



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΠΜΣ: ΕΝΕΡΓΕΙΑ: «ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΚΑΙΟ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»**

**«Η συνεισφορά των ιδιωτικών πετρελαϊκών εταιρειών  
στην Ελληνική Οικονομία»**

Διπλωματική εργασία της Νίκης Κ. Αραμπατζή  
(Α.Μ. ) ΜΕΔ 16006

Επιβλέπων Καθηγητής: Σπυρίδων Ρουκανάς

Αθήνα 2020

## **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Θέμα: «Η συνεισφορά των ιδιωτικών πετρελαϊκών εταιρειών στην Ελληνική Οικονομία»

Δηλώνω υπεύθυνα ότι το έργο που εκπονήθηκε και παρουσιάζεται στην υποβαλλόμενη διπλωματική εργασία είναι αποκλειστικά ατομικό δικό μου. Όποιες πληροφορίες και υλικό που περιέχονται έχουν αντληθεί από άλλες πηγές, έχουν καταλλήλως αναφερθεί στην παρούσα διπλωματική εργασία. Επιπλέον, τελώ εν γνώσει ότι σε περίπτωση διαπίστωσης ότι δεν συντρέχουν όσα βεβαιώνονται από μέρους μου, μου αφαιρείται ανά πάσα στιγμή αμέσως ο τίτλος.

### **Ευχαριστίες**

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου κο Ρουκανά Σπυρίδωνα, που με την αμέριστη βοήθεια του συνέβαλε στην επιτυχή ολοκλήρωση της διπλωματικής εργασίας.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω το εκπαιδευτικό και διοικητικό προσωπικό του ΠΜΣ του Πανεπιστημίου Πειραιά για τις υψηλού επιπέδου γνώσεις και εμπειρίες που αποκόμισα κατά τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα διπλωματική στόχος είναι η εξέταση της επίδρασης της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008 στον πετρελαϊκό κλάδο και η ανάλυση της κεφαλαιακής επάρκειας και βιωσιμότητας των εταιρειών του κλάδου εκείνη την περίοδο.

Τα αίτια της κρίσης ήταν πολλά, αλλά τα πιο σημαντικά ήταν τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου πριν την κρίση, η ανεπαρκής εποπτεία του τραπεζικού συστήματος, η υψηλή μόχλευση του και η ενδογενής γένεση μακροοικονομικών ρίσκων. Η κρίση δεν θα μπορούσε να μην επηρεάσει και τον κλάδο του Πετρελαίου στην Ελλάδα, καταφέροντας να πλήξει την εγχώρια ζήτηση του κλάδου αλλά και τις τιμές του πετρελαίου.

Η ανάλυση επικεντρώθηκε σε τέσσερις βασικές εταιρείες του κλάδου, τα Ελληνικά Πετρέλαια, την Ελίν Όιλ, τη Ρεβόιλ και τη Μότορ Όιλ και βασίστηκε στα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών για τις περιόδους 2008-2018. Η μελέτη που διεξήχθη έδειξε πως όλες οι εταιρείες εμφανίζουν υψηλούς δείκτες μόχλευσης, δείχνοντας όμως σημάδια σταθεροποίησης τους κατά την περίοδο της κρίσης. Αυτό είναι απολύτως φυσιολογικό λόγω της κρίσης και η γρήγορη προσαρμογή και σταθεροποίηση τους δείχνει πόσο καλά προετοιμασμένες ήταν οι επιχειρήσεις. Το αντίθετο συμβαίνει με τους δείκτες βιωσιμότητας οι οποίοι παρουσιάζουν πιο μεικτή εικόνα. Λόγω των περιορισμένων ταμειακών ροών των επιχειρήσεων υπάρχει μία επιδείνωση αλλά κάποιες εταιρείες καταφέρνουν να τους κρατούν σε ικανοποιητικά επίπεδα ενώ κάποιες άλλες όχι, χωρίς όμως να θεωρείται πως υπάρχει λόγος ανησυχίας.

## Περιεχόμενα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008 ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ .....	6
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	6
2.2 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ .....	6
2.3 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΔΙΥΛΙΣΗΣ .....	9
2.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΟΥ .....	13
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	13
3.2 Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ .....	13
3.3 ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ.....	19
3.3.1 ΤΟΜΕΑΣ ΔΙΥΛΙΣΗΣ.....	19
3.3.2 ΤΟΜΕΑΣ ΕΜΠΟΡΙΑΣ.....	22
3.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΠΕΤΡΕΛΑΪΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ .....	28
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	28
4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ .....	32
4.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	56
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	59

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό να εξετάσει τη συνεισφορά των ελληνικών πετρελαϊκών επιχειρήσεων στην ελληνική οικονομία κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης του 2008 έως σήμερα. Θα εξετάσει επίσης πως η κρίση επηρέασε την κεφαλαιακή διάρθρωση και βιωσιμότητα των επιχειρήσεων.

Στην αρχή θα γίνει ανάλυση της χρηματοοικονομικής κρίσης παρουσιάζοντας διάφορους ορισμούς της, τα αίτια που την προξένησαν αλλά και τις συνέπειες που είχε για την ελληνική οικονομία. Επιπλέον θα γίνει λόγος και για τις επιπτώσεις της κρίσης τον ελληνικό κλάδο διύλισης.

Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν οι επιχειρήσεις που απαρτίζουν τον κλάδο διύλισης στην ελληνική οικονομία. Θα χωριστεί ο κλάδος στις εταιρείες του κλάδου διύλισης και στις εταιρείες του κλάδου εμπορίας πετρελαίου, αναλύοντας κάθε μία εξ' αυτών. Έπειτα θα παρουσιαστεί η οικονομική μελέτη και τα αποτελέσματα της, για την κατανόηση της επίδρασης της χρηματοοικονομικής κρίσης στις ελληνικές επιχειρήσεις.

Η μελέτη θα βασιστεί στην ανάλυση αριθμοδεικτών που αναφέρονται στη μόχλευση και τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων για την περίοδο 2008-2018. Οι δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν επιλέχθηκαν βάση της κατηγοριοποίησης και διότι δίνουν ακριβή εικόνα των εξελίξεων στις εταιρείες.

Στο τέλος θα γίνει αναφορά στα συμπεράσματα κάθε κεφαλαίου αλλά και συνολικά για να καταλήξουμε στο πως οι επιχειρήσεις του κλάδου διύλισης επηρεάστηκαν από τη χρηματοοικονομική κρίση αλλά και πως μπόρεσαν οι ίδιες να συνεισφέρουν στην οικονομία

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο να απαντήσει στο τι είναι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ποια η επίδραση της στον κλάδο του πετρελαίου σε εγχώριο επίπεδο, αλλά και πως αντιμετώπισαν οι εταιρείες του κλάδου αυτή την κρίση.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008 ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

### **2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό την εξέταση της κεφαλαιακής διάρθρωσης του κλάδου του πετρελαίου κατά την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008. Πριν όμως εξεταστεί η κεφαλαιακή διάρθρωση, θα πρέπει να αναλυθεί η κρίση ώστε να γίνει κατανοητή η κατάσταση της οικονομίας εκείνης της περιόδου. Αναλύεται το ξεκίνημα της κρίσης από την Αμερική και την εξάπλωση της σε όλη την Ευρώπη, παραθέτοντας τις επιπτώσεις που είχε στην εγχώρια οικονομία.

### **2.2 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

Η διεθνής βιβλιογραφία δεν παρέχει ένα κοινά αποδεκτό ορισμό της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι Valencia και Laeven (2008) προσπάθησαν να ορίσουν το φαινόμενο μίας χρηματοοικονομικής κρίσης λέγοντας πως είναι η κατάσταση στην οποία οι χρηματοπιστωτικοί αλλά και εταιρικοί τομείς μίας χώρας έρχονται αντιμέτωποι με τη δυσκολία της έγκαιρης εξόφλησης των υποχρεώσεων τους. Αυτό οδηγεί στην αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων αλλά και στην εξάντληση ολόκληρου του κεφαλαίου του τραπεζικού συστήματος ή τουλάχιστον του μεγαλύτερου μέρους του. Αρκετές φορές αυτή η κατάσταση συνοδεύεται από υποβάθμιση των περιουσιακών στοιχείων, αύξηση των πραγματικών επιτοκίων και επιβάρυνση της ροής κεφαλαίων.

Οι Bordo et al (2001), έδωσαν ένα παρεμφερή ορισμό, σύμφωνα με τον οποίο ως χρηματοπιστωτική κρίση ορίζεται η περίοδος κατά την οποία η χρηματοοικονομική πίεση που ασκείται στον τραπεζικό τομέα καταλήγει στη διάβρωση του μεγαλύτερου μέρους ή και ολόκληρου του συνολικού τραπεζικού κεφαλαίου.

Από την άλλη μεριά οι Rogoff και Reinhart (2008a) προσπάθησαν να ορίσουν τη χρηματοπιστωτική κρίση ως μία κατάσταση που είναι αποτέλεσμα ενός εκ των

παρακάτω δύο γεγονότων. Το πρώτο γεγονός είναι πως οι ταμειακές ροές των τραπεζών οδηγούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε εξαγορά, κλείσιμο ή συγχώνευση με το δημόσιο τομέα. Το δεύτερο γεγονός που συμβάλει στην ύπαρξη κρίσης είναι η απουσία ταμειακών ροών, η εξαγορά, το κλείσιμο, η συγχώνευση ή η κυβερνητική βοήθεια σε σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας, που σημαίνει την αλυσιδωτή αντίδραση παρόμοιων εξελίξεων και σε άλλα ιδρύματα.

Όλοι οι παραπάνω ορισμοί μας βοηθούν να έχουμε μία ξεκάθαρη εικόνα της κατάστασης μίας οικονομίας που βρίσκεται υπό χρηματοπιστωτική κρίση.

