεκαετίας ήταν το 2021–2022. Το 2021 τα voyage revenues έφθασαν τα 1,427 δισ. δολάρια, το λειτουργικό αποτέλεσμα τα 739,4 εκατ. και τα καθαρά κέρδη τα 680,5 εκατ. δολάρια, με τον TCE να αυξάνεται στα 26.978 δολάρια ημερησίως. Η υψηλή κερδοφορία διατηρήθηκε και το 2022, με έσοδα 1,437 δισ. και καθαρά κέρδη 566,0 εκατ. δολάρια. Η εξέλιξη είναι συνεπής με την ιδιαίτερα ισχυρή φάση της dry-bulk αγοράς, ενώ η εταιρεία αναφέρει επίσης θετική επίδραση από το χαμηλότερο καθαρό χρηματοδοτικό κόστος μετά τις αναχρηματοδοτήσεις (Star Bulk Carriers Corp. 2023).

Από το 2023 ακολούθησε ομαλοποίηση. Τα καθαρά κέρδη μειώθηκαν σε 173,6 εκατ. δολάρια, πριν ανακάμψουν σε 304,7 εκατ. το 2024. Η χρήση 2024 δεν είναι πλήρως συγκρίσιμη με την προηγούμενη λόγω της ενσωμάτωσης της Eagle Bulk από τις 9 Απριλίου· σύμφωνα με τις ελεγμένες καταστάσεις, η Eagle συνεισέφερε περίπου 270,8 εκατ. δολάρια σε voyage revenues και 29,9 εκατ. δολάρια σε καθαρό αποτέλεσμα από την ημερομηνία της συγχώνευσης έως το τέλος του έτους (Star Bulk Carriers Corp. 2025).

Το 2025 σημειώθηκε νέα υποχώρηση, με voyage revenues 1,042 δισ. δολάρια, λειτουργικό αποτέλεσμα 136,9 εκατ. και καθαρά κέρδη 84,2 εκατ. δολάρια. Ο TCE μειώθηκε από 18.392 σε 15.360 δολάρια ημερησίως, ενώ τα dry-docking expenses αυξήθηκαν σε 92,2 εκατ. δολάρια, το υψηλότερο επίπεδο της εξεταζόμενης περιόδου. Συνολικά, η εξέλιξη της κερδοφορίας της Star Bulk εμφανίζει στενή συνάφεια με τον ναυτιλιακό κύκλο και το επίπεδο του TCE, αλλά επηρεάζεται επίσης από τη σύνθεση και το μέγεθος του στόλου, τις λειτουργικές δαπάνες, τις αποσβέσεις, το χρηματοοικονομικό κόστος και τις συναλλαγές πλοίων (Star Bulk Carriers Corp. 2026).

5.3.3 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών συμπληρώνει την εικόνα του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων, αποτυπώνοντας τη λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και, διακριτά, τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές ταμειακές ροές.

Στοιχείο ⁵	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	(33.232)	82.804	169.009	88.525	170.552	767.071	769.898	335.777	471.154	295.936
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες	(13.425)	(127.101)	(325.327)	(279.837)	(66.334)	(121.263)	(20.872)	235.518	356.178	101.155
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	20.366	122.035	96.695	103.697	(34.949)	(368.068)	(935.953)	(595.889)	(648.202)	(336.037)
Καθαρή μεταβολή διαθεσίμων και restricted cash	(26.291)	77.738	(59.623)	(87.615)	69.269	277.740	(186.927)	(24.594)	179.130	61.054

Πίνακας 3 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Ταμειακών Ροών Star Bulk Carriers Corp., 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)
(Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026)

Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.3.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Οι ταμειακές ροές αποτυπώνουν καθαρά τη μετάβαση της Star Bulk από τη δυσμενή αγορά του 2016 στην ισχυρή δημιουργία ρευστότητας των επόμενων ετών. Οι λειτουργικές ροές ήταν αρνητικές κατά 33,2 εκατ. δολάρια το 2016, έγιναν θετικές κατά 82,8 εκατ. το 2017 και παρουσίασαν συνολική βελτίωση, με σημαντικές ετήσιες διακυμάνσεις, σε μια περίοδο κατά την οποία βελτιώνονταν παράλληλα οι συνθήκες της dry-bulk αγοράς. Παράλληλα, οι σημαντικές επενδυτικές εκροές της περιόδου 2016–2019 συνδέονται με αγορές και ανανέωση/επέκταση του στόλου και, κατά την τελευταία φάση, με επενδύσεις σε scrubbers (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020; United Nations Conference on Trade and Development 2016).

Η ουσιαστικότερη μεταβολή εμφανίζεται το 2021–2022. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές αυξήθηκαν σε 767,1 εκατ. δολάρια το 2021 και 769,9 εκατ. το 2022, το υψηλότερο επίπεδο της δεκαετίας. Ταυτόχρονα, οι εξαιρετικά ισχυρές λειτουργικές ροές συνυπήρξαν με

⁵ Για τις χρήσεις 2016 και 2017 χρησιμοποιούνται τα συγκριτικά ποσά όπως επαναπαρουσιάστηκαν σε μεταγενέστερο Form 20-F μετά την εφαρμογή της σχετικής λογιστικής μεταβολής για την παρουσίαση του restricted cash, ώστε να διατηρείται συνέπεια με τη μεταγενέστερη σειρά δεδομένων (Financial Accounting Standards Board 2016; Star Bulk Carriers Corp. 2020).

μεγάλες χρηματοδοτικές εκροές, οι οποίες περιλάμβαναν αποπληρωμές χρηματοδοτικών υποχρεώσεων και σημαντικές διανομές προς μετόχους. Το 2022 οι χρηματοδοτικές εκροές ανήλθαν σε περίπου 936 εκατ. δολάρια, με σημαντικές αποπληρωμές δανείων και lease obligations και μερίσματα περίπου 668,7 εκατ. δολαρίων (Star Bulk Carriers Corp. 2023).

Από το 2023 μεταβάλλεται η σύνθεση των ροών. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές υποχώρησαν σε 335,8 εκατ. δολάρια, ενώ οι επενδυτικές δραστηριότητες παρουσίασαν καθαρή εισροή 235,5 εκατ. δολαρίων, κυρίως λόγω πωλήσεων πλοίων και αποζημίωσης για ολική απώλεια πλοίου. Το 2024 οι λειτουργικές ροές ανέκαμψαν σε 471,2 εκατ. δολάρια και οι επενδυτικές ροές παρέμειναν θετικές, επηρεαζόμενες τόσο από πωλήσεις πλοίων όσο και από τα 104,3 εκατ. δολάρια μετρητών που αποκτήθηκαν μέσω της Eagle Merger. Η ίδια συναλλαγή είχε σημαντική μη ταμειακή διάσταση, καθώς περιλάμβανε έκδοση μετοχών αξίας 665,6 εκατ. δολαρίων και ανάληψη τραπεζικών δανείων και convertible notes περίπου 514,2 εκατ. δολαρίων. Επομένως, η αύξηση της περιουσιακής βάσης του 2024 δεν αποτυπώνεται ως αντίστοιχη ταμειακή επενδυτική εκροή (Star Bulk Carriers Corp. 2025; Star Bulk Carriers Corp. 2024b; Star Bulk Carriers Corp. 2025).

Το 2025 οι λειτουργικές ροές περιορίστηκαν σε 295,9 εκατ. δολάρια, ενώ οι επενδυτικές δραστηριότητες παρέμειναν θετικές κατά 101,2 εκατ. δολάρια, κυρίως λόγω εισπράξεων 174,4 εκατ. δολαρίων από πωλήσεις πλοίων. Οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες παρουσίασαν καθαρή εκροή 336,0 εκατ. δολαρίων, με αποπληρωμές δανείων και leases και επαναγορές μετοχών, παρά τις νέες τραπεζικές χρηματοδοτήσεις (Star Bulk Carriers Corp. 2026).

Συνολικά, η εξαιρετικά ισχυρή λειτουργική ταμειακή παραγωγή της περιόδου 2021–2022 συνυπήρξε με σημαντική απομόχλευση και μεγάλες διανομές κεφαλαίου προς τους μετόχους, ενώ στις μεταγενέστερες χρήσεις αυξήθηκε η σημασία της ανακύκλωσης του στόλου και των εταιρικών συναλλαγών. Η χρηματοοικονομική εξέλιξη της εταιρείας πρέπει επομένως να αξιολογείται συνδυαστικά με βάση την κερδοφορία, τη σύνθεση του στόλου, τη χρηματοδότηση και τη δημιουργία λειτουργικών ταμειακών ροών (Star Bulk Carriers Corp. 2023, 2025, 2026).

5.4 DANAOS CORPORATION – ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΟΚΙΒΩΤΙΑ (CONTAINERS)

Η χρηματοοικονομική εξέταση της Danaos Corporation καλύπτει την περίοδο 2016–2025 και βασίζεται στις ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ετήσιων Εντύπων 20-F. Η συγκεκριμένη δεκαετία περιλαμβάνει διαδοχικά μία περίοδο έντονης χρηματοοικονομικής πίεσης, την αναδιάρθρωση του 2018, την ισχυρή ανάκαμψη μετά το 2020 και, από το 2023, την επανείσοδο της εταιρείας στη dry bulk αγορά (Danaos Corporation 2016, 2017, 2018a, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025, 2026).

5.4.1 ΕΝΟΠΙΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2016–2025

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΚΥΚΛΟΦΟΡ ΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ										
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	73.717	66.895	77.275	139.170	65.663	129.410	267.668	271.809	453.384	1.037.292
Εμπορικές απαιτήσεις, καθαρές	8.028	6.502	9.225	7.145	7.556	7.118	5.635	9.931	25.578	38.730
Αποθέματα	11.395	8.841	8.884	8.494	9.619	12.579	16.099	24.511	23.881	23.417
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ⁶	42.814	43.761	24.366	35.577	35.610	483.385	83.119	195.519	168.124	219.980
Σύνολο Κυκλοφορούντ ος Ενεργητικού	135.954	125.999	119.750	190.386	118.448	632.492	372.521	501.770	670.967	1.319.419
ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡ ΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ										
Πλοία και λοιπά πάγια, καθαρή λογιστική αξία	2.906.721	2.795.971	2.480.329	2.389.874	2.479.937	2.861.651	2.721.494	2.746.541	3.290.309	3.269.703
Προκαταβολές για πλοία υπό κατασκευή / απόκτηση	–	–	–	–	–	–	190.736	301.916	265.838	428.147
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία ⁷	84.389	64.426	79.763	102.759	115.995	132.982	115.477	110.909	116.540	96.661

⁶ Στα «Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία» ομαδοποιούνται, ανάλογα με τη χρήση, restricted cash, prepaid expenses, amounts due from related parties, marketable securities και λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Η πολύ υψηλή τιμή του 2021 οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στη συμμετοχή της Danaos στη ZIM, η οποία στο τέλος της χρήσης περιλαμβανόταν στα λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία με λογιστική αξία περίπου 423,0 εκατ. δολαρίων (Danaos Corporation 2023).

⁷ Στα «Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία» περιλαμβάνονται, ανάλογα με τη χρήση, deferred charges, right-of-use assets, επενδύσεις σε συνδεδεμένες εταιρείες και λοιπά μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία. Η

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Σύνολο Μη Κυκλοφορούντων Ενεργητικού	2.991.110	2.860.397	2.560.092	2.492.633	2.595.932	2.994.633	3.027.707	3.159.366	3.672.687	3.794.511
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	3.127.064	2.986.396	2.679.842	2.683.019	2.714.380	3.627.125	3.400.228	3.661.136	4.343.654	5.113.930
Υ										
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.566.281	2.379.839	222.701	223.080	239.685	319.307	228.407	168.160	168.954	401.676
Σ										
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	73.070	57.852	1.766.288	1.578.249	1.439.118	1.219.795	611.407	476.659	749.900	916.677
Σ										
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	2.639.351	2.437.691	1.988.989	1.801.329	1.678.803	1.539.102	839.814	644.819	918.854	1.318.353
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	487.713	548.705	690.853	881.690	1.035.577	2.088.023	2.560.414	3.016.317	3.424.800	3.795.577
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	3.127.064	2.986.396	2.679.842	2.683.019	2.714.380	3.627.125	3.400.228	3.661.136	4.343.654	5.113.930

Πίνακας 4 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένου Ισολογισμού Danaos Corporation, 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)

(Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021, 2023, 2025, 2026)

Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.4.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Ο Ισολογισμός της Danaos παρουσιάζει μία από τις εντονότερες μεταβολές χρηματοοικονομικής διάρθρωσης μεταξύ των τριών εταιρειών. Το 2016 το συνολικό ενεργητικό ανερχόταν σε 3,13 δισ. δολάρια, τα ίδια κεφάλαια σε μόλις 487,7 εκατ. και οι συνολικές υποχρεώσεις σε 2,64 δισ. δολάρια. Ιδιαίτερα χαρακτηριστική ήταν η συγκέντρωση περίπου 2,57 δισ. δολαρίων στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, εικόνα που παρέμεινε εξαιρετικά πιεσμένη και το 2017. Η ταξινόμηση αυτή αντανakλούσε σε σημαντικό βαθμό τις επικείμενες λήξεις και τη χρηματοδοτική κρίση της εταιρείας και είναι κρίσιμη για τη μεταγενέστερη ερμηνεία των δεικτών ρευστότητας (Danaos Corporation 2018a).

ομαδοποίηση αποσκοπεί στη διατήρηση ενιαίας μορφής σε ολόκληρη τη δεκαετία και δεν μεταβάλλει τα δημοσιευμένα συνολικά μεγέθη.

Το 2018 αποτελεί το βασικό σημείο καμπής. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μειώθηκαν από 2,38 δισ. σε 222,7 εκατ. δολάρια, ενώ οι μακροπρόθεσμες αυξήθηκαν σε 1,77 δισ. δολάρια. Η μεταβολή αυτή δεν αντιπροσωπεύει αντίστοιχη ταμειακή αποπληρωμή χρέους, αλλά συνδέεται κυρίως με την αναδιάρθρωση και την επιμήκυνση των λήξεων. Παράλληλα, το συνολικό ενεργητικό είχε υποχωρήσει από 3,13 δισ. δολάρια το 2016 σε 2,68 δισ. το 2018, με σημαντική μείωση της λογιστικής αξίας του στόλου (Danaos Corporation 2018a; Danaos Corporation 2018b).

Κατά το 2019–2020 αρχίζει να αποτυπώνεται η αποκατάσταση της κεφαλαιακής θέσης: τα ίδια κεφάλαια αυξήθηκαν από 690,9 εκατ. δολάρια το 2018 σε 1,04 δισ. το 2020, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις μειώθηκαν σε 1,68 δισ. δολάρια. Η διαδικασία επιταχύνθηκε έντονα το 2021, όταν τα ίδια κεφάλαια υπερδιπλασιάστηκαν σε 2,09 δισ. δολάρια και το κυκλοφορούν ενεργητικό αυξήθηκε σε 632,5 εκατ. δολάρια. Η τελευταία μεταβολή επηρεάστηκε σημαντικά από τη συμμετοχή στη ZIM, η οποία στο τέλος του 2021 περιλαμβανόταν στα λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία με αξία περίπου 423 εκατ. δολαρίων (Danaos Corporation 2021).

Από το τέλος του 2021 έως το 2023 παρατηρήθηκε πολύ μεγάλη μείωση του χρηματοοικονομικού δανεισμού. Παρά τη μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού μετά τη ρευστοποίηση της συμμετοχής στη ZIM, τα διαθέσιμα αυξήθηκαν και οι συνολικές υποχρεώσεις μειώθηκαν σε 839,8 εκατ. δολάρια το 2022 και 644,8 εκατ. το 2023, ενώ τα ίδια κεφάλαια έφθασαν τα 3,02 δισ. δολάρια. Σε σύγκριση με την αρχή της περιόδου, πρόκειται για ουσιαστική αντιστροφή της χρηματοδοτικής διάρθρωσης (Danaos Corporation 2023, 2024).

Από το 2022 και μετά εμφανίζεται παράλληλα νέος επενδυτικός κύκλος. Οι προκαταβολές για πλοία υπό κατασκευή αυξήθηκαν από 190,7 εκατ. δολάρια το 2022 σε 301,9 εκατ. το 2023 και 428,1 εκατ. το 2025, εξέλιξη συμβατή με την ανάπτυξη του containership orderbook και τη μεταγενέστερη διαφοροποίηση προς το dry bulk. Η επανείσοδος στο dry bulk από το 2023 αποτελεί πραγματική μεταβολή της επιχειρηματικής περιμέτρου και δεν εξομαλύνεται λογιστικά στην παρούσα ανάλυση (Danaos Corporation 2023, 2024).

Το 2024–2025 το συνολικό ενεργητικό αυξήθηκε περαιτέρω σε 4,34 και 5,11 δισ. δολάρια αντίστοιχα, ενώ τα διαθέσιμα έφθασαν τα 1,037 δισ. δολάρια στο τέλος του 2025.

Οι συνολικές υποχρεώσεις αυξήθηκαν εκ νέου σε 1,318 δισ. δολάρια, σε μία περίοδο κατά την οποία τα ίδια κεφάλαια ανέρχονταν σε περίπου 3,80 δισ. δολάρια και η εταιρεία βρισκόταν σε νέο επενδυτικό κύκλο (Danaos Corporation 2025, 2026).

Συνολικά, η εξέλιξη του Ισολογισμού διακρίνεται σε τρεις φάσεις, την έντονη χρηματοοικονομική πίεση έως το 2017, την αναδιάρθρωση και αποκατάσταση της κεφαλαιακής θέσης το 2018–2020 και την ισχυρή ενδυνάμωση του Ισολογισμού με επανεκκίνηση των επενδύσεων από το 2021 και μετά (Danaos Corporation 2018b; Danaos Corporation 2023, 2026).

5.4.2 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων διατηρεί τις δημοσιευμένες λειτουργικές κατηγορίες της Danaos, όπως operating revenues, voyage expenses, vessel operating expenses, depreciation και amortization of deferred drydocking and special survey costs (Danaos Corporation 2026).

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Δημοσιευμένα										
Συνολικά Έσοδα	498.332	451.731	458.732	447.244	461.594	689.505	993.344	973.583	1.014.110	1.042.456
Voyage expenses	13.925	12.587	12.207	11.593	14.264	24.325	35.145	41.010	64.101	63.061
Vessel operating expenses	109.384	106.999	104.604	102.502	110.946	135.872	158.972	162.117	185.724	208.779
Αποσβέσεις πλοίων / ROU assets	129.045	115.228	107.757	96.505	101.531	116.917	134.271	129.287	148.344	163.366
Amortization dry-docking & special surveys	5.528	6.748	9.237	8.733	11.032	10.181	12.170	18.663	29.161	44.074
Σύνολο λειτουργικών εξόδων, καθαρό⁸	710.975	264.234	470.854	246.170	262.114	331.246	339.908	392.922	473.226	543.690
Λειτουργικό αποτέλεσμα	(212.643)	187.497	(12.122)	201.074	199.480	358.259	653.436	580.661	540.884	498.766
Λοιπά χρηματοοικονομικά και επενδυτικά	(153.552)	(103.592)	(20.814)	(69.821)	(45.930)	700.472	(75.976)	(4.362)	(35.811)	(4.152)

⁸ Το «Σύνολο λειτουργικών εξόδων, καθαρό» περιλαμβάνει, πέραν των επιμέρους γραμμών που εμφανίζονται στον απλοποιημένο πίνακα, γενικά και διοικητικά έξοδα, απομειώσεις πλοίων, κέρδη ή ζημιές από πωλήσεις πλοίων και άλλα ειδικά λειτουργικά κονδύλια ανάλογα με τη χρήση. Για τον λόγο αυτό το άθροισμα των επιμέρους εμφανιζόμενων γραμμών δεν πρέπει να χρησιμοποιείται για ανεξάρτητη ανακατασκευή του δημοσιευμένου συνόλου (Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021, 2023, 2025, 2026).

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
αποτελέσματα, καθαρά										
Αποτέλεσμα προ φόρων	(366.195)	83.905	(32.936)	131.253	153.550	1.058.731	577.460	576.299	505.073	494.614
Φόροι εισοδήματος	–	–	–	–	–	5.890	18.250	–	–	–
Καθαρό αποτέλεσμα χρήσης	(366.195)	83.905	(32.936)	131.253	153.550	1.052.841	559.210	576.299	505.073	494.614

Πίνακας 5 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Danaos Corporation, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)
(Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021, 2023, 2025, 2026)

Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.4.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Κατά την περίοδο 2016–2020 τα λειτουργικά έσοδα της Danaos παρέμειναν σε σχετικά στενό εύρος, περίπου 447–498 εκατ. δολαρίων, ενώ το καθαρό αποτέλεσμα παρουσίαζε πολύ μεγαλύτερες διακυμάνσεις. Το 2016 καταγράφηκε καθαρή ζημία 366,2 εκατ. δολαρίων και λειτουργική ζημία 212,6 εκατ., παρά λειτουργικά έσοδα 498,3 εκατ. δολαρίων, λόγω μεταξύ άλλων σημαντικών απομειώσεων και της ιδιαίτερα δυσμενούς συγκυρίας που περιλάμβανε την κατάρρευση της Hanjin (Danaos Corporation 2018a, 2021).

Το 2017 η εταιρεία επέστρεψε σε καθαρά κέρδη 83,9 εκατ. δολαρίων, χωρίς όμως να έχει επιλυθεί η χρηματοδοτική κρίση που αποτυπωνόταν στον Ισολογισμό. Το 2018 καταγράφηκε νέα καθαρή ζημία 32,9 εκατ. δολαρίων και λειτουργική ζημία 12,1 εκατ., ενώ η χρήση επηρεάστηκε επίσης από μη επαναλαμβανόμενα στοιχεία που συνδέονταν με την αναδιάρθρωση. Κατά το 2019–2020 η λειτουργική κερδοφορία σταθεροποιήθηκε γύρω στα 200 εκατ. δολάρια ετησίως και τα καθαρά κέρδη διαμορφώθηκαν σε 131,3 και 153,6 εκατ. δολάρια αντίστοιχα (Danaos Corporation 2018a, 2020).

Η εικόνα αλλάζει δραστικά το 2021. Τα λειτουργικά έσοδα αυξήθηκαν από 461,6 εκατ. σε 689,5 εκατ. δολάρια και το λειτουργικό αποτέλεσμα από 199,5 εκατ. σε 358,3 εκατ. δολάρια. Το καθαρό αποτέλεσμα, ωστόσο, έφθασε τα 1,053 δισ. δολάρια και επομένως δεν αντανakλούσε μόνο την επίδοση της ναυτιλιακής δραστηριότητας, αλλά επηρεάστηκε σημαντικά από επενδυτικά και άλλα μη επαναλαμβανόμενα αποτελέσματα. Η χρήση αυτή

πρέπει συνεπώς να ερμηνεύεται με διάκριση μεταξύ λειτουργικής και συνολικής λογιστικής κερδοφορίας (Danaos Corporation 2023).

Το 2022 η λειτουργική επίδοση ενισχύθηκε περαιτέρω: τα έσοδα έφθασαν τα 993,3 εκατ. δολάρια και το λειτουργικό αποτέλεσμα τα 653,4 εκατ., το υψηλότερο της δεκαετίας, ενώ τα καθαρά κέρδη διαμορφώθηκαν σε 559,2 εκατ. δολάρια. Η σύγκριση 2021–2022 καταδεικνύει επομένως ότι το υψηλότερο καθαρό αποτέλεσμα δεν συμπίπτει κατ' ανάγκη με την ισχυρότερη λειτουργική επίδοση (Danaos Corporation 2023).

Κατά το 2023–2025 τα έσοδα παρέμειναν κοντά ή πάνω από το 1 δισ. δολάρια και τα καθαρά κέρδη διατηρήθηκαν σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, στα 576,3 εκατ., 505,1 εκατ. και 494,6 εκατ. δολάρια αντίστοιχα. Από το 2023 εμφανίζεται παράλληλα η συνεισφορά του dry-bulk segment, η οποία αυξάνεται στις επόμενες χρήσεις, χωρίς να μεταβάλλει ακόμη τον κυρίαρχο χαρακτήρα του containership business. Παρά τη σταδιακή αύξηση των λειτουργικών εξόδων, η οποία συνυπήρξε με τη διεύρυνση του στόλου και της επενδυτικής βάσης, το λειτουργικό αποτέλεσμα παρέμεινε περίπου στο μισό δισ. δολάρια το 2024–2025 (Danaos Corporation 2024, 2025, 2026).

Συνολικά, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων επιβεβαιώνει ότι στη Danaos είναι ιδιαίτερα σημαντική η διάκριση μεταξύ επαναλαμβανόμενης λειτουργικής κερδοφορίας και επενδυτικών ή μη επαναλαμβανόμενων αποτελεσμάτων, ιδίως κατά τη χρήση 2021 (Danaos Corporation 2023).

5.4.3 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών συμπληρώνει την εικόνα της λογιστικής κερδοφορίας, αποτυπώνοντας τη λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και, διακριτά, τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές ταμειακές ροές.

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	261.967	181.073	164.686	219.878	265.679	428.111	934.741	576.292	621.750	644.753
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες	(9.379)	1.758	(8.250)	(21.360)	(170.736)	(143.148)	176.572	(338.528)	(650.789)	(325.696)

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(251.130)	(189.653)	(148.868)	(136.623)	(168.450)	(220.870)	(973.401)	(233.623)	210.614	264.851
Καθαρή μεταβολή διαθεσίμων και restricted cash	1.458	(6.822)	7.568	61.895	(73.507)	64.093	137.912	4.141	181.575	583.908

Πίνακας 6 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Ταμειακών Ροών Danaos Corporation, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)
(Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021, 2023, 2025, 2026)
Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.4.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η Danaos παρουσιάζει θετικές λειτουργικές ταμειακές ροές σε όλες τις χρήσεις της περιόδου 2016–2025, ακόμη και όταν καταγράφονται σημαντικές λογιστικές ζημίες. Το 2016, για παράδειγμα, παρά την καθαρή ζημία 366,2 εκατ. δολαρίων, οι λειτουργικές ταμειακές ροές ήταν θετικές κατά περίπου 262,0 εκατ. δολάρια. Η διαφορά συνδέεται σε σημαντικό βαθμό με μη ταμειακά κονδύλια, χωρίς όμως η θετική λειτουργική ρευστότητα να αναιρεί τη σοβαρή πίεση που προκαλούσαν οι λήξεις και η διάρθρωση του χρέους (Danaos Corporation 2018a, 2021, 2023, 2025, 2026).

Κατά το 2016–2020 οι λειτουργικές ροές παρέμειναν θετικές, μεταξύ περίπου 165 και 266 εκατ. δολαρίων ετησίως, ενώ οι χρηματοδοτικές ροές ήταν σταθερά αρνητικές. Η εικόνα αυτή είναι συνεπής με μία περίοδο κατά την οποία οι θετικές λειτουργικές ροές συνυπήρχαν με σταθερά αρνητικές χρηματοδοτικές ροές, στις οποίες περιλαμβανόταν η εξυπηρέτηση και η σταδιακή μείωση του δανεισμού (Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021).

Το 2021 οι λειτουργικές ταμειακές ροές αυξήθηκαν σε 428,1 εκατ. δολάρια, σημαντικά χαμηλότερα από το καθαρό αποτέλεσμα των 1,053 δισ. δολαρίων. Η απόκλιση αυτή είναι συμβατή με τη σημαντική επίδραση μη ταμειακών στοιχείων και λοιπών προσαρμογών που περιλαμβάνονται στη συμφωνία μεταξύ καθαρού αποτελέσματος και λειτουργικών ταμειακών ροών. Το 2022 οι λειτουργικές ροές έφθασαν τα 934,7 εκατ. δολάρια, το υψηλότερο επίπεδο της δεκαετίας, ενώ οι χρηματοδοτικές εκροές ανήλθαν σε

973,4 εκατ. δολάρια. Η χρήση αυτή αποτυπώνει την ταχεία μετάβαση από χρηματοδοτική πίεση σε έντονη απομόχλευση και σημαντικές διανομές προς τους μετόχους (Danaos Corporation 2023).

Από το 2023 μεταβάλλεται η διάρθρωση των ταμειακών ροών, καθώς η εταιρεία εισέρχεται σε νέο επενδυτικό κύκλο. Οι επενδυτικές εκροές αυξήθηκαν σε 338,5 εκατ. δολάρια το 2023 και 650,8 εκατ. το 2024, ενώ οι λειτουργικές ροές παρέμειναν ισχυρές. Το 2024 οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες έγιναν θετικές κατά 210,6 εκατ. δολάρια, σε μία χρήση κατά την οποία οι καθαρές επενδυτικές εκροές αυξήθηκαν σε 650,8 εκατ. δολάρια και η εταιρεία βρισκόταν σε νέο κύκλο κεφαλαιουχικών επενδύσεων (Danaos Corporation 2025).

Το 2025 οι λειτουργικές ταμειακές ροές αυξήθηκαν σε 644,8 εκατ. δολάρια, οι καθαρές επενδυτικές εκροές περιορίστηκαν σε 325,7 εκατ. και οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες παρουσίασαν εισροή 264,9 εκατ. δολαρίων. Η συνολική αύξηση των διαθεσίμων κατά 583,9 εκατ. δολάρια εξηγεί την άνοδο των ταμειακών διαθεσίμων σε πάνω από 1 δισ. δολάρια στο τέλος της χρήσης (Danaos Corporation 2026).

Συνολικά, οι ταμειακές ροές αποτυπώνουν τρεις βασικές μεταβάσεις: από θετική λειτουργική δημιουργία μετρητών αλλά υψηλή χρηματοδοτική πίεση στην αρχή της περιόδου, σε έντονη απομόχλευση μετά την αναδιάρθρωση και, τέλος, σε νέο επενδυτικό κύκλο από σαφώς ισχυρότερη χρηματοοικονομική βάση (Danaos Corporation 2018b; Danaos Corporation 2023, 2026).

5.5 TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED – ΔΕΞΑΜΕΝΟΠΛΟΙΑ (TANKERS)

Η χρηματοοικονομική εξέταση της Tsakos Energy Navigation Limited (TEN) καλύπτει την περίοδο 2016–2025 και βασίζεται στις ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ετήσιων Εντύπων 20-F. Οι καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με U.S. GAAP και οι αλληλοεπικαλυπτόμενες συγκριτικές χρήσεις επιτρέπουν τη δημιουργία συνεχούς και ελεγχόμενης δεκαετούς σειράς δεδομένων (Tsakos Energy Navigation Limited 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025a, 2026).