Οι Ηνωμένες Πολιτείες ήταν η χώρα στην οποία ξέσπασε αρχικά η χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Τα αίτια αυτής της κρίσης σύμφωνα με τους Κολλίντζα και Ψαλιδόπουλο (2009) μπορούμε να τα κατατάξουμε σε τέσσερις κατηγορίες. Η πρώτη είναι οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, η δεύτερη η υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση του τραπεζικού συστήματος, έπειτα η ασύμμετρη πληροφόρηση και τα προβλήματα εντολέα-εντολοδόχου και η τελευταία κατηγορία τα ρυθμιστικά κενά και η ελλιπής εποπτεία.

Πολύ γρήγορα η χρηματοοικονομική κρίση των Ηνωμένων Πολιτειών μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση. Η μετατροπή αυτή ήταν αναπόφευκτη λόγω του ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι η καρδιά της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομικής δομής (Χαρδούβελης, 2009). Ένας μεγάλος αριθμός ευρωπαϊκών τραπεζών άρχισαν να πτωχεύουν και η χρηματιστηριακή αγορά άρχισε να συρρικνώνεται (Fackler, 2008). Η κρίση στη περιοχή της Ευρωζώνης εξελίχθηκε από κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε κρίση χρέους, διότι πάρα πολλές χώρες επέλεξαν να σώσουν το τραπεζικό τους σύστημα χρηματοδοτώντας το με κρατικά κεφάλαια. Χώρες όπως η Ισλανδία, η Ιταλία, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία και φυσικά η Ελλάδα αναγκάστηκαν να υιοθετήσουν προγράμματα λιτότητας ώστε να μπορέσουν να μειώσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα τους.

Οι συνέπειες της κρίσης για την Ελλάδα ήταν αρκετές και θα προσπαθήσουμε να αποτυπώσουμε τις πιο σημαντικές. Σύμφωνα με τον Καραμούζη (2009) οι ελληνικές τράπεζες την περίοδο της κρίσης παρουσιάστηκαν αρκετά συντηρητικές. Από τη μία ο λόγος αξίας του ενεργητικού προς τα ίδια κεφάλαια ήταν 15 προς 1, ενώ από την

άλλη οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν λόγο 35 προς 1. Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είχε χαμηλότερο βαθμό μόχλευσης. Από την άλλη ο λόγος δανείων προς τις καταθέσεις ήταν στο 115%, τη στιγμή που ο αντίστοιχος λόγος σε χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ισπανία, κυμαίνονταν μεταξύ 170% και 200%. Συμπεραίνουμε λοιπόν πως υπήρχε χαμηλός βαθμός εξάρτησης για άντληση ρευστότητας. Επίσης ο δείκτης Core Tier I δηλαδή η σχέση ιδίων κεφαλαίων με το σταθμισμένο ενεργητικό βρισκόταν σε επίπεδα άνω του 8%. Αυτό είναι πολύ υψηλότερο από το αντίστοιχο ποσοστό των περισσότερων ευρωπαϊκών τραπεζών για την περίοδο 2008-2009, δηλώνοντας πως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είχε ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια. Τέλος η Ελλάδα έλαβε ένα από τα μικρότερα πακέτα στήριξης στην Ευρώπη, μόλις € 28 δις. Το πακέτο στήριξης στόχευε κυρίως στην αντιμετώπιση προβλημάτων ρευστότητας που προήλθαν από την κρίση.

Όλες οι παραπάνω ενδείξεις τις οποίες αναφέραμε δείχνουν πως η ύφεση της Ελλάδος δεν ήταν απόρροια, τουλάχιστον άμεση, από την κρίση των Ηνωμένων Πολιτειών το 2008, αλλά πηγάζει από ενδογενείς παράγοντες της ελληνικής οικονομίας και της παγκόσμιας ύφεσης (Χαρμπής, 2014).

Σύμφωνα με τον Κοντογιάννη (2009) οι ελληνικές τράπεζες δεν μπορούσαν να αποφύγουν όλες τις επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης τις οποίες προκάλεσε η έκρηξη της φούσκας στην αμερικανική αγορά κατοικιών. Η χρηματιστηριακή αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών χτυπήθηκε τον Αύγουστο του 2008, καθώς οι διεθνείς χρηματαγορές καταποντίζονταν έως τη στιγμή που η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αλλά και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων πολιτειών, αποφάσισαν να προσφέρουν ρευστότητα στις αγορές ώστε να εξομαλυνθεί η κατάσταση και να αναζωπυρωθούν οι ελπίδες για μείωση των επιτοκίων. Την ίδια στιγμή οι ελληνικές τράπεζες διαπίστωναν πως η ρευστότητα ήταν πολύτιμο περιουσιακό στοιχείο έπειτα από μία πολυετή περίοδο αύξησης της μόχλευσης. Επίσης το υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης για τις τράπεζες που υπερέβησαν το 100% του λόγου δανείων προς καταθέσεις, όπως η Eurobank, η Τράπεζα Πειραιώς, η Alpha Bank, οδήγησε σε χαμηλότερα κέρδη για αυτές τις τράπεζες. Οι τράπεζες, απέναντι στη μείωση των κερδών τους, απάντησαν με την προσφορά νέων στεγαστικών δανείων ρυθμιζόμενου επιτοκίου με βάση το Euribor



και όχι το επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ζητώντας ακόμη και τα παλιά δάνεια να μην μετρούνται με βάση το επιτόκιο της Ε.Κ.Τ. αλλά να βασίζονται στο Euribor.

Παράλληλα με όλα αυτά οι ελληνικές τράπεζες άρχισαν να προσφέρουν καταθέσεις με υψηλότερα επιτόκια άνω του 3%, προκειμένου να προσελκύσουν νέους καταθέτες. Αυτό είναι δυνατό διότι το κόστος για αυτούς είναι υψηλότερο από το δανεισμό μέσω διατραπεζικών συναλλαγών ή σε άλλες αγορές. Κάποιες τράπεζες αναγκάστηκαν να λάβουν περισσότερα μέτρα για την ενίσχυση της ρευστότητας τους, επειδή η Τράπεζα της Ελλάδος ζήτησε περισσότερες εγγυήσεις για την κεφαλαιακή επάρκεια και συχνότερη αναφορά της. Αυτό σήμαινε όμως και υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης, γιατί αυτές οι τράπεζες είχαν περιορισμένες πιστωτικές γραμμές και δεν είχαν άλλη επιλογή παρά να προσελκύσουν καινούργιους καταθέτες προσφέροντας ακόμα υψηλότερα επιτόκια καταθέσεων. Παρότι λοιπόν οι ελληνικές τράπεζες δεν επηρεάζονται άμεσα από την αμερικανική αγορά χαμηλού κινδύνου, αισθάνονται τις συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης, λόγω του υψηλότερου κόστους χρηματοδότησης στη διατραπεζική αγορά. Ως αποτέλεσμα ήταν οι τράπεζες που είχαν μικρές βάσεις καταθέσεων να σταματήσουν την λειτουργία τους ή να συγχωνευθούν με κάποια άλλη τράπεζα (Κοντογιάννης, 2009).

### **2.3 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ ΔΙΥΛΙΣΗΣ**

Ο κλάδος της διύλισης δεν θα μπορούσε να μην έρθει αντιμέτωπος με την οικονομική κρίση της χώρας και τις επιπτώσεις της, όπως συνέβη άλλωστε σε κάθε επιχείρηση που δραστηριοποιείται στην Ελληνική επικράτεια.

Η κρίση στην Ελληνική οικονομία, παράλληλα με την ύφεση σε όλη την υπόλοιπη Ευρώπη, επιδρούν καταλυτικά στον κλάδο της διύλισης. Η μείωση της ζήτησης, αλλά και η αλλαγή στο μίγμα των προϊόντων πετρελαίου, δημιουργούν ανισορροπίες μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, οι οποίες γίνονται αντιληπτές στα

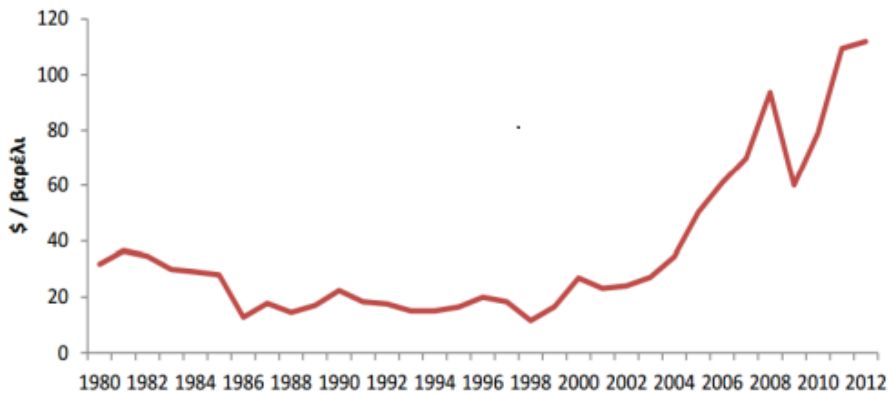
μικρά περιθώρια διύλισης αλλά και στο μικρότερο επίπεδο χρησιμοποίησης της δυναμικότητας διύλισης. Την ίδια στιγμή στην Ελλάδα η εφαρμοζόμενη φορολογική πολιτική επηρεάζει την εξέλιξη των σχετικών τιμών των καυσίμων και με τη σειρά της οδηγεί σε επιτάχυνση της τάσης να υποκατασταθεί το πετρέλαιο από άλλες πηγές ενέργειας, όπως το φυσικό αέριο, ο ηλεκτρισμός και εναλλακτικά καύσιμα. Τα ελληνικά διυλιστήρια έρχονται αντιμέτωπα με μεγάλο ανταγωνισμό στις αγορές, ο οποίος τείνει να αυξάνεται λόγω διαφόρων πολιτικών που ακολουθεί η Ευρωπαϊκή Ένωση για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και τον περιορισμό των βιομηχανικών ρύπων. Βάσει όλων αυτών των ζητημάτων επηρεάστηκαν οι προοπτικές του κλάδου και ο βαθμός στον οποίο συνέβαλε στην ανάκαμψη, στη σταθεροποίηση και στη βιωσιμότητα της ελληνικής οικονομίας (Svetoslav και Μανιάτης, 2014).

Τα πρώτα σημάδια μείωσης της εγχώριας ζήτησης γίνονται το 2008, η οποία μείωση σε συνδυασμό με το χαμηλό ενεργειακό κόστος σε ξένες χώρες, επηρεάζουν τη ζήτηση των παραγόμενων προϊόντων σε συνολικό επίπεδο. Η ύφεση στην οποία είχε περιέλθει η χώρα, σε συνδυασμό με τις μεταβολές που πραγματοποιούνται στην Ευρώπη, αλλάζουν το πλαίσιο λειτουργίας των διυλιστηρίων. Πέραν της μείωσης της εγχώριας ζήτησης ο κλάδος αντιμετώπισε και το πρόβλημα της αύξησης του κόστους εφοδιασμού αργού πετρελαίου, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 1 παρακάτω, στα χρόνια της οικονομικής ύφεσης. Λόγω αυτών των προβλημάτων, αλλά και της έλλειψης μεταρρυθμίσεων για τη διέξοδο από την κρίση εκείνη την περίοδο, ο κλάδος αντιμετωπίζει εξαιρετικά σημαντικές δυσκολίες, παρότι η συμβολή του στην ελληνική οικονομία ήταν και είναι κομβική, χωρίς να τύχει ευρύτερης αναγνώρισης (Svetoslav και Μανιάτης, 2014).

Βέβαια αξίζει να σημειωθεί πως, σύμφωνα με το Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE), ο κλάδος της διύλισης συνεισέφερε το 2012, εν μέσω ύφεσης, περίπου 3,8 δις ευρώ στην οικονομία, που αντιστοιχούσε στο 2% του ΑΕΠ. Επίσης κατά τα έτη 2009-2012 και ενώ το ΑΕΠ της χώρας συρρικνώθηκε κατά 20%, ο κλάδος παρουσιάζει επενδυτική δραστηριότητα συνολικού ύψους 2,7 δις ευρώ. Επίσης η βοήθεια του ήταν πολύ σημαντική και στον περιορισμό του

ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου για τη χώρα λόγω της αύξησης των εξαγωγών πετρελαίου κυρίως σε τρίτες χώρες, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 2.

**Διάγραμμα 1:** Κόστος εισαγωγής αργού πετρελαίου στην Ελλάδα

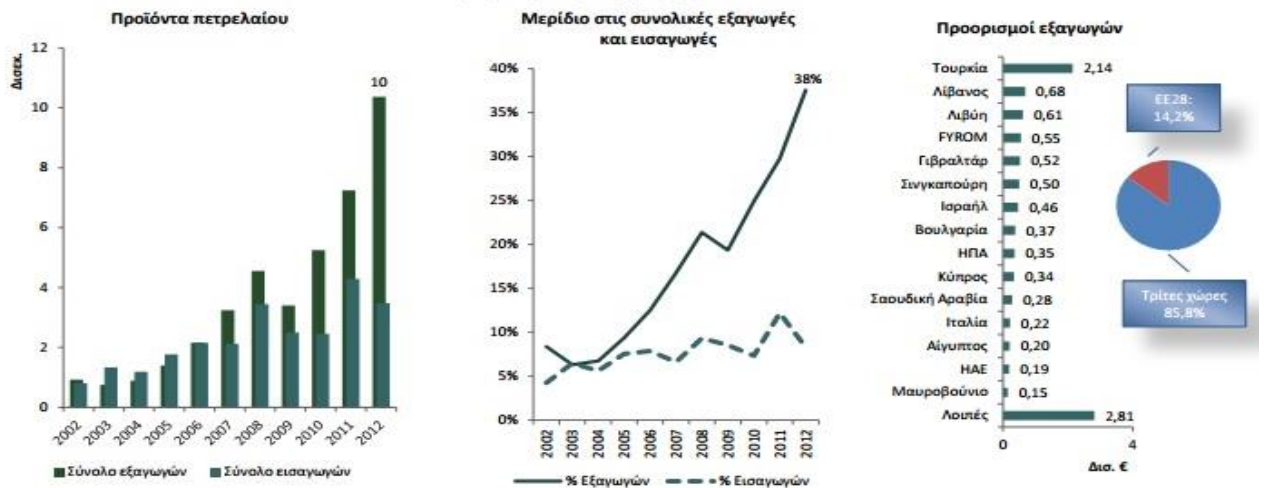


Πηγή: (IOBE, 2014, σελ. 13)

**Διάγραμμα 2:** Ανάλυση εξαγωγών πετρελαίου της ελληνικής οικονομίας

## Μεγάλη άνοδος του μεριδίου των εξαγωγών προϊόντων πετρελαίου στις συνολικές εξαγωγές προϊόντων της Ελλάδας

Κατεύθυνση κυρίως σε τρίτες χώρες



Πηγή: Eurostat

Σημαντική συμβολή στον περιορισμό του ελλείμματος στο εμπορικό ισοζύγιο – Από το 13,4% της αύξησης των ελληνικών εξαγωγών το 2012 το 96% (12,8 ποσοστιαίες μονάδες) οφείλεται στις εξαγωγές προϊόντων πετρελαίου

Πηγή: (IOBE, 2014, σελ. 39)

Συνοπτικά τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα ελληνικά διυλιστήρια κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 είναι το υψηλό κόστος εφοδιασμού αργού πετρελαίου, οι αλλαγές στη δυναμικότητα διύλισης παγκοσμίως, η κατακόρυφη πτώση της εγχώριας ζήτησης αλλά και η γενικότερη πτώση της ζήτησης πετρελαίου στην περιοχή της Νότιο-Ανατολικής Ευρώπης, τα χαμηλά περιθώρια διύλισης και τέλος το αυξημένο κόστος χρηματοδότησής και ενέργειας (Svetoslav και Μανιάτης, 2014).

Εξαιτίας όλων αυτών των προβλημάτων, η τιμή του πετρελαίου οδηγείται σε δραματική πτώση και αναγκάζει τον Οργανισμό Εξαγωγών Πετρελαιοπαραγωγών Χωρών (OPEC) να περιορίσει την παραγωγή του ώστε να συγκρατήσει και την πτώση των τιμών.

## **2.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Με βάση όσα αναφέρθηκαν είναι πλέον κατανοητά τα αίτια που οδήγησαν στη χρηματοοικονομική κρίση. Ο συνδυασμός όλων των αιτιών δημιούργησε ένα κύμα χρεοκοπίας, το οποίο έπληξε πολλές χώρες, όπως και την Ελλάδα. Η κρίση επεκτάθηκε μέσω των τραπεζικών οργανισμών στην Ευρώπη. Απόρροια όλων αυτών ήταν η δημιουργία αρνητικών προσδοκιών, οδηγώντας έτσι πολλά τραπεζικά ιδρύματα σε αναδιάρθρωση λόγω έλλειψης ρευστότητας.

Όσον αφορά την επίδραση της κρίσης στον κλάδο του πετρελαίου, έγινε κατανοητό πως κατά τη διάρκεια της κρίσης τα ελληνικά διυλιστήρια αντιμετώπισαν αρκετά προβλήματα όπως το υψηλό κόστος εφοδιασμού αργού πετρελαίου, η κατακόρυφη πτώση της εγχώριας ζήτησης, λόγω της στροφής σε εναλλακτικές μορφές ενέργειας και η παγκόσμια αλλαγή στη δυναμικότητα διύλισης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΟΥ**

### **3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Αφού στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύθηκε η κρίση και οι επιπτώσεις της στον πετρελαϊκό κλάδο, σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιαστεί η δομή της αγοράς του πετρελαίου. Επίσης θα παρουσιαστούν αναλυτικά οι εταιρείες που απαρτίζουν τους κλάδους εμπορίας και διύλισης, ώστε να μπορέσει να γίνει πιο κατανοητός ο τρόπος λειτουργίας του συνολικού κλάδου του πετρελαίου.

### **3.2 Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ**

Η διάρθρωση της πετρελαϊκής αγοράς στην Ελλάδα υπέστη τρομερές αλλαγές, οι οποίες συνέβησαν σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, έως ότου πάρει τη μορφή που έχει σήμερα. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στον κλάδο πριν τον Β' παγκόσμιο πόλεμο,, ήταν οι Shell, οι Socony και Socobell, οι οποίες προμηθεύονταν τα πετρελαιοειδή προϊόντα από τις μητρικές τους εταιρείες. Παράλληλα, εκτός αυτών των εταιρειών, δραστηριότητα εμφάνιζαν και οι εταιρείες Steaua Agencies LTD, Σ. Ρέστης & ΣΙΑ και ΘΕΔΟΛ, αλλά με μικρότερο μερίδιο στην αγορά. Κατά τη διάρκεια του Β' παγκοσμίου πολέμου, πολλές εξ αυτών υπέστησαν ζημιές (Γαραντζιώτη, 2005).