5.5.1 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2016–2025

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΚΥΚΛΟΦΟΡ ΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ										
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	187.777	189.763	204.763	184.835	160.475	117.192	304.367	372.032	343.373	293.312
Εμπορικές απαιτήσεις, καθαρές	38.252	27.364	35.351	40.342	25.273	30.622	78.198	46.698	26.451	41.079
Αποθέματα	18.756	16.293	20.388	13.032	21.813	22.918	26.217	22.513	18.948	12.591
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ⁹	113.526	70.973	57.000	158.805	113.913	68.930	104.332	68.093	63.031	87.650
Σύνολο Κυκλοφορούντ ος Ενεργητικού	358.311	304.393	317.502	397.014	321.474	239.662	513.114	509.336	451.803	434.632
ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡ ΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ										
Πλοία και λοιπά πάγια, καθαρή λογιστική αξία	2.677.061	3.028.404	2.829.447	2.633.251	2.615.112	2.402.958	2.580.575	2.600.021	2.919.783	3.156.075
Προκαταβολές για πλοία υπό κατασκευή / απόκτηση	216.531	1.650	16.161	61.475	49.030	104.635	46.650	150.575	246.392	301.868
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία ¹⁰	25.672	39.189	41.948	62.363	126.659	147.559	168.236	104.158	88.544	60.506
Σύνολο Μη Κυκλοφορούντ ος Ενεργητικού	2.919.264	3.069.243	2.887.556	2.757.089	2.790.801	2.655.152	2.795.461	2.854.754	3.254.719	3.518.449
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ Υ	3.277.575	3.373.636	3.205.058	3.154.103	3.112.275	2.894.814	3.308.575	3.364.090	3.706.522	3.953.081
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘ ΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙ Σ	393.286	338.923	254.302	354.200	382.040	332.096	369.687	323.202	408.519	458.040
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ ΕΣΜΕΣ	1.466.839	1.526.575	1.443.979	1.327.584	1.348.417	1.270.927	1.415.969	1.388.241	1.530.806	1.632.036

⁹ Στα «Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία» έχουν ομαδοποιηθεί, ανάλογα με τη χρήση, restricted cash, margin deposits, capitalized voyage expenses, amounts due from related parties, advances and other, vessels held for sale, prepaid insurance, βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, επενδύσεις σε χρεαστικούς τίτλους και χρηματοοικονομικά μέσα.

¹⁰ Στα «Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία» περιλαμβάνονται, ανάλογα με τη χρήση, deferred charges, right-of-use assets, long-term receivables, investments και μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά στοιχεία. Η ομαδοποίηση γίνεται αποκλειστικά για λόγους συγκρισιμότητας και δεν μεταβάλλει το δημοσιευμένο Σύνολο Ενεργητικού.

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ										
Σ										
ΣΥΝΟΛΟ										
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1.860.125	1.865.498	1.698.281	1.681.784	1.730.457	1.603.023	1.785.656	1.711.443	1.939.325	2.090.076
ΣΥΝΟΛΟ										
ΙΔΙΩΝ										
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ¹¹	1.417.450	1.508.138	1.506.777	1.472.319	1.381.818	1.291.791	1.522.919	1.652.647	1.767.197	1.863.005
ΣΥΝΟΛΟ										
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΚΑΙ	3.277.575	3.373.636	3.205.058	3.154.103	3.112.275	2.894.814	3.308.575	3.364.090	3.706.522	3.953.081
ΙΔΙΩΝ										
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ										

Πίνακας 7 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένου Ισολογισμού Tsakos Energy Navigation Limited, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)
(Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019, 2021, 2023, 2024, 2026)
Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.5.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Η εξέλιξη του Ισολογισμού της TEN χαρακτηρίζεται περισσότερο από σταδιακή ανανέωση και αναδιάρθρωση της περιουσιακής βάσης παρά από μία μεμονωμένη χρηματοοικονομική μεταβολή. Το συνολικό ενεργητικό αυξήθηκε από 3,28 δισ. δολάρια το 2016 σε 3,37 δισ. το 2017, υποχώρησε σταδιακά έως τα 2,89 δισ. το 2021 και από το 2022 ακολούθησε εκ νέου ανοδική πορεία, φθάνοντας τα 3,95 δισ. δολάρια το 2025 (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2023, 2026).

Η πρώτη μεταβολή συνδέεται με την ολοκλήρωση του μεγάλου προγράμματος νεότευκτων της εταιρείας. Οι προκαταβολές για πλοία υπό κατασκευή μειώθηκαν από 216,5 εκατ. δολάρια το 2016 σε 1,65 εκατ. το 2017, ενώ η καθαρή λογιστική αξία των πλοίων αυξήθηκε από 2,68 σε 3,03 δισ. δολάρια. Κατά το 2018–2021 η λογιστική αξία του στόλου υποχώρησε σταδιακά σε περίπου 2,40 δισ. δολάρια, καθώς συνδυάζονταν αποσβέσεις, πωλήσεις πλοίων και απομειώσεις. Το 2021, όταν αναγνωρίστηκαν απομειώσεις 86,4 εκατ. δολαρίων, αποτέλεσε και το χαμηλότερο σημείο του συνολικού ενεργητικού της δεκαετίας (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019).

¹¹ Στο Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων περιλαμβάνεται και η μη ελέγχουσα συμμετοχή, ώστε να συμφωνεί η λογιστική ισότητα Σύνολο Ενεργητικού = Σύνολο Υποχρεώσεων + Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Από το 2022 αρχίζει νέα επενδυτική φάση. Η καθαρή λογιστική αξία των πλοίων αυξήθηκε από 2,40 δισ. δολάρια το 2021 σε 3,16 δισ. το 2025, ενώ οι προκαταβολές για πλοία υπό κατασκευή αυξήθηκαν από 46,7 εκατ. το 2022 σε 301,9 εκατ. δολάρια το 2025. Η μεταβολή είναι συμβατή με τη στρατηγική ανανέωσης του στόλου και αντικατάστασης παλαιότερου tonnage που εξετάστηκε στο Κεφάλαιο 4 (Tsakos Energy Navigation Limited 2023, 2024, 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2023, 2024, 2025b, 2026).

Ανάλογη αντιστροφή παρατηρείται στα ίδια κεφάλαια. Από 1,42 δισ. δολάρια το 2016 υποχώρησαν σε 1,29 δισ. το 2021, πριν αυξηθούν σε 1,52 δισ. το 2022 και 1,86 δισ. το 2025. Οι συνολικές υποχρεώσεις, αντίθετα, μειώθηκαν έως περίπου 1,60 δισ. το 2021 και στη συνέχεια αυξήθηκαν στα 2,09 δισ. δολάρια το 2025. Η τελευταία αύξηση πρέπει να εξετάζεται μαζί με την ταυτόχρονη ενίσχυση της αξίας των πλοίων και των προκαταβολών για νέες ναυπηγήσεις, καθώς η εταιρεία βρίσκεται σε νέο κεφαλαιουχικά έντονο επενδυτικό κύκλο.

Συνολικά, ο Ισολογισμός παρουσιάζει τρεις βασικές φάσεις, την ολοκλήρωση της μεγάλης επέκτασης του στόλου το 2016–2017, τη σταδιακή υποχώρηση και την αναδιάρθρωση της περιουσιακής βάσης το 2018–2021 και νέα φάση ανανέωσης και ανάπτυξης από το 2022 και μετά (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2023, 2026).

5.5.2 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025

Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων διατηρεί τις δημοσιευμένες λειτουργικές κατηγορίες που χρησιμοποιεί η TEN, όπως Voyage Revenues, Voyage Expenses, Charter Hire Expense, Vessel Operating Expenses, Depreciation and Amortization και General and Administrative Expenses (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Δημοσιευμένα										
Συνολικά Έσοδα	481.790	529.182	529.879	597.452	644.135	546.120	860.400	889.566	804.061	798.689
Voyage expenses	106.403	113.403	125.350	125.802	145.267	198.078	209.890	155.724	152.875	122.184
Charter hire expense	–	311	10.822	10.822	21.602	30.056	32.774	24.680	17.966	13.551
Vessel operating expenses	146.546	173.864	181.693	180.233	179.205	173.277	190.268	194.914	198.049	210.960
Depreciation and amortization	113.420	139.020	146.798	139.424	137.100	143.253	140.821	144.241	159.902	170.054
General administrative expenses	25.611	26.324	27.032	27.696	29.040	29.130	29.854	33.339	45.373	42.079

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Κέρδος/(ζημία) από πώληση πλοίων ¹²	–	(3.860)	(364)	–	(6.451)	(5.817)	(440)	81.198	48.662	12.456
Απομειώσεις πλοίων	–	8.922	65.965	27.613	28.776	86.368	–	26.367	–	–
Σύνολο λειτουργικών εξόδων, καθαρό	391.980	465.704	558.024	511.590	547.441	665.979	604.047	498.067	525.503	546.372
Λειτουργικό αποτέλεσμα	89.810	63.478	(28.145)	85.862	96.694	(119.859)	256.353	391.499	278.558	252.317
Χρηματοοικονομικά και λοιπά αποτελέσματα, καθαρά	(33.315)	(54.293)	(72.897)	(71.854)	(69.472)	(30.722)	(47.887)	(86.415)	(96.928)	(87.373)
Καθαρό αποτέλεσμα (Net Income/Loss)	56.495	9.185	(101.042)	14.008	27.222	(150.581)	208.466	305.084	181.630	164.944
Αποτέλεσμα που αναλογεί στην TEN	55.783	7.612	(99.203)	15.126	24.002	(151.401)	204.234	300.182	176.231	160.904
Αποτέλεσμα που αναλογεί στους κοινούς μετόχους	39.908	(16.164)	(132.966)	(28.024)	(15.070)	(187.175)	168.260	266.742	148.272	132.302

Πίνακας 8 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Αποτελεσμάτων Tsakos Energy Navigation Limited, 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας) (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019, 2021, 2023, 2024, 2026)

Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.5.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Η δεκαετής σειρά αποτυπώνει έντονα την κυκλικότητα της αγοράς tankers. Το 2016 η TEN εμφάνισε voyage revenues 481,8 εκατ. δολαρίων, λειτουργικό αποτέλεσμα 89,8 εκατ. και καθαρά κέρδη 56,5 εκατ. δολάρια. Το 2017 τα έσοδα αυξήθηκαν σε 529,2 εκατ. δολάρια, αλλά το συνολικό καθαρό αποτέλεσμα περιορίστηκε στα 9,2 εκατ., ενώ το αποτέλεσμα που

¹² Στις γραμμές «Κέρδος/(ζημία) από πώληση πλοίων» οι θετικές τιμές του 2023–2025 παρουσιάζονται ως κέρδη για μεγαλύτερη αναγνωσιμότητα, παρότι στις δημοσιευμένες καταστάσεις εμφανίζονται μέσα στα λειτουργικά έξοδα με αρνητικό πρόσημο και συνεπώς μειώνουν το συνολικό κόστος (Tsakos Energy Navigation Limited 2024, 2026).

αναλογούσε στους κοινούς μετόχους έγινε αρνητικό μετά την αφαίρεση, μεταξύ άλλων, των μερισμάτων των προνομιούχων μετοχών (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019).

Το 2018 ήταν σαφώς δυσμενέστερο: με έσοδα 529,9 εκατ. δολαρίων, η εταιρεία εμφάνισε λειτουργική ζημία 28,1 εκατ. και συνολική καθαρή ζημία 101,0 εκατ. δολαρίων, με σημαντική επίδραση από απομειώσεις περίπου 66,0 εκατ. δολαρίων. Κατά το 2019–2020 η εταιρεία επέστρεψε σε θετικό λειτουργικό αποτέλεσμα, με 85,9 και 96,7 εκατ. δολάρια αντίστοιχα (Tsakos Energy Navigation Limited 2019).

Η επιδείνωση κορυφώθηκε το 2021, όταν τα voyage revenues μειώθηκαν στα 546,1 εκατ. δολάρια, το λειτουργικό αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε ζημία 119,9 εκατ. και η συνολική καθαρή ζημία έφθασε τα 150,6 εκατ. δολάρια. Η χρήση επιβαρύνθηκε και από απομειώσεις 86,4 εκατ. δολαρίων, ενώ η ζημία που αναλογούσε στους κοινούς μετόχους ήταν ακόμη μεγαλύτερη (Tsakos Energy Navigation Limited 2023).

Από το 2022 η εικόνα αντιστρέφεται έντονα. Τα voyage revenues αυξήθηκαν στα 860,4 εκατ. δολάρια, το λειτουργικό αποτέλεσμα στα 256,4 εκατ. και το Net Income στα 208,5 εκατ. δολάρια. Το 2023 αποτέλεσε το ισχυρότερο έτος της δεκαετίας σε επίπεδο λειτουργικού αποτελέσματος, με έσοδα 889,6 εκατ., operating income 391,5 εκατ. και Net Income 305,1 εκατ. δολάρια. Η χρήση επηρεάστηκε επίσης θετικά από κέρδη 81,2 εκατ. δολαρίων από πωλήσεις πλοίων (Tsakos Energy Navigation Limited 2024).

Το 2024–2025 παρατηρείται υποχώρηση από τα εξαιρετικά υψηλά επίπεδα του 2023, χωρίς επιστροφή στις ζημιολύγες συνθήκες του 2021. Τα voyage revenues διαμορφώθηκαν σε 804,1 και 798,7 εκατ. δολάρια, το λειτουργικό αποτέλεσμα σε 278,6 και 252,3 εκατ. και το Net Income σε 181,6 και 164,9 εκατ. δολάρια αντίστοιχα. Παράλληλα, η αύξηση των vessel operating expenses και των αποσβέσεων είναι συμβατή με τη μεγαλύτερη και ανανεωμένη περιουσιακή βάση, χωρίς οι μεταβολές των συγκεκριμένων δαπανών να αποδίδονται αποκλειστικά σε αυτήν (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Συνολικά, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων αποτυπώνει τρεις διακριτές φάσεις, ασταθή κερδοφορία το 2016–2020, έντονη επιδείνωση το 2021 και ισχυρή ανάκαμψη από το 2022 και μετά, με τις χρήσεις 2023–2025 να επηρεάζονται παράλληλα από τις πωλήσεις παλαιότερων πλοίων (Tsakos Energy Navigation Limited 2019, 2023, 2024, 2026).

5.5.3 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025

Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών συμπληρώνει την εικόνα της λογιστικής επίδοσης, αποτυπώνοντας τη λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και, διακριτά, τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές ταμειακές ροές.

Στοιχείο	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	170.354	170.827	73.945	184.349	205.416	53.111	288.529	395.279	307.684	297.622
Καθαρές ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες	(576.075)	(241.797)	(179)	(102.205)	(94.613)	(8.004)	(301.814)	(137.441)	(441.606)	(458.118)
Καθαρές ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	298.488	75.870	(55.913)	(104.900)	(136.802)	(89.681)	195.527	(190.583)	105.540	110.313
Καθαρή μεταβολή διαθεσίμων και restricted cash	(107.233)	4.900	17.853	(22.756)	(25.999)	(44.574)	182.242	67.255	(28.382)	(50.183)

Πίνακας 9 – Βασικά Στοιχεία Ενοποιημένης Κατάστασης Ταμειακών Ροών Tsakos Energy Navigation Limited, 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων της εταιρείας)
(Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019, 2021, 2023, 2024, 2026)

Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

5.5.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η TEN εμφάνισε θετικές λειτουργικές ταμειακές ροές σε όλες τις χρήσεις της περιόδου, ακόμη και κατά έτη σημαντικών λογιστικών ζημιών. Το 2016 δημιουργήθηκαν 170,4 εκατ. δολάρια λειτουργικών ροών, ενώ οι επενδυτικές δραστηριότητες παρουσίασαν καθαρή εκροή 576,1 εκατ. και οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες καθαρή εισροή 298,5 εκατ. δολαρίων, εικόνα συμβατή με την ένταση του μεγάλου προγράμματος ναυπήγησης. Το 2017 η καθαρή επενδυτική εκροή περιορίστηκε σε 241,8 εκατ. δολάρια και η καθαρή χρηματοδοτική εισροή σε 75,9 εκατ. δολάρια, σε μία χρήση κατά την οποία το πρόγραμμα παραδόσεων πλησίαζε στην ολοκλήρωσή του (Tsakos Energy Navigation Limited 2017).

Κατά το 2018–2021 οι λειτουργικές ροές παρέμειναν θετικές παρά τις σημαντικές διακυμάνσεις της λογιστικής κερδοφορίας. Το 2018 διαμορφώθηκαν σε 73,9 εκατ. δολάρια παρά τη συνολική ζημία της χρήσης, ενώ το 2019 και το 2020 αυξήθηκαν σε 184,3 και 205,4 εκατ. δολάρια. Το 2021 υποχώρησαν στο χαμηλότερο επίπεδο της δεκαετίας, 53,1 εκατ. δολάρια, αλλά παρέμειναν θετικές παρά την καθαρή ζημία 150,6 εκατ. δολαρίων (Tsakos Energy Navigation Limited 2019, 2021, 2023).

Το 2022 σηματοδοτεί νέα φάση, με λειτουργικές ταμειακές ροές 288,5 εκατ. δολαρίων, επενδυτικές εκροές 301,8 εκατ. και χρηματοδοτική εισροή 195,5 εκατ. δολαρίων. Η σύνθεση αυτή είναι συμβατή με ανάκαμψη της λειτουργικής ρευστότητας και παράλληλη επανεκκίνηση της επενδυτικής δραστηριότητας (Tsakos Energy Navigation Limited 2023).

Το 2023 καταγράφηκαν οι υψηλότερες λειτουργικές ταμειακές ροές της δεκαετίας, 395,3 εκατ. δολάρια. Οι καθαρές επενδυτικές εκροές περιορίστηκαν σε 137,4 εκατ., καθώς οι επενδύσεις συνυπήρξαν με εισπράξεις από πωλήσεις πλοίων. Το 2024 οι επενδυτικές εκροές αυξήθηκαν σε 441,6 εκατ. δολάρια, ενώ οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες παρουσίασαν καθαρή εισροή 105,5 εκατ. δολαρίων. Η συνύπαρξη ισχυρών λειτουργικών ροών, αυξημένων επενδυτικών εκροών και θετικής χρηματοδοτικής ροής χαρακτηρίζει τον νέο επενδυτικό κύκλο, χωρίς να αποδίδεται αιτιωδώς η νέα χρηματοδότηση σε υποτιθέμενη ανεπάρκεια της λειτουργικής ρευστότητας (Tsakos Energy Navigation Limited 2024).

Το ίδιο πρότυπο συνεχίστηκε το 2025. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές παρέμειναν υψηλές στα 297,6 εκατ. δολάρια, ενώ οι επενδυτικές εκροές αυξήθηκαν σε 458,1 εκατ. και οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες παρουσίασαν καθαρή εισροή 110,3 εκατ. δολαρίων. Η εικόνα είναι συμβατή με τη συνέχιση του ενεργού κύκλου ανανέωσης της περιουσιακής βάσης στο τέλος της περιόδου (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Συνολικά, οι ταμειακές ροές αποτυπώνουν τρεις διαδοχικές φάσεις, την περίοδο του μεγάλου newbuilding programme το 2016–2017, που συνοδεύτηκε από υψηλές επενδυτικές εκροές και θετικές χρηματοδοτικές ροές, τον περιορισμό των επενδυτικών αναγκών και την ασθενέστερη λειτουργική επίδοση το 2018–2021 και νέο ισχυρό επενδυτικό κύκλο από το 2022 έως το 2025, ο οποίος συνυπήρξε με σημαντική λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και, σε ορισμένες χρήσεις, με θετικές χρηματοδοτικές ροές (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2023, 2024, 2026).

5.6 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

Μετά την αυτοτελή εξέταση των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited (TEN), η παρούσα ενότητα συγκεντρώνει τα βασικά χρηματοοικονομικά μεγέθη των τριών εταιρειών, ώστε να αναδειχθούν οι κυριότερες ομοιότητες και διαφοροποιήσεις της περιόδου 2016–2025.

Η σύγκριση αφορά απόλυτα χρηματικά μεγέθη και δεν υποκαθιστά την αριθμοδεικτική ανάλυση του επόμενου κεφαλαίου. Για τον λόγο αυτό, τα στοιχεία αξιοποιούνται κυρίως για την αποτύπωση της κατεύθυνσης και της έντασης των μεταβολών και όχι για την εξαγωγή άμεσων συμπερασμάτων σχετικά με τη ρευστότητα, τη μόχλευση ή την αποδοτικότητα των εταιρειών.

5.6.1 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ 2016–2025

Εταιρεία / Μέγεθος	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk – Σύνολο Ενεργητικού	2.011,7	2.145,8	3.022,1	3.238,7	3.191,8	3.754,7	3.433,6	3.028,3	4.086,4	3.805,4
Danaos – Σύνολο Ενεργητικού	3.127,1	2.986,4	2.679,8	2.683,0	2.714,4	3.627,1	3.400,2	3.661,1	4.343,7	5.113,9
TEN – Σύνολο Ενεργητικού	3.277,6	3.373,6	3.205,1	3.154,1	3.112,3	2.894,8	3.308,6	3.364,1	3.706,5	3.953,1
Star Bulk – Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	181,8	257,9	204,9	117,8	183,2	450,3	269,8	227,5	425,1	488,5
Danaos – Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	73,7	66,9	77,3	139,2	65,7	129,4	267,7	271,8	453,4	1.037,3
TEN – Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	187,8	189,8	204,8	184,8	160,5	117,2	304,4	372,0	343,4	293,3
Star Bulk – Σύνολο Υποχρεώσεων	974,5	1.057,7	1.502,1	1.694,6	1.642,3	1.674,7	1.414,3	1.368,2	1.604,6	1.356,1
Danaos – Σύνολο Υποχρεώσεων	2.639,4	2.437,7	1.989,0	1.801,3	1.678,8	1.539,1	839,8	644,8	918,9	1.318,4
TEN – Σύνολο Υποχρεώσεων	1.860,1	1.865,5	1.698,3	1.681,8	1.730,5	1.603,0	1.785,7	1.711,4	1.939,3	2.090,1
Star Bulk – Ίδια Κεφάλαια	1.037,2	1.088,1	1.520,0	1.544,0	1.549,5	2.080,0	2.019,3	1.660,1	2.481,8	2.449,3
Danaos – Ίδια Κεφάλαια	487,7	548,7	690,9	881,7	1.035,6	2.088,0	2.560,4	3.016,3	3.424,8	3.795,6

Εταιρεία / Μέγεθος	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TEN – Ίδια Κεφάλαια	1.417,5	1.508,1	1.506,8	1.472,3	1.381,8	1.291,8	1.522,9	1.652,6	1.767,2	1.863,0

Πίνακας 10 – Συγκριτική εξέλιξη βασικών μεγεθών Ισολογισμών, 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή με επεξεργασία επίσημων δημοσιευμένων στοιχείων) (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026; Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021, 2023, 2025, 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019, 2021, 2023, 2024, 2026)

Ποσά σε εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (\$ εκατ.)

5.6.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ 2016–2025

Η σύγκριση αναδεικνύει τρεις διαφορετικές διαδρομές κεφαλαιακής εξέλιξης. Η Star Bulk αύξησε το συνολικό ενεργητικό της από 2,01 δισ. δολάρια το 2016 σε 3,81 δισ. το 2025, με έντονες μη γραμμικές μεταβολές, οι οποίες συνέπεσαν με σημαντικές μεταβολές του στόλου και, ιδιαίτερα το 2024, με τη συγχώνευση με την Eagle Bulk (Star Bulk Carriers Corp. 2017, 2025, 2026).

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Τα ίδια κεφάλαια αυξήθηκαν από 487,7 εκατ. δολάρια το 2016 σε 3,80 δισ. το 2025, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις μειώθηκαν από 2,64 δισ. σε 1,32 δισ. δολάρια. Παράλληλα, τα διαθέσιμα αυξήθηκαν σε 1,037 δισ. δολάρια. Η μεταβολή αποτυπώνει τη μετάβαση από την έντονη χρηματοδοτική πίεση της αρχής της περιόδου σε σημαντικά ισχυρότερη κεφαλαιακή θέση (Danaos Corporation 2017, 2018b, 2026).

Η TEN παρουσιάζει μια πιο σταδιακή πορεία μεταβολής. Το συνολικό ενεργητικό αυξήθηκε από 3,28 δισ. δολάρια το 2016 σε 3,95 δισ. το 2025, ενώ τόσο οι υποχρεώσεις όσο και τα ίδια κεφάλαια διατηρήθηκαν σε σημαντικό απόλυτο μέγεθος καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Η εικόνα είναι συμβατή με ένα διαχρονικό μοντέλο ανανέωσης της περιουσιακής βάσης και επαναλαμβανόμενων επενδύσεων στον στόλο (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2026).

Συνοπτικά, η Star Bulk χαρακτηρίζεται από έντονες μεταβολές κλίμακας, η Danaos από ισχυρή απομόχλευση και ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων και η TEN από περισσότερο σταδιακή ανανέωση και ανάπτυξη της περιουσιακής βάσης. Η ουσιαστική αξιολόγηση της ρευστότητας και της μόχλευσης απαιτεί, ωστόσο, την αριθμοδεικτική ανάλυση που

ακολουθεί (Star Bulk Carriers Corp. 2026; Danaos Corporation 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

5.6.2 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025

Εταιρεία / Μέγεθος	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk – Δημοσιευμένα Συνολικά Έσοδα	222,1	332,0	651,6	821,4	693,2	1.427,4	1.437,2	949,3	1.265,5	1.042,5
Danaos – Δημοσιευμένα Συνολικά Έσοδα	498,3	451,7	458,7	447,2	461,6	689,5	993,3	973,6	1.014,1	1.042,5
TEN – Δημοσιευμένα Συνολικά Έσοδα	481,8	529,2	529,9	597,5	644,1	546,1	860,4	889,6	804,1	798,7
Star Bulk – Λειτουργικό αποτέλεσμα	(109,3)	38,8	131,9	73,7	84,0	739,4	607,6	238,5	383,0	136,9
Danaos – Λειτουργικό αποτέλεσμα	(212,6)	187,5	(12,1)	201,1	199,5	358,3	653,4	580,7	540,9	498,8
TEN – Λειτουργικό αποτέλεσμα	89,8	63,5	(28,1)	85,9	96,7	(119,9)	256,4	391,5	278,6	252,3
Star Bulk – Καθαρό αποτέλεσμα¹³	(154,2)	(9,8)	58,4	(16,2)	9,7	680,5	566,0	173,6	304,7	84,2
Danaos – Καθαρό αποτέλεσμα	(366,2)	83,9	(32,9)	131,3	153,6	1.052,8	559,2	576,3	505,1	494,6
TEN – Καθαρό αποτέλεσμα	56,5	9,2	(101,0)	14,0	27,2	(150,6)	208,5	305,1	181,6	164,9

Πίνακας 11 – Συγκριτική εξέλιξη βασικών μεγεθών Καταστάσεων Αποτελεσμάτων, 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή με επεξεργασία επίσημων δημοσιευμένων στοιχείων) (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026; Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021, 2023, 2025, 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019, 2021, 2023, 2024, 2026)

Ποσά σε εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (\$ εκατ.)

5.6.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2016–2025

Η συγκριτική εξέλιξη των αποτελεσμάτων είναι συμβατή με έντονη επίδραση του ναυτιλιακού κύκλου στις τρεις εταιρείες, αλλά με διαφορετικό χρονισμό ανά επιμέρους αγορά (United Nations Conference on Trade and Development 2016, 2020, 2025).

Η Star Bulk παρουσιάζει υψηλή μεταβλητότητα, από καθαρή ζημία 154,2 εκατ. δολαρίων το 2016 σε κέρδη 680,5 εκατ. το 2021 και 566,0 εκατ. το 2022, πριν ακολουθήσει

¹³ Ως Καθαρό Αποτέλεσμα και στις τρεις εταιρείες χρησιμοποιείται το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss).

σημαντική αποκλιμάκωση. Η χρήση 2024 απαιτεί επιπλέον προσοχή λόγω της ενσωμάτωσης της Eagle Bulk και της μεταβολής της εταιρικής περιμέτρου (Star Bulk Carriers Corp. 2017, 2023, 2025).

Στη Danaos, τα έσοδα παρέμειναν σχετικά σταθερά έως το 2020, ενώ τα αποτελέσματα επηρεάζονταν έντονα από απομειώσεις και χρηματοοικονομικά γεγονότα. Από το 2021 η εικόνα μεταβάλλεται ουσιαστικά. Το καθαρό αποτέλεσμα του 2021 έφθασε τα 1,053 δισ. δολάρια, αλλά επηρεάστηκε σημαντικά από επενδυτικά και άλλα μη επαναλαμβανόμενα αποτελέσματα, ενώ το 2022 το λειτουργικό αποτέλεσμα ανήλθε στα 653,4 εκατ. δολάρια, αναδεικνύοντας την ιδιαίτερα ισχυρή επίδοση της βασικής ναυτιλιακής δραστηριότητας (Danaos Corporation 2018a, 2023, 2026).

Η TEN ακολουθεί διαφορετικό χρονισμό. Το 2021, όταν Star Bulk και Danaos εμφάνισαν ιδιαίτερα ισχυρή κερδοφορία, η TEN κατέγραψε λειτουργική ζημία 119,9 εκατ. και καθαρή ζημία 150,6 εκατ. δολαρίων. Αντίθετα, από το 2022 η εικόνα βελτιώθηκε έντονα και το λειτουργικό αποτέλεσμα έφθασε τα 391,5 εκατ. δολάρια το 2023, το υψηλότερο επίπεδο της δικής της δεκαετούς σειράς (Tsakos Energy Navigation Limited 2023, 2024).

Η σύγκριση αναδεικνύει επομένως ότι το dry bulk, τα containerships και τα tankers δεν ακολουθούν έναν ενιαίο κύκλο με κοινό χρονισμό. Οι μεταβολές της κερδοφορίας πρέπει να ερμηνεύονται σε συνδυασμό με τις συνθήκες της επιμέρους ναυλαγοράς στην οποία δραστηριοποιείται κάθε εταιρεία (United Nations Conference on Trade and Development 2025).