Τον Οκτώβριο του 1944 η αγορά απελευθερώθηκε και μαζί της άλλαξε και το καθεστώς εφοδιασμού της αγοράς. Οι εταιρείες Shell, Steaua Agencies LTD και Σ. Ρέστης & ΣΙΑ, εφοδιάζονταν από την αγγλική στρατιωτική υπηρεσία εφοδιασμού EMEL, η οποία παρείχε δωρεάν πετρελαιοειδή προϊόντα στην κοινοπραξία των εταιρειών. Η κοινοπραξία αυτή ήταν υπεύθυνη για την διακίνηση των προϊόντων στην Ελληνική αγορά. Η δομή αυτή διατηρήθηκε μέχρι το Μάρτιο του 1946, όπου και έγινε διακοπή της δωρεάν παροχής πετρελαιοειδών από τις συμμαχικές δυνάμεις. Από τότε και έπειτα, οι εταιρείες που ανήκαν στην κοινοπραξία προμήθευαν την Ελληνική αγορά με εισαγωγές πετρελαιοειδών προϊόντων από τις

μητρικές τους εταιρείες, ενώ το Δημόσιο καθόριζε τις τιμές. Η βελγική εταιρεία Petrofina, γνωστή και ως ΚΕΠ, ήταν η μητρική εταιρεία της Socony.

Το 1951 επήλθε η διάλυση της κοινοπραξίας. Την ίδια χρονιά, η Angloiranian εισήλθε στην Ελληνική αγορά, εξαγοράζοντας την Steaua, η οποία αργότερα έπαιξε σημαντικό ρόλο. Την δεκαετία του 1950 γενικότερα, έχουμε την έναρξη λειτουργίας και άλλων εταιρειών, όπως οι Γ. ΜΑΜΙΔΑΚΗΣ & ΣΙΑ, ΕΛΙΝΟΙΛ, PETROLESS6 και ΕΛΒΥΝ, εκτός από τις εταιρείες της κοινοπραξίας. Τον Αύγουστο του 1958, η προμήθεια της αγοράς γίνεται από διυλιστήριο στον Ασπρόπυργο, το οποίο ανήκε στο κράτος, ενώ μέχρι εκείνη την περίοδο όπως αναφέρει η Λαζαρίδου (2011) «τα προϊόντα πετρελαίου προέρχονταν από τις εισαγωγές των διεθνών εταιρειών Shell, BP, Mobil, ΦΙΝΑ και των Ελληνικών εταιρειών Σ. Ρέστης & ΣΙΑ μέσω της συνεργασίας με την CALTEX7, Γ. ΜΑΜΙΔΑΚΗΣ & ΣΙΑ και ΕΛΒΥΝ».

Το διυλιστήριο του Ασπρόπυργου λειτούργησε και εκμεταλλεύτηκε, με σύμβαση που συνάφθηκε με το Δημόσιο, από την εταιρεία Ελληνικά Διυλιστήρια Πετρελαίου Α.Ε. Ο εφοδιασμός της εταιρείας με αργό πετρέλαιο γινόταν από την Mobil και κύριος μέτοχος ήταν ο Σ. Νιάρχος. Η δημιουργία δεύτερου διυλιστηρίου στην Ελλάδα έγινε το 1966 από τον Τ.Α. Ραππας, σε συνεργασία με την STANDARD OIL (NEW JERSEY) CO INC και οι εγκαταστάσεις του βρίσκονταν στην Θεσσαλονίκη. Η Standard Oil, γνωστή και ως ESSO, είχε ως υποχρέωση και τον εφοδιασμό του διυλιστηρίου με αργό πετρέλαιο. Μετά από αυτή την εξέλιξη η κερδοφορία των επιχειρήσεων εμπορίας πετρελαιοειδών περιορίστηκε (Λαζαρίδου, 2011).

Εν συνεχεία το 1968 η σύμβαση του Δημοσίου με την εταιρεία Ελληνικά Διυλιστήρια Πετρελαίου Α.Ε. για την εκμετάλλευση του διυλιστηρίου του Ασπρόπυργου έληξε, οπότε η προμήθεια του διυλιστηρίου με αργό πετρέλαιο περιήλθε στις εταιρείες Shell και BP, πέρα από την εταιρεία Mobil. Μετά από μία ρευστή περίοδο μέχρι το 1970, η εταιρεία Ελληνικά Διυλιστήρια Πετρελαίου περιήλθε κατά τα 2/3 στον Σ. Νιάρχο και κατά το 1/3 στο Δημόσιο. Το καθεστώς ιδιοκτησίας παρέμεινε κατά αυτό τον τρόπο μέχρι το 1977, όπου το Δημόσιο εξαγόρασε και το υπόλοιπο μερίδιο, το οποίο κατείχε ο Σ. Νιάρχος. Παράλληλα, το

1972 ιδρύονται δύο ακόμα διυλιστήρια ιδιωτικών συμφερόντων. Το πρώτο εξ αυτών ξεκίνησε να λειτουργεί στην Ελευσίνα με την επωνυμία ΠΕΤΡΟΛΑ και ιδιοκτήτη τον Γ. Λάτση, ενώ το δεύτερο είχε έδρα στους Αγίους Θεοδώρους με την επωνυμία ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ και ιδιοκτήτες την οικογένεια Βαρδινογιάννη (ΕΛΠΕ, 2019)<sup>1</sup> (Λαζαρίδου 2011).

Το 1984 έγινε η εξαγορά του ομίλου ESSO από το Δημόσιο, τον οποίο μετονόμασε σε όμιλο ΕΚΟ, με αποτέλεσμα να γίνει ο μεγαλύτερος προμηθευτής της εσωτερικής αγοράς με αργό πετρέλαιο και πετρελαιοειδή προϊόντα. Το 1986, μετά την ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αλλάζει το καθεστώς του πλήρους ελέγχου από το δημόσιο.

Το πρώτο βήμα προς αυτήν την αλλαγή έγινε με το νόμο 1571/85, καθώς και μία σειρά Πράξεων του Υπουργικού Συμβουλίου, με τις οποίες παραχώρησαν ελεύθερα στις εταιρείες εμπορίας πετρελαιοειδών το δικαίωμα να προμηθεύονται από χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης με την υποχρέωση όμως να διατηρούν ένα μέρος των πετρελαιοειδών προϊόντων, ως αποθέματα ασφαλείας. Η Ελληνική αγορά πετρελαιοειδών μέχρι το 1992 ήταν ελεγχόμενη από το κράτος. Οι διατάξεις του Ν. 1571/ 85 καθόριζαν την οργάνωση και τη λειτουργία της αγοράς. Σύμφωνα με τον νόμο αυτό το κράτος ευθυνόταν για την εισαγωγή αργού πετρελαίου, το οποίο έναντι καθορισμένης αμοιβής, το διέθετε στα Ελληνικά διυλιστήρια για διύλιση, ενώ οι εταιρείες εμπορίας υποχρεώνονταν να αγοράζουν τα προϊόντα για την εσωτερική αγορά από τα Ελληνικά Διυλιστήρια βάσει συγκεκριμένων τιμών και να διαθέτουν τα προϊόντα αυτά στην Ελληνική αγορά σε τιμές καθορισμένες από το Κράτος (Λαζαρίδου 2011).

Σήμερα η αγορά πετρελαιοειδών έχει κάνει σταδιακά βήματα προς την απελευθέρωση της αγοράς με τις τροποποιήσεις του Ν. 1571/85 κατά τα έτη 1992, 1995, 1997 και 1999 και τέλος με την κατάργηση του ανωτέρω νόμου από τον Ν. 3054/02.

---

<sup>1</sup> <https://www.helpe.gr/the-group/from-past-to-present/>

Η Ελληνική αγορά πετρελαιοειδών απαρτίζεται από τέσσερα (4) διυλιστήρια. Δύο από αυτά είναι κρατικά, πιο συγκεκριμένα της εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. με έδρα τον Ασπρόπυργο και τη Θεσσαλονίκη και δύο ιδιωτικά της MOTOR ΟΪΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. με έδρα τους Αγίους Θεοδώρους και της Petrola ΕΛΛΑΣ Α.Ε. με έδρα την Ελευσίνα. Επίσης λειτουργούν 50 εταιρείες εμπορίας με άδειες εμπορίας διαφόρων τύπων και τέλος, περίπου 8.200 πρατήρια. Η εταιρεία Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε., είναι από τις πιο κυρίαρχες επιχειρήσεις στον χώρο των πετρελαιοειδών. Ιδρύθηκε το 1975, με τον Ν. 87/75 έχοντας αρχικά την επωνυμία Δημόσια Επιχείρηση Πετρελαίου (Δ.Ε.Π.), αφού πρώτα ανακαλύφθηκαν τα κοιτάσματα υδρογονανθράκων «ΠΡΙΝΟΥ» & «ΝΟΤΙΑ ΚΑΒΑΛΑ». Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε όλους τους τομείς της αγοράς., ενώ εδώ και λίγα χρόνια έχει συγχωνευθεί με την Petrola ΕΛΛΑΣ Α.Ε., μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες διύλισης, ενδυναμώνοντας τη θέση της στην αγορά αφού κατέχει πάνω από το 70% της εγχώριας αγοράς διύλισης πετρελαίου (Ρουκανάς, Σκλιάς, Φλουρός, 2019).

Όπως επισημαίνει και το Ινστιτούτο Ερευνών Νοτιανατολικής Ευρώπης (IENE, 2019)<sup>2</sup> στην Ετήσια έκθεση του, τα τρία διυλιστήρια που ανήκουν στα ΕΛΠΕ αντιπροσωπεύουν το 65% της δυναμικότητας διύλισης, ενώ το υπόλοιπο 35% το παράγει το διυλιστήριο που ανήκει στην εταιρεία Motor Oil και βρίσκεται στους Αγίους Θεοδώρους. Το 2016 η ακαθάριστη παραγωγή διυλισμένων πετρελαϊκών προϊόντων ήταν 30,2 Mt, από τους οποίους η Ελλάδα εξήγαγε ένα πολύ μεγάλο μερίδιο, λόγω της μείωσης της κατανάλωσης από το 2008. Οι εξαγωγές ανήλθαν σε 13,6 Mt το 2016, εξάγοντας κυρίως σε ευρωπαϊκές χώρες. Η παραγωγή πετρελαϊκών προϊόντων αυξήθηκε αισθητά κατά 57% από το 2011 έως το 2016. Σε αυτό σημαντικό ρόλο έπαιξε η νέα μονάδα απόσταξης πετρελαίου της Motor Oil και η αναβάθμιση και βελτιστοποίηση του διυλιστηρίου της Ελευσίνας, το οποίο ανήκει στα ΕΛΠΕ. Έτσι είχαμε και αύξηση της παραγωγής ντίζελ, η οποία αντιπροσώπευε το 41% της διυλισμένης παραγωγής το 2016, με το μαζούτ να ακολουθεί στο 21%, τρίτη τη βενζίνη στο 19% και τέλος στο πετρέλαιο για αεροπλάνα στο 7%.

---

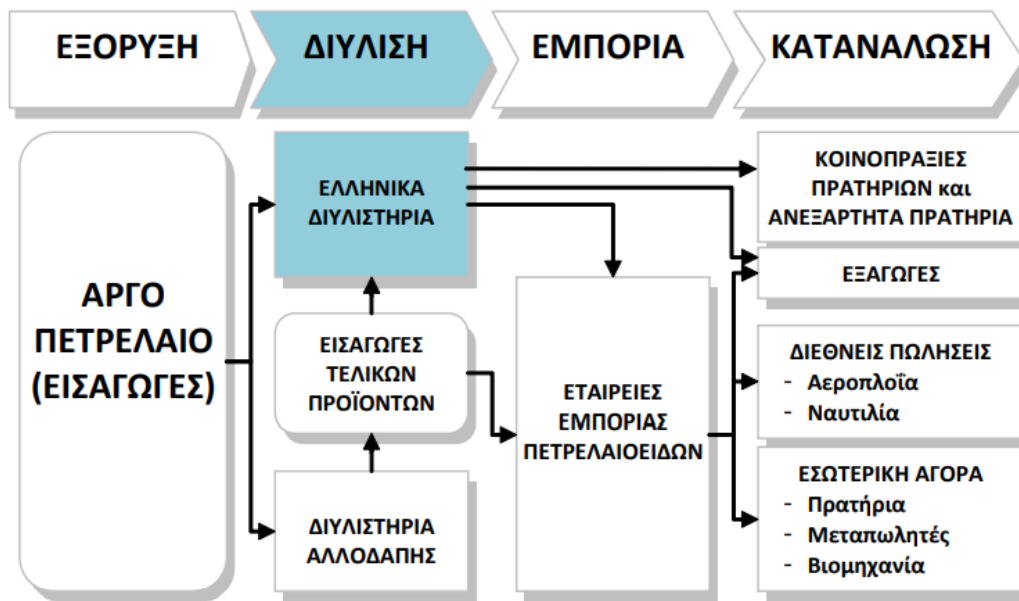
<sup>2</sup> <https://www.iene.gr/articlefiles/file/meletes/iene-meleti-2019.pdf>



Οι Ρουκανάς, Σκλιάς και Φλουρός (2019) προσπάθησαν να κατανοήσουν την ενεργειακή εξάρτηση της Ελλάδας αναλύοντας το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο. Συμπέραναν πως με την πάροδο των ετών η Ελλάδα άλλαξε τους κύριους προμηθευτές της, κάνοντας το Ιράκ πλέον τον κύριο προμηθευτή, από το 2009 με προμήθεια που έφτανε τα 10Mt το 2016. Επίσης η Ελλάδα στρέφεται στη Ρωσία και λαμβάνει προμήθεια πετρελαίου 7Mt το 2016. Το Ιράκ και η Ρωσία καταλαμβάνουν το 50% των εισαγωγών πετρελαίου της Ελλάδας. Κάποιες άλλες σημαντικές πηγές εισαγωγών αργού πετρελαίου είναι το Καζακστάν και η Σαουδική Αραβία. Αυτά τα υψηλά ποσοστά εισαγωγών δικαιολογούνται από την αύξηση ραφινάρισματος στην Ελλάδα, όπως επισημαίνουν. Βέβαια κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η Ελλάδα είναι υποχρεωμένη να επεκταθεί σε παραγωγή ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές, όπως κι ότι εξαρτάται από την ενέργεια και έχει χαμηλό βαθμό ενεργειακής ασφάλειας.

Η εσωτερική αγορά αναφέρεται στις πωλήσεις προϊόντων που καταναλώνονται στην εγχώρια αγορά, ενώ η εξωτερική αγορά περιλαμβάνει τις πωλήσεις καυσίμων για την αεροπορία και ναυσιπλοΐα, καθώς και τις ποσότητες εξαγωγών στην διεθνή αγορά. Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην συγκεκριμένη αγορά διακρίνονται σ' αυτές που ασχολούνται με την διύλιση και σ' αυτές που εμπορεύονται πετρελαιοειδή προϊόντα. Στο Σχήμα 1 φαίνεται συνολικά η δομή του κλάδου του πετρελαίου καθώς και το κομμάτι που καταλαμβάνει η διύλιση σε σχέση με τους υπόλοιπους τομείς του κλάδου.

Σχήμα 1: Δομή της εγχώριας αγοράς πετρελαίου



Πηγή: (ΙΟΒΕ, 2014, ΣΕΛ. 28)

Αφού πραγματοποιηθεί η εξόρυξη του αργού πετρελαίου, στη συνέχεια αυτό θα διωλιστεί στις εγχώριες μονάδες δύλισης. Με τη σειρά τους οι μονάδες θα διαθέσουν το προϊόν είτε στην ελληνική αγορά είτε θα το εξάγουν. Η διακίνηση των καυσίμων στην εγχώρια αγορά πραγματοποιείται μέσω των εταιρειών εμπορίας πετρελαιοειδών, με εξαίρεση ένα μικρό αριθμό τελικών καταναλωτών οι οποίοι προμηθεύονται απευθείας από τα διυλιστήρια.

### 3.3 ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται οι κυριότερες επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στην Ελληνική Αγορά και οι οποίες έχουν ομαδοποιηθεί με βάση το κύριο αντικείμενο στο οποίο δραστηριοποιούνται, όπως αυτές φαίνονται στον Πίνακα 1.

Οι δύο όμιλοι επιχειρήσεων που είναι υπεύθυνοι για τη διύλιση του πετρελαίου είναι η ΕΛΠΕ Α.Ε. και η ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. Αυτοί οι δύο όμιλοι λειτουργούν τα 4 εγχώρια διυλιστήρια συνολικής δυναμικότητας 526 χιλιάδων βαρελιών ανά ημέρα ή 26,3 εκατ. τόνων ανά έτος.

**Πίνακας 1:** Οι ελληνικές εταιρείες διύλισης και εμπορίας πετρελαιοειδών

Διύλιση	Εμπορία Πετρελαιοειδών
Ελληνικά Πετρέλαια	ΑEGEAN OIL
	BP
	AVIN OIL
	CORAL
	EKO
Motor Oil	ETEKA
	ELIN
	JETOIL
	REVOIL

Πηγή: (IOBE, 2014)

#### 3.3.1 ΤΟΜΕΑΣ ΔΙΥΛΙΣΗΣ

##### ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΕΛΠΕ Α.Ε.)<sup>3</sup>

Το 1971 ιδρύεται από το ελληνικό δημόσιο η εταιρεία Ελληνικά Πετρέλαια με την τότε επωνυμία « Δημόσια Επιχείρηση Πετρελαίου Α.Ε.». Το δικαίωμα διύλισης, διάθεσης και εμπορίας διυλισμένων προϊόντων ανήκε μέχρι το 1980 στο δημόσιο.

<sup>3</sup> <https://www.helpe.gr/the-group/from-past-to-present/>

Ο όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια είχε ως κύρια δραστηριότητα τη διύλιση πετρελαίου, καθώς αποτελεί τον κατεξοχήν κερδοφόρο τομέα της επιχείρησης απορροφώντας το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού και των επενδύσεων. Η εταιρεία Ελληνικά Πετρέλαια έχει στην ιδιοκτησία της τρία από τα τέσσερα διυλιστήρια που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα: ένα στη Θεσσαλονίκη, ένα στην Ελευσίνα και ένα στον Ασπρόπυργο. Τα τρία αυτά διυλιστήρια καλύπτουν το 73% του δυναμικού διύλισης της χώρας. Στην ιδιοκτησία της η εταιρεία έχει ένα ακόμα διυλιστήριο, το οποίο βρίσκεται εκτός Ελλαδικού χώρου, στα Σκόπια, με την επωνυμία ΟΚΤΑ. Προμηθεύεται αργό πετρέλαιο μέσω αγωγών από την Θεσσαλονίκη και καλύπτει το 85% των αναγκών της χώρας. Το 2017, η ΟΚΤΑ εστίασε σε δραστηριότητες διακίνησης και εμπορίας προϊόντων, διαθέτοντας 768 χιλ. τόνους, ποσότητα αυξημένη κατά 2% σε σχέση με το 2016.

Η εταιρεία εισάγει και εξάγει πετρελαιοειδή προϊόντα ενώ παράλληλα πουλάει το προϊόν της σε άλλες εταιρείες πετρελαιοειδών όπως η ΕΚΟ, στη ΔΕΗ και στις ένοπλες δυνάμεις. Ως εισαγωγές αναφερόμαστε κυρίως στην εισαγωγή πετρελαίου θέρμανσης για τις εποχιακές ανάγκες που δεν καλύπτονται από την εγχώρια παραγωγή.