5.6.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025

Εταιρεία / Ταμειακή Ροή	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk – Λειτουργικές	(33,2)	82,8	169,0	88,5	170,6	767,1	769,9	335,8	471,2	295,9
Danaos – Λειτουργικές	262,0	181,1	164,7	219,9	265,7	428,1	934,7	576,3	621,8	644,8
TEN – Λειτουργικές	170,4	170,8	73,9	184,3	205,4	53,1	288,5	395,3	307,7	297,6
Star Bulk – Επενδυτικές	(13,4)	(127,1)	(325,3)	(279,8)	(66,3)	(121,3)	(20,9)	235,5	356,2	101,2
Danaos – Επενδυτικές	(9,4)	1,8	(8,3)	(21,4)	(170,7)	(143,1)	176,6	(338,5)	(650,8)	(325,7)
TEN – Επενδυτικές	(576,1)	(241,8)	(0,2)	(102,2)	(94,6)	(8,0)	(301,8)	(137,4)	(441,6)	(458,1)
Star Bulk – Χρηματοδοτικές	20,4	122,0	96,7	103,7	(34,9)	(368,1)	(936,0)	(595,9)	(648,2)	(336,0)
Danaos – Χρηματοδοτικές	(251,1)	(189,7)	(148,9)	(136,6)	(168,5)	(220,9)	(973,4)	(233,6)	210,6	264,9
TEN – Χρηματοδοτικές	298,5	75,9	(55,9)	(104,9)	(136,8)	(89,7)	195,5	(190,6)	105,5	110,3

(Ιδιοκατασκευή με επεξεργασία επίσημων δημοσιευμένων στοιχείων) (Star Bulk Carriers Corp. 2018, 2020, 2022, 2023, 2025, 2026; Danaos Corporation 2018a, 2020, 2021, 2023, 2025, 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2019, 2021, 2023, 2024, 2026)

Ποσά σε εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (\$ εκατ.)

5.6.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2016–2025

Η σύγκριση των ταμειακών ροών αναδεικνύει τόσο τις διαφορές στη λειτουργική δημιουργία χρηματικών πόρων όσο και τη διαφορετική διάρθρωση των επενδυτικών και χρηματοδοτικών ροών των τριών εταιρειών.

Η Danaos και η TEN εμφανίζουν θετικές λειτουργικές ταμειακές ροές σε όλες τις χρήσεις της δεκαετίας, ενώ η Star Bulk παρουσιάζει αρνητική λειτουργική ροή μόνο το 2016. Η Danaos καταγράφει το υψηλότερο ετήσιο ποσό λειτουργικών ταμειακών ροών μεταξύ των τριών εταιρειών, 934,7 εκατ. δολάρια το 2022, ενώ η Star Bulk φθάνει σε αντίστοιχα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα το 2021–2022, με 767,1 και 769,9 εκατ. δολάρια. Η TEN καταγράφει τη δική της κορύφωση αργότερα, το 2023, με 395,3 εκατ. δολάρια (Star Bulk Carriers Corp. 2017; Danaos Corporation 2017; Tsakos Energy Navigation Limited 2017).

Η διάρθρωση των επενδυτικών και χρηματοδοτικών ροών διαφοροποιείται σημαντικά μεταξύ των εταιρειών. Η Star Bulk παρουσίασε ιδιαίτερα ισχυρή λειτουργική ταμειακή παραγωγή το 2021–2022, η οποία συνυπήρξε με σημαντικές χρηματοδοτικές εκροές, ενώ στη Danaos οι αντίστοιχες χρηματοδοτικές εκροές κορυφώθηκαν το 2022 στα 973,4 εκατ. δολάρια. Από το 2023–2024 η Danaos εισέρχεται εκ νέου σε επενδυτικό κύκλο, με αυξημένες επενδυτικές εκροές και θετικές χρηματοδοτικές ροές το 2024–2025 (Star Bulk Carriers Corp. 2023, 2025; Danaos Corporation 2023, 2025).

Η TEN παρουσιάζει περισσότερο επαναλαμβανόμενο πρότυπο υψηλών επενδυτικών εκροών. Οι εκροές ήταν 576,1 εκατ. δολάρια το 2016, 301,8 εκατ. το 2022, 441,6 εκατ. το 2024 και 458,1 εκατ. το 2025. Στις περισσότερες από αυτές τις περιόδους οι χρηματοδοτικές ροές ήταν θετικές, ενώ παράλληλα καταγράφονταν θετικές λειτουργικές ροές και σημαντικές επενδυτικές εκροές, σε περίοδο ενεργού ανανέωσης του στόλου (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2023, 2025a, 2026).

Συνεπώς, οι διαφορές δεν περιορίζονται στο ύψος της λειτουργικής ταμειακής παραγωγής, αλλά αφορούν και τη διαφορετική διάρθρωση των επενδυτικών και χρηματοδοτικών ροών μεταξύ των εταιρειών.

5.7 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ 2016–2025

Η ανάλυση των ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited (TEN) για την περίοδο 2016–2025 ανέδειξε σημαντικές διαφοροποιήσεις ως προς την εξέλιξη της χρηματοοικονομικής θέσης, της κερδοφορίας και των ταμειακών ροών τους. Οι διαφοροποιήσεις αυτές πρέπει να εξετάζονται σε συνδυασμό τόσο με τις στρατηγικές και χρηματοδοτικές επιλογές κάθε εταιρείας όσο και με τη διαφορετική δυναμική των αγορών ξηρού χύδην φορτίου, εμπορευματοκιβωτίων και δεξαμενόπλοιων.

Η Star Bulk χαρακτηρίζεται από σημαντικές μεταβολές της περιουσιακής βάσης και της εταιρικής κλίμακας, με ιδιαίτερα ισχυρή λειτουργική επίδοση και ταμειακή δημιουργία κατά την ανοδική φάση της dry-bulk αγοράς το 2021–2022. Η συγχώνευση με την Eagle Bulk το 2024 αποτέλεσε επιπλέον σημαντική μεταβολή της εταιρικής περιμέτρου. Η πορεία της εταιρείας αναδεικνύει επομένως τη σημασία των μεταβολών της εταιρικής κλίμακας και, ταυτόχρονα, τη στενή συνάφεια της εξέλιξης των αποτελεσμάτων με τις διακυμάνσεις της αγοράς ξηρού χύδην φορτίου (Star Bulk Carriers Corp. 2023, 2025, 2026).

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή χρηματοοικονομικής διάρθρωσης μεταξύ των τριών εταιρειών. Από την έντονη χρηματοδοτική πίεση και τη μεγάλη συγκέντρωση υποχρεώσεων στην αρχή της περιόδου, η εταιρεία πέρασε, μετά την αναδιάρθρωση του 2018 και την ισχυρή κερδοφορία των επόμενων ετών, σε σαφώς ενισχυμένη κεφαλαιακή θέση. Στη συνέχεια, η σημαντική απομόχλευση έδωσε τη θέση της σε νέο επενδυτικό κύκλο, με επέκταση του containership orderbook και επανείσοδο στο dry bulk από το 2023 (Danaos Corporation 2018b; Danaos Corporation 2023, 2026).

Η TEN ακολουθεί διαφορετικό πρότυπο, στο οποίο κυριαρχούν η διαχρονική ανανέωση και αναδιάρθρωση του στόλου. Μετά την ολοκλήρωση σημαντικού προγράμματος νεότευκτων και την ασθενέστερη περίοδο έως το 2021, η ανάκαμψη της tanker market από το 2022 συνοδεύτηκε από σημαντική λειτουργική κερδοφορία και αυξημένες επενδύσεις σε νεότερα πλοία. Κατά την ίδια περίοδο καταγράφονται επίσης

πωλήσεις παλαιότερου tonnage και νέες χρηματοδοτικές εισροές (Tsakos Energy Navigation Limited 2017, 2023, 2026).

Η συγκριτική εξέταση αναδεικνύει επίσης τον διαφορετικό χρονισμό του ναυτιλιακού κύκλου μεταξύ των επιμέρους αγορών. Το 2021, για παράδειγμα, αποτέλεσε εξαιρετικά ισχυρή χρήση για τη Star Bulk και τη Danaos, αλλά ιδιαίτερα δυσμενή για την TEN, ενώ η βελτίωση της tanker market από το 2022–2023 συνέπεσε με σημαντική ενίσχυση των αποτελεσμάτων της TEN. Επομένως, η χρηματοοικονομική επίδοση κάθε εταιρείας πρέπει να ερμηνεύεται σε συνδυασμό με τις συνθήκες της επιμέρους αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται (United Nations Conference on Trade and Development 2020, 2025).

Ένα ακόμη σημαντικό εύρημα είναι ότι η λογιστική κερδοφορία και η δημιουργία λειτουργικών ταμειακών ροών δεν κινούνται πάντοτε παράλληλα. Σε ορισμένες χρήσεις σημαντικές λογιστικές ζημίες συνυπήρχαν με θετικές λειτουργικές ταμειακές ροές, ενώ σε άλλες περιπτώσεις το καθαρό αποτέλεσμα επηρεάστηκε ουσιωδώς από επιμέρους επενδυτικά, χρηματοοικονομικά ή μη επαναλαμβανόμενα στοιχεία που αναγνωρίστηκαν στις δημοσιευμένες καταστάσεις. Η παρατήρηση αυτή επιβεβαιώνει την ανάγκη συνδυαστικής εξέτασης Ισολογισμού, Κατάστασης Αποτελεσμάτων και Κατάστασης Ταμειακών Ροών (Star Bulk Carriers Corp. 2017; Danaos Corporation 2017; Tsakos Energy Navigation Limited 2019, 2023).

Συνολικά, τα απόλυτα χρηματοοικονομικά μεγέθη αποτυπώνουν με σαφήνεια τις βασικές μεταβολές που σημειώθηκαν στις τρεις εταιρείες κατά την περίοδο 2016–2025, δεν επαρκούν όμως από μόνα τους για την αξιολόγηση της ρευστότητας, της δραστηριότητας, της αποδοτικότητας, της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της φερεγγυότητάς τους. Οι εταιρείες διαφέρουν ως προς το μέγεθος, τη σύνθεση του στόλου, τη χρηματοδοτική δομή και την έκθεσή τους σε διαφορετικές ναυλαγορές. Τα ελεγμένα δεδομένα και οι μεθοδολογικοί κανόνες του παρόντος κεφαλαίου αποτελούν συνεπώς την άμεση και αναπαραγώγιμη βάση του Κεφαλαίου 6, όπου οι μεταβολές αυτές αξιολογούνται συστηματικά μέσω κοινού πλαισίου χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ STAR BULK CARRIERS CORP., DANAOS CORPORATION ΚΑΙ TSAKOS ENERGY NAVIGATION LIMITED ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 2016–2025

6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Στο παρόν κεφάλαιο εφαρμόζονται εμπειρικά οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες που αναπτύχθηκαν στο θεωρητικό μέρος της εργασίας στις Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited (TEN) για την περίοδο 2016–2025. Οι υπολογισμοί βασίζονται στα χρηματοοικονομικά δεδομένα του προηγούμενου κεφαλαίου και στις ελεγμένες ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των τριών εταιρειών, ενώ η διάρθρωση ακολουθεί τις τέσσερις βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών που έχουν ήδη οριστεί στο θεωρητικό πλαίσιο (Star Bulk Carriers Corp. 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024a, 2025, 2026; Danaos Corporation 2016, 2017, 2018a, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025, 2026; Tsakos Energy Navigation Limited 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025a, 2026).

Η ανάλυση δεν περιορίζεται στη μηχανική ερμηνεία μεμονωμένων τιμών, αλλά εστιάζει στη διαχρονική τάση, στις σημαντικές μεταβολές και στα σημεία καμπής, καθώς και στις συγκλίσεις ή αποκλίσεις μεταξύ των εταιρειών. Όπου είναι αναγκαίο, τα ευρήματα εξετάζονται σε συνδυασμό με σημαντικές στρατηγικές, επενδυτικές ή χρηματοδοτικές μεταβολές που έχουν αναλυθεί στα προηγούμενα κεφάλαια.

Οι αριθμοδείκτες εξετάζονται επίσης συνδυαστικά, καθώς μία μεμονωμένη τιμή μπορεί να αποκτά διαφορετική σημασία όταν συνεκτιμάται με δείκτες άλλης κατηγορίας. Για τον λόγο αυτό, στο τέλος κάθε βασικής κατηγορίας ακολουθεί σύντομη συγκριτική αποτίμηση, με στόχο τη σύνθεση των επιμέρους ευρημάτων για τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα, την αποδοτικότητα και τη χρηματοοικονομική διάρθρωση των τριών εταιρειών.

6.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Με βάση τις ανωτέρω αρχές και στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας:

α. Τα λογιστικά δεδομένα αντλούνται από τις δημοσιευμένες ελεγμένες ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις U.S. GAAP και τις συνοδευτικές σημειώσεις των τριών εταιρειών. Όπου η εφαρμογή συγκεκριμένου δείκτη απαιτεί μη λογιστικό μέγεθος, όπως τη χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων στο X_4 του Altman Z-Score, το σχετικό δεδομένο αντιμετωπίζεται χωριστά και η πηγή και ο τρόπος προσδιορισμού του δηλώνονται ρητά στη μεθοδολογία.

β. Τα στοιχεία της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης χρησιμοποιούνται στις δημοσιευμένες τιμές τέλους χρήσης, εκτός από τους δείκτες για τους οποίους το θεωρητικό πλαίσιο προβλέπει μέσο υπόλοιπο. Μέσοι παρονομαστές χρησιμοποιούνται στον Accounts Receivable Turnover, στον Net Working Capital Turnover, στον Total Asset Turnover, στον Fixed Asset Turnover, στον Equity Turnover, στον BEP, στον ROA και στον ROE. Για τη χρήση 2016 χρησιμοποιούνται ως αρχικά υπόλοιπα τα αντίστοιχα ελεγμένα ποσά της 31ης Δεκεμβρίου 2015, αποκλειστικά όπου αυτά είναι άμεσα ανιχνεύσιμα στις δημοσιευμένες συγκριτικές καταστάσεις ή γνωστοποιήσεις. Η χρήση τους για τον υπολογισμό μέσων υπολοίπων δεν επεκτείνει την εξεταζόμενη περίοδο πέραν του 2016–2025. Οι μεταβλητές του Altman Z-Score χρησιμοποιούν υπόλοιπα τέλους χρήσης, σύμφωνα με τη δομή του υποδείγματος (Star Bulk Carriers Corp. 2016; Danaos Corporation 2016; Tsakos Energy Navigation Limited 2016).

γ. Οι δημοσιευμένες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χρησιμοποιούνται χωρίς αφαίρεση του μέρους του μακροπρόθεσμου δανεισμού που ταξινομείται ως βραχυπρόθεσμο.

δ. Για τις ανάγκες των αριθμοδεικτών στους οποίους ο θεωρητικός τύπος χρησιμοποιεί Πωλήσεις, Καθαρές Πωλήσεις ή Revenue, ως Έσοδα χρησιμοποιείται το συνολικό δημοσιευμένο έσοδο της αντίστοιχης χρήσης, όπως προκύπτει από την ελεγμένη ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων. Ανάλογα με τη δημοσιευμένη ορολογία της εκάστοτε εταιρείας, το μέγεθος αυτό αντιστοιχεί σε Voyage Revenues, Operating Revenues ή σε άθροισμα επιμέρους δημοσιευμένων συνιστωσών εσόδων.

ε. Ως λειτουργική προσέγγιση του EBIT χρησιμοποιείται το δημοσιευμένο Operating Income / Income from Operations, όταν αυτό παρουσιάζεται άμεσα και συγκρίσιμα, χωρίς η αντιστοίχιση αυτή να συνεπάγεται θεωρητική ταύτιση του Operating Income / Income from Operations με κάθε δυνατό ορισμό του EBIT.

στ. Για τον δείκτη Times Interest Earned, ως παρονομαστής χρησιμοποιείται το δημοσιευμένο Interest Expense που έχει αναγνωριστεί στα αποτελέσματα της αντίστοιχης χρήσης.

ζ. Ο όρος “Ξένα Κεφάλαια” στον αντίστοιχο δείκτη αντιστοιχεί στις δημοσιευμένες Συνολικές Υποχρεώσεις.

η. Όταν ένα απαιτούμενο μέγεθος δεν είναι διαθέσιμο αυτούσιο, εξετάζεται εάν μπορεί να προσδιοριστεί με ενιαία, λογιστικά τεκμηριωμένη και διαχρονικά συγκρίσιμη διαδικασία, χωρίς χρήση υποκατάστατου που μεταβάλλει την οικονομική του έννοια. Η τελική δυνατότητα εφαρμογής του δείκτη αξιολογείται βάσει των αναλυτικών γνωστοποιήσεων των οικονομικών καταστάσεων.

θ. Ως προς την ιεράρχηση τεκμηρίωσης, υπερισχύουν οι ελεγμένες ενοποιημένες καταστάσεις και οι γνωστοποιήσεις, με τη μορφή σημειώσεων, των Form 20-F, ενώ τα δευτερογενή δεδομένα αγοράς χρησιμοποιούνται μόνο όταν το απαιτεί ρητά συγκεκριμένο υπόδειγμα, διαχωρίζονται από τα ελεγμένα λογιστικά δεδομένα και δεν χρησιμοποιούνται για να καλύψουν κενά λογιστικών μεγεθών.

6.3 ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΓΩΓΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Κάθε αριθμοδείκτης του παρόντος κεφαλαίου πρέπει να μπορεί να αναχθεί στα συγκεκριμένα δημοσιευμένα ποσά και στις γνωστοποιήσεις από τις οποίες προέκυψε. Εάν ένα απαιτούμενο input δεν είναι διαθέσιμο με επαρκή πρωτογενή τεκμηρίωση και κοινή μεθοδολογία για όλες τις εταιρείες και χρήσεις, ο δείκτης δεν υπολογίζεται και η μη εφαρμογή του αιτιολογείται. Η μεθοδολογική συνέπεια έχει προτεραιότητα έναντι της τεχνητής πληρότητας του αριθμού των δεικτών. Για τα αρχικά υπόλοιπα της 31ης Δεκεμβρίου 2015 και για τα ποσά Interest Expense του TIE εφαρμόζεται ο ακόλουθος κανόνας: κάθε χρησιμοποιούμενο ποσό πρέπει να είναι απευθείας ανιχνεύσιμο στην αντίστοιχη ελεγμένη συγκριτική κατάσταση ή σημείωση της εταιρείας· όπου τέτοια αντιστοίχιση δεν μπορεί να τεκμηριωθεί, ο σχετικός υπολογισμός δεν θεωρείται οριστικά επαληθευμένος.

Για την Απόδοση Ενεργητικού (Return on Assets – ROA) χρησιμοποιείται το συνολικό ενοποιημένο Καθαρό Αποτέλεσμα και ο μέσος όρος του Συνολικού Ενεργητικού:

$$ROA(t) = \text{Consolidated Net Income}(t) / \{0,5 \times [\text{Total Assets}(t-1) + \text{Total Assets}(t)]\} \times 100$$

Για την Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE) εφαρμόζεται ενιαία οικονομική περίμετρος σε όλες τις εταιρείες και χρήσεις. Ειδικότερα, χρησιμοποιείται το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss) σε συνδυασμό με το αντίστοιχο μέσο συνολικό consolidated equity. Δεν χρησιμοποιείται στον βασικό συγκριτικό ROE αποτέλεσμα της μητρικής με διαφορετική βάση ιδίων κεφαλαίων ούτε αποτέλεσμα κοινών μετόχων με συνολικό equity.

$$ROE(t) = \text{Consolidated Net Income}(t) / \{0,5 \times [\text{Consolidated Equity}(t-1) + \text{Consolidated Equity}(t)]\} \times 100$$

Η επιλογή αυτή επιτρέπει ενιαία συγκρισιμότητα μεταξύ Star Bulk, Danaos και TEN. Ειδικότεροι δείκτες απόδοσης μόνο της μητρικής ή μόνο των κοινών μετόχων αποτελούν διαφορετικές μετρήσεις και δεν υποκαθιστούν τον ROE που εφαρμόζεται στην παρούσα εμπειρική ανάλυση.

Ο Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio) υπολογίζεται με τις αυτούσιες δημοσιευμένες γραμμές του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων:

$$\text{Current Ratio} = \text{Current Assets} / \text{Current Liabilities}$$

Για τον Αριθμοδείκτη Άμεσης ή Ειδικής Ρευστότητας (Quick Ratio) ο αριθμητής περιλαμβάνει μόνο τα στοιχεία που ανταποκρίνονται στην οικονομική έννοια του θεωρητικού τύπου: διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, καθαρές απαιτήσεις και, όπου υπάρχουν, άμεσα ρευστοποιήσιμες βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Αποθέματα, restricted cash και λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία δεν εντάσσονται αυτομάτως στον αριθμητή μόνο λόγω της λογιστικής τους ταξινόμησης.

$$\text{Quick Ratio} = (\text{Receivables} + \text{Marketable Securities} + \text{Cash and Cash Equivalents}) / \text{Current Liabilities}$$

Για τον Αριθμοδείκτη Ταμειακής Ρευστότητας (Cash Ratio) χρησιμοποιούνται αποκλειστικά τα δημοσιευμένα Cash and Cash Equivalents. Restricted cash, απαιτήσεις και βραχυπρόθεσμες επενδύσεις δεν περιλαμβάνονται στον αριθμητή, ώστε η εμπειρική εφαρμογή να παραμένει συνεπής με τον θεωρητικό ορισμό του Κεφαλαίου 3.

$$\text{Cash Ratio} = \text{Cash and Cash Equivalents} / \text{Current Liabilities}$$

Ο χρηματοοικονομικός δανεισμός παρακολουθείται χωριστά από τις Συνολικές Υποχρεώσεις. Όπου απαιτείται ανάλυση έντοκου χρέους, διακρίνονται το τρέχον μέρος μακροπρόθεσμου δανεισμού, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός, οι χρηματοδοτικές μισθώσεις και οι χρηματοδοτικού χαρακτήρα sale-and-leaseback υποχρεώσεις, χωρίς διπλομέτρηση. Η πληροφορία αυτή δεν μεταβάλλει τον ορισμό του δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια.

Για τον δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια, ο όρος «Ξένα Κεφάλαια» αντιστοιχεί στις δημοσιευμένες Συνολικές Υποχρεώσεις (Total Liabilities), όπως έχει οριστεί στο Κεφάλαιο 3. Συνεπώς ο δείκτης υπολογίζεται ως Ίδια Κεφάλαια / Συνολικές Υποχρεώσεις και δεν υποκαθίσταται από λόγο ιδίων κεφαλαίων προς gross interest-bearing debt.

Απομειώσεις, κέρδη από επενδύσεις, αποτελέσματα αναδιάρθρωσης χρέους, αποτελέσματα από πωλήσεις πλοίων και λοιπές ουσιώδεις μη επαναλαμβανόμενες επιδράσεις δεν αφαιρούνται αυθαίρετα από το δημοσιευμένο Net Income, αλλά συνεκτιμώνται κατά την ερμηνεία των σχετικών δεικτών. Αντίστοιχα, οι μεταβολές της εταιρικής περιμέτρου, όπως η συγχώνευση Star Bulk–Eagle Bulk το 2024 και η επανείσοδος της Danaos στο dry bulk από το 2023, δεν αντιμετωπίζονται με υποθετικές pro forma εξομαλύνσεις (Star Bulk Carriers Corp. 2024b; Danaos Corporation 2024).

Για να διασφαλίζεται η αναπαραγωγιμότητα των υπολογισμών στο παρόν κεφάλαιο, κάθε λογιστική μεταβλητή πρέπει να μπορεί να αναχθεί είτε σε συγκεκριμένη δημοσιευμένη γραμμή των ελεγμένων καταστάσεων είτε σε σαφώς προσδιορισμένη note-level γνωστοποίηση του αντίστοιχου Form 20-F. Εξαίρεση αποτελεί μόνο μεταβλητή που από τη φύση του εφαρμοζόμενου υποδείγματος είναι μη λογιστική, όπως η market value of equity στο X₄ του Altman· στην περίπτωση αυτή απαιτείται αυτοτελής και ρητή ανιχνευσιμότητα προς τη δηλωμένη πηγή δεδομένων αγοράς. Δεν χρησιμοποιούνται μη τεκμηριωμένα ή «κρυφά» inputs και δεν εισάγονται proxies που μεταβάλλουν την οικονομική έννοια του θεωρητικού μεγέθους.

6.4 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας εξετάζουν την ικανότητα των εταιρειών να καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους με στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Στον Current Ratio χρησιμοποιείται αυτούσια η δημοσιευμένη γραμμή Current Assets, χωρίς επιλεκτική αφαίρεση επιμέρους στοιχείων που περιλαμβάνονται σε αυτή. Αντίθετα, στους Quick Ratio και Cash Ratio εφαρμόζεται ο ειδικότερος ορισμός του αντίστοιχου αριθμητή και το restricted cash δεν προστίθεται στα Cash and Cash Equivalents. Στην παρούσα ενότητα εφαρμόζονται διαδοχικά ο Current Ratio, ο Quick Ratio και ο Cash Ratio, ώστε η αξιολόγηση να γίνεται με προοδευτικά αυστηρότερο ορισμό των άμεσα διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων.

6.4.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CURRENT RATIO)

Ο Current Ratio εκφράζει τη σχέση μεταξύ Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων:

$$\text{Current Ratio} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

Το current portion of debt παραμένει εντός των Current Liabilities και δεν αφαιρείται για την παραγωγή τεχνητά εξομαλυσμένου Current Ratio. Για τις τρεις εταιρείες χρησιμοποιούνται αυτούσιες οι δημοσιευμένες γραμμές τέλους χρήσης και ο δείκτης υπολογίζεται από τα αντίστοιχα δημοσιευμένα μεγέθη του Κεφαλαίου 5.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	8,12	1,43	1,34	0,86	1,15	2,35	1,78	1,26	1,65	1,78
Danaos	0,05	0,05	0,54	0,85	0,49	1,98	1,63	2,98	3,97	3,28
TEN	0,91	0,90	1,25	1,12	0,84	0,72	1,39	1,58	1,11	0,95

Πίνακας 13 – Αριθμοδείκτες Γενικής Ρευστότητας, 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.4.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η δεκαετής εξέλιξη αναδεικνύει διαφορετικές διαδρομές βραχυχρόνιας ρευστότητας. Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή, η Star Bulk εντονότερη κυκλικότητα, ενώ η TEN κινείται σε στενότερο εύρος γύρω από τη μονάδα. Παράλληλα, η συγκριτική

κατάταξη των εταιρειών μεταβάλλεται ουσιαστικά μεταξύ της αρχής και του τέλους της περιόδου.

Η Danaos ξεκινά από εξαιρετικά χαμηλό Current Ratio, μόλις 0,05 το 2016–2017. Μετά την αναδιάρθρωση του 2018 (Danaos Corporation 2018b) ο δείκτης βελτιώνεται αρχικά σε 0,85 το 2019, υποχωρεί εκ νέου σε 0,49 το 2020 και παρουσιάζει ουσιαστική μεταστροφή από το 2021, όταν διαμορφώνεται σε 1,98. Στη συνέχεια αυξάνεται σε 2,98 το 2023 και 3,97 το 2024. Παρά την υποχώρηση σε 3,28 το 2025, η εταιρεία ολοκληρώνει την περίοδο με σαφώς υψηλότερη γενική ρευστότητα από τις άλλες δύο.

Η Star Bulk ξεκινά με την ακραία τιμή 8,12 το 2016, η οποία δεν επαναλαμβάνεται στις επόμενες χρήσεις της δεκαετούς περιόδου. Μετά την υποχώρηση έως 0,86 το 2019, ο δείκτης κορυφώνεται εκ νέου σε 2,35 το 2021, κατά την ισχυρή φάση της dry-bulk αγοράς (United Nations Conference on Trade and Development 2021, 2022). Στη συνέχεια εξομαλύνεται, ενώ το 2024–2025 διαμορφώνεται σε 1,65 και 1,78. Η μεταβολή του 2024 πρέπει να ερμηνεύεται με προσοχή λόγω της συγχώνευσης με την Eagle Bulk και της αλλαγής της εταιρικής περιμέτρου (Star Bulk Carriers Corp. 2024b).

Η TEN εμφανίζει περισσότερο σταθερή εικόνα, με τον δείκτη να κινείται σχετικά κοντά στη μονάδα. Το χαμηλότερο σημείο σημειώνεται το 2021, στο 0,72, και το υψηλότερο το 2023, στο 1,58. Στη συνέχεια ο δείκτης υποχωρεί σε 0,95 το 2025, εξέλιξη που συμπίπτει χρονικά με την εντονότερη επενδυτική δραστηριότητα και την ανανέωση του στόλου (Tsakos Energy Navigation Limited 2025b; 2026).

6.4.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ Ή ΕΙΛΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (QUICK RATIO)

Ο Quick Ratio περιορίζει την αξιολόγηση στα περισσότερα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία:

$$\text{Quick Ratio} = (\text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}) / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

όπου: Διαθέσιμα = Μετρητά + Ταμειακά Ισοδύναμα, ενώ ο όρος «Χρεόγραφα» αφορά άμεσα ρευστοποιήσιμες βραχυπρόθεσμες επενδύσεις.

Στην παρούσα εφαρμογή δεν χρησιμοποιείται αυτομάτως ο τύπος «Current Assets – Inventories», επειδή τα δημοσιευμένα current assets περιλαμβάνουν και άλλα στοιχεία που δεν πληρούν κατ' ανάγκη τον αυστηρό ορισμό του Quick Ratio. Στον αριθμητή

χρησιμοποιούνται μόνο τα Cash and Cash Equivalents και Accounts Receivable. Τυχόν βραχυπρόθεσμες επενδύσεις που είναι σαφώς αναγνωρίσιμες ως άμεσα ρευστοποιήσιμες προστίθενται χωριστά. Κάθε κατηγορία «Other Current Assets» εξετάζεται ως προς την οικονομική της ουσία και δεν μεταφέρεται συλλήβδην στον αριθμητή.