Ο όμιλος ΕΛΠΕ κατατάσσεται μεταξύ των 100 κορυφαίων ενεργειακών εταιρειών του κόσμου (TOP 100 GLOBAL ENERGY LEADERS) για το 2017, σύμφωνα με τη λίστα της Reuters Thomson.

#### *MOTOR OIL<sup>4</sup>*

Η ίδρυση της εταιρείας Motor Oil έγινε το 1970 με αρχικούς μετόχους τις εταιρείες του Ομίλου Βαρδινογιάννη «VARNIMA CORPORATION OF PANAMA» και «ΣΕΚΑ Α.Ε. ΣΤΑΘΜΟΙ ΕΦΟΔΙΑΣΜΟΥ ΠΛΟΙΩΝ ΔΙΑ ΚΑΥΣΙΜΩΝ». Το 1996 έρχεται να μπει ως μέτοχος και η εταιρεία Aramco overseas Company BV, που είναι 100% θυγατρική της Saudi Arabian Oil Company, αγοράζοντας το 50% της Motor Oil.

---

<sup>4</sup> [www.moh.gr](http://www.moh.gr)

Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην παραγωγή πλήρους εύρους πετρελαιοειδών προϊόντων, όπως βενζίνες, ντίζελ, μαζούτ, άσφαλτος, καύσιμα αεριοθούμενων και λιπαντικά από την επεξεργασία του αργού πετρελαίου. Η Saudi Aramco αποτελεί τον βασικό προμηθευτή της πρώτης ύλης βάσει στρατηγικής συμφωνίας που υπογράφηκε το 1996 και εξασφάλισε στην εταιρεία την απρόσκοπτη προμήθεια πρώτης ύλης.

Η Motor Oil, μέχρι το 1989, διέθετε όλη της την παραγωγή στην εξωτερική αγορά. Με την απελευθέρωση του κλάδου, η οποία έγινε από το 1989, η εταιρεία κατάφερε να συγκεντρώσει περίπου το 25% της εσωτερικής αγοράς, παραμένοντας ταυτόχρονα ένα ισχυρό εξαγωγικό διυλιστήριο.

Το δίκτυο πωλήσεων και διανομής της εταιρείας είναι αρκετά απλό. Το μεγαλύτερο μέρος των προϊόντων παραδίδεται στους πελάτες FOB (Free of Board) από τις εγκαταστάσεις του διυλιστηρίου στους Αγίους Θεοδώρους. Έπειτα ένα μέρος της παραγωγής το οποίο θα χρησιμοποιηθεί για κατανάλωση στις μεγάλες αστικές περιοχές, μεταφέρεται με πλοία για αποθήκευση και παράδοση σε εγκαταστάσεις τρίτων, ενώ το υπόλοιπο μέρος της παραγωγής είτε μεταφέρεται με αγωγούς στις παρακείμενες του διυλιστηρίου εγκαταστάσεις της εταιρείας εμπορίας AVINOIL, είτε παραδίδεται ελεύθερα επί βυτιοφόρων ή φορτηγών από το διυλιστήριο.

Τον Ιούνιο του 2010 η Motor Oil προέβη ολοκλήρωσε τη συμφωνία εξαγοράς των δραστηριοτήτων Shell στην Ελλάδα. Η συμφωνία αφορούσε τον τομέα των πρατηρίων των εμπορικών και βιομηχανικών καυσίμων, της ασφάλτου, τις δραστηριότητες εφοδιασμού και διανομής.

Το 2018 η MOTOR ΟΪΛ πέτυχε ρεκόρ πωλήσεων στα 14,4 εκατομμύρια MT και παράλληλα απέκτησε το 90% της εταιρείας παροχής ηλεκτρικού ρεύματος NRG Trading House Ενεργειακή Α.Ε.

### 3.3.2 ΤΟΜΕΑΣ ΕΜΠΟΡΙΑΣ

*ΕΚΟ Α.Β.Ε.Ε.*<sup>5</sup>

Το Ελληνικό Δημόσιο μετά την απόφαση της ΕΧΧΟΝ να εγκαταλείψει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες στην Ελλάδα, εκδηλώνει ενδιαφέρον απόκτησης του πακέτου των μετοχών της ESSO. Το 1984, η ΕΚΟ ΕΛΕΠΕΧ αγοράζει για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου τις μετοχές του Ομίλου Εταιριών της ESSO και με αυτό τον τρόπο διασφαλίζεται η ομαλή συνέχιση όλων των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Στη συνέχεια η ESSO μετονομάζεται σε ΕΚΟ και λειτουργεί πλέον ως επιχείρηση του ευρύτερου δημόσιου τομέα, ενώ υπάγεται στη ΔΕΠ. Η πορεία της στην πετρελαϊκή αγορά είναι ανοδική, με αποκορύφωμα το 1995 όπου επεκτείνει τις δραστηριότητές της και στο εξωτερικό με την ίδρυση θυγατρικής εταιρείας εμπορίας καυσίμων στη Γεωργία.

Το 1998 η ΔΕΠ αλλάζει ονομασία και πλέον γίνεται γνωστή ως ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε., απορροφώντας την ΕΚΟ-ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ & ΧΗΜΙΚΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΑΒΕΕ. Ο εμπορικός κλάδος της ΕΚΟ ΑΒΕΕ, συγχωνεύεται με απορρόφησή τους από την εταιρεία ΕΚΟ-ΕΛΔΑ ΑΒΕΕ, θυγατρική της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. και αποτελούν πλέον μαζί μια ενιαία εμπορική εταιρεία. Το Νοέμβριο του 1998 η εταιρεία προχωρά στην εξαγορά της Γ. ΜΑΜΙΔΑΚΗΣ & ΣΙΑ ΑΕΕΠ από την ΕΚΟ-ΕΛΔΑ, γεγονός που αποτελεί ενέργεια στρατηγικής σημασίας, αφού με την απόκτηση των έξι εγκαταστάσεων και των 470 περίπου πρατηρίων υγρών καυσίμων ενδυναμώνει σημαντικά την εταιρεία έναντι του ανταγωνισμού. Συνεχίζοντας την επεκτατική της πολιτική, η εταιρεία το 2002 επεκτείνει τις δραστηριότητές της στην ευρύτερη περιοχή της Ν.Α. Ευρώπης και πιο συγκεκριμένα στα Βαλκάνια, με την ανάπτυξη δικτύων εμπορίας καυσίμων σε Σερβία και Βουλγαρία, μέσω των αντίστοιχων θυγατρικών εταιρειών της.

---

<sup>5</sup> [www.eko.gr](http://www.eko.gr)

Η ΕΚΟ ΑΒΕΕ αποτελεί, σήμερα, μία από τις σημαντικότερες εταιρείες στην εμπορία πετρελαιοειδών στη χώρα μας. Οι σύγχρονες εγκαταστάσεις που διαθέτει, περιλαμβάνουν σταθμούς φόρτωσης βυτιοφόρων αυτοκινήτων, εμφιαλωτήρια υγραερίου καθώς και δεξαμενές αποθήκευσης.

#### *BP ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.*<sup>6</sup>

Η έναρξη των δραστηριοτήτων της BP στην Ελλάδα έγινε το 1951, με την εξαγορά της μικρής πετρελαϊκής εταιρείας Steava (Agencies) Limited. Η BP εξελίχθηκε σε μία εταιρεία ηγέτη στην αγορά πετρελαιοειδών, με θετική συμβολή στην εθνική αγορά. Ένα μεγάλο επίτευγμα της εταιρείας είναι η στενή σχέση που διατηρεί με τη μητρική της εταιρεία, την BP p.l.c., γεγονός που της δίνει αρκετά πλεονεκτήματα. Κάποια από αυτά είναι η τεχνογνωσία, η εμπειρία, οι σύγχρονοι κανόνες επιχειρηματικής δεοντολογίας, η εκτεταμένη χρήση της νέας τεχνολογίας και των εξελίξεων στη χρήση του διαδικτύου, καθώς και πρωτοπόρες εμπορικές πολιτικές και τεχνικές.

Η BP κατά τη διάρκεια των 50 χρόνων λειτουργίας της, πάντα ξεχώριζε στην ελληνική αγορά. Ο τρόπος λειτουργίας της, ο συνδυασμός καυσίμων, η συνεργασία με πελάτες και οι υπηρεσίες ποιότητας που προσφέρει είναι οι λόγοι που η εταιρεία βρίσκεται στην κορυφή του πετρελαϊκού κλάδου.

Η BP, το 2010, κατάφερε να ολοκληρώσει την συμφωνία της με τα ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ για τη μεταβίβαση των εμπορικών δραστηριοτήτων της εταιρείας στην Ελλάδα, πέραν αυτών που αφορούν στα λιπαντικά, τα καύσιμα αεροπορίας και τον τομέα ηλιακής ενέργειας.

#### *SHELL HELLAS*<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> [www.bp.com](http://www.bp.com)

<sup>7</sup> [www.coralenergy.gr](http://www.coralenergy.gr)

Η Shell Hellas, ιδρύθηκε το 1926 στην Ελλάδα, αποτελώντας μέλος του ομίλου Dutch/Shell και κατάφερε να γίνει μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες πετρελαιοειδών στην εγχώρια αγορά.

Η ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε. εξαγόρασε τον Ιούνιο 2010 τις δραστηριότητες της Shell στην Ελλάδα.

Με τη συμφωνία εξαγοράς αυτή, η εταιρεία “Shell Hellas A.E.” μετονομάζεται σε “Coral A.E.”. Πέρα από την συμφωνία εξαγοράς των δραστηριοτήτων της εταιρείας, η Shell και η Motor Oil δημιουργούν κοινοπραξία με σκοπό την εμπορία αεροπορικών καυσίμων και με επωνυμία “Shell & MOH Aviation Fuels A.E.”, η οποία θα κάνει χρήση των εμπορικών σημάτων και θα διαθέτει τα προϊόντα Shell.