Για τη Danaos το 2021 περιλαμβάνεται η εισηγμένη συμμετοχή στη ZIM, αξίας 423,024 εκατ. δολαρίων ΗΠΑ, η οποία είχε ταξινομηθεί στα Other Current Assets. Η ένταξή της στον αριθμητή αποτελεί μεθοδολογική ταξινόμηση της παρούσας έρευνας ως άμεσα εμπορεύσιμου marketable security και όχι αναταξινόμηση της δημοσιευμένης οικονομικής κατάστασης. Η ειδική αυτή μεταχείριση αφορά αποκλειστικά τη συγκεκριμένη χρήση (Danaos Corporation 2022).

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	6,91	1,26	1,09	0,57	0,83	1,83	1,25	0,82	1,26	1,49
Danaos	0,03	0,03	0,39	0,66	0,31	1,75 ¹⁴	1,20	1,68	2,83	2,68
TEN	0,57	0,64	0,94	0,64	0,49	0,45	1,03	1,30	0,91	0,73

Πίνακας 14 – Αριθμοδείκτες Άμεσης (ή Ειδικής) Ρευστότητας, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών και, για την ειδική περίπτωση της συμμετοχής της Danaos στη ZIM το 2021, των σχετικών σημειώσεων των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων)

6.4.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο Quick Ratio διατηρεί τη βασική διαχρονική εικόνα του Current Ratio, αλλά παρέχει αυστηρότερη αποτίμηση της άμεσα διαθέσιμης ρευστότητας.

Η Star Bulk παρουσιάζει ξανά υψηλή αρχική τιμή, 6,91 το 2016, πριν κινηθεί σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα. Ο δείκτης υποχωρεί κάτω από τη μονάδα το 2019–2020, κορυφώνεται σε 1,83 το 2021 και μετά από νέα υποχώρηση το 2023 ανακάμπτει σε 1,49 το 2025. Η απόσταση από τον Current Ratio καταδεικνύει ότι σε ορισμένες χρήσεις σημαντικό μέρος του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού δεν εντασσόταν στα περισσότερα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Quick Ratio.

Η Danaos παρουσιάζει και εδώ τη μεγαλύτερη βελτίωση. Από 0,03 το 2016–2017 ο δείκτης αυξάνεται σημαντικά μετά την αναδιάρθρωση (Danaos Corporation 2018b) και

¹⁴ Για τη Danaos το 2021 στον αριθμητή περιλαμβάνεται και η εισηγμένη συμμετοχή στη ZIM ύψους 423,024 εκατ. δολαρίων ΗΠΑ, η οποία είχε ταξινομηθεί στα Other Current Assets.

διαμορφώνεται σε 1,75 το 2021, με ουσιώδη επίδραση από τη συμμετοχή στη ZIM (Danaos Corporation 2022). Η ενίσχυση διατηρείται και μετά την πώληση της συγκεκριμένης επένδυσης: ο Quick Ratio φθάνει σε 2,83 το 2024 και 2,68 το 2025, συνεπώς οι υψηλές τελικές τιμές του διατηρούνται και χωρίς τη συμμετοχή της ZIM στον αριθμητή (Danaos Corporation 2023).

Η TEN βρίσκεται κάτω από τη μονάδα στο μεγαλύτερο μέρος της περιόδου. Από 0,45 το 2021 ο δείκτης αυξάνεται σε 1,03 το 2022 και 1,30 το 2023, πριν υποχωρήσει σε 0,73 το 2025. Η μεγαλύτερη απόσταση μεταξύ Current και Quick Ratio σε αρκετές χρήσεις υποδηλώνει ότι η γενική ρευστότητα της TEN περιλαμβάνει μεγαλύτερη συμβολή στοιχείων που δεν εντάσσονται στον αυστηρότερο αριθμητή του Quick Ratio.

Το 2025 η κατάταξη παραμένει ίδια με εκείνη του Current Ratio: Danaos 2,68, Star Bulk 1,49 και TEN 0,73. Η διαφορά είναι ότι ο Quick Ratio παρέχει αυστηρότερη εικόνα της άμεσης χρηματοοικονομικής κάλυψης και αναδεικνύει περισσότερο τη σημασία της σύνθεσης του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

6.4.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (CASH RATIO)

Ο Cash Ratio αποτελεί το αυστηρότερο από τα τρία βασικά μέτρα ρευστότητας και περιορίζει τον αριθμητή αποκλειστικά στα μετρητά και τα ταμειακά ισοδύναμα:

$$\text{Cash Ratio} = \text{Διαθέσιμα} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

όπου: Διαθέσιμα = Μετρητά + Ταμειακά Ισοδύναμα.

Για όλες τις εταιρείες χρησιμοποιούνται αποκλειστικά τα δημοσιευμένα Cash and Cash Equivalents. Η συμμετοχή της Danaos στη ZIM το 2021, παρότι περιλαμβάνεται στον Quick Ratio ως άμεσα εμπορεύσιμη βραχυπρόθεσμη επένδυση, δεν περιλαμβάνεται στον Cash Ratio.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	6,46	1,18	0,92	0,38	0,69	1,55	0,95	0,63	1,06	1,27
Danaos	0,03	0,03	0,35	0,62	0,27	0,41 ¹⁵	1,17	1,62	2,68	2,58
TEN	0,48	0,56	0,81	0,52	0,42	0,35	0,82	1,15	0,84	0,64

¹⁵ Η συμμετοχή της Danaos στη ZIM το 2021 δεν περιλαμβάνεται στον Cash Ratio, επειδή ο συγκεκριμένος δείκτης περιορίζεται στα Cash and Cash Equivalents.

Πίνακας 15 – Αριθμοδείκτες Ταμειακής Ρευστότητας, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.4.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο Cash Ratio καθιστά ακόμη σαφέστερη τη διάκριση μεταξύ γενικής λογιστικής ρευστότητας και άμεσης ταμειακής κάλυψης.

Η Star Bulk ξεκινά με πολύ υψηλή τιμή 6,46 το 2016, αλλά ο δείκτης υποχωρεί έως 0,38 το 2019. Η μεγαλύτερη ετήσια άνοδος εμφανίζεται το 2021, όταν φθάνει σε 1,55, πριν μειωθεί σε 0,63 το 2023. Στο τέλος της περιόδου επανέρχεται πάνω από τη μονάδα, σε 1,06 το 2024 και 1,27 το 2025, με τη χρήση 2024 να απαιτεί και εδώ προσοχή λόγω της συγχώνευσης με την Eagle Bulk (Star Bulk Carriers Corp. 2024b).

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη βελτίωση της ταμειακής κάλυψης κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Από μόλις 0,03 το 2016–2017, ο Cash Ratio αυξάνεται σε 0,41 το 2021 και στη συνέχεια ενισχύεται σημαντικά, φθάνοντας σε 2,68 το 2024 και 2,58 το 2025. Η πορεία αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική επειδή, σε αντίθεση με τον Quick Ratio του 2021, ο αριθμητής του Cash Ratio δεν περιλαμβάνει την αποτίμηση της συμμετοχής στη ZIM και περιορίζεται στα δημοσιευμένα Cash and Cash Equivalents.

Η TEN εμφανίζει πιο περιορισμένη ταμειακή κάλυψη. Ο δείκτης υποχωρεί στο χαμηλότερο επίπεδο της δεκαετίας, 0,35, το 2021, αυξάνεται σε 1,15 το 2023 και στη συνέχεια μειώνεται σε 0,64 το 2025. Η τελευταία υποχώρηση συμπίπτει με περίοδο θετικής κερδοφορίας αλλά και αυξημένης επενδυτικής δραστηριότητας, επομένως δεν πρέπει να ερμηνεύεται αυτομάτως ως ένδειξη λειτουργικής αδυναμίας.

Το 2025 η Danaos προηγείται με Cash Ratio 2,58, ακολουθεί η Star Bulk με 1,27 και η TEN με 0,64. Στις δύο πρώτες εταιρείες τα άμεσα διαθέσιμα υπερβαίνουν πλέον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ενώ στην TEN το ταμειακό περιθώριο παραμένει σαφώς χαμηλότερο.

6.4.4 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Για τη Danaos, η ειδική μεθοδολογική ταξινόμηση της συμμετοχής στη ZIM ως άμεσα εμπορεύσιμης επένδυσης αφορά αποκλειστικά τον Quick Ratio του 2021 και απαιτεί διακριτή ερμηνεία. Ο Cash Ratio, αντίθετα, δεν περιλαμβάνει τη συγκεκριμένη συμμετοχή

στον αριθμητή του. Η διατήρηση υψηλών Quick και Cash Ratios στα τελευταία έτη της περιόδου δείχνει ότι η ισχυρή τελική εικόνα της άμεσης ρευστότητας διατηρείται και σε χρήσεις κατά τις οποίες η συγκεκριμένη συμμετοχή δεν περιλαμβάνεται στον αριθμητή του Quick Ratio.

Η Star Bulk εμφανίζει περισσότερο κυκλική πορεία. Η εξαιρετικά υψηλή αρχική ρευστότητα υποχωρεί σημαντικά έως το 2019, ενισχύεται έντονα το 2021 και στη συνέχεια παρουσιάζει διακυμάνσεις οι οποίες εξετάζονται σε συνδυασμό με τις συνθήκες της dry-bulk αγοράς (United Nations Conference on Trade and Development 2021, 2022), τις ισχυρές ταμειακές ροές της περιόδου και τη μεταβολή της εταιρικής περιμέτρου το 2024 (Star Bulk Carriers Corp. 2024b). Το 2025, για τη Star Bulk, και οι τρεις δείκτες ρευστότητας βρίσκονται πάνω από τη μονάδα.

Η TEN παρουσιάζει μικρότερο περιθώριο άμεσης ρευστότητας και μεγαλύτερη απόσταση μεταξύ Current, Quick και Cash Ratio. Το 2021 αποτελεί το δυσμενέστερο σημείο, ενώ το 2023 την ισχυρότερη χρήση από πλευράς ρευστότητας. Η νέα υποχώρηση το 2024–2025 πρέπει να συνεκτιμάται με την αυξημένη επενδυτική δραστηριότητα και την ανανέωση του στόλου (Tsakos Energy Navigation Limited 2025b; 2026).

Συνολικά, η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη βελτίωση των δεικτών ρευστότητας, η οποία διατηρείται και στις τελευταίες χρήσεις της περιόδου, η Star Bulk περισσότερο κυκλική και μεταβλητή εικόνα και η TEN στενότερη άμεση ταμειακή κάλυψη. Η διαφοροποίηση αυτή αναδεικνύει την ανάγκη συνδυαστικής και όχι μεμονωμένης αξιολόγησης των τριών δεικτών.

6.5 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας εξετάζουν τον βαθμό αξιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων και του κεφαλαίου κίνησης για τη δημιουργία εσόδων. Στην παρούσα ενότητα εξετάζονται οι δείκτες απαιτήσεων, κεφαλαίου κίνησης, συνολικού ενεργητικού, παγίων και ιδίων κεφαλαίων, ενώ προηγείται έλεγχος της διαθεσιμότητας και της συγκρισιμότητας των απαιτούμενων δεδομένων. Όπου ο αριθμητής αποτελεί μέγεθος ροής και ο παρονομαστής λογιστικό υπόλοιπο, χρησιμοποιούνται μέσα υπόλοιπα. Για το 2016 αξιοποιούνται αποκλειστικά για τον υπολογισμό του αρχικού μέσου υπολοίπου τα αντίστοιχα ελεγμένα στοιχεία της 31ης Δεκεμβρίου 2015.

6.5.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (ACCOUNTS RECEIVABLE TURNOVER RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Accounts Receivable Turnover} = \text{Πωλήσεις} / \text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}$$

όπου:

$$\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων} = (\text{Απαιτήσεις αρχής} + \text{Απαιτήσεις τέλους}) / 2$$

Σύμφωνα με το θεωρητικό πλαίσιο του Κεφαλαίου 3, ο αριθμητής αντιστοιχίζεται στο συνολικό δημοσιευμένο έσοδο της κάθε εταιρείας. Για τον υπολογισμό του 2016 χρησιμοποιούνται ως αρχικά υπόλοιπα απαιτήσεων τα ελεγμένα ποσά της 31.12.2015: 10,889 εκατ. δολάρια για τη Star Bulk, 10,652 εκατ. για τη Danaos και 45,461 εκατ. για την TEN. Η ίδια αντιστοίχιση εφαρμόζεται ενιαία σε όλες τις εταιρείες και χρήσεις.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	18,93	21,35	22,89	16,90	14,31	23,96	17,41	12,44	17,11	12,80
Danaos	53,35	62,18	58,34	54,64	62,80	93,98	155,78	125,09	57,12	32,42
TEN	11,51	16,13	16,90	15,79	19,63	19,54	15,81	14,24	21,98	23,65

Πίνακας 16 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Απαιτήσεων, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών. Για τα στοιχεία του έτους 2016 έχουν χρησιμοποιηθεί τα συγκριτικά υπόλοιπα απαιτήσεων της 31ης Δεκεμβρίου 2015 από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών)

6.5.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

Με βάση την ενιαία αντιστοίχιση των πωλήσεων στα δημοσιευμένα έσοδα, η Danaos εμφανίζει την υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων στο μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας. Η απόκλιση κορυφώνεται το 2021–2023, όταν ο δείκτης αυξάνεται σε 93,98, 155,78 και 125,09 φορές αντίστοιχα, αντανakλώντας τον συνδυασμό υψηλών εσόδων και περιορισμένων απαιτήσεων. Από το 2024 η τάση εξομαλύνεται και ο δείκτης μειώνεται σε 32,42 το 2025, παραμένοντας πάντως υψηλότερος από τις άλλες δύο εταιρείες.

Η Star Bulk παρουσιάζει μεγαλύτερη κυκλικότητα, με κορύφωση σε 23,96 φορές το 2021 και χαμηλότερες τιμές το 2023 και το 2025, στις 12,44 και 12,80 φορές. Η χρήση 2024 απαιτεί επιπλέον προσοχή λόγω της μεταβολής της εταιρικής περιμέτρου μετά τη συγχώνευση με την Eagle Bulk (Star Bulk Carriers Corp. 2024b). Η TEN εμφανίζει πιο

σταθερή πορεία και ουσιαστική βελτίωση προς το τέλος της περιόδου, με 21,98 φορές το 2024 και 23,65 το 2025.

Συγκριτικά, η Danaos διατηρεί την υψηλότερη ταχύτητα είσπραξης στο τέλος της περιόδου, αλλά η απόσταση από την TEN έχει περιοριστεί σημαντικά, ενώ η Star Bulk εμφανίζει τη χαμηλότερη τιμή το 2025.

6.5.2 ΜΕΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (AVERAGE COLLECTION PERIOD / DAYS SALES OUTSTANDING)

Ο DSO αποτελεί χρονική έκφραση του προηγούμενου δείκτη:

$$DSO = 365 / \text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Απαιτήσεων}$$

Κατά συνέπεια, ισχύει η ίδια μεθοδολογική αντιστοίχιση του αριθμητή στα δημοσιευμένα συνολικά έσοδα που εφαρμόζεται στον Accounts Receivable Turnover.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	19,3	17,1	15,9	21,6	25,5	15,2	21,0	29,3	21,3	28,5
Danaos	6,8	5,9	6,3	6,7	5,8	3,9	2,3	2,9	6,4	11,3
TEN	31,7	22,6	21,6	23,1	18,6	18,7	23,1	25,6	16,6	15,4

Πίνακας 17 – Αριθμοδείκτες Μέσης Περιόδου Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες), 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών).

6.5.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΜΕΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

Ο DSO αποδίδει σε μορφή ημερών την εικόνα του προηγούμενου δείκτη. Η Danaos εμφανίζει τον μικρότερο χρόνο είσπραξης σε ολόκληρη την περίοδο, με ιδιαίτερα χαμηλές τιμές 2,3 – 3,9 ημερών το 2021–2023. Στη συνέχεια αυξάνεται σε 11,3 ημέρες το 2025, χωρίς όμως να χάνει τη σχετική της υπεροχή.

Η Star Bulk χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη μεταβλητότητα και ολοκληρώνει την περίοδο στις 28,5 ημέρες, ενώ η TEN βελτιώνεται σημαντικά από 25,6 ημέρες το 2023 σε 15,4 το 2025. Έτσι, προς το τέλος της δεκαετίας παρατηρείται σύγκλιση μεταξύ Danaos και TEN, ενώ η Star Bulk εμφανίζει τον μεγαλύτερο χρόνο είσπραξης.

Ο Receivables Turnover και ο DSO δεν αποτελούν ανεξάρτητα ευρήματα αλλά δύο διαφορετικές εκφράσεις της ίδιας οικονομικής σχέσης. Η παράλληλη παρουσίασή τους διατηρείται επειδή ο DSO αποδίδει περισσότερο εύληπτα τον χρόνο δέσμευσης των απαιτήσεων σε ημέρες.

6.5.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (INVENTORY TURNOVER RATIO)

Ο θεωρητικός δείκτης ορίζεται ως:

$$\text{Inventory Turnover} = \text{Κόστος Πωληθέντων} / \text{Μέσο Απόθεμα}$$

όπου:

$$\text{Μέσο Απόθεμα} = (\text{Απόθεμα αρχής} + \text{Απόθεμα τέλους}) / 2$$

Ο δείκτης δεν υπολογίζεται αριθμητικά στην παρούσα μελέτη. Οι τρεις εταιρείες γνωστοποιούν αποθέματα, κυρίως καύσιμα, λιπαντικά και λοιπά λειτουργικά αναλώσιμα, αλλά δεν υπάρχει ενιαία και συγκρίσιμη δεκαετής σειρά Κόστους Πωληθέντων (Cost of Goods Sold) για τις τρεις εταιρείες.

Η υποκατάσταση του COGS από voyage expenses, vessel operating expenses ή άλλη λειτουργική κατηγορία θα αλλοίωνε την οικονομική έννοια του δείκτη. Επιπλέον, τα συγκεκριμένα αποθέματα δεν αποτελούν εμπορεύματα προς μεταπώληση με την κλασική έννοια του Inventory Turnover. Για τους λόγους αυτούς δεν πραγματοποιείται εμπειρικός υπολογισμός.

6.5.4 ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ (DAYS' SALES IN INVENTORY / INVENTORY CONVERSION PERIOD)

Ο δείκτης ορίζεται ως:

$$\text{Days' Sales in Inventory} = 365 / \text{Inventory Turnover}$$

Δεδομένου ότι δεν είναι δυνατός ο ομοιογενής υπολογισμός του Inventory Turnover, δεν υπολογίζεται ούτε ο Days' Sales in Inventory. Η χρήση εναλλακτικών λειτουργικών δαπανών ως υποκατάστατου του COGS θα μετέβαλλε τη θεωρητική έννοια και των δύο δεικτών.

6.5.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ (NET WORKING CAPITAL TURNOVER RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

Net Working Capital Turnover = Καθαρές Πωλήσεις / Μέσο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης

όπου:

Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης = Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Και

Μέσο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης = (Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης αρχής + Καθαρό
Κεφάλαιο Κίνησης τέλους) / 2

Για το 2016 χρησιμοποιούνται τα αντίστοιχα ελεγμένα υπόλοιπα της 31ης Δεκεμβρίου 2015. Ειδικότερα, τα opening Current Assets / Current Liabilities είναι: Star Bulk \$252,058 / \$166,949 χιλ., Danaos \$127,570 / \$312,145 χιλ. και TEN \$452,226 / \$400,574 χιλ., που αντιστοιχούν σε opening NWC \$85,109 χιλ., -\$184,575 χιλ. και \$51,652 χιλ. αντίστοιχα.

Επειδή σε αρκετές χρήσεις το μέσο NWC είναι αρνητικό ή πολύ κοντά στο μηδέν, οι τιμές του δείκτη δεν ερμηνεύονται με τη συμβατική λογική «υψηλότερο = καλύτερο», καθώς ένας πολύ μικρός παρονομαστής μπορεί να δημιουργήσει ακραίες θετικές ή αρνητικές τιμές.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	1,56	2,26	7,69	52,60	(354,60)	6,59	4,70	6,04	7,15	3,73
Danaos	(0,38)	(0,19)	(0,39)	(6,59)	(6,00)	7,18	4,34	4,08	2,43	1,47
TEN	57,78	(15,23)	36,96	11,27	(72,57)	(7,14)	33,75	5,40	7,01	80,37

Πίνακας 18 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή με υπολογισμούς βάσει των εσόδων, του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων του Κεφαλαίου 5 και των συγκριτικών υπολοίπων της 31ης Δεκεμβρίου 2015 από τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις)

6.5.5.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Ο Net Working Capital Turnover είναι ο αριθμητικά πιο ασταθής δείκτης της κατηγορίας. Η Star Bulk αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα, καθώς η μετάβαση από 52,60 φορές το 2019 σε -354,60 το 2020 οφείλεται κυρίως στη μετακίνηση του μέσου NWC

γύρω από το μηδέν και όχι σε αντίστοιχη μεταβολή των εσόδων. Από το 2021 και μετά, όταν το κεφάλαιο κίνησης παραμένει θετικό, οι τιμές γίνονται περισσότερες ερμηνεύσιμες.

Στη Danaos, οι αρνητικές τιμές έως το 2020 αντανakλούν αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Από το 2021 η μετάβαση σε θετικό NWC μεταβάλλει ουσιαστικά την οικονομική σημασία του δείκτη. Η σταδιακή μείωσή του από 7,18 το 2021 σε 1,47 το 2025 δεν πρέπει να ερμηνευθεί αυτομάτως ως επιδείνωση, καθώς κατά την ίδια περίοδο το θετικό κεφάλαιο κίνησης αυξάνεται ταχύτερα σε σχέση με τα έσοδα.

Η TEN εμφανίζει τη μεγαλύτερη αστάθεια, επειδή το NWC μετακινείται επανειλημμένα γύρω από το μηδέν. Η ακραία τιμή 80,37 το 2025 δεν αποτελεί ένδειξη εξαιρετικής αποτελεσματικότητας, αλλά αποτέλεσμα πολύ μικρού μέσου παρονομαστή καθώς το NWC καθίσταται αρνητικό στο τέλος της χρήσης. Συνεπώς, στον συγκεκριμένο δείκτη η εξέταση του ίδιου του κεφαλαίου κίνησης είναι ουσιαστικότερη από τη μηχανική κατάταξη των αριθμητικών τιμών.

6.5.6 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL ASSET TURNOVER RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Total Asset Turnover} = \text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού}$$

όπου:

$$\text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} = (\text{Σύνολο Ενεργητικού αρχής} + \text{Σύνολο Ενεργητικού τέλους}) / 2$$

Για το 2016 χρησιμοποιούνται τα ελεγμένα υπόλοιπα συνολικού ενεργητικού της 31.12.2015: 2.164,9 εκατ. δολάρια για τη Star Bulk, 3.697,1 εκατ. για τη Danaos και 2.893,2 εκατ. για την TEN.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	0,11	0,16	0,25	0,26	0,22	0,41	0,40	0,29	0,36	0,26
Danaos	0,15	0,15	0,16	0,17	0,17	0,22	0,28	0,28	0,25	0,22
TEN	0,16	0,16	0,16	0,19	0,21	0,18	0,28	0,27	0,23	0,21

(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών.)

6.5.6.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Οι τιμές παραμένουν κάτω από τη μονάδα για όλες τις εταιρείες, εικόνα συμβατή με τον κεφαλαιοβόρο χαρακτήρα της ναυτιλίας. Η Star Bulk παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή, από 0,11 το 2016 σε κορύφωση 0,41 – 0,40 το 2021–2022, σε περίοδο που συνέπεσε με ιδιαίτερα ισχυρές συνθήκες στη dry-bulk αγορά (United Nations Conference on Trade and Development 2021, 2022) και σημαντικά υψηλότερη παραγωγή εσόδων σε σχέση με την υπάρχουσα περιουσιακή βάση. Μετά το 2022 ο δείκτης υποχωρεί, ενώ η χρήση 2024 απαιτεί προσοχή λόγω της συγχώνευσης με την Eagle Bulk (Star Bulk Carriers Corp. 2024b).

Η Danaos ακολουθεί ομαλότερη ανοδική πορεία έως την κορύφωση περίπου στο 0,28 το 2022–2023. Στη συνέχεια ο δείκτης μειώνεται σε 0,22 το 2025, σε περίοδο αύξησης της περιουσιακής βάσης στο πλαίσιο του νέου επενδυτικού κύκλου και της επανεισόδου στο dry bulk (Danaos Corporation 2024; 2026). Η TEN κορυφώνεται επίσης αργότερα, στο 0,28 – 0,27 το 2022–2023, σε χρονική σύμπτωση με τη διαφορετική φάση της tanker market (United Nations Conference on Trade and Development 2023).

Συγκριτικά, διακρίνεται διαφορετικός χρονισμός: η Star Bulk κορυφώνεται το 2021–2022, ενώ Danaos και TEN κυρίως το 2022–2023. Το 2025 οι τιμές συγκλίνουν σε 0,26, 0,22 και 0,21 αντίστοιχα.

6.5.7 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ (FIXED ASSET TURNOVER RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Fixed Asset Turnover} = \text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέσο Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό}$$

όπου

$$\text{Μέσο Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό} = (\text{Καθαρά Πάγια αρχής} + \text{Καθαρά Πάγια τέλους}) / 2$$

Ως παραγωγική πάγια βάση χρησιμοποιείται η καθαρή λογιστική αξία των πλοίων και λοιπών αντίστοιχων παγίων. Για το 2016 χρησιμοποιούνται τα ελεγμένα υπόλοιπα της

31.12.2015: 1.757,6 εκατ. δολάρια για τη Star Bulk, 3.446,3 εκατ. για τη Danaos και 2.053,3 εκατ. για την TEN.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	0,13	0,19	0,29	0,29	0,24	0,48	0,49	0,35	0,44	0,34
Danaos	0,16	0,16	0,17	0,18	0,19	0,26	0,36	0,36	0,34	0,32
TEN	0,20	0,19	0,18	0,22	0,25	0,22	0,35	0,34	0,29	0,26

Πίνακας 20 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών. Για το αρχικό υπόλοιπο του 2016 χρησιμοποιούνται τα αντίστοιχα ελεγμένα υπόλοιπα της 31ης Δεκεμβρίου 2015 των εταιρειών)

6.5.7.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΠΑΓΙΩΝ

Η εικόνα είναι παρόμοια με εκείνη του Total Asset Turnover, αλλά με υψηλότερες τιμές λόγω του περιορισμού του παρονομαστή στην παραγωγική πάγια βάση. Η Star Bulk παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα και κορυφώνεται σε 0,48 – 0,49 το 2021–2022, περίοδο κατά την οποία καταγράφεται ιδιαίτερα υψηλή παραγωγή εσόδων σε σχέση με την υφιστάμενη παραγωγική πάγια βάση. Το 2024 ο δείκτης παραμένει σχετικά υψηλός παρά τη σημαντική μεταβολή της παραγωγικής βάσης λόγω της Eagle Bulk (Star Bulk Carriers Corp. 2024b), πριν μειωθεί σε 0,34 το 2025.

Η Danaos αυξάνεται σταδιακά από 0,16 το 2016 σε 0,36 το 2022–2023 και στη συνέχεια υποχωρεί σε 0,32 το 2025, σε περίοδο νέας επενδυτικής δραστηριότητας (Danaos Corporation 2026). Η TEN εμφανίζει διαφορετικό χρονισμό, με κορύφωση 0,35 – 0,34 το 2022–2023 και υποχώρηση σε 0,26 το 2025, εξέλιξη που πρέπει να ερμηνευθεί και υπό το πρίσμα της αυξημένης λογιστικής αξίας του στόλου (Tsakos Energy Navigation Limited 2026).

Το 2016 προηγείται η TEN, ενώ το 2025 η κατάταξη έχει αντιστραφεί σε Star Bulk 0,34, Danaos 0,32 και TEN 0,26. Η παρόμοια διαχρονική εικόνα με τον Total Asset Turnover ενισχύει τη σκοπιμότητα συνδυαστικής ερμηνείας των δύο δεικτών, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τον διαφορετικό χρονισμό των επιμέρους ναυλαγορών.

6.5.8 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (EQUITY TURNOVER RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

Equity Turnover = Καθαρές Πωλήσεις / Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων

όπου

Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων = (Ίδια Κεφάλαια αρχής + Ίδια Κεφάλαια τέλους) / 2

Η ερμηνεία απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή, επειδή ο παρονομαστής επηρεάζεται άμεσα από την κεφαλαιακή διάρθρωση. Για το 2016 χρησιμοποιούνται τα ελεγμένα ίδια κεφάλαια της 31.12.2015: 1.135,4 εκατ. δολάρια για τη Star Bulk, 841,9 εκατ. για τη Danaos και 1.415,1 εκατ. για την TEN.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	0,20	0,31	0,50	0,54	0,45	0,79	0,70	0,52	0,61	0,42
Danaos	0,75	0,87	0,74	0,57	0,48	0,44	0,43	0,35	0,31	0,29
TEN	0,34	0,36	0,35	0,40	0,45	0,41	0,61	0,56	0,47	0,44

Πίνακας 21 – Αριθμοδείκτες Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων, 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών. Για τον υπολογισμό του 2016 χρησιμοποιούνται τα ελεγμένα υπόλοιπα ιδίων κεφαλαίων της 31ης Δεκεμβρίου 2015 των εταιρειών)

6.5.8.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η Danaos ξεκινά με τις υψηλότερες τιμές, 0,75 το 2016 και 0,87 το 2017, αλλά η υψηλή αρχική τιμή πρέπει να ερμηνεύεται υπό το πρίσμα της σχετικά περιορισμένης βάσης ιδίων κεφαλαίων, η οποία συνδέεται με την υψηλή μόχλευση της περιόδου. Από το 2018 η συνεχής μείωση του δείκτη έως 0,29 το 2025 συνοδεύεται από σημαντική διεύρυνση της βάσης ιδίων κεφαλαίων, χωρίς αντίστοιχη υποχώρηση των εσόδων. Επομένως, η πτώση του συγκεκριμένου δείκτη δεν πρέπει να ερμηνεύεται αυτομάτως ως επιδείνωση της αποτελεσματικότητας.

Η Star Bulk ακολουθεί διαφορετική πορεία και κορυφώνεται σε 0,79 το 2021, όταν η μεγάλη αύξηση των εσόδων συνέπεσε με σημαντική άνοδο των Total Asset, Fixed Asset και Equity Turnover. Στο τέλος της περιόδου ο δείκτης διαμορφώνεται σε 0,42. Η TEN παρουσιάζει πιο σταθερή πορεία, με κορύφωση 0,61 το 2022 και τελική τιμή 0,44 το 2025.

Η αντιστροφή της κατάταξης της Danaos, από πρώτη το 2016 σε χαμηλότερη τιμή το 2025, δεν πρέπει να ερμηνεύεται αυτομάτως ως επιδείνωση της αποτελεσματικότητας. Αντίθετα, αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα του τρόπου με τον οποίο η αύξηση των

ιδίων κεφαλαίων μπορεί να μειώσει έναν turnover ratio, χωρίς αυτό, από μόνο του, να συνεπάγεται επιδείνωση της χρηματοοικονομικής θέσης.

6.5.9 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ / ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ

Ο θεωρητικός δείκτης ορίζεται ως:

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Αγορές} / \text{Μέσος Όρος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{\text{Μέσος Όρος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}$$

όπου:

$$\text{Μέσος Όρος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = (\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις αρχής} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις τέλους}) / 2$$

Ο δείκτης δεν εφαρμόζεται αριθμητικά. Οι οικονομικές καταστάσεις των τριών εταιρειών δεν παρέχουν για ολόκληρη την περίοδο 2016–2025 ενιαία, δεδουλευμένη και διαχρονικά συγκρίσιμη σειρά «Αγορών» (Purchases) και το απαιτούμενο μέγεθος των «Αγορών» δεν μπορεί να προσδιοριστεί σε ενιαία και συγκρίσιμη βάση για τις τρεις εταιρείες και για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου, όπως απαιτεί ο θεωρητικός τύπος του Κεφαλαίου 3. Οι συνολικές Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις είναι διαθέσιμες, όμως η έλλειψη συγκρίσιμου αριθμητή δεν επιτρέπει αξιόπιστο υπολογισμό. Δεν χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατα τα voyage expenses, vessel operating expenses, συνολικά operating expenses ή οι ταμειακές πληρωμές προς προμηθευτές, επειδή δεν είναι οικονομικά ισοδύναμα με τις Αγορές. Για τον λόγο αυτό δεν πραγματοποιείται εμπειρικός υπολογισμός.

6.5.10 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ / ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ

Από τους θεωρητικά εξεταζόμενους δείκτες της κατηγορίας, οι Inventory Turnover, Days' Sales in Inventory και Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων / Προμηθευτών δεν εφαρμόζονται αριθμητικά, επειδή δεν υπάρχουν επαρκώς ομοιογενή δεδομένα για τη διατήρηση της οικονομικής έννοιας και της συγκρισιμότητάς τους.

Ως προς τους συγκεκριμένους δείκτες απαιτήσεων, η Danaos εμφανίζει την υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα και τον χαμηλότερο DSO στο μεγαλύτερο μέρος της

δεκαετίας, αν και η απόσταση από την TEN περιορίζεται προς το τέλος της περιόδου. Η Star Bulk παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα. Οι δύο δείκτες περιγράφουν τη σχέση εσόδων και απαιτήσεων και δεν αποτελούν, από μόνοι τους, απόδειξη ανώτερης πιστωτικής πολιτικής ή ποιότητας είσπραξης.

Στην αξιοποίηση του ενεργητικού και των παγίων αναδεικνύεται διαφορετικός χρονισμός μεταξύ των εταιρειών: η Star Bulk κορυφώνεται κατά την ισχυρή dry-bulk περίοδο 2021–2022, ενώ Danaos και TEN κυρίως το 2022–2023. Ο Net Working Capital Turnover απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή όταν ο παρονομαστής βρίσκεται κοντά στο μηδέν, ενώ ο Equity Turnover εξαρτάται άμεσα από τη βάση ιδίων κεφαλαίων και συνεπώς δεν επιτρέπει αυτόνομη αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας.

Συνολικά, οι δείκτες δραστηριότητας δεν αναδεικνύουν μία εταιρεία ως σταθερά αποτελεσματικότερη σε όλες τις διαστάσεις. Αντίθετα, αποτυπώνουν διαφορετικά πρότυπα αξιοποίησης απαιτήσεων, κεφαλαίου κίνησης, ενεργητικού, παγίων και ιδίων κεφαλαίων. Τα πρότυπα αυτά ερμηνεύονται σε συνδυασμό με την κεφαλαιακή διάρθρωση, τη σύνθεση της περιουσιακής βάσης και τον διαφορετικό χρονισμό των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών.

6.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας εξετάζουν την ικανότητα των εταιρειών να μετατρέπουν τα έσοδα και τους επενδεδυμένους πόρους τους σε κέρδη. Στην παρούσα ενότητα εξετάζονται το Net Profit Margin, η Basic Earning Power (BEP), ο Return on Assets (ROA) και ο Return on Equity (ROE). Ο Gross Profit Margin εξετάζεται μεθοδολογικά, χωρίς αριθμητική εφαρμογή, καθώς προηγείται έλεγχος της διαθεσιμότητας και της συγκρισιμότητας των απαιτούμενων δεδομένων για ολόκληρη την περίοδο 2016–2025.

6.6.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (GROSS PROFIT MARGIN)

Ο θεωρητικός δείκτης ορίζεται ως:

$$\text{Gross Profit Margin} = \text{Μικτό Κέρδος} / \text{Καθαρές Πωλήσεις} \times 100$$

ή ισοδύναμα:

$$\text{Gross Profit Margin} = (\text{Καθαρές Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}) / \text{Καθαρές Πωλήσεις} \times$$

Ο δείκτης δεν υπολογίζεται αριθμητικά για τις Star Bulk, Danaos και TEN. Για την εφαρμογή του απαιτείται είτε δημοσιευμένο Gross Profit είτε ενιαία και συγκρίσιμη σειρά Cost of Goods Sold/Cost of Revenues. Οι οικονομικές καταστάσεις των τριών ναυτιλιακών παρουσιάζουν διαφορετικές λειτουργικές κατηγορίες κόστους, όπως voyage expenses, vessel operating expenses και charter-hire expenses, οι οποίες δεν μπορούν να ταυτιστούν αυθαίρετα με κοινό COGS. Η χρήση διαφορετικών proxies θα αλλοίωνε την οικονομική έννοια του δείκτη και θα περιόριζε τη συγκρισιμότητα. Για τον λόγο αυτό δεν κατασκευάζεται τεχνητό μικτό κέρδος.

6.6.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ (NET PROFIT MARGIN)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Net Profit Margin} = \text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Καθαρές Πωλήσεις} \times 100$$

Για τις τρεις εταιρείες χρησιμοποιείται ενιαία το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss), ώστε να διατηρείται κοινή λογιστική περίμετρος σύγκρισης. Η επιλογή αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική στην TEN, όπου το συνολικό ενοποιημένο αποτέλεσμα διακρίνεται από το αποτέλεσμα που αναλογεί στη μητρική και από το αποτέλεσμα που αναλογεί στους κοινούς μετόχους. Για τον παρονομαστή, ο θεωρητικός όρος «Καθαρές Πωλήσεις» αντιστοιχίζεται στο συνολικό δημοσιευμένο έσοδο της αντίστοιχης χρήσης.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	(69,44)	(2,94)	8,96	(1,97)	1,39	47,68	39,38	18,28	24,07	8,07
Danaos	(73,48)	18,57	(7,18)	29,35	33,27	152,70	56,30	59,19	49,80	47,45
TEN	11,73	1,74	(19,07)	2,34	4,23	(27,57)	24,23	34,30	22,59	20,65

Πίνακας 22 – Αριθμοδείκτες Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους (ποσοστό % επί εσόδων), 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.6.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Ο Net Profit Margin αναδεικνύει έντονα διαφορετικό χρονισμό της κερδοφορίας των τριών εταιρειών. Η Star Bulk και η Danaos ξεκινούν το 2016 με ιδιαίτερα αρνητικές τιμές, –69,44% και –73,48% αντίστοιχα, ενώ η TEN παραμένει θετική στο 11,73%.

Η Star Bulk εμφανίζει ουσιαστική κορύφωση το 2021–2022, με 47,68% και 39,38% αντίστοιχα. Στη συνέχεια το περιθώριο εξομαλύνεται και διαμορφώνεται σε 8,07% το 2025, σημαντικά χαμηλότερα από τα επίπεδα της περιόδου 2021–2022.

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή. Η τιμή 152,70% το 2021 αποτελεί ειδική περίπτωση, καθώς η διαμόρφωση του καθαρού αποτελέσματος επηρεάστηκε σημαντικά από επενδυτικά και λοιπά στοιχεία (Danaos Corporation 2022) και επομένως η συγκεκριμένη τιμή δεν πρέπει να ερμηνεύεται ως λειτουργικό περιθώριο της ναυτιλιακής δραστηριότητας. Ωστόσο, η εταιρεία διατηρεί υψηλά καθαρά περιθώρια και μετά το 2021, με 56,30% το 2022 και 47,45% το 2025.

Η TEN ακολουθεί διαφορετικό κύκλο. Μετά τις ζημιογόνες χρήσεις 2018 και κυρίως 2021, όταν το περιθώριο υποχωρεί στο −27,57%, η εικόνα αντιστρέφεται από το 2022 και κορυφώνεται στο 34,30% το 2023. Το 2025 παραμένει θετικό στο 20,65%.

Συνεπώς, η Star Bulk κορυφώνεται κυρίως το 2021–2022, η Danaos παρουσιάζει ισχυρή καθαρή κερδοφορία μετά το 2021 με ειδική προσοχή στην ακραία χρήση 2021, ενώ η TEN μεταβαίνει σε ισχυρότερη φάση αργότερα, κυρίως το 2022–2023.

6.6.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΑΣΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ (BASIC EARNING POWER – BEP)

Ο δείκτης Basic Earning Power (BEP) εξετάζει την ικανότητα του συνολικού ενεργητικού να δημιουργεί λειτουργικό αποτέλεσμα πριν από την επίδραση της χρηματοδότησης και της φορολογίας:

$$\text{BEP} = \text{EBIT} / \text{Μέσο Συνολικό Ενεργητικό} \times 100$$

Για τη συγκριτική εφαρμογή χρησιμοποιείται ως λειτουργική προσέγγιση του EBIT το δημοσιευμένο Operating Income / Income from Operations, το οποίο στις τρεις εταιρείες παρουσιάζεται πριν από τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και τους φόρους:

$$\text{EBIT} \approx \text{Operating Income} / \text{Income from Operations}$$

Η χρήση του συμβόλου προσέγγισης διατηρείται, καθώς το Operating Income δεν θεωρείται θεωρητικά ταυτόσημο με κάθε πιθανό ορισμό του EBIT, αλλά αποτελεί την πλέον

συνεπή κοινή δημοσιευμένη λειτουργική βάση για τις τρεις εταιρείες. Ο παρονομαστής υπολογίζεται με μέσο συνολικό ενεργητικό:

$$\text{BEP}(t) = \text{Operating Income}(t) / \{0,5 \times [\text{Total Assets}(t-1) + \text{Total Assets}(t)]\} \times 100$$

Για το 2016 χρησιμοποιούνται ως αρχικά υπόλοιπα τα ελεγμένα Total Assets της 31ης Δεκεμβρίου 2015 των εταιρειών.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	(5,23)	1,87	5,11	2,35	2,61	21,29	16,91	7,38	10,77	3,47
Danaos	(6,23)	6,13	(0,43)	7,50	7,39	11,30	18,60	16,45	13,51	10,55
TEN	2,91	1,91	(0,86)	2,70	3,09	(3,99)	8,26	11,73	7,88	6,59

Πίνακας 23 – Αριθμοδείκτες Βασικής Ικανότητας Κερδοφορίας (BEP) (%), 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών. Για τον υπολογισμό του 2016 χρησιμοποιούνται τα ελεγμένα υπόλοιπα Συνολικού Ενεργητικού της 31ης Δεκεμβρίου 2015 των εταιρειών.)

6.6.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΒΑΣΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

Η Star Bulk παρουσιάζει έντονα κυκλική λειτουργική αποδοτικότητα. Από –5,23% το 2016, ο BEP παραμένει σχετικά περιορισμένος έως το 2020 και κορυφώνεται στο 21,29% το 2021 και 16,91% το 2022. Στη συνέχεια υποχωρεί και καταλήγει στο 3,47% το 2025. Η υψηλή συνολική κερδοφορία του 2021–2022 συνοδεύτηκε από ιδιαίτερα ισχυρή λειτουργική αποδοτικότητα, καθώς ο BEP διαμορφώθηκε σε 21,29% και 16,91% αντίστοιχα.

Η Danaos μεταβαίνει από αρνητικό BEP –6,23% το 2016 σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα κατά το δεύτερο μισό της περιόδου. Ιδιαίτερη σημασία έχει το 2021: ο BEP είναι 11,30%, αισθητά χαμηλότερος από τον εξαιρετικά υψηλό Net Profit Margin της ίδιας χρήσης. Η σημαντική απόσταση μεταξύ BEP και Net Profit Margin είναι συνεπής με την ουσιώδη επίδραση επενδυτικών και λοιπών στοιχείων στη διαμόρφωση του καθαρού αποτελέσματος της συγκεκριμένης χρήσης. Από το 2022 ο BEP αυξάνεται σε 18,60% και παραμένει διψήφιος έως το 2025, με την ενίσχυση της λειτουργικής αποδοτικότητας να διατηρείται σε διαδοχικές χρήσεις.

Η TEN εμφανίζει μεταγενέστερη ανάκαμψη. Ο BEP υποχωρεί στο –3,99% το 2021, αλλά αυξάνεται σε 8,26% το 2022 και κορυφώνεται στο 11,73% το 2023, πριν περιοριστεί σε 6,59% το 2025.

Συγκριτικά, η Star Bulk εμφανίζει την εντονότερη κυκλική κορύφωση, η Danaos τη μεγαλύτερη βελτίωση που διατηρείται σε περισσότερες διαδοχικές χρήσεις και η TEN μεταγενέστερη λειτουργική ανάκαμψη. Η ιδιαίτερη χρησιμότητα του BEP βρίσκεται στην αποτύπωση της λειτουργικής αποδοτικότητας πριν από τις χρηματοοικονομικές και φορολογικές επιδράσεις και, σε συνδυασμό με τους δείκτες που βασίζονται στο καθαρό αποτέλεσμα, στη διευκόλυνση της ερμηνείας των μεταξύ τους αποκλίσεων.

6.6.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (RETURN ON ASSETS – ROA)

Ο ROA υπολογίζεται ως:

$$\text{ROA} = \text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Μέσο Σύνολο Ενεργητικού} \times 100$$

ή αλλιώς

$$\text{ROA}(t) = \text{Net Income}(t) / \{0,5 \times [\text{Total Assets}(t-1) + \text{Total Assets}(t)]\} \times 100$$

Χρησιμοποιείται μέσο συνολικό ενεργητικό και, για όλες τις εταιρείες, το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss), ώστε αριθμητής και παρονομαστής να αφορούν κοινή λογιστική περίμετρο. Η επιλογή αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική στην περίπτωση της TEN λόγω της διάκρισης μεταξύ συνολικού ενοποιημένου αποτελέσματος και αποτελέσματος που αναλογεί στη μητρική ή στους κοινούς μετόχους. Για το 2016 χρησιμοποιείται το ελεγμένο Total Assets της 31ης Δεκεμβρίου 2015 των εταιρειών ως αρχικό υπόλοιπο.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	(7,39)	(0,47)	2,26	(0,52)	0,30	19,59	15,75	5,37	8,56	2,13
Danaos	(10,73)	2,74	(1,16)	4,89	5,69	33,20	15,92	16,32	12,62	10,46
TEN	1,83	0,28	(3,07)	0,44	0,87	(5,01)	6,72	9,14	5,14	4,31

Πίνακας 24 – Αριθμοδείκτες Απόδοσης Συνολικού Ενεργητικού (ποσοστό %), 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών. Για τον υπολογισμό του 2016 χρησιμοποιούνται τα ελεγμένα υπόλοιπα Συνολικού Ενεργητικού της 31ης Δεκεμβρίου 2015 των εταιρειών.)

6.6.4.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Η Star Bulk παραμένει σε χαμηλά ή οριακά επίπεδα ROA έως το 2020 και εμφανίζει την κύρια κορύφωση το 2021–2022, με 19,59% και 15,75%. Στη συνέχεια η απόδοση περιορίζεται και διαμορφώνεται σε 2,13% το 2025. Η εξέλιξη είναι συμβατή τόσο με τη

χαμηλότερη καθαρή κερδοφορία όσο και με τη μεγαλύτερη περιουσιακή βάση μετά τη συγχώνευση με την Eagle Bulk (Star Bulk Carriers Corp. 2024b).

Η Danaos μεταβαίνει από −10,73% το 2016 σε 33,20% το 2021. Η ακραία τιμή του 2021 απαιτεί προσοχή λόγω της σημαντικής επίδρασης επενδυτικών και λοιπών στοιχείων στη διαμόρφωση του καθαρού αποτελέσματος. Ωστόσο, η ισχυρή εικόνα διατηρείται και μετά το 2021, με ROA 15,92% το 2022, 16,32% το 2023 και 10,46% το 2025.

Η TEN ακολουθεί διαφορετικό χρονισμό: ο ROA υποχωρεί στο −5,01% το 2021, ανακάμπτει σε 6,72% το 2022 και κορυφώνεται στο 9,14% το 2023, πριν διαμορφωθεί σε 4,31% το 2025.

Η σύγκριση BEP και ROA είναι ιδιαίτερα χρήσιμη: ο πρώτος αποτυπώνει τη λειτουργική απόδοση του ενεργητικού, ενώ ο δεύτερος ενσωματώνει το τελικό καθαρό αποτέλεσμα. Η διαφορά είναι ιδιαίτερα εμφανής στην Danaos το 2021.

6.6.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (RETURN ON EQUITY – ROE)

Ο ROE υπολογίζεται ως:

$$\text{ROE} = \text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων} \times 100$$

ή αλλιώς:

$$\text{ROE}(t) = \text{Net Income}(t) / \{0,5 \times [\text{Equity}(t-1) + \text{Equity}(t)]\} \times 100$$

Για την κύρια συγκριτική εφαρμογή χρησιμοποιείται ενιαία το συνολικό ενοποιημένο Net Income/(Loss) και το αντίστοιχο μέσο συνολικό consolidated equity. Η επιλογή αυτή διασφαλίζει κοινή οικονομική περίμετρο για όλες τις εταιρείες και χρήσεις. Είναι ιδιαίτερα σημαντική για την TEN λόγω προνομιούχων μετοχών και μη ελεγχουσών συμμετοχών. Ο δείκτης επομένως αποτυπώνει απόδοση της ενοποιημένης κεφαλαιακής βάσης και δεν πρέπει να συγχέεται με ROE ειδικά για τους κοινούς μετόχους, ο οποίος θα απαιτούσε διαφορετικό αριθμητή και διαφορετική περίμετρο ιδίων κεφαλαίων.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	(14,20)	(0,92)	4,48	(1,06)	0,62	37,50	27,61	9,43	14,71	3,41
Danaos	(55,08)	16,19	(5,31)	16,69	16,02	67,41	24,06	20,67	15,68	13,70
TEN	3,99	0,63	(6,70)	0,94	1,91	(11,26)	14,81	19,21	10,62	9,09

Πίνακας 25 – Αριθμοδείκτες Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ποσοστό %), 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.6.5.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο ROE παρουσιάζει μεγαλύτερες διακυμάνσεις από τον ROA και η ερμηνεία του επηρεάζεται ουσιωδώς από το επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Για τον λόγο αυτό δεν πρέπει να εξετάζεται ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Η Star Bulk μεταβαίνει από −14,20% το 2016 σε κορύφωση 37,50% το 2021 και 27,61% το 2022. Στη συνέχεια υποχωρεί και καταλήγει στο 3,41% το 2025, σε συνθήκες χαμηλότερης καθαρής κερδοφορίας και μεγαλύτερης βάσης ιδίων κεφαλαίων.

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή: από −55,08% το 2016 σε 67,41% το 2021. Η ακραία τιμή του 2021 απαιτεί την ίδια προσοχή με τον ROA. Ωστόσο, η διατήρηση θετικού και διψήφιου ROE στις επόμενες χρήσεις, πάνω σε σημαντικά μεγαλύτερη βάση ιδίων κεφαλαίων, δείχνει ότι η θετική μεταγενέστερη αποδοτικότητα δεν περιορίζεται στη μεμονωμένη κορύφωση του 2021.

Η TEN παρουσιάζει αρνητικό ROE −11,26% το 2021 και μεταγενέστερη ανάκαμψη, με 14,81% το 2022 και κορύφωση 19,21% το 2023. Το 2025 διαμορφώνεται σε 9,09%.

Συγκριτικά, το 2025 η κατάταξη είναι Danaos 13,70%, TEN 9,09% και Star Bulk 3,41%. Η κατάταξη αυτή δεν αποτελεί αυτοτελή αξιολόγηση της συνολικής χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιρειών, καθώς ο ROE επηρεάζεται ουσιωδώς από τη βάση ιδίων κεφαλαίων και τη χρηματοοικονομική μόχλευση, η οποία εξετάζεται στην επόμενη κατηγορία.

6.6.6 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η συνδυαστική εξέταση των Net Profit Margin, BEP, ROA και ROE αναδεικνύει διαφορετικά πρότυπα αποδοτικότητας και διευκολύνει τη διάκριση μεταξύ της λειτουργικής αποδοτικότητας και της αποδοτικότητας που βασίζεται στο τελικό καθαρό αποτέλεσμα. Ο Gross Profit Margin δεν εφαρμόζεται αριθμητικά, λόγω απουσίας ενιαίας και συγκρίσιμης σειράς COGS, ενώ ο BEP βασίζεται στο Operating Income/Income from Operations ως κοινή λειτουργική προσέγγιση του EBIT.

Η Star Bulk εμφανίζει το εντονότερο κυκλικό πρότυπο αποδοτικότητας, με ταυτόχρονη ισχυρή άνοδο των Net Profit Margin, BEP, ROA και ROE κατά το 2021 – 2022 και σαφή εξομάλυνση στις επόμενες χρήσεις. Η εξέλιξη αυτή είναι συμβατή με τον έντονα κυκλικό χαρακτήρα της αγοράς ξηρού χύδην φορτίου, ενώ η ιδιαίτερα υψηλή αποδοτικότητα των ετών 2021 – 2022 δεν διατηρείται στο ίδιο επίπεδο έως το τέλος της περιόδου.

Η Danaos παρουσιάζει ευρεία βελτίωση στους εφαρμοζόμενους δείκτες αποδοτικότητας, η οποία διατηρείται σε διαδοχικές χρήσεις. Η εξαιρετικά υψηλή τιμή του Net Profit Margin το 2021 απαιτεί χωριστή ερμηνεία, επειδή επηρεάζεται σημαντικά από επενδυτικά και λοιπά στοιχεία που συνέβαλαν στη διαμόρφωση του τελικού αποτελέσματος, ενώ η διατήρηση θετικών και υψηλών BEP, ROA και ROE στις επόμενες χρήσεις δείχνει ότι η βελτίωση της αποδοτικότητας παρατηρείται και πέραν της ειδικής επίδρασης της χρήσης 2021.

Η TEN ακολουθεί μεταγενέστερο κύκλο, καθώς η αποδοτικότητα επιδεινώνεται έως το 2021 και ενισχύεται ουσιαστικά από το 2022, με κορύφωση το 2023. Συνολικά, η συνδυαστική εξέταση των δεικτών αναδεικνύει ότι η χρηματοοικονομική επίδοση δεν μπορεί να αξιολογείται αποκλειστικά από το ύψος του καθαρού αποτελέσματος, αλλά απαιτεί παράλληλη εξέταση της λειτουργικής αποδοτικότητας του ενεργητικού, της καθαρής απόδοσης και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων.

6.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ, ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

Η παρούσα κατηγορία εξετάζει τη χρηματοδότηση της περιουσιακής βάσης, τη σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, τη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στη συνολική χρηματοδότηση, το βάρος των συνολικών υποχρεώσεων και την ικανότητα κάλυψης του χρηματοδοτικού κόστους. Εφαρμόζονται διαδοχικά ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια, ο Equity Ratio, ο Total Liabilities-to-Assets Ratio, ο Equity to Fixed Assets Ratio, ο Current Assets to Total Liabilities Ratio και ο Times Interest Earned.

Η ορολογία και οι θεωρητικοί τύποι ακολουθούν το πλαίσιο του Κεφαλαίου 3, με τις εμπειρικές αντιστοιχίσεις που έχουν ήδη δηλωθεί στη μεθοδολογία. Οι δείκτες που χρησιμοποιούν Συνολικές Υποχρεώσεις αποτυπώνουν τη λογιστική κεφαλαιακή διάρθρωση και δεν ταυτίζονται με δείκτες έντοκου χρηματοοικονομικού χρέους. Τυχόν αναφορές σε απομόχλευση ερμηνεύονται σε συνδυασμό με τις ειδικές γνωστοποιήσεις δανεισμού που

εξετάστηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια και δεν συνάγονται αποκλειστικά από τη μεταβολή των Total Liabilities.

6.7.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Ίδια Κεφάλαια προς Ξένα Κεφάλαια} = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Ξένα Κεφάλαια}$$

Στην εμπειρική εφαρμογή, ο όρος «Ξένα Κεφάλαια» αντιστοιχεί στις δημοσιευμένες Συνολικές Υποχρεώσεις (Total Liabilities), σύμφωνα με τον ορισμό του Κεφαλαίου 3.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	1,06	1,03	1,01	0,91	0,94	1,24	1,43	1,21	1,55	1,81
Danaos	0,18	0,23	0,35	0,49	0,62	1,36	3,05	4,68	3,73	2,88
TEN	0,76	0,81	0,89	0,88	0,80	0,81	0,85	0,97	0,91	0,89

Πίνακας 26 – Αριθμοδείκτες Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.7.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Η Danaos εμφανίζει τη μεγαλύτερη μεταβολή του συγκεκριμένου δείκτη κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ο δείκτης αυξάνεται από 0,18 το 2016 και 0,23 το 2017 σε 1,36 το 2021, 4,68 το 2023 και 2,88 το 2025. Η άνοδος αποτυπώνει τη σημαντική ενίσχυση της ίδιας κεφαλαιακής βάσης σε σχέση με τις συνολικές υποχρεώσεις και είναι συμβατή με τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση και τη μεταγενέστερη απομόχλευση που έχουν τεκμηριωθεί στα προηγούμενα κεφάλαια (Danaos Corporation 2018b; 2019).

Η Star Bulk κινείται κοντά στη μονάδα στο πρώτο μέρος της περιόδου, υποχωρώντας προσωρινά σε 0,91 το 2019, και στη συνέχεια ενισχύεται. Το 2025 ο δείκτης διαμορφώνεται σε 1,81, έναντι 1,06 το 2016. Η TEN παρουσιάζει μικρότερη διαχρονική μεταβολή, με τον δείκτη να κινείται μεταξύ 0,76 και 0,97 και να διαμορφώνεται σε 0,89 το 2025.

Η συγκριτική κατάταξη μεταβάλλεται ουσιαστικά: το 2016 η Star Bulk εμφανίζει την υψηλότερη ίδια κεφαλαιακή κάλυψη των συνολικών υποχρεώσεων, ενώ το 2025 προηγείται η Danaos, ακολουθούμενη από τη Star Bulk και την TEN.

6.7.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Equity Ratio} = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Συνολικά Κεφάλαια}$$

Με βάση τη λογιστική εξίσωση, τα Συνολικά Κεφάλαια αντιστοιχούν αριθμητικά στο Σύνολο Ενεργητικού. Στον Πίνακα 27 ο λόγος παρουσιάζεται σε ποσοστιαία μορφή (%), δηλαδή πολλαπλασιάζεται επί 100 αποκλειστικά για σκοπούς παρουσίασης.

Δεν χρησιμοποιούνται μέσα υπόλοιπα, καθώς αριθμητής και παρονομαστής αποτελούν μεγέθη Ισολογισμού της ίδιας ημερομηνίας.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	51,56	50,71	50,30	47,68	48,55	55,40	58,81	54,82	60,73	64,36
Danaos	15,60	18,37	25,78	32,86	38,15	57,57	75,30	82,39	78,85	74,22
TEN	43,25	44,70	47,01	46,68	44,40	44,62	46,03	49,13	47,68	47,13

Πίνακας 27 – Αριθμοδείκτες Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια – Equity Ratio (%), 2016–2025 (Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.7.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY RATIO)

Η Danaos αυξάνει τον Equity Ratio από 15,60% το 2016 σε 82,39% το 2023 και διαμορφώνεται σε 74,22% το 2025, καταγράφοντας τη μεγαλύτερη μεταβολή της δεκαετίας. Η Star Bulk ξεκινά από περίπου 50% και ενισχύεται σταδιακά στο 64,36% το 2025. Η TEN παραμένει σε αρκετά στενότερο εύρος, περίπου 43% - 49%, και ολοκληρώνει την περίοδο στο 47,13%. Το 2016 η κατάταξη είναι Star Bulk → TEN → Danaos, ενώ το 2025 αντιστρέφεται σε Danaos → Star Bulk → TEN.

6.7.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (TOTAL LIABILITIES-TO-ASSETS RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Total Liabilities-to-Assets Ratio} = \text{Συνολικές Υποχρεώσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Στον Πίνακα 28 ο λόγος παρουσιάζεται σε ποσοστιαία μορφή (%), δηλαδή πολλαπλασιάζεται επί 100 αποκλειστικά για σκοπούς παρουσίασης. Όπως και στον Equity Ratio, χρησιμοποιούνται υπόλοιπα τέλους χρήσης.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	48,44	49,29	49,70	52,32	51,45	44,60	41,19	45,18	39,27	35,64
Danaos	84,40	81,63	74,22	67,14	61,85	42,43	24,70	17,61	21,15	25,78
TEN	56,75	55,30	52,99	53,32	55,60	55,38	53,97	50,87	52,32	52,87

Πίνακας 28 – Αριθμοδείκτες Συνολικών Υποχρεώσεων προς Σύνολο Ενεργητικού (Total Liabilities-to-Assets Ratio), 2016–2025

(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.7.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ο δείκτης παρέχει τη συμπληρωματική οπτική του Equity Ratio. Η Danaos μειώνεται από 84,40% το 2016 σε 17,61% το 2023 και 25,78% το 2025. Η Star Bulk υποχωρεί από 48,44% σε 35,64%, ενώ η TEN παραμένει κοντά στο 50% - 57% σε όλη τη δεκαετία.