*ΕΤΕΚΑ Α.Ε.*<sup>8</sup>

Η ΕΤΕΚΑ ιδρύθηκε το 1983, με πρωταρχικό στόχο τον εφοδιασμό πλοίων στα λιμάνια της χώρας. Την ίδια χρονιά η εταιρεία εξαγοράζει τις εγκαταστάσεις πετρελαιοειδών της Ελληνικής Βιομηχανίας Υπολειμμάτων Νάφθης (ΕΛΒΥΝ) στο Πέραμα.

Τη δεκαετία του 2000, η εταιρεία βρέθηκε σε δύσκολη οικονομική συγκυρία, την οποία κατάφερε να αντιμετωπίσει με επιτυχία, καταφέροντας να κάνει κύκλο εργασιών 513.595.276 ευρώ το 2008 και με καθαρά κέρδη 715.506 ευρώ το 2009.

Η εταιρεία αυτή τη στιγμή διαθέτει 210 πρατήρια καυσίμων στην Ελλάδα, ενώ παράλληλα εφοδιάζει με πετρέλαιο θέρμανσης τα ελληνικά νοικοκυριά, έχοντας ηγετική παρουσία στον τομέα της ενέργειας, στο εσωτερικό.

*REVOIL Α.Ε.*<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> [www.eteka.com.gr](http://www.eteka.com.gr)

<sup>9</sup> [www.revoil.gr](http://www.revoil.gr)



Η REVOIL ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1982 με έδρα τη Χίο, έχοντας εκεί εγκαταστάσεις αποθήκευσης υγρών καυσίμων. Κύρια δραστηριότητα της εταιρείας αποτελούσε η εμπορία πετρελαιοειδών προϊόντων.

Το 1995 αποτελεί σταθμό για την πορεία της εταιρείας, καθώς πραγματοποιείται η εξαγορά της από τους σημερινούς μετόχους. Οι νέοι μέτοχοι της εταιρείας θέτουν νέους στόχους, όπως η ενδυνάμωση της εταιρείας στον κλάδο εμπορίας πετρελαιοειδών μέσω της αύξησης μεριδίου αγοράς, την ανάπτυξη δικτύου πρατηρίων, την επέκταση και τον εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεων αποθήκευσης και διανομής υγρών καυσίμων, τη βελτίωση των οικονομικών μεγεθών της εταιρείας και την αναδιοργάνωση και εκσυγχρονισμό του συνόλου των διοικητικών υπηρεσιών.

Η εταιρεία αποφάσισε να ακολουθήσει μία πιο "επιθετική" πολιτική προσέλκυσης νέων πρατηρίων, η οποία αποδείχθηκε αποτελεσματική διότι η εταιρεία ΈΧΕΙ καταφέρει μέχρι σήμερα να αναπτύξει ένα δίκτυο 470 πρατηρίων με το σήμα της, σε όλα την Ελληνική επικράτεια, καταφέροντας με αυτόν τον τρόπο να αποκτήσει το 7,43% του μεριδίου αγοράς. Η εμπορική δραστηριότητα της επιχείρησης δεν σταματά εκεί καθώς συνεργάζεται με άλλα 135 πρατήρια, τα οποία φέρουν το σήμα "Α.Π." (Ανεξάρτητο Πρατήριο). Παράλληλα δραστηριοποιείται στην εμπορία υγρών καυσίμων, όπως και στην αγορά λιπαντικών διαθέτοντας μια ευρεία γκάμα προϊόντων.

Από το 1996 άρχισε ο εκσυγχρονισμός της εταιρείας μέσω της επέκτασης των εγκαταστάσεων της. Η ανάπτυξη που έδειξε η εταιρεία την οδήγησε στο να αγοράσει έκταση στη Νέα Καρβάλη Καβάλας με σκοπό την δημιουργία νέων εγκαταστάσεων αποθήκευσης και διανομής υγρών καυσίμων. Το έργο αυτό ξεκίνησε το 1999 και ολοκληρώθηκε το 2000. Στα μέσα του 2002, κρίθηκε αναγκαία η επέκταση των εγκαταστάσεων της Καβάλας, με το έργο να ολοκληρώνεται το 2003. Η εταιρεία από τον Δεκέμβριο του 2000 μετέφερε τα κεντρικά της γραφεία στη Βάρη Αττικής, όπου διατηρεί εγκαταστάσεις και στεγάζει το σύνολο των διοικητικών υπηρεσιών.

Αξιοσημείωτο είναι επίσης πως η εγκατάσταση στη Νέα Καρβάλη Καβάλας είναι η μεγαλύτερη εγκατάσταση αποθήκευσης πετρελαιοειδών εκτός Αττικής και Θεσσαλονίκης.

#### *AVIN OIL A.E.<sup>10</sup>*

Η AVIN OIL A.E. ξεκίνησε την εμπορική της δραστηριότητα το 1977, όταν και ιδρύθηκε, διαθέτοντας λιπαντικά σε όλη την Ελλάδα, τα οποία έχουν παραχθεί από την Motor Oil. Το 1982 ανοίγει στην Αττική τα πρώτα πρατήρια καυσίμων με το σήμα της εταιρείας, ενώ το 1985 ανοίγει πρατήρια καυσίμων και στην Πελοπόννησο. Το 1987, η AVIN αναπτύσσει σημαντικά το δίκτυο της με την λειτουργία ιδιόκτητων εγκαταστάσεων ανεφοδιασμού.

Ταυτόχρονα η AVIN συνεχίζει να επεκτείνει το δίκτυο της στη Νότια Ελλάδα, στη, Εύβοια, στα νησιά του Ιονίου, στη Στερεά και στην ευρύτερη περιοχή της Δυτικής Ελλάδος.

Τα υψηλής ποιότητας καύσιμα για αυτοκίνητα, αεροπορία και βιομηχανία, άσφαλτο, υγραέρια καθώς και λιπαντικά είναι αυτά που διακρίνουν την AVIN από τις υπόλοιπες εταιρείες στον κλάδο. Το συγκριτικό της πλεονέκτημα της εταιρείας είναι η πώληση προϊόντων υψηλών προδιαγραφών σε ανταγωνιστικές τιμές. Εκτός από την διάθεση καυσίμων στην Ελληνική αγορά, η εταιρεία πραγματοποιεί εξαγωγές καυσίμων και λιπαντικών και σε γειτονικές βαλκανικές χώρες όπως η Αλβανία, η Βουλγαρία και άλλες.

#### *AEGEAN OIL A.E.<sup>11</sup>*

Η Aegean Oil, γνωστή και ως ΑΙΓΑΙΟΝ ΟΪΛ Α.Ε.Β.Ε.Π., είναι μια Ελληνική εταιρία του κλάδου πετρελαιοειδών και μία από τις πιο αναπτυσσόμενες του. Παρότι η εταιρεία

---

<sup>10</sup> [www.avinoil.gr](http://www.avinoil.gr)

<sup>11</sup> [www.aegeanoil.com](http://www.aegeanoil.com)

κατείχε ανέκαθεν περίοπτη θέση στην εμπορία ναυτιλιακών καυσίμων τα τελευταία χρόνια κατάφερε να γίνει ευρύτερα γνωστή με την ανάπτυξη ενός εκτεταμένου δικτύου πρατηρίων σε ολόκληρη την Ελλάδα.

#### *JET OIL A.E.*<sup>12</sup>

Η ΜΑΜΙΔΟΙΛ JETOIL είναι μία ελληνική επιχείρηση και από τις μεγαλύτερες στον τομέα εμπορίας πετρελαιοειδών, τόσο για τον όγκο πωλήσεων, όσο και για τον κύκλο εργασιών της. Πιο συγκεκριμένα κατέχει 600 πρατήρια και παράλληλα έχει στην ιδιοκτησία της το μεγαλύτερο ενιαίο αποθηκευτικό χώρο στα Βαλκάνια, ενώ προωθεί τις εξαγωγές της προς τα Βαλκάνια.

#### *ΕΛΙΝ ΟΙΛ Α.Ε.*<sup>13</sup>

Η ΕΛΙΝ ΟΙΛ ιδρύθηκε αρχικά κάτω από την επωνυμία «Δ. Διαμαντίδης – Χ. Κουρούκλης & Σία». Το 1960-1970 γίνεται η αλλαγή της επωνυμίας σε «ΕΛΙΝΟΙΛ Ελληνική Εταιρία Πετρελαίων Α.Ε.» και για συντομία «ΕΛΙΝΟΙΛ Α.Ε.».

Η εταιρεία καλύπτει τις ανάγκες μεγάλων βιομηχανιών με την εισαγωγή μαζούτ. Το δικαίωμα αγοράς μαζούτ από τα Κρατικά Διυλιστήρια επικυρώνεται με την ίδρυση των διυλιστηρίων Ασπροπύργου και την απαγόρευση των εισαγωγών πετρελαιοειδών.

Το 2005 η ΕΛΙΝΟΙΛ αναδείχθηκε από ως μία από τις 10 εταιρείες με το καλύτερο εργασιακό περιβάλλον στην Ελλάδα.