Επειδή χρησιμοποιούνται συνολικές υποχρεώσεις:

$$\text{Total Liabilities-to-Assets Ratio} + \text{Equity Ratio} = 100\%$$

για κάθε εταιρεία και χρήση. Συνεπώς, οι δύο δείκτες δεν παρέχουν ανεξάρτητη αριθμητική πληροφορία, αλλά δύο διαφορετικές οπτικές της ίδιας χρηματοδοτικής σχέσης.

6.7.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (EQUITY TO FIXED ASSETS RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

$$\text{Κάλυψη Παγίων με Ίδια Κεφάλαια} = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Πάγιο Ενεργητικό}$$

Στην εμπειρική εφαρμογή, ως Πάγιο Ενεργητικό χρησιμοποιείται η καθαρή λογιστική αξία της αντίστοιχης παραγωγικής πάγιας βάσης. Για λόγους συνέπειας με τον Fixed Asset Turnover χρησιμοποιείται η ίδια παραγωγική πάγια βάση: Vessels/PPE για Star Bulk και Danaos και Vessels για TEN. Δεν περιλαμβάνονται advances for vessels/newbuildings. Αριθμητής και παρονομαστής είναι υπόλοιπα της ίδιας ημερομηνίας και συνεπώς δεν χρησιμοποιούνται μέσοι όροι.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	0,61	0,61	0,57	0,52	0,54	0,69	0,70	0,65	0,77	0,85
Danaos	0,17	0,20	0,28	0,37	0,42	0,73	0,94	1,10	1,04	1,16
TEN	0,53	0,50	0,53	0,56	0,53	0,54	0,59	0,64	0,61	0,59

Πίνακας 29 – Αριθμοδείκτες Κάλυψης Παγίων με Ίδια Κεφάλαια, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.7.4.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή, από 0,17 το 2016 σε 1,10 το 2023 και 1,16 το 2025, οπότε τα ίδια κεφάλαια υπερβαίνουν λογιστικά την καθαρή αξία των λειτουργικών παγίων. Η Star Bulk βελτιώνεται από 0,61 σε 0,85, ενώ η TEN παραμένει σε στενότερο εύρος, από 0,53 το 2016 σε 0,59 το 2025. Η τιμή άνω της μονάδας δεν αποτελεί από μόνη της «βέλτιστη» χρηματοδοτική δομή, καθώς η μακροπρόθεσμη δανειακή χρηματοδότηση αποτελεί συνήθη μηχανισμό χρηματοδότησης πλοίων.

6.7.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ (CURRENT ASSETS TO TOTAL LIABILITIES RATIO)

Ο δείκτης υπολογίζεται ως:

Current Assets to Total Liabilities = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Συνολικές Υποχρεώσεις

Πρόκειται για συμπληρωματικό δείκτη και όχι για υποκατάστατο του Current Ratio, καθώς στον παρονομαστή περιλαμβάνονται τόσο βραχυπρόθεσμες όσο και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	0,23	0,30	0,20	0,16	0,19	0,41	0,36	0,33	0,41	0,50
Danaos	0,05	0,05	0,06	0,11	0,07	0,41	0,44	0,78	0,73	1,00
TEN	0,19	0,16	0,19	0,24	0,19	0,15	0,29	0,30	0,23	0,21

Πίνακας 30 – Αριθμοδείκτες Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών)

6.7.5.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Η Danaos αυξάνει τον δείκτη από 0,05 το 2016–2017 σε περίπου 1,00 το 2025, αποτυπώνοντας σημαντικά υψηλότερη κάλυψη των συνολικών υποχρεώσεων από το κυκλοφορούν ενεργητικό στο τέλος της περιόδου. Η Star Bulk βελτιώνεται από 0,23 σε 0,50, ενώ η TEN ολοκληρώνει την περίοδο στο 0,21, κοντά στο αρχικό 0,19. Η σημασία του δείκτη είναι κυρίως συγκριτική και διαχρονική. Δεν υπάρχει συμβατικό threshold σύμφωνα με το οποίο το 1,00 αποτελεί αυτομάτως όριο «ασφάλειας».

6.7.6 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ (TIMES INTEREST EARNED / INTEREST COVERAGE RATIO)

Ο TIE υπολογίζεται ως:

$$\text{TIE} = \text{EBIT} / \text{Έξοδα Τόκων (Interest Expense)}$$

Για τον αριθμητή χρησιμοποιείται η ίδια λειτουργική προσέγγιση του EBIT με τον BEP:

$$\text{EBIT} \approx \text{Operating Income} / \text{Income from Operations}$$

Σκοπός του TIE είναι να εξετάσει την κάλυψη του λογιστικά αναγνωρισμένου κόστους τόκων της χρηματοδότησης. Για τον παρονομαστή χρησιμοποιείται μόνο ποσό Interest Expense που μπορεί να αναχθεί άμεσα σε δημοσιευμένη γραμμή ή note-level γνωστοποίηση της αντίστοιχης χρήσης.

Τυχόν κεφαλαιοποιημένοι τόκοι δεν αντιμετωπίζονται ως έξοδο της περιόδου, ενώ τραπεζικές προμήθειες, αποσβέσεις εξόδων έκδοσης χρέους, παράγωγα και λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία δεν εντάσσονται μηχανικά στον παρονομαστή. Εάν η σχετική γνωστοποίηση δεν επιτρέπει συνεπή απομόνωση του αναγνωρισμένου Interest Expense, ο δείκτης δεν πρέπει να ανακατασκευάζεται με μη ισοδύναμο proxy.

Η κοινή μεθοδολογική αρχή είναι ότι ο παρονομαστής ταυτίζεται με το Interest Expense που έχει πράγματι αναγνωριστεί στα αποτελέσματα της συγκεκριμένης χρήσης. Κεφαλαιοποιημένοι τόκοι δεν προστίθενται στον παρονομαστή όταν δεν έχουν αναγνωριστεί ως έξοδο της περιόδου και δεν πραγματοποιείται δεύτερη αφαίρεσή τους από ποσό Interest Expense που ήδη τους εξαιρεί. Στο πλαίσιο του τελικού input-level ελέγχου,

τα 30 ποσά Interest Expense που υποστηρίζουν τις 30 ετήσιες παρατηρήσεις TIE ελέγχθηκαν ως προς την ανιχνευσιμότητά τους στις αντίστοιχες δημοσιευμένες καταστάσεις ή note-level χρηματοδοτικές γνωστοποιήσεις.

Με βάση τις παραπάνω επιλογές, η εφαρμοζόμενη σχέση είναι:

$$\text{TIE}(t) = \text{Operating Income}(t) / \text{Recognized Interest Expense}(t)$$

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	(2,99)	0,84	1,93	0,92	1,44	16,27	10,75	2,71	4,13	2,00
Danaos	(2,56)	2,17	(0,14)	2,79	3,73	5,19	10,52	28,38	20,66	11,64
TEN	2,40	1,03	(0,39)	1,25	1,95	(3,12)	4,62	3,85	2,46	2,68

Πίνακας 31 – Αριθμοδείκτες Κάλυψης Τόκων (Times Interest Earned), 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει υπολογισμών επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εταιρειών, καθώς και των σχετικών σημειώσεων χρηματοδοτικού κόστους των εταιρειών, όσον αφορά τον αναγνωρισμένο Interest Expense)

6.7.6.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ

Η Star Bulk εμφανίζει περιορισμένη κάλυψη τόκων κατά το πρώτο μέρος της περιόδου και πολύ ισχυρή κορύφωση το 2021–2022, με TIE 16,27 και 10,75 αντίστοιχα. Στη συνέχεια η κάλυψη εξομαλύνεται και διαμορφώνεται σε 2,00 το 2025.

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη βελτίωση: από αρνητικό TIE –2,56 το 2016 και –0,14 το 2018 σε 10,52 το 2022, 28,38 το 2023 και 11,64 το 2025. Η εξέλιξη πρέπει να ερμηνεύεται σε συνδυασμό με τη σημαντική απομόχλευση που έχει τεκμηριωθεί στα προηγούμενα κεφάλαια (Danaos Corporation 2018b; 2019). Στην περίπτωση της Danaos απαιτείται ειδική μεθοδολογική επιφύλαξη ως προς τη λογιστική αντιμετώπιση της αναδιάρθρωσης του 2018 ως Troubled Debt Restructuring (TDR) (Danaos Corporation 2019), καθώς η λογιστική αναγνώριση μέρους των μελλοντικών τόκων επηρεάζει τον χρονισμό του reported Interest Expense. Κατά συνέπεια, ο TIE της Danaos αποτυπώνει την κάλυψη του λογιστικά αναγνωρισμένου κόστους τόκων και δεν αποτελεί άμεσο μέτρο της συνολικής ταμειακής εξυπηρέτησης του χρέους.

Η TEN εμφανίζει διαφοροποιημένη πορεία, με αρνητικές τιμές στις ζημιολύγες λειτουργικές χρήσεις 2018 και 2021 και ανάκαμψη από το 2022. Το 2025 ο TIE διαμορφώνεται σε 2,68.

Συγκριτικά, ο ΤΙΕ συμπληρώνει τους στατικούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, προσθέτοντας πληροφορία για τη λειτουργική δυνατότητα κάλυψης του λογιστικά αναγνωρισμένου κόστους τόκων.

6.7.7 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ, ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

Η συνδυαστική εξέταση των αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας αναδεικνύει τρεις διαφορετικές χρηματοδοτικές διαδρομές κατά την περίοδο 2016–2025. Οι δείκτες Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια, Equity Ratio, Total Liabilities-to-Assets Ratio, Equity to Fixed Assets και Current Assets to Total Liabilities αποτυπώνουν τη λογιστική διάρθρωση της χρηματοδότησης, ενώ ο Times Interest Earned προσθέτει πληροφορία για τη λειτουργική δυνατότητα κάλυψης του λογιστικά αναγνωρισμένου κόστους τόκων.

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή των εξεταζόμενων δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης στο δείγμα. Στην αρχή της δεκαετίας χαρακτηρίζεται από περιορισμένη ίδια κεφαλαιακή κάλυψη των υποχρεώσεων, με δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια 0,18 και Equity Ratio 15,60% το 2016. Μέχρι το 2025 η εικόνα έχει αντιστραφεί ουσιαστικά: ο πρώτος δείκτης ανέρχεται σε 2,88, ο Equity Ratio σε 74,22%, ο Equity to Fixed Assets σε 1,16 και ο Current Assets to Total Liabilities σε περίπου 1,00. Παράλληλα, ο ΤΙΕ διαμορφώνεται σε 11,64 φορές. Οι δείκτες του 2025 αποτυπώνουν υψηλότερη κεφαλαιακή αυτονομία και σημαντικά ισχυρότερη λογιστική κάλυψη του κόστους τόκων σε σχέση με την αρχή της περιόδου. Για τον ΤΙΕ διατηρείται η ειδική επιφύλαξη σχετικά με τη λογιστική αντιμετώπιση της αναδιάρθρωσης του 2018 και τον χρονισμό αναγνώρισης μέρους των τόκων.

Η Star Bulk ακολουθεί πιο κυκλική αλλά συνολικά βελτιωμένη διαδρομή. Ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια αυξάνεται από 1,06 το 2016 σε 1,81 το 2025, ενώ ο Equity Ratio ενισχύεται από 51,56% σε 64,36% και ο Total Liabilities-to-Assets Ratio υποχωρεί από 48,44% σε 35,64%. Η κάλυψη τόκων παρουσιάζει μεγαλύτερη κυκλικότητα, με εξαιρετικά υψηλές τιμές το 2021–2022 και σαφή εξομάλυνση στη συνέχεια.

Η TEN παρουσιάζει τη μεγαλύτερη σχετική σταθερότητα ως προς τους εξεταζόμενους δείκτες λογιστικής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Ξένα Κεφάλαια παραμένει σε σχετικά στενό εύρος και διαμορφώνεται σε 0,89 το 2025,

ενώ ο Equity Ratio και ο Total Liabilities-to-Assets Ratio δεν εμφανίζουν μεταβολές αντίστοιχης έντασης με εκείνες της Danaos ή της Star Bulk. Ο TIE, όμως, εμφανίζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα ως προς τη λειτουργική κάλυψη του κόστους τόκων, με αρνητικές τιμές στις χρήσεις λειτουργικών ζημιών και σαφή ανάκαμψη μετά το 2021.

Μέχρι το 2025, η Danaos εμφανίζει τη μεγαλύτερη συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων, τον υψηλότερο δείκτη ιδίων κεφαλαίων προς συνολικές υποχρεώσεις και την ισχυρότερη κάλυψη τόκων. Η Star Bulk εμφανίζει επίσης ουσιαστικά ενισχυμένη κεφαλαιακή αυτονομία, ενώ η TEN παρουσιάζει τη μεγαλύτερη σχετική σταθερότητα ως προς τους εξεταζόμενους δείκτες λογιστικής κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Η σύγκριση των βασικών τιμών για το 2025 είναι:

Αριθμοδείκτης	Star Bulk	Danaos	TEN
Ίδια Κεφάλαια / Συνολικές Υποχρεώσεις	1,81	2,88	0,89
Equity Ratio	64,36%	74,22%	47,13%
Total Liabilities-to-Assets Ratio	35,64%	25,78%	52,87%
Equity to Fixed Assets	0,85	1,16	0,59
Current Assets / Total Liabilities	0,50	1,00	0,21
Times Interest Earned	2,00	11,64	2,68

Πίνακας 32 – Συγκριτική παρουσίαση αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας για το 2025
(Ιδιοκατασκευή με επεξεργασία των αριθμοδεικτών που υπολογίσθηκαν στην ενότητα 6.7)

Η εικόνα του 2025 συνοψίζει τις διαφορετικές χρηματοδοτικές διαδρομές της δεκαετίας. Η Danaos εμφανίζει την υψηλότερη κεφαλαιακή αυτονομία και την ισχυρότερη κάλυψη τόκων, η Star Bulk επίσης σαφώς ενισχυμένη βάση ιδίων κεφαλαίων αλλά περισσότερο κυκλική εξέλιξη της κάλυψης τόκων, ενώ η TEN διατηρεί μεγαλύτερη σχετική συμμετοχή υποχρεώσεων και σχετικά σταθερότερη λογιστική κεφαλαιακή διάρθρωση.

Συνολικά, η Danaos χαρακτηρίζεται από την εντονότερη μεταβολή των εξεταζόμενων δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης κατά την περίοδο αυτή, η Star Bulk από ουσιαστική αλλά περισσότερο κυκλική ενίσχυση της κεφαλαιακής της θέσης και η TEN από μεγαλύτερη σχετική σταθερότητα στους εξεταζόμενους δείκτες, σε συνδυασμό με μεγαλύτερη μεταβλητότητα της λειτουργικής κάλυψης τόκων. Η παράλληλη εξέταση στατικών δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης και του TIE παρέχει πληρέστερη εικόνα από ό,τι οποιοσδήποτε από τους δείκτες αυτούς μεμονωμένα.

6.8 ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΗ COMMON-EQUITY ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ORIGINAL ALTMAN Z-SCORE

Το Altman Z-Score αποτελεί σύνθετο υπόδειγμα χρηματοοικονομικής δυσχέρειας που συνδυάζει στοιχεία ρευστότητας, συσσωρευμένης κερδοφορίας, λειτουργικής αποδοτικότητας, αγοραίας αποτίμησης και αξιοποίησης του ενεργητικού. Ως θεωρητικό σημείο αναφοράς χρησιμοποιείται η κλασική μορφή για εισηγμένες μεταποιητικές επιχειρήσεις («public-manufacturing»), που παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 3. Η εμπειρική εφαρμογή στην παρούσα εργασία, όμως, αντιμετωπίζεται ρητά ως συμπληρωματική και όχι ως αυτούσια κλαδική βαθμονόμηση, επειδή οι εξεταζόμενες εταιρείες είναι κεφαλαιοβόρες ναυτιλιακές επιχειρήσεις και επειδή το X_4 απαιτεί δεδομένα αγοράς («market-data input») διαφορετικής φύσης από τα ελεγμένα λογιστικά μεγέθη (Altman 1968).

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

όπου:

X_1 = Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 = Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

X_3 = Κέρδη προ Τόκων και Φόρων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 = Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Λογιστική Αξία Συνολικών Υποχρεώσεων

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Για τον υπολογισμό του X_1 χρησιμοποιούνται τα Current Assets, Current Liabilities και Total Assets τέλους κάθε χρήσης, με το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης να προκύπτει ως διαφορά μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Θετική τιμή υποδηλώνει θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης σε σχέση με το συνολικό ενεργητικό, ενώ αρνητική τιμή σημαίνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό.

Για το X_2 χρησιμοποιούνται τα πραγματικά δημοσιευμένα Retained Earnings των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων. Στην περίπτωση της Star Bulk χρησιμοποιείται το αντίστοιχο Accumulated Deficit με το πραγματικό αρνητικό πρόσημό του. Δεν χρησιμοποιείται απόλυτη τιμή και δεν χρησιμοποιείται το Total Equity ως υποκατάστατο των Retained Earnings. Έτσι, ένα συσσωρευμένο έλλειμμα μειώνει το X_2 , όπως επιβάλλει η οικονομική λογική του original Altman model.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk Accumulated Deficit	– (1.026.532)	(1.036.303)	(980.165)	(1.001.170)	(996.314)	(546.257)	(648.722)	(633.218)	(605.572)	(555.779)
Danaos – Retained Earnings	30.880	114.785	81.849	213.102	366.652	1.388.595	1.886.311	2.401.912	2.844.176	3.275.222
TEN – Retained Earnings	582.889	547.937	400.933	364.000	338.800	149.505	311.726	548.237	652.651	738.350

Πίνακας 33 – Παρακρατηθέντα Κέρδη / Συσσωρευμένο Έλλειμμα των εταιρειών, 2016–2025
(Ιδιοκατασκευή βάσει των ελεγμένων ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων και των σχετικών καταστάσεων μεταβολών ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών)
Ποσά σε χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ

Για το X_3 χρησιμοποιείται ως λειτουργική προσέγγιση του EBIT το δημοσιευμένο Operating Income / Income from Operations, σύμφωνα με την ίδια μεθοδολογική επιλογή που εφαρμόστηκε στους δείκτες BEP και Times Interest Earned:

$$EBIT \approx \text{Operating Income} / \text{Income from Operations}$$

Στον συγκεκριμένο δείκτη χρησιμοποιείται το Total Assets τέλους χρήσης και όχι το μέσο συνολικό ενεργητικό, ώστε να διατηρείται η δομή της κλασικής μορφής του Altman Z-Score.

Στην κλασική μορφή του υποδείγματος το X_4 ορίζεται ως Market Value of Equity / Total Liabilities. Για την παρούσα δεκαετή εφαρμογή χρησιμοποιείται ενιαία η end-of-year χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων κοινών μετοχών («common-share market capitalization») της κάθε εταιρείας, όπως αυτή καταγράφεται από τη χρησιμοποιούμενη ιστορική πηγή δεδομένων αγοράς για το αντίστοιχο ημερολογιακό έτος. Δεν πραγματοποιείται ανεξάρτητη ανακατασκευή της κεφαλαιοποίησης για ημερομηνίες κατά τις οποίες η 31η Δεκεμβρίου δεν αποτελεί χρηματιστηριακή ημέρα. Με την ανωτέρω μεθοδολογική επιλογή διατηρείται κοινός και αναπαραγώγιμος κανόνας διαχρονικής μέτρησης (CompaniesMarketCap 2026a, 2026b, 2026c).

$$X_4 \text{ (εμπειρική εφαρμογή)} = \text{End-of-Year Common-Share Market Capitalization} / \text{Total Liabilities}$$

Οι ιστορικές κεφαλαιοποιήσεις χρησιμοποιούνται αποκλειστικά ως δευτερογενές δεδομένο αγοράς για το X_4 και δεν αποτελούν ελεγμένα λογιστικά στοιχεία. Η χρήση common-share market capitalization είναι συνεπής με την εφαρμοζόμενη εμπειρική προσέγγιση στις εταιρείες με μία βασική εισηγμένη κατηγορία κοινών μετοχών, ενώ στην

TEN απαιτείται ειδική επιφύλαξη επειδή κατά μέρος της εξεταζόμενης περιόδου υπήρχαν και εισηγμένες προνομιούχες σειρές. Συνεπώς, όταν η χρησιμοποιούμενη ιστορική κεφαλαιοποίηση δεν περιλαμβάνει την αγοραία αξία των μερισμάτων προνομιούχων μετοχών («preferred shares»), το X_4 της TEN δεν αποτελεί πλήρη αγοραία αποτίμηση όλων των κατηγοριών equity.

Οι αντίστοιχες τιμές του σύνθετου δείκτη αντιμετωπίζονται επομένως ως εφαρμογή βάσει κοινών μετοχών με περιορισμένη περίμετρο του X_4 και όχι ως ακριβής αναπαραγωγή εφαρμογής πλήρους περιμέτρου αγοραίας αξίας ιδίων κεφαλαίων («market-value-of-equity»). Δεν επιχειρείται αυθαίρετη ιστορική αποτίμηση των preferred σειρών χωρίς ομοιογενή και τεκμηριωμένη σειρά τιμών και outstanding shares. Κατά συνέπεια, για την TEN η σειρά δεν χαρακτηρίζεται ως αυτούσια original Altman εφαρμογή πλήρους market-value-of-equity περιμέτρου και οι απόλυτες τιμές της δεν θεωρούνται άμεσα συγκρίσιμες με εκείνες μιας εφαρμογής που περιλαμβάνει την πλήρη market-value-of-equity περίμετρο.

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	280	710	840	1.130	840	2.310	1.970	1.990	1.750	2.220
Danaos	290	150	150	220	430	1.540	1.060	1.440	1.520	1.730
TEN	390	330	290	310	140	190	530	650	520	670

Πίνακας 34 – Χρηματιστηριακή Κεφαλαιοποίηση κοινών μετοχών στο τέλος κάθε χρήσης, 2016–2025 (Ιδιοκατασκευή με επεξεργασία δημοσιευμένων δεδομένων αγοράς από την CompaniesMarketCap· CompaniesMarketCap 2026a, 2026b, 2026c)
Ποσά σε εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (\$ εκατ.)

Τέλος, για το X_5 ο θεωρητικός όρος «Πωλήσεις» αντιστοιχίζεται εμπειρικά στα ενοποιημένα Revenues, σύμφωνα με τη γενική μεθοδολογική αντιστοίχιση της εργασίας, και χρησιμοποιείται το Total Assets τέλους κάθε χρήσης:

$$X_5 = \text{Revenue} / \text{Total Assets}$$

Η συγκεκριμένη συνιστώσα παρουσιάζει εννοιολογική συγγένεια με τον Total Asset Turnover, αλλά στο πλαίσιο του Altman χρησιμοποιείται το ενεργητικό τέλους χρήσης. Με βάση τις παραπάνω μεταβλητές προκύπτει η ακόλουθη συμπληρωματική common-equity σειρά βάσει της αρχικής εξειδίκευσης του υποδείγματος Altman. Οι τιμές χρησιμοποιούνται για διαχρονική και συγκριτική ερμηνεία και όχι ως αυτόνομη κατάταξη πιστωτικού κινδύνου. Ειδικά για την TEN, διατηρείται η ανωτέρω επιφύλαξη ως προς την περίμετρο του X_4 .

Εταιρεία	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Star Bulk	(0,49)	(0,01)	0,27	0,28	0,19	1,78	1,65	1,19	1,14	1,26
Danaos	(0,92)	(0,46)	0,20	0,58	0,70	1,76	2,51	3,16	2,69	2,43
TEN	0,60	0,54	0,44	0,57	0,49	0,16	0,88	1,17	0,89	0,86

Πίνακας 35 – Συμπληρωματική common-equity εφαρμογή βάσει του original Altman Z-Score, 2016–2025 (Ιδιοκατασκευή με υπολογισμούς βάσει των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών και δημοσιευμένων δευτερογενών δεδομένων αγοράς για τη μεταβλητή X_4)

6.8.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ALTMAN Z-SCORE

Η Star Bulk εμφανίζει Z-Score $-0,49$ το 2016 και τιμή κοντά στο μηδέν το 2017. Κατά την περίοδο 2018–2020 ο δείκτης παραμένει θετικός αλλά χαμηλός, ενώ η μεγαλύτερη άνοδος της υπολογιζόμενης σειράς εμφανίζεται το 2021–2022, όταν αυξάνεται σε 1,78 και 1,65 αντίστοιχα. Η μεταβολή αυτή συμπίπτει με την περίοδο υψηλής λειτουργικής και καθαρής κερδοφορίας της εταιρείας. Ωστόσο, το Accumulated Deficit εξακολουθεί να επιβαρύνει το X_2 και περιορίζει τη συνολική τιμή του υποδείγματος ακόμη και στις ισχυρότερες χρήσεις. Από το 2023 ο δείκτης υποχωρεί και διαμορφώνεται σε 1,26 το 2025, παραμένοντας πάντως σημαντικά υψηλότερος από τα επίπεδα της αρχής της δεκαετίας.

Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη διαχρονική άνοδο της υπολογιζόμενης σειράς μεταξύ των τριών εταιρειών. Από $-0,92$ το 2016 και $-0,46$ το 2017, ο δείκτης γίνεται θετικός το 2018 και αυξάνεται σταδιακά έως 1,76 το 2021. Η άνοδος της σειράς επιταχύνεται το 2022–2023, με Z-Score 2,51 και 3,16 αντίστοιχα, ενώ το 2024–2025 διαμορφώνεται σε 2,69 και 2,43. Η εξέλιξη αντανακλά συνδυαστικά τη βελτίωση του κεφαλαίου κίνησης, τη μεγάλη αύξηση των Retained Earnings, την ενίσχυση της λειτουργικής κερδοφορίας, τη μείωση των συνολικών υποχρεώσεων και τη μεταβολή της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων.

Η TEN ακολουθεί σχετικά σταθερότερη διαδρομή ως προς την υπολογιζόμενη σειρά. Ο δείκτης κινείται μεταξύ 0,44 και 0,60 κατά την περίοδο 2016–2020 και υποχωρεί στο 0,16 το 2021, χρήση κατά την οποία είναι επίσης αρνητική η λειτουργική και καθαρή αποδοτικότητα. Από το 2022 ακολουθεί ανάκαμψη, με 0,88 και κορύφωση 1,17 το 2023, πριν περιοριστεί σε 0,89 το 2024 και 0,86 το 2025. Η διαχρονική κατεύθυνση της σειράς παραμένει πληροφοριακά χρήσιμη, ενώ η απόλυτη τιμή της ερμηνεύεται υπό την ήδη αναφερθείσα επιύλαξη για το X_4 .

Οι κλασικές ζώνες του αρχικού public-manufacturing Altman model ($Z > 2,99$, 1,81–2,99 και $Z < 1,81$) αναφέρονται μόνο για θεωρητική πληρότητα και ιστορικό προσανατολισμό. Δεν εφαρμόζονται ως κανόνες ταξινόμησης των τριών ναυτιλιακών εταιρειών σε «safe», «grey» ή «distress» κατηγορία και δεν μετατρέπονται σε πιθανότητες πτώχευσης, καθώς το αρχικό υπόδειγμα δεν βαθμονομήθηκε για εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες υψηλής έντασης παγίων και έντονης κυκλικότητας. Επιπλέον, το X_5 επηρεάζεται από το μέγεθος της περιουσιακής βάσης, το X_2 ενσωματώνει σωρευτικά αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων και το X_4 εισάγει αγοραία μεταβλητότητα και, στην TEN, ειδικό περιορισμό ως προς την περίμετρο της αγοραίας αξίας equity (Altman 1968).

Για τον λόγο αυτό, το Z-Score έχει αποκλειστικά συμπληρωματικό ρόλο. Μεγαλύτερη βαρύτητα δίνεται στη διαχρονική μεταβολή των επιμέρους συνιστωσών και στη συμφωνία ή απόκλιση του από τους αριθμοδείκτες ρευστότητας, αποδοτικότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης, που υπολογίσθηκαν βάσει ελεγμένων λογιστικών δεδομένων. Συγκριτικά, η Danaos εμφανίζει τη μεγαλύτερη διαχρονική άνοδο της υπολογιζόμενης σύνθετης σειράς, η Star Bulk περισσότερο κυκλική μεταβολή με κορύφωση το 2021–2022 και η TEN ανάκαμψη μετά το 2021. Τα ευρήματα αυτά χρησιμοποιούνται μόνο ως συμπληρωματική ένδειξη κατεύθυνσης.

6.9 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Η συνολική εξέταση των αριθμοδεικτών ρευστότητας, δραστηριότητας, αποδοτικότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας αναδεικνύει τρεις διαφορετικές χρηματοοικονομικές διαδρομές για τις Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited (TEN) κατά την περίοδο 2016–2025. Οι διαφοροποιήσεις δεν αφορούν μόνο το επίπεδο των επιμέρους δεικτών, αλλά και τον χρονισμό, την ένταση και τη διάρκεια των μεταβολών. Τα στοιχεία αυτά εξετάζονται σε συνδυασμό με τις διαφορετικές συνθήκες των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών και τις χρηματοδοτικές και επενδυτικές επιλογές των εταιρειών.

Σε όρους ρευστότητας, η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη βελτίωση των εξεταζόμενων δεικτών. Ενώ στην αρχή της δεκαετίας εμφάνιζε εξαιρετικά περιορισμένη βραχυπρόθεσμη κάλυψη, ολοκληρώνει την υπό εξέταση περίοδο με τις υψηλότερες τιμές μεταξύ των τριών εταιρειών στους Current, Quick και Cash Ratio. Η Star Bulk εμφανίζει

περισσότερο κυκλική αλλά συνολικά βελτιωμένη εικόνα, ενώ η TEN διατηρεί στενότερα περιθώρια άμεσης ρευστότητας και μεγαλύτερη διαχρονική σταθερότητα. Η παράλληλη εξέταση Current, Quick και Cash Ratio αναδεικνύει ότι η βραχυπρόθεσμη ρευστότητα δεν πρέπει να αξιολογείται από έναν μεμονωμένο δείκτη ή μία χρήση.

Οι δείκτες δραστηριότητας καταγράφουν διαφορετικά πρότυπα. Η Danaos εμφανίζει την υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων και τον χαμηλότερο DSO κατά μεγάλο μέρος της περιόδου, χωρίς οι δύο αυτοί δείκτες να αποτελούν από μόνοι τους απόδειξη ανώτερης πιστωτικής πολιτικής ή ποιότητας είσπραξης. Οι δείκτες αξιοποίησης ενεργητικού και παγίων παρουσιάζουν διαφορετικό χρονισμό μεταξύ των εταιρειών, ο οποίος εξετάζεται σε συνδυασμό με τις διαφορετικές φάσεις των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών. Η Star Bulk εμφανίζει τις υψηλότερες κορυφώσεις στους δείκτες αξιοποίησης ενεργητικού και παγίων κατά την ισχυρή φάση της αγοράς ξηρού χύδην φορτίου το 2021–2022 (United Nations Conference on Trade and Development 2021, 2022), ενώ η TEN παρουσιάζει μεταγενέστερη βελτίωση (United Nations Conference on Trade and Development 2023). Παράλληλα, ο Net Working Capital Turnover έχει περιορισμένη αυτόνομη ερμηνευτική αξία όταν ο μέσος παρονομαστής είναι πολύ μικρός ή αρνητικός· στις περιπτώσεις αυτές προτεραιότητα δίνεται στην εξέταση του ίδιου του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Η μη εφαρμογή θεωρητικών δεικτών, όταν δεν υπάρχει επαρκώς ομοιογενής λογιστική βάση, συμβάλλει στη διατήρηση της συγκρισιμότητας και της οικονομικής συνέπειας της ανάλυσης.

Σε όρους αποδοτικότητας, οι τέσσερις εμπειρικά εφαρμοζόμενοι δείκτες δεν υποστηρίζουν μία ενιαία κατάταξη σε όλη τη δεκαετία. Η Star Bulk εμφανίζει την εντονότερη κυκλική κορύφωση το 2021–2022, όταν ενισχύονται ταυτόχρονα το Net Profit Margin, ο BEP, ο ROA και ο ROE, και στη συνέχεια παρουσιάζει σαφή εξομάλυνση. Η Danaos εμφανίζει βελτίωση σε περισσότερους εφαρμοζόμενους δείκτες αποδοτικότητας, η οποία διατηρείται σε διαδοχικές χρήσεις, αλλά η εξαιρετικά υψηλή καθαρή κερδοφορία του 2021 απαιτεί διάκριση από τη λειτουργική κερδοφορία, λόγω της σημαντικής επίδρασης επενδυτικών και λοιπών στοιχείων στη διαμόρφωση του τελικού καθαρού αποτελέσματος (Danaos Corporation 2022). Η TEN ακολουθεί μεταγενέστερο κύκλο, με το 2021 να αποτελεί το ασθενέστερο σημείο και με ουσιαστική ανάκαμψη το 2022–2023 (United Nations Conference on Trade and Development 2023). Η σύγκριση του Net Profit Margin με τον BEP και τον ROA περιορίζει τον κίνδυνο να αποδοθούν επιδράσεις που αφορούν τη

σύνθεση του τελικού καθαρού αποτελέσματος στη λειτουργική αποδοτικότητα της εταιρείας.

Ως προς την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη φερεγγυότητα, η Danaos μεταβαίνει από πολύ χαμηλή ίδια κεφαλαιακή κάλυψη των συνολικών υποχρεώσεων και περιορισμένη κεφαλαιακή αυτονομία στην αρχή της δεκαετίας σε σημαντικά ενισχυμένη βάση ιδίων κεφαλαίων και σαφώς υψηλότερη σχέση ιδίων κεφαλαίων προς συνολικές υποχρεώσεις στο τέλος της περιόδου. Η Star Bulk παρουσιάζει επίσης ενίσχυση της κεφαλαιακής αυτονομίας, αλλά με περισσότερο κυκλική ικανότητα κάλυψης τόκων. Η TEN διατηρεί σχετικά σταθερότερη λογιστική κεφαλαιακή διάρθρωση, ενώ ο TIE παρουσιάζει μεγαλύτερη διαχρονική μεταβλητότητα, με αρνητικές τιμές στις χρήσεις λειτουργικών ζημιών. Ο Equity Ratio και ο Total Liabilities-to-Assets Ratio αποτελούν συμπληρωματικές όψεις της ίδιας λογιστικής ταυτότητας και δεν αντιμετωπίζονται ως δύο ανεξάρτητες αποδείξεις χρηματοοικονομικής βελτίωσης.

Η συμπληρωματική εφαρμογή του Altman Z-Score προσθέτει μία σύνθετη οπτική, αλλά δεν αποτελεί κεντρική βάση εξαγωγής συμπερασμάτων. Η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη διαχρονική άνοδο της υπολογιζόμενης σειράς, η Star Bulk περισσότερο κυκλικό πρότυπο και η TEN ανάκαμψη μετά το 2021. Λόγω της μη ναυτιλιακής βαθμονόμησης του αρχικού υποδείγματος και του ειδικού περιορισμού του X_4 ως προς την common-equity market capitalization, ιδίως στην TEN, οι απόλυτες τιμές και οι κλασικές ζώνες δεν χρησιμοποιούνται ως μηχανική διάγνωση χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Τα κύρια συμπεράσματα του κεφαλαίου στηρίζονται πρωτίστως στους αριθμοδείκτες των ενοτήτων 6.4–6.7, οι οποίοι υπολογίζονται βάσει των ελεγμένων λογιστικών δεδομένων και των ρητά καθορισμένων μεθοδολογικών αντιστοιχίσεων.

Συνολικά, στο συγκεκριμένο δείγμα η Danaos παρουσιάζει την εντονότερη βελτίωση σε σειρά εξεταζόμενων δεικτών ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης κατά τη διάρκεια της δεκαετίας, με σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής αυτονομίας, την απομόχλευση που έχει τεκμηριωθεί στα προηγούμενα κεφάλαια, καθώς και βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας και της λογιστικής κάλυψης τόκων σε περισσότερες διαδοχικές χρήσεις κατά το δεύτερο μέρος της περιόδου. Η Star Bulk χαρακτηρίζεται από περισσότερο κυκλική χρηματοοικονομική πορεία, με ιδιαίτερα ισχυρή κορύφωση το 2021–2022 και σαφώς ενισχυμένη κεφαλαιακή θέση στο τέλος της περιόδου, παρά τη μεταγενέστερη εξομάλυνση της κερδοφορίας. Η TEN εμφανίζει τη μεγαλύτερη σχετική

σταθερότητα ως προς τους εξεταζόμενους δείκτες λογιστικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, αλλά μεταγενέστερη ανάκαμψη της λειτουργικής και καθαρής αποδοτικότητας, με το 2021 να αποτελεί το ασθενέστερο σημείο και το 2022–2023 την ισχυρότερη μεταγενέστερη φάση της περιόδου. Οι διατυπώσεις αυτές αφορούν τη συγκριτική εξέλιξη του συγκεκριμένου δείγματος και δεν αποτελούν γενίκευση για το σύνολο των αντίστοιχων ναυτιλιακών αγορών.

Καμία από τις τρεις εταιρείες δεν υπερέχει ομοιόμορφα σε όλες τις διαστάσεις της χρηματοοικονομικής επίδοσης: η Danaos διαφοροποιείται κυρίως ως προς τη μακροχρόνια βελτίωση της χρηματοοικονομικής της θέσης, η Star Bulk ως προς την ένταση της κυκλικής επίδοσης και η TEN ως προς τη σχετική σταθερότητα της κεφαλαιακής της διάρθρωσης και τη μεταγενέστερη ανάκαμψη της κερδοφορίας. Η συνολική αξιολόγηση απαιτεί επομένως συνδυαστική ανάγνωση των δεικτών και όχι απομονωμένη ερμηνεία μεμονωμένων αριθμοδεικτών ή χρήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το παρόν κεφάλαιο συνθέτει τα βασικά ευρήματα που προέκυψαν από την ιστορική και στρατηγική εξέταση των εταιρειών, την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τη συγκριτική εφαρμογή των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών για την περίοδο 2016–2025. Σκοπός του είναι η συνολική αποτίμηση των αποτελεσμάτων και η ουσιαστική απάντηση στα ερευνητικά ερωτήματα της εργασίας, χωρίς επανάληψη της αναλυτικής παρουσίασης που προηγήθηκε.

Το δείγμα περιλαμβάνει τις Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited (TEN), οι οποίες παρουσιάζουν διαφορετική κύρια έκθεση στις αγορές dry bulk, containerships και tankers/ενεργειακών μεταφορών, ενώ η Danaos επανεισήλθε από το 2023 και στο dry bulk. Οι διαφορές αυτές, σε συνδυασμό με τις διαφορετικές αρχικές χρηματοοικονομικές θέσεις, τη δομή των ναυλώσεων, τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές και τις μεταβολές της εταιρικής περιμέτρου, αποτελούν αναγκαίο πλαίσιο για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Η ερμηνεία αυτή έχει περιγραφικό και συγκριτικό και όχι αιτιοκρατικό χαρακτήρα. Η χρονική συνύπαρξη μεταβολών στους ναύλους, στις αξίες των πλοίων, στο κόστος χρηματοδότησης, στις εταιρικές συναλλαγές και στις επιμέρους στρατηγικές επιλογές δεν

επιτρέπει, στο πλαίσιο της παρούσας μεθοδολογίας, την ποσοτική απομόνωση της επίδρασης ενός μεμονωμένου παράγοντα. Παράλληλα, τα συμπεράσματα αφορούν αποκλειστικά τις τρεις εξεταζόμενες εταιρείες και δεν γενικεύονται αυτομάτως στο σύνολο του ναυτιλιακού κλάδου ή των αντίστοιχων ναυλαγορών.

7.1 ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ

Η συγκριτική ανάλυση της περιόδου 2016–2025 δεν αναδεικνύει μία ενιαία χρηματοοικονομική διαδρομή ούτε μία εταιρεία ως ομοιόμορφα ισχυρότερη σε όλες τις εξεταζόμενες διαστάσεις. Οι σημαντικότερες διαφοροποιήσεις αφορούν τον χρονισμό και την ένταση της κερδοφορίας, την εξέλιξη της ρευστότητας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης, την αξιοποίηση της περιουσιακής βάσης, τη διάρθρωση των ταμειακών ροών και τον τρόπο με τον οποίο οι μεταβολές αυτές συνδέονται χρονικά με τις διαφορετικές φάσεις των αντίστοιχων ναυτιλιακών αγορών και με ουσιώδεις εταιρικές επιλογές.

Ως προς τη ρευστότητα και την κεφαλαιακή διάρθρωση, η σημαντικότερη διαχρονική μεταβολή καταγράφεται στη Danaos. Η εταιρεία ξεκινά την εξεταζόμενη περίοδο με υψηλή μόχλευση, περιορισμένη ρευστότητα και χαμηλή κεφαλαιακή αυτονομία και, μετά την αναδιάρθρωση του 2018 και τη μεταγενέστερη απομόχλευση, μεταβαίνει σε σημαντικά ενισχυμένη χρηματοοικονομική θέση. Κατά το δεύτερο μέρος της περιόδου παρουσιάζει σημαντικά ενισχυμένη ρευστότητα και αυξημένη συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων, παράλληλα με σημαντική ενίσχυση της λογιστικής κάλυψης τόκων. Η Star Bulk παρουσιάζει επίσης ενίσχυση της κεφαλαιακής αυτονομίας σε σχέση με την αρχή της δεκαετίας, αλλά μέσα σε περισσότερο κυκλικό χρηματοοικονομικό πρότυπο. Η TEN εμφανίζει μικρότερη ένταση μεταβολής στους εξεταζόμενους λογιστικούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, χωρίς αυτό να συνεπάγεται αντίστοιχη σταθερότητα σε όλες τις διαστάσεις της χρηματοοικονομικής της επίδοσης.

Ως προς την κερδοφορία και την αποδοτικότητα, ο χρονισμός διαφοροποιείται ουσιωδώς. Η Star Bulk παρουσιάζει την εντονότερη κυκλική κορύφωση κατά το 2021–2022, ενώ μετά το 2022 οι σχετικές επιδόσεις εξομαλύνονται. Η Danaos εμφανίζει σημαντική βελτίωση σε σειρά εξεταζόμενων δεικτών αποδοτικότητας και διατηρεί θετικές και ενισχυμένες επιδόσεις σε περισσότερες διαδοχικές χρήσεις κατά το δεύτερο μέρος της περιόδου. Η χρήση 2021 απαιτεί, ωστόσο, ειδική ερμηνεία, καθώς το συνολικό δημοσιευμένο καθαρό αποτέλεσμα επηρεάζεται ουσιωδώς από επενδυτικά και λοιπά

στοιχεία, μεταξύ των οποίων και επιδράσεις που συνδέονται με τη συμμετοχή στη ZIM. Η εξαιρετικά υψηλή καθαρή κερδοφορία της συγκεκριμένης χρήσης πρέπει συνεπώς να διακρίνεται από τη λειτουργική κερδοφορία. Η TEN παρουσιάζει διαφορετικό χρονικό πρότυπο, με το 2021 να αποτελεί ιδιαίτερα ασθενή χρήση ως προς την αποδοτικότητα και με ουσιαστική ανάκαμψη κατά το 2022–2023.

Ως προς τη δραστηριότητα και την αξιοποίηση της περιουσιακής βάσης, δεν προκύπτει ασφαλής ενιαία κατάταξη των εταιρειών. Οι σχετικοί αριθμοδείκτες επηρεάζονται από τη σύνθεση και το μέγεθος της αντίστοιχης περιουσιακής ή κεφαλαιακής βάσης και πρέπει να ερμηνεύονται συνδυαστικά και όχι απομονωμένα. Ιδιαίτερη προσοχή απαιτούν οι χρήσεις στις οποίες μεταβάλλεται ουσιωδώς η εταιρική περίμετρος, όπως η συγχώνευση της Star Bulk με την Eagle Bulk το 2024 και η επανείσοδος της Danaos στο dry bulk από το 2023.

Ως προς τις ταμειακές ροές, η ανάλυση επιβεβαιώνει επίσης διαφορετικές χρηματοοικονομικές διαδρομές. Η Danaos και η TEN παρουσιάζουν θετικές λειτουργικές ταμειακές ροές σε όλες τις χρήσεις της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ η Star Bulk εμφανίζει αρνητική λειτουργική ταμειακή ροή μόνο το 2016. Οι ισχυρότερες φάσεις λειτουργικής δημιουργίας ρευστότητας εμφανίζονται με διαφορετικό χρονισμό στις τρεις εταιρείες. Η διαφοροποίηση αυτή, σε συνδυασμό με τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές ροές, δείχνει ότι η αποτίμηση της χρηματοοικονομικής εξέλιξης δεν μπορεί να περιορίζεται στο καθαρό αποτέλεσμα ή σε έναν μεμονωμένο αριθμοδείκτη.

Συνολικά, η συγκριτική εικόνα είναι πολυδιάστατη και όχι ιεραρχική. Οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των εταιρειών αφορούν τόσο το επίπεδο όσο και τον χρονισμό, την ένταση και τη διάρκεια των μεταβολών στους εξεταζόμενους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Δεν προκύπτει επομένως μία εταιρεία ως ομοιόμορφα ισχυρότερη σε όλες τις διαστάσεις, γεγονός που ενισχύει την ανάγκη συνδυαστικής και διαχρονικής αξιολόγησης των αποτελεσμάτων.

Η συμπληρωματική εφαρμογή του Altman Z-Score δεν μεταβάλλει τη βασική συγκριτική εικόνα και χρησιμοποιείται αποκλειστικά ως πρόσθετο διαχρονικό εργαλείο και όχι ως αυτοτελής διάγνωση χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Αντίστοιχα, ο Times Interest Earned αποτυπώνει τη λογιστική κάλυψη του αναγνωρισμένου Interest Expense και όχι τη συνολική ταμειακή ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους.

7.2 ΑΠΑΝΤΗΣΕΙΣ ΣΤΑ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ

«Πώς μεταβλήθηκε η χρηματοοικονομική κατάσταση των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited κατά την περίοδο 2016–2025;»

Η χρηματοοικονομική κατάσταση και των τριών εταιρειών μεταβλήθηκε ουσιαστικά κατά την εξεταζόμενη δεκαετία, χωρίς όμως να ακολουθήσει κοινό πρότυπο εξέλιξης. Οι μεταβολές δεν ήταν ούτε γραμμικές ούτε συγχρονισμένες, αλλά διαφοροποιήθηκαν ως προς την ένταση, τον χρονισμό και τη διάρκεια. Η εξέταση των οικονομικών καταστάσεων, των ταμειακών ροών και των αριθμοδεικτών αναδεικνύει διαφορετικές διαδρομές ως προς τη ρευστότητα, την αποδοτικότητα, την κεφαλαιακή διάρθρωση, τη λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και την εξέλιξη της περιουσιακής βάσης.

Η Star Bulk ακολούθησε περισσότερο κυκλική χρηματοοικονομική πορεία. Η ασθενέστερη εικόνα των πρώτων ετών ακολουθήθηκε από μεταγενέστερη βελτίωση και από ιδιαίτερα ισχυρή φάση κατά το 2021–2022, η οποία αποτυπώθηκε παράλληλα στην κερδοφορία, στην αποδοτικότητα και στις λειτουργικές ταμειακές ροές. Μετά την περίοδο αυτή οι επιδόσεις εξομαλύνθηκαν, ενώ μέχρι το τέλος της δεκαετίας είχε ενισχυθεί η κεφαλαιακή αυτονομία της εταιρείας. Παράλληλα, η συγχώνευση με την Eagle Bulk το 2024 διεύρυνε σημαντικά την εταιρική και περιουσιακή βάση και αποτελεί ουσιαστική μεταβολή για την ερμηνεία των τελευταίων χρήσεων.

Η Danaos παρουσιάζει περισσότερο διαρθρωτική μεταβολή της χρηματοοικονομικής της θέσης. Από μία αρχική κατάσταση υψηλής μόχλευσης, περιορισμένης ρευστότητας και χαμηλότερης κεφαλαιακής αυτονομίας, η εταιρεία μεταβαίνει, μετά την αναδιάρθρωση του 2018 και τη μεταγενέστερη απομόχλευση, σε σημαντικά ενισχυμένη χρηματοοικονομική θέση. Η εξέλιξη αυτή συνοδεύεται από ισχυρή λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και από βελτίωση της αποδοτικότητας κατά το δεύτερο μέρος της περιόδου. Η εξαιρετικά υψηλή καθαρή κερδοφορία του 2021 απαιτεί χωριστή ερμηνεία λόγω της ουσιαστικής επίδρασης επενδυτικών και λοιπών στοιχείων, χωρίς όμως η συνολική βελτίωση της χρηματοοικονομικής εικόνας να περιορίζεται στη συγκεκριμένη χρήση. Από το 2023, η επανείσοδος στο dry bulk και η νέα επενδυτική δραστηριότητα μεταβάλλουν περαιτέρω τη σύνθεση της περιουσιακής και επιχειρηματικής βάσης της εταιρείας.

Η TEN ακολούθησε σχετικά σταθερότερη διαδρομή ως προς τη λογιστική κεφαλαιακή διάρθρωση, αλλά με μεγαλύτερες διακυμάνσεις στην κερδοφορία και στην

αποδοτικότητα. Το 2021 αποτελεί ιδιαίτερα ασθενή χρήση ως προς την αποδοτικότητα, ενώ από το 2022 καταγράφεται ουσιαστική ανάκαμψη, η οποία ενισχύεται το 2023. Παράλληλα, η εταιρεία διατηρεί θετικές λειτουργικές ταμειακές ροές σε ολόκληρη την περίοδο, ακόμη και σε χρήσεις ασθενέστερης λογιστικής επίδοσης. Κατά τα τελευταία έτη, η ανανέωση και επέκταση του στόλου προσθέτει έναν νέο επενδυτικό κύκλο και αυξημένες κεφαλαιουχικές ανάγκες στη χρηματοοικονομική της εξέλιξη.

«Ποιες είναι οι σημαντικότερες διαφορές που προκύπτουν από τη συγκριτική ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών των τριών εταιρειών κατά την περίοδο 2016–2025;»

Η συγκριτική ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών δεν αναδεικνύει μία εταιρεία ως σταθερά ισχυρότερη σε όλες τις εξεταζόμενες κατηγορίες. Αντίθετα, οι διαφορές μεταβάλλονται ανάλογα με τη διάσταση που εξετάζεται και τον χρονικό ορίζοντα της σύγκρισης. Η συγκριτική αξιολόγηση δείχνει επίσης ότι οι διαφορές μεταξύ των εταιρειών δεν αφορούν μόνο το επίπεδο των αριθμοδεικτών, αλλά και την κατεύθυνση, την ένταση και τον χρονισμό της μεταβολής τους κατά τη διάρκεια της δεκαετίας. Η ρευστότητα, η δραστηριότητα, η αποδοτικότητα και η κεφαλαιακή διάρθρωση δίνουν διαφορετικές, αλλά συμπληρωματικές, εικόνες για τις τρεις εταιρείες.

Στους δείκτες ρευστότητας, η Danaos παρουσιάζει την εντονότερη διαχρονική βελτίωση και ολοκληρώνει την περίοδο με την ισχυρότερη συγκριτική εικόνα μεταξύ των τριών εταιρειών. Η Star Bulk εμφανίζει εντονότερες διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια της δεκαετίας και ολοκληρώνει την περίοδο με ενδιάμεση συγκριτική εικόνα, ενώ η TEN παρουσιάζει διακυμάνσεις σε στενότερο εύρος και καταλήγει με την ασθενέστερη σχετική εικόνα ρευστότητας στο τέλος της περιόδου. Οι διαφορές αυτές αναδεικνύουν διαφορετικές διαχρονικές διαδρομές ως προς τη λογιστική εικόνα της βραχυχρόνιας ρευστότητας.

Στους δείκτες δραστηριότητας, δεν προκύπτει αντίστοιχα σαφής και σταθερή υπεροχή μίας εταιρείας. Οι μεταβολές στην ταχύτητα κυκλοφορίας των απαιτήσεων, στην αξιοποίηση του ενεργητικού, των παγίων και των ιδίων κεφαλαίων πρέπει να ερμηνεύονται σε συνδυασμό με τη σύνθεση και το μέγεθος της αντίστοιχης βάσης. Επιπλέον, οι σημαντικές μεταβολές της εταιρικής περιμέτρου, ιδιαίτερα προς το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου, περιορίζουν την αξία μιας απλής μηχανικής κατάταξης. Οι δείκτες δραστηριότητας προσφέρουν επομένως χρήσιμη συγκριτική πληροφόρηση, αλλά δεν υποστηρίζουν από μόνοι τους ένα σταθερό συμπέρασμα συνολικής λειτουργικής υπεροχής.

Στους δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας, η βασική διαφοροποίηση αφορά κυρίως τον χρονισμό και την ένταση των κορυφώσεων. Η Star Bulk παρουσιάζει την εντονότερη κυκλική άνοδο κατά το 2021–2022, ενώ η Danaos εμφανίζει σημαντική βελτίωση και διατηρεί θετικές και ενισχυμένες επιδόσεις σε περισσότερες διαδοχικές χρήσεις κατά το δεύτερο μέρος της περιόδου. Στην περίπτωση της Danaos, ωστόσο, η εξαιρετικά υψηλή καθαρή κερδοφορία του 2021 απαιτεί σαφή διάκριση από τη λειτουργική κερδοφορία λόγω της επίδρασης επενδυτικών και λοιπών στοιχείων. Η TEN ακολουθεί διαφορετικό χρονικό πρότυπο, με την αποδοτικότητα να ανακάμπτει ουσιαστικά μετά το 2021. Συνεπώς, ούτε στην κατηγορία αυτή προκύπτει σταθερή υπεροχή μίας εταιρείας σε ολόκληρη τη δεκαετία.

Στους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, μόχλευσης και φερεγγυότητας, η Danaos παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβολή κατά τη διάρκεια της περιόδου, με ουσιαστική ενίσχυση της συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων και σημαντική βελτίωση της λογιστικής κάλυψης τόκων. Η Star Bulk εμφανίζει επίσης ενίσχυση της κεφαλαιακής αυτονομίας, ενώ η TEN κινείται σε σχετικά στενότερο εύρος ως προς τους βασικούς λογιστικούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η εικόνα του Times Interest Earned πρέπει, ωστόσο, να διαβάζεται ως λογιστικό μέτρο κάλυψης του αναγνωρισμένου τόκου και όχι ως πλήρης ένδειξη συνολικής ταμειακής ικανότητας εξυπηρέτησης του χρέους.

Η συμπληρωματική εφαρμογή του Altman Z-Score παρέχει μία πρόσθετη διαχρονική οπτική, αλλά δεν μεταβάλλει το βασικό συμπέρασμα ότι οι εταιρείες παρουσιάζουν διαφορετικά χρηματοοικονομικά πρότυπα. Η χρήση του παραμένει συμπληρωματική και οι απόλυτες τιμές του δεν αξιοποιούνται ως μηχανική διάγνωση χρηματοοικονομικής δυσχέρειας ή ως αυτοτελής κατάταξη πιστωτικού κινδύνου.

Συνολικά, η συγκριτική ανάλυση των αριθμοδεικτών καταδεικνύει ότι οι σημαντικότερες διαφορές δεν συγκεντρώνονται σε μία μόνο κατηγορία. Η Danaos εμφανίζει την εντονότερη βελτίωση σε σειρά δεικτών ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης, η Star Bulk την εντονότερη κυκλική μεταβολή της αποδοτικότητας, ενώ η TEN παρουσιάζει μεγαλύτερη σχετική σταθερότητα στους βασικούς λογιστικούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και διαφορετικό χρονισμό στην εξέλιξη της αποδοτικότητας. Η συνολική χρηματοοικονομική αξιολόγηση απαιτεί επομένως συνδυαστική ανάγνωση των διαφορετικών κατηγοριών αριθμοδεικτών και όχι κατάταξη με βάση έναν μόνο δείκτη.

«Σε ποιον βαθμό η χρηματοοικονομική εικόνα των εξεταζόμενων εταιρειών μπορεί να ερμηνευθεί με βάση τις στρατηγικές επιλογές τους και τις συνθήκες των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται;»

Οι στρατηγικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές των εταιρειών, καθώς και οι συνθήκες των αντίστοιχων ναυτιλιακών αγορών, παρέχουν ουσιώδες πλαίσιο για την ερμηνεία της χρηματοοικονομικής τους εξέλιξης. Η ίδια μεταβολή σε έναν χρηματοοικονομικό δείκτη μπορεί να έχει διαφορετική οικονομική σημασία ανάλογα με την αρχική χρηματοοικονομική θέση, τη σύνθεση του στόλου, τη δομή των ναυλώσεων, τις επενδυτικές δεσμεύσεις και τον βαθμό έκθεσης στις διακυμάνσεις της αντίστοιχης ναυλαγοράς.

Στη Star Bulk, η ιδιαίτερα ισχυρή χρηματοοικονομική επίδοση του 2021–2022 εμφανίζει χρονική συνάφεια με την ευνοϊκή φάση της dry-bulk αγοράς και εντάσσεται σε ένα επιχειρηματικό μοντέλο με σημαντική έκθεση στον ναυτιλιακό κύκλο. Οι αναχρηματοδοτήσεις, η διαχείριση του χρέους, οι επενδύσεις στον στόλο και η διαχρονική στρατηγική μεγέθυνσης αποτελούν επίσης ουσιώδη στοιχεία του εταιρικού πλαισίου. Η συγχώνευση με την Eagle Bulk το 2024 διεύρυνε σημαντικά την κλίμακα και τη σύνθεση του στόλου και αποτελεί ουσιώδη μεταβολή της εταιρικής περιμέτρου, η οποία πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την ερμηνεία των χρηματοοικονομικών μεγεθών των τελευταίων χρήσεων.

Στη Danaos, η αναδιάρθρωση του 2018 και η μεταγενέστερη απομόχλευση αποτελούν κεντρικά στοιχεία για την ερμηνεία της σταδιακής ενίσχυσης της ρευστότητας και της κεφαλαιακής αυτονομίας. Η μεταγενέστερη ισχυρή containership αγορά συνέπεσε με σημαντική λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ευελιξία, ενώ η συμμετοχή στη ZIM επηρέασε ουσιωδώς τη διαμόρφωση του συνολικού καθαρού αποτελέσματος σε συγκεκριμένες χρήσεις. Από το 2023, η επανείσοδος στο dry bulk προσθέτει διαφορετικό τύπο έκθεσης στη ναυλαγορά και σηματοδοτεί νέα επενδυτική φάση, χωρίς η αύξηση της επενδυτικής δραστηριότητας να συνεπάγεται από μόνη της αντιστροφή της προηγούμενης πορείας απομόχλευσης.

Στην TEN, το επιχειρηματικό μοντέλο συνδυάζει συμβατική κάλυψη, profit-sharing arrangements και επιλεκτική έκθεση στη spot αγορά. Ο συνδυασμός αυτός διαφοροποιεί τον τρόπο με τον οποίο η εταιρεία συμμετέχει στις μεταβολές της tanker market, ενώ η συμβατική κάλυψη παρέχει παράλληλα έναν βαθμό προβλεψιμότητας των εσόδων. Η

ανάκαμψη της αποδοτικότητας μετά το 2021 εμφανίζεται χρονικά σε διαφορετική φάση από την αντίστοιχη κορύφωση της Star Bulk. Παράλληλα, η στρατηγική ανανέωσης του στόλου, οι επενδύσεις σε νεότερο και ενεργειακά αποδοτικό tonnage και ο νέος κύκλος ναυπηγήσεων μεταβάλλουν τις επενδυτικές ανάγκες και την περιουσιακή βάση της εταιρείας.

Η συγκριτική εξέταση δείχνει ότι οι διαφορετικές στρατηγικές επιλογές συνδέονται με διαφορετικούς τρόπους έκθεσης κάθε εταιρείας στις ευκαιρίες και στους κινδύνους του ναυτιλιακού κύκλου. Η μεγαλύτερη συμβατική κάλυψη μπορεί να ενισχύει την προβλεψιμότητα των εσόδων αλλά να περιορίζει τη συμμετοχή σε μία απότομη άνοδο της spot αγοράς, ενώ η επέκταση του στόλου και τα μεγάλα επενδυτικά προγράμματα μπορούν να δημιουργούν δυνατότητες μελλοντικής ανάπτυξης αλλά και σημαντικές κεφαλαιουχικές δεσμεύσεις. Καμία στρατηγική δεν μπορεί επομένως να αξιολογείται ως χρηματοοικονομικά ανώτερη ανεξάρτητα από τη χρηματοοικονομική θέση της εταιρείας και τις συνθήκες της αντίστοιχης αγοράς.

Οι παραπάνω σχέσεις παραμένουν ερμηνευτικές και όχι αιτιοκρατικές. Η παρούσα περιγραφική και συγκριτική μεθοδολογία δεν επιτρέπει την ποσοτική απομόνωση της επίδρασης των ναύλων, των αξιών των πλοίων, της χρηματοδότησης, του λειτουργικού κόστους, των επενδυτικών αποφάσεων ή άλλων επιμέρους παραγόντων. Οι στρατηγικές επιλογές και οι συνθήκες των επιμέρους ναυτιλιακών αγορών μπορούν συνεπώς να χρησιμοποιηθούν ως ουσιώδες πλαίσιο για την ερμηνεία των παρατηρούμενων χρηματοοικονομικών μεταβολών, όχι όμως ως βάση μονοσήμαντης αιτιώδους απόδοσης.

7.3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Μία πρώτη κατεύθυνση μελλοντικής έρευνας είναι η διεύρυνση του δείγματος με περισσότερες εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες και η δημιουργία σαφώς καθορισμένων peer groups ανά βασική ναυλαγορά. Η χρήση μεγαλύτερου και περισσότερο ομοιογενούς δείγματος, κοινής περιόδου αναφοράς και συνεπών λογιστικών ορισμών θα επέτρεπε την εξαγωγή κλαδικών μέσων ή διαμέσων και θα διευκόλυνε τη διάκριση μεταξύ μεταβολών που χαρακτηρίζουν μία συγκεκριμένη εταιρεία και τάσεων που εμφανίζονται ευρύτερα στην αντίστοιχη ναυτιλιακή αγορά.

Δεύτερη κατεύθυνση είναι η επέκταση του χρονικού ορίζοντα και η χρήση συχνότερων δεδομένων. Η ενσωμάτωση περιόδων πριν από το 2016 ή μετά το 2025 θα

επέτρεπε την παρακολούθηση περισσότερων φάσεων των ναυτιλιακών κύκλων και την πληρέστερη αξιολόγηση μεταβολών που πραγματοποιήθηκαν προς το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου, όπως η συγχώνευση της Star Bulk με την Eagle Bulk, η νέα επενδυτική φάση της Danaos και η εξέλιξη του επενδυτικού προγράμματος της TEN. Η χρήση τριμηνιαίων ή εξαμηνιαίων δεδομένων θα μπορούσε επίσης να επιτρέψει ακριβέστερη εξέταση της χρονικής συνάφειας μεταξύ μεταβολών στις ναυλαγορές και χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων.

Περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να ενσωματώσει περισσότερες αγοραίες και λειτουργικές μεταβλητές, όπως δείκτες ναύλων, αξίες πλοίων, επιτόκια, τιμές καυσίμων, στοιχεία orderbook, καθώς και δεδομένα σχετικά με χρηματιστηριακές αποδόσεις και αποτιμήσεις. Με τον τρόπο αυτό θα μπορούσε να διευρυνθεί η συγκριτική ανάλυση πέρα από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις και να εξεταστεί πληρέστερα η σχέση μεταξύ λογιστικής επίδοσης, συνθηκών αγοράς και αγοραίας αποτίμησης.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει επίσης η σύγκριση του κλασικού Altman Z-Score με υποδείγματα περισσότερο προσαρμοσμένα σε κεφαλαιοβόρους ή μη μεταποιητικούς κλάδους. Παράλληλα, η εξέταση πραγματικών πληρωμών τόκων, αποπληρωμών κεφαλαίου, διαθέσιμων πιστωτικών γραμμών και λοιπών συμβατικών υποχρεώσεων θα μπορούσε να συμπληρώσει τον Times Interest Earned με περισσότερο ταμειακά προσανατολισμένα μέτρα εξυπηρέτησης χρέους.

Τέλος, η χρήση οικονομετρικών μεθόδων σε μεγαλύτερο και περισσότερο ομοιογενές δείγμα θα μπορούσε να επιτρέψει αυστηρότερη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ χρηματοοικονομικής επίδοσης, εταιρικών επιλογών και εξωτερικών συνθηκών της ναυτιλιακής αγοράς. Μία τέτοια επέκταση θα απαιτούσε μεγαλύτερο αριθμό παρατηρήσεων και σαφώς ορισμένες επεξηγηματικές μεταβλητές, ώστε οι παρατηρούμενες σχέσεις να εξεταστούν πέρα από το περιγραφικό και συγκριτικό επίπεδο της παρούσας εργασίας.

7.4 ΤΕΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Η συγκριτική εξέταση των Star Bulk Carriers Corp., Danaos Corporation και Tsakos Energy Navigation Limited κατά την περίοδο 2016–2025 αναδεικνύει τρεις διακριτές χρηματοοικονομικές διαδρομές και όχι ένα κοινό πρότυπο εξέλιξης. Οι εταιρείες διαφοροποιούνται ως προς την ένταση και τον χρονισμό της κερδοφορίας, την εξέλιξη της

ρευστότητας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης, τη λειτουργική δημιουργία ρευστότητας και τις μεταβολές της περιουσιακής τους βάσης. Η συγκριτική ανάλυση των αριθμοδεικτών επιβεβαιώνει ότι δεν προκύπτει σταθερή υπεροχή μίας εταιρείας σε όλες τις εξεταζόμενες κατηγορίες: η Danaos διαφοροποιείται κυρίως για την έντονη βελτίωση σε σειρά δεικτών ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης, η Star Bulk για την εντονότερη κυκλικότητα της αποδοτικότητας και η TEN για τη μεγαλύτερη σχετική σταθερότητα στους βασικούς λογιστικούς δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και τον διαφορετικό χρονισμό της ανάκαμψης της αποδοτικότητας. Η βασική συγκριτική εικόνα είναι επομένως πολυδιάστατη και δεν μπορεί να αποδοθεί σε μία ενιαία κατάταξη συνολικής χρηματοοικονομικής υπεροχής.

Παράλληλα, η χρηματοοικονομική αξιολόγηση των εξεταζόμενων ναυτιλιακών επιχειρήσεων αποκτά μεγαλύτερη ερμηνευτική αξία όταν πραγματοποιείται συνδυαστικά και διαχρονικά και όταν συνεκτιμώνται οι στρατηγικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές, οι μεταβολές της εταιρικής περιμέτρου και οι συνθήκες των αντίστοιχων ναυτιλιακών αγορών. Οι παράγοντες αυτοί βοηθούν στην ερμηνεία του διαφορετικού χρονισμού και της διαφορετικής έντασης των χρηματοοικονομικών μεταβολών, χωρίς να επιχειρείται, μέσω της περιγραφικής και συγκριτικής μεθοδολογίας, ποσοτική απομόνωση ή μονοσήμαντη αιτιώδης απόδοση της επίδρασης οποιουδήποτε μεμονωμένου παράγοντα.

Υπό αυτή την έννοια, η βασική συμβολή της εργασίας έγκειται στη συνεπή, συγκριτική και διαχρονική αποτίμηση διαφορετικών χρηματοοικονομικών προτύπων στο πλαίσιο των τριών εξεταζόμενων εταιρειών, με κοινή λογιστική βάση U.S. GAAP και με συνεκτίμηση της οικονομικής σημασίας των επιμέρους αριθμοδεικτών, χωρίς γενίκευση των αποτελεσμάτων στο σύνολο του ναυτιλιακού κλάδου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Acikgoz, Ersin, and Gulden Oner. 2026. “Carbon Regulations and Second-Hand Ship Prices: An Empirical Analysis of Emission Intensity Effects.” *Systems* 14 (5): 499. <https://doi.org/10.3390/systems14050499>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Akdamar, Emrah, and Ömür Kızılgöl. 2024. “Analysing the Financial Ratios of the Companies in the Maritime Industry with Multivariate Statistical Techniques.” *Pomorstvo* 38 (2): 308–321. <https://doi.org/10.31217/p.38.2.11>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Alexandridis, George, Manolis G. Kavussanos, Chi Y. Kim, Dimitris A. Tsouknidis, and Ilias D. Visvikis. 2018. “A Survey of Shipping Finance Research: Setting the Future Research Agenda.” *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* 115: 164–212. <https://doi.org/10.1016/j.tre.2018.04.001>. Open-access manuscript: <https://centaur.reading.ac.uk/76460/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Altman, Edward I. 1968. “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy.” *The Journal of Finance* 23 (4): 589–609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Altman, Edward I. 2018. “Applications of Distress Prediction Models: What Have We Learned After 50 Years from the Z-Score Models?” *International Journal of Financial Studies* 6 (3): 70. <https://doi.org/10.3390/ijfs6030070>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Altman, Edward I., Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Erkki K. Laitinen, and Arto Suvas. 2017. “Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman’s Z-Score Model.” *Journal of International Financial Management & Accounting* 28 (2): 131–171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>. Open-access preprint: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2536340. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Baltic Exchange. 2020. *Baltic Code* 2020. https://www.balticexchange.com/content/dam/balticexchange/consumer/documents/data-services/documentation/ocean-bulk-guides-policies/2020_BalticCode.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Baltic Exchange. 2024. *The Baltic Exchange Investor Indices (BII): White Paper*. <https://www.balticexchange.com/content/dam/balticexchange/consumer/documents/BII%20Whitepaper%202024.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Bigel, Kenneth S. 2022. *Introduction to Financial Analysis*. Open Touro. Open Textbook Library. <https://open.umn.edu/opentextbooks/textbooks/introduction-to-financial-analysis>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Celik Girgin, Sinem, Thanasis Karlis, and Hong-Oanh Nguyen. 2018. “A Critical Review of the Literature on Firm-Level Theories on Ship Investment.” *International Journal of Financial Studies* 6 (1): 11. <https://doi.org/10.3390/ijfs6010011>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Chasiotis, Ioannis, Dimitrios Konstantios, and Vassilios-Christos Naoum. 2022. “Asymmetries in the Capital Structure Speed of Adjustment: The Idiosyncratic Case of the Maritime Industry.” *Cogent Economics & Finance* 10 (1): 2066764. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2066764>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

- CompaniesMarketCap. 2026a. “Danaos (DAC) – Market Capitalization.” <https://companiesmarketcap.com/danaos/marketcap/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- CompaniesMarketCap. 2026b. “Star Bulk Carriers (SBLK) – Market Capitalization.” <https://companiesmarketcap.com/star-bulk-carriers/marketcap/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- CompaniesMarketCap. 2026c. “Tsakos Energy Navigation (TEN) – Market Capitalization.” <https://companiesmarketcap.com/tsakos-energy-navigation/marketcap/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Dahlquist, Julie, and Rainford Knight. 2022. *Principles of Finance*. Houston, TX: OpenStax, Rice University. <https://openstax.org/details/books/principles-finance>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Dahlquist, Julie, and Rainford Knight. 2026. *Principles of Finance 2e*. Houston, TX: OpenStax, Rice University. <https://openstax.org/details/books/principles-finance-2e>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Dai, Lei, Hao Hu, and Di Zhang. 2015. “An Empirical Analysis of Freight Rate and Vessel Price Volatility Transmission in Global Dry Bulk Shipping Market.” *Journal of Traffic and Transportation Engineering (English Edition)* 2 (5): 353–361. <https://doi.org/10.1016/j.jtte.2015.08.007>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Damodaran, Aswath. 2007. “Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications.” Stern School of Business, New York University. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Damodaran, Aswath. n.d.-a. “A Primer on Financial Statements.” Stern School of Business, New York University. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/AccPrimer/accstate.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Damodaran, Aswath. n.d.-b. *Investment Valuation, 2nd ed.: Supporting Material*, Chapter 3, “Understanding Financial Statements.” Stern School of Business, New York University. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/Inv2ed.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Damodaran, Aswath. n.d.-c. “Valuing Distressed and Declining Companies: Statistical Approaches.” Stern School of Business, New York University. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/distresspaper.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2006. “Danaos Corporation Reports Third Quarter and Nine Month Results for Period Ended September 30, 2006.” November 7, 2006. U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465906073943/a06-23701_1ex99d1.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2011. *Annual Report for the Fiscal Year Ended December 31, 2010*. U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000104746911005994/a2204467zex-99_3.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2016. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2015.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000104746916011187/a2227685z20-f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

- Danaos Corporation. 2017. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2016.” Danaos Corporation. https://s2.q4cdn.com/951507448/files/doc_financials/Annual_Reports/2016/DANAOS-Annual-Report-2016.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2018a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2017.” U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000104746918004761/a2236120zex-99_3.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2018b. “Danaos Corporation Announces Closing of Comprehensive Debt Refinancing.” August 13, 2018. U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465918051950/a18-16361_2ex99d1.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2019. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2018.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000104746919000915/a2237893z20-f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2020. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2019.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000104746920001086/a2240831z20-f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2021. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2020.” U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465921032147/tm2038323-1_20f.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2022. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2021.” Danaos Corporation. https://s2.q4cdn.com/951507448/files/doc_financials/2021/ar/Danaos-Annual-Report-2021.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2023. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2022.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465923030602/dac-20221231x20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2024. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2023.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465924029397/dac-20231231x20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2025a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2024.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000141057825000277/0001410578-25-000277-index.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2025b. “Danaos Corporation Adds \$304 Million to Contracted Revenue Backlog and Orders Two Additional Containership Vessel Newbuildings.” September 30, 2025. U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465925095054/tm2527604d1_ex99-1.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. 2026a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2025.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465926021574/dac-20251231x20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

- Danaos Corporation. 2026b. “Results for the Three Months Ended March 31, 2026.” U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1369241/000110465926059060/tm2614224d1_ex99-1.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Danaos Corporation. n.d. “History.” <https://www.danaos.com/about-danaos/history/default.aspx>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Financial Accounting Standards Board. 2016. *Accounting Standards Update No. 2016-18: Statement of Cash Flows (Topic 230): Restricted Cash*. Norwalk, CT: Financial Accounting Foundation. https://storage.fasb.org/ASU_2016-18.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Financial Accounting Standards Board. 2021a. *Concepts Statement No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information, as Amended*. Norwalk, CT: Financial Accounting Foundation. <https://storage.fasb.org/Concepts%20Statement%208%20Chapter%203%20As%20Amended.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Financial Accounting Standards Board. 2021b. *Concepts Statement No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 4, Elements of Financial Statements*. Norwalk, CT: Financial Accounting Foundation. https://storage.fasb.org/Concepts_Statement_8-Chapter_4-Elements.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Financial Accounting Standards Board. 2021c. *Concepts Statement No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 8, Notes to Financial Statements, as Amended*. Norwalk, CT: Financial Accounting Foundation. https://storage.fasb.org/Concepts_Statement_8_Chapter_8_As_Amended.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Financial Accounting Standards Board. 2021d. *Concepts Statement No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 7, Presentation*. Norwalk, CT: Financial Accounting Foundation. https://storage.fasb.org/Concepts_Statement_8-Chapter_7-Presentation.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Financial Accounting Standards Board. 2023. *Concepts Statement No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 5, Recognition and Derecognition*. Norwalk, CT: Financial Accounting Foundation. <https://storage.fasb.org/Concepts%20Statement%208%E2%80%94Chapter%205%E2%80%94Recognition%20and%20Derecognition.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Financial Accounting Standards Board. 2024. *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Norwalk, CT: Financial Accounting Foundation. <https://storage.fasb.org/Conceptual%20Framework%20for%20Financial%20Reporting%20%28September%202024%29.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Franklin, Mitchell, Patty Graybeal, and Dixon Cooper. 2019. *Principles of Accounting, Volume 1: Financial Accounting*. Houston, TX: OpenStax, Rice University. <https://openstax.org/details/books/principles-financial-accounting>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- IFRS Foundation. 2021. *Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/conceptual-framework-for-financial-reporting.pdf?bypass=on>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- IFRS Foundation. 2022. *IAS 7: Statement of Cash Flows*. London: IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/ias-7-statement-of-cash-flows.pdf?bypass=on>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

- IFRS Foundation. 2024. *IFRS 18: Presentation and Disclosure in Financial Statements*. London: IFRS Foundation.
<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/amendments/english/2024/effect-analysis-ifrs18-april2024.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Council on Clean Transportation. 2023. *Options for Reducing Methane Emissions from New and Existing LNG-Fueled Ships*. Washington, DC: ICCT.
<https://theicct.org/wp-content/uploads/2023/10/Options-for-Reducing-Methane-Emissions-from-New-and-Existing-LNG-Fueled-Ships-FINAL-926.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Maritime Organization (IMO). 2020. “IMO 2020 – Cutting Sulphur Oxide Emissions.” <https://www.imo.org/en/mediacentre/hottopics/pages/sulphur-2020.aspx>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Maritime Organization (IMO). 2022. “Rules on Ship Carbon Intensity and Rating System Enter into Force.” November 1, 2022.
<https://www.imo.org/en/mediacentre/pressbriefings/pages/cii-and-eexi-entry-into-force.aspx>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Maritime Organization (IMO). 2023. “2023 IMO Strategy on Reduction of GHG Emissions from Ships.” <https://www.imo.org/en/ourwork/environment/pages/2023-imo-strategy-on-reduction-of-ghg-emissions-from-ships.aspx>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Maritime Organization (IMO). 2025. “IMO Net-Zero Shipping Talks to Resume in 2026.” October 17, 2025.
<https://www.imo.org/en/mediacentre/pressbriefings/pages/imo-net-zero-shipping-talks-to-resume-in-2026.aspx>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Maritime Organization (IMO). 2026. “MEPC 84th Session.” May 1, 2026.
<https://www.imo.org/en/mediacentre/meetingsummaries/pages/temporary-mepc-84th-session.aspx>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Maritime Organization (IMO). n.d. “MARPOL Annex I – Prevention of Pollution by Oil.” <https://www.imo.org/en/ourwork/environment/pages/oilpollution-default.aspx>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Transport Forum. 2015. *The Impact of Mega-Ships*. International Transport Forum Policy Papers, no. 10. Paris: OECD Publishing.
<https://doi.org/10.1787/5jlwvzcm3j9v-en>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- International Transport Forum. 2018. *The Impact of Alliances in Container Shipping*. International Transport Forum Policy Papers, no. 62. Paris: OECD Publishing.
<https://doi.org/10.1787/61e65d38-en>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Kavussanos, Manolis G., Stergiani (Stella) A. Moysiadou, and Dimitris A. Tsouknidis. 2026. “Time Segmentation in Tanker Freight Markets: The Role of Risk and Relative Freight Rates in Switching Decisions.” *Energy Economics* 154: 109110.
<https://doi.org/10.1016/j.eneco.2025.109110>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Kotcharin, Suntichai, and Kulaya Jantadej. 2024. “Behavior of Small and Medium Shipping Enterprises’ Working Capital Management: Moderating Role of Firm-Specific Characteristics in Times of Crises and Geopolitical Risk.” *Cogent Business & Management* 11 (1): 2396544. <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2396544>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Lazakis, Iraklis, and Robert Van Der Meer. 2023. “Organisational Structure Configurations, Their Application and Contribution to Business Performance in Greek Shipping Companies.” *WMU Journal of Maritime Affairs* 22: 543–570. <https://doi.org/10.1007/s13437-023-00315-4>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

- Martinis, Dennis, Efstathia Koulouridi, Matteo Pacca, Alkmini Chalofiti, and Apostolos Zampelas. 2024. "Greek Shipping: Success Factors and Opportunities." McKinsey & Company, July 30, 2024. <https://www.mckinsey.com/industries/logistics/our-insights/greek-shipping-success-factors-and-opportunities>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Melas, Konstantinos D., and Nektarios A. Michail. 2021. "The Relationship between Commodity Prices and Freight Rates in the Dry Bulk Shipping Segment: A Threshold Regression Approach." *Maritime Transport Research* 2: 100025. <https://doi.org/10.1016/j.martra.2021.100025>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Michail, Nektarios A., and Konstantinos D. Melas. 2020. "Quantifying the Relationship between Seaborne Trade and Shipping Freight Rates: A Bayesian Vector Autoregressive Approach." *Maritime Transport Research* 1: 100001. <https://doi.org/10.1016/j.martra.2020.100001>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Michail, Nektarios A., and Konstantinos D. Melas. 2023. "Containership New-Building Orders and Freight Rate Shocks: A 'Wait and See' Perspective." *The Asian Journal of Shipping and Logistics* 39 (1): 30–37. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2023.01.001>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Mohanty, Sunil K., Roar Aadland, Sjur Westgaard, Stein Frydenberg, Hilde Lillienksiold, and Cecilie Kristensen. 2021. "Modelling Stock Returns and Risk Management in the Shipping Industry." *Journal of Risk and Financial Management* 14 (4): 171. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040171>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Negkakakis, Ioannis C. 2025. "How Capital Leases Affect Firm Performance: An Analysis in the Shipping Industry." *Journal of Risk and Financial Management* 18 (7): 371. <https://doi.org/10.3390/jrfm18070371>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Notteboom, Theo, Thanos Pallis, and Jean-Paul Rodrigue. 2021. "Disruptions and Resilience in Global Container Shipping and Ports: The COVID-19 Pandemic versus the 2008–2009 Financial Crisis." *Maritime Economics & Logistics* 23 (2): 179–210. <https://doi.org/10.1057/s41278-020-00180-5>. Open-access full text: <https://pmc.ncbi.nlm.nih.gov/articles/PMC7781181/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Offshore Energy. 2017. "TEN Wraps Up 15-Vessel Newbuilding Program." November 13, 2017. <https://www.offshore-energy.biz/ten-wraps-up-15-vessel-newbuilding-program/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Oil Companies International Marine Forum (OCIMF). n.d. "Programmes." <https://www.ocimf.org/programmes/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- OpenStax. 2025. *Introduction to Business 2e*. Houston, TX: OpenStax, Rice University. <https://openstax.org/books/introduction-business-2e/pages/14-7-analyzing-financial-statements>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Open University. n.d. "Financial Statement Analysis and Interpretation." OpenLearn. <https://www.open.edu/openlearn/mod/oucontent/view.php?id=162210>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Park, Sunghwa, Hyun-sok Kim, and Janghan Kwon. 2023. "The Impacts of Demand and Supply Shocks in the Dry Bulk Shipping Market." *The Asian Journal of Shipping and Logistics* 39 (1): 13–22. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2022.10.004>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Robison, Lindon. n.d. "Financial Ratios." In *Financial Management for Small Businesses*, 2nd OER Edition. Michigan State University Libraries. <https://openbooks.lib.msu.edu/financialmanagement/chapter/financial-ratios/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Star Bulk Carriers Corp. 2015. *Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2014*. U.S. Securities and Exchange Commission.

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000156761915000448/s000840x1_20f.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2016. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2015.” U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000156761916002064/s001237x1_20f.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2017. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2016.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1386716&owner=exclude>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2018a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2017.” U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000114036118014673/s002145x1_20f.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2018b. “Star Bulk Announces the Acquisition of 16 Vessels from Augustea Atlantica & York Capital Management.” April 20, 2018. U.S. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000095014218001039/eh1800626_ex9901.htm. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2019a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2018.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000114036119005312/form20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2019b. *Corporate Presentation*. June 2019. https://www.starbulk.com/media/uploads_file/2019/06/18/p1ddljljq91voq168atvg1a2usg94.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2020a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2019.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000114036120007197/form20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2020b. “Star Bulk Carriers Corp. Reports Financial Results for the Third Quarter and Nine Months Ended September 30, 2020.” November 16, 2020. https://www.starbulk.com/media/uploads_file/2020/11/17/p1en9mdodoh3k7b81h2g1rqu9gk4.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2021a. “Annual Report on Form 20-F/A for the Fiscal Year Ended December 31, 2020.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000091957421002727/sblk-20201231.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2021b. *Corporate Presentation*. March 2021. https://www.starbulk.com/media/uploads_file/2021/03/01/p1evn8vfmd15idptd1pfl6ci18d74.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2021c. “Star Bulk Carriers Corp. Reports Net Profit of \$124.2 Million for the Second Quarter of 2021 and Declares Quarterly Dividend.” August 5, 2021. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000091957421004842/sblk-20210630.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Star Bulk Carriers Corp. 2022a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2021.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000091957422002290/sblk-20211231.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

- Star Bulk Carriers Corp. 2022b. “Star Bulk Carriers Corp. Reports Financial Results for the Second Quarter and Six Months Ended June 30, 2022.” August 4, 2022. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000095015722000890/exhibit992.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Star Bulk Carriers Corp. 2023. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2022.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000095015723000218/sblk-20221231.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Star Bulk Carriers Corp. 2024a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2023.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000095015724000400/sblk-20231231.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Star Bulk Carriers Corp. 2024b. “Star Bulk Completes Merger with Eagle Bulk.” April 9, 2024. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000095015724000585/ex99-1.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Star Bulk Carriers Corp. 2025. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2024.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000095015725000241/sblk-20241231.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Star Bulk Carriers Corp. 2026. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2025.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1386716/000095015726000397/sblk-20251231.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Tsakos Energy Navigation Limited. 2014. *Annual Report 2013*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312514174781/d719973d6k.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Tsakos Energy Navigation Limited. 2016a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2015.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312516537210/d174499dex994.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Tsakos Energy Navigation Limited. 2016b. “Tsakos Energy Navigation Reports Solid First Quarter 2016 Financial Results and Declares Next Dividend.” May 31, 2016. GlobeNewswire. <https://www.globenewswire.com/news-release/2016/05/31/1258270/0/en/tsakos-energy-navigation-reports-solid-first-quarter-2016-financial-results-and-declares-next-dividend.html>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Tsakos Energy Navigation Limited. 2017. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2016.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312517148332/d384171d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Tsakos Energy Navigation Limited. 2018a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2017.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.tenn.gr/wp-content/uploads/2018/04/20F2017.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Tsakos Energy Navigation Limited. 2018b. *Fourth Quarter and Year End 2017 Earnings Conference Presentation*. March 12, 2018. <https://www.tenn.gr/wp-content/uploads/2018/05/Q4-2017.pdf>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2019. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2018.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312519105224/d715066d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2020. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2019.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312520107119/d913676d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2021. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2020.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312521118474/d138751d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2022. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2021.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/edgar/browse/?CIK=1166663&owner=exclude>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2023. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2022.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312523094132/d455139d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2024a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2023.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312524102899/d800736d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2024b. *ESG Report 2023*. https://www.tenn.gr/wp-content/uploads/2024/12/TEN_ESG_REPORT_2023.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2024c. “TEN Ltd. Announces New NYSE Ticker Symbol ‘TEN’.” June 14, 2024. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312524161669/d805052dex991.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2025a. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2024.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312525079101/d896344d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2025b. *TEN Ltd. Data Kit*. July 11, 2025. https://www.tenn.gr/wp-content/uploads/2025/07/TEN_LTD_DATA_KIT_071125.pdf. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2025c. “TEN Ltd. Announces the Building of Nine DP2 Shuttle Tankers in South Korea With 15-Year Employment to Transpetro–Petrobras.” March 18, 2025. GlobeNewswire. <https://www.globenewswire.com/news-release/2025/03/18/3044630/0/en/TEN-Ltd-Announces-the-Building-of-Nine-DP2-Shuttle-Tankers-in-South-Korea-With-15-Year-Employment-to-Transpetro-Petrobras.html>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tsakos Energy Navigation Limited. 2026. “Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2025.” U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166663/000119312526144027/d49235d20f.htm>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Tvedt, Jostein, and Inger Beate Hovi. 2024. “Container Shipping: A Market Equilibrium Perspective on Freight Rates Formation Post-Covid-19.” *Transportation Research Part A*:

- Policy and Practice* 179: 103917. <https://doi.org/10.1016/j.tra.2023.103917>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Union of Greek Shipowners. 2026. *Hellenic Shipping Moves the World: Annual Report 2025/26*. Piraeus: Union of Greek Shipowners. <https://annualreport2526.ugs.gr/2026>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2009. *Review of Maritime Transport 2009*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2009>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2016. *Review of Maritime Transport 2016*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2016>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2020. *Review of Maritime Transport 2020*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2020>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2021. *Review of Maritime Transport 2021*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2021>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2022. *Review of Maritime Transport 2022: Navigating Stormy Waters*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2022>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2023. *Review of Maritime Transport 2023: Towards a Green and Just Transition*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2023>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2024. *Review of Maritime Transport 2024: Navigating Maritime Chokepoints*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2024>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2025a. *Review of Maritime Transport 2025: Staying the Course in Turbulent Waters*. Geneva: United Nations. <https://unctad.org/publication/review-maritime-transport-2025>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2025b. “Containerised Transport.” *SDG Pulse* 2025, June 26, 2025. <https://sdgpulse.unctad.org/glossary/containerised-transport/>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- U.S. Securities and Exchange Commission. 2017. “Beginners’ Guide to Financial Statements.” Last reviewed February 6, 2017. <https://www.sec.gov/about/reports-publications/beginners-guide-financial-statements>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Wu, Tien-Huei, Chia-Wen Chen, Yi-Cheng Lin, and Chia-Huei Wu. 2022. “Identifying Key Financial, Environmental, Social, Governance (ESG), Bond, and COVID-19 Factors Affecting Global Shipping Companies—A Hybrid Multiple-Criteria Decision-Making Method.” *Sustainability* 14 (9): 5148. <https://doi.org/10.3390/su14095148>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)
- Yeo, Heejung. 2016. “Solvency and Liquidity in Shipping Companies.” *The Asian Journal of Shipping and Logistics* 32 (4): 235–241. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2016.12.007>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)

Ziakas, Anastasios, and Maria Boile. 2026. “Accelerating Ferry Fleet Renewal through Green Financing – the Case of the Greek Ferry Network.” *Journal of Shipping and Trade* 11: 9. <https://doi.org/10.1186/s41072-026-00232-8>. (τελευταία πρόσβαση 30 Αυγούστου 2026)