### **3.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Σε αυτό το κεφάλαιο αναλύθηκε ο κλάδος του πετρελαίου στην Ελλάδα. Παρουσιάστηκε ο τρόπος δημιουργίας αλλά και ο τρόπος δράσης του βάσει

---

<sup>12</sup> [www.jetoil.gr](http://www.jetoil.gr)

<sup>13</sup> [www.elin.gr](http://www.elin.gr)

ιστορικών στοιχείων. Η Ελλάδα στράφηκε στη Ρωσία για προμήθεια πετρελαίου, παράλληλα με το Ιράκ που αποτελεί τον μεγαλύτερο προμηθευτή της. Έπειτα έγινε διάκριση μεταξύ των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον τομέα της διύλισης και αυτών που δραστηριοποιούνται στον τομέα εμπορίας του πετρελαίου. Στον πρώτο τομέα ανήκουν τα Ελληνικά Πετρέλαια και η Motor Oil, ενώ στο δεύτερο εταιρείες όπως η ΕΚΟ, Jetoil, Revoil και άλλες. Παράλληλα κάθε μία από αυτές τις εταιρείες αναλύθηκε για να δούμε τη δράση και το ρόλο της στον κλάδο.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΠΕΤΡΕΛΑΪΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ**

### **4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Οι τρόποι δανεισμού των επιχειρήσεων μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες, στον εξωτερικό και τον εσωτερικό. Ο πρώτος γίνεται με την μορφή δανεισμού, δηλαδή δημιουργώντας χρέος η επιχείρηση και ο δεύτερος με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Το χρέος, είναι μία συμφωνία, με την οποία οι επιχειρήσεις δανείζονται χρήματα και τα επιστρέφουν στον δανειστή με τόκο, εντός προκαθορισμένου χρόνου. Επίσης το χρέος, το οποίο χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων ονομάζεται μόχλευση. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου γίνεται με την πώληση δικαιωμάτων ιδιοκτησίας της επιχείρησης, ώστε να κερδίσει χρήματα για την εύρυθμή λειτουργία της.

Η διεθνής βιβλιογραφία ποικίλει για τον ορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Πρώτοι οι Haugen και Senbet (1988) όρισαν την κεφαλαιακή δομή ως την επιλογή που κάνουν οι επιχειρήσεις μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών χρηματοδοτών. Στη συνέχεια ο Schlosser (1989) καθόρισε την κεφαλαιακή δομή ως το ποσοστό του χρέους προς το συνολικό κεφάλαιο της κάθε επιχείρησης. Ακολούθησαν οι Brealey και Myers (1991), οι οποίοι ορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση ως τη δομή κεφαλαίων η οποία αποτελείται από χρεόγραφα, μετοχικό κεφάλαιο και τίτλους

που εκδόθηκαν από την επιχείρηση. Όπως επισημαίνουν οι Bos και Fetherston (1993) η κεφαλαιακή διάρθρωση, υπολογισμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους μιας επιχείρησης προς τη συνολική αξία του ενεργητικού μετρημένη σε λογιστική αξία, μπορεί να επηρεάσει τόσο την κερδοφορία της επιχείρησης όσο και την επικινδυνότητα της. Όταν μία επιχείρηση προσπαθεί να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες με τη δημιουργία μεγάλου χρέους, τότε λέμε πως είναι υψηλά μοχλευμένη, ενώ αντίθετα αν δεν έχει καθόλου χρέος είναι αμόχλευτη.

Με την έννοια της μόχλευσης στην κεφαλαιακή διάρθρωση ασχολήθηκαν οι Jensen και Meckling (1976). Σύμφωνα με αυτούς η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης πιθανόν να οδηγήσει σε αύξηση των αποδόσεων για τους υπάρχοντες μετόχους, ενώ παράλληλα θα αυξήσει τον κίνδυνο καθώς δημιουργεί κόστη αντιπροσώπευσης και οικονομική δυσπραγία. Ένα παράδειγμα άμεσου οικονομικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση λόγω της αύξησης της μόχλευσης είναι το κόστος πτώχευσης. Από την άλλη μεριά έμμεσο κίνδυνο εμπεριέχουν η απώλεια εμπορικών πιστώσεων, η απώλεια πωλήσεων, τα έκτακτα διοικητικά έξοδα αλλά και η απώλεια στελεχών. Για να επιλέξει λοιπόν η επιχείρηση τη βέλτιστη κεφαλαιακή επάρκεια συγκρίνει τα οφέλη και τα κόστη της χρηματοδότησης μέσω χρέους. Ως όφελος μπορεί να θεωρηθεί κυρίως η εξοικονόμηση φόρων, ενώ κόστη είναι το κόστος αντιπροσώπευσης και η οικονομική δυσπραγία (Titman και Tsyplakov, 2004).

Οι Simerly και Li (2002) τονίζουν πως η κατάλληλη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι μία κρίσιμη απόφαση για τις επιχειρήσεις. Είναι σημαντική ως απόφαση όχι μόνο λόγω της προσπάθειας μεγιστοποίησης των αποδόσεων στην αγορά, αλλά και της επίδρασης αυτής της απόφασης στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταγωνιστεί στο περιβάλλον της.

Τα τελευταία χρόνια, οι θεωρίες για την επιλογή της κεφαλαιακής δομής έχουν αναπτυχθεί γύρω από πολλές κατευθύνσεις. Η παραδοσιακή θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης βασίζεται στην αρχή του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC), σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις εκδίδουν χρέος ώστε να

μειώσουν το WACC, διότι το χρέος θεωρείται λιγότερο δαπανηρό από ότι τα ίδια κεφάλαια (Prace, 2004).

Οι Modigliani και Miller (1958) εξέφρασαν αρχικά τη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στη δημοσίευσή τους ισχυρίστηκαν πως μία επιχείρηση δεν μπορεί να αλλάξει την αξία των τίτλων, οι οποίοι ήδη κυκλοφορούν, αλλάζοντας τα ποσοστά της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Καταλήγουν στο συμπέρασμα πως σε έναν ιδανικό κόσμο χωρίς φόρους η συνολική αξία μιας επιχείρησης αλλά και το συνολικό κόστος κεφαλαίου της είναι ανεξάρτητα από την επιλογή της κεφαλαιακής δομής. Σε μεταγενέστερη μελέτη τους (1963) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αν ενσωματωθεί και ο φόρος στην προηγούμενη μελέτη, τότε η συνολική αξία της επιχείρησης αυξάνεται και το συνολικό κόστος κεφαλαίου μειώνεται στο επίπεδο του εκπιπτώμενου φόρου.

Έπειτα από τη δημοσίευση των Modigliani και Miller, αρκετοί οικονομολόγοι άρχισαν να διατυπώνουν θεωρίες γύρω από τη μόχλευση ώστε να εξηγήσουν τη διακύμανση των συντελεστών χρέους για τις επιχειρήσεις. Μία σημαντική ήταν η θεωρία αντιστάθμισης ή όπως είναι γνωστή Trade-off Theory, η οποία διατυπώθηκε από τους DeAngelo και Masulis (1980) και επαναδιατυπώθηκε από τον Bhabra (2008). Αυτή η θεωρία εξηγεί τη συνάφεια του χρέους με την ύπαρξη φόρων και κόστους πτώχευσης. Καταλήγει στο συμπέρασμα πως ο συνδυασμός του κόστους μόχλευσης και των φορολογικών πλεονεκτημάτων του χρέους παράγει μία βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση κάτω από το 100% της χρηματοδότησης χρέους, διότι το φορολογικό πλεονέκτημα του χρέους υπερισχύει έναντι της πιθανότητας να υπάρξει κόστος σε ενδεχόμενη πτώχευση της επιχείρησης.

Η επόμενη θεωρία αναπτύχθηκε από τον Steward Myers (1984) και ονομάζεται Pecking Order. Ο Myers στη μελέτη του παρουσίασε δύο όψεις του ζητήματος της κεφαλαιακής αναδιάρθρωσης, τις οποίες ονόμασε “static trade-off theory” και “pecking order hypothesis”. Στην πρώτη θεωρεί ότι οι επιλογές της κεφαλαιακής αναδιάρθρωσης μπορούν να εξηγηθούν από το συνδυασμό ωφελειών και κόστους χρέους έναντι των ιδίων κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις θέτουν ένα στόχο για το χρέος

και σταδιακά προσπαθούν να τον φτάσουν. Στη δεύτερη υποστηρίζει πως δεν υπάρχει καθορισμένος δείκτης στόχος για το χρέος και πως η επιχείρηση έχει μία ιεραρχημένη προτίμηση για τη χρηματοδότηση. Ο Myers θεώρησε πως οι επιχειρήσεις προτιμούν ως κύρια πηγή κεφαλαίων για επενδύσεις τα κέρδη, ακολουθούμενα από τα χρέη. Η επιχείρηση θα επιδιώξει την εξωτερική χρηματοδότηση κεφαλαίων ως ύστατη λύση στο πρόβλημα. Ο λόγος για τη συγκεκριμένη σειρά προτίμησης είναι πως τα ίδια κεφάλαια θεωρούνται «φθηνά» και δεν υπόκεινται σε εξωτερικές παρεμβάσεις. Το χρέος έπεται διότι είναι φθηνότερο και έχει λιγότερους περιορισμούς σε σχέση με την έκδοση μετοχών. Η έκδοση μετοχών είναι περισσότερο ακριβή και επικίνδυνη, καθώς μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια ελέγχου της επιχείρησης.

Ακόμα μία σημαντική θεωρία είναι αυτή της αντιπροσώπευσης (The Agency Theory), η οποία διατυπώθηκε από τους Meckling και Jensen (1976). Η θεωρία πιστεύει ότι το χρέος είναι αναγκαίος παράγοντας στη προσπάθεια δημιουργίας σύγκρουσης μεταξύ των μετόχων της επιχείρησης και των διαχειριστών της. Οι συγγραφείς επισήμαναν πως λόγω του αυξανόμενου κόστους αντιπροσώπευσης και για τις δύο πλευρές, μπορεί να υπάρξει ο βέλτιστος συνδυασμός του εξωτερικού χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου για τη μείωση του συνολικού κόστους αντιπροσώπευσης.

Αξίζει να αναφέρουμε και την θεωρία της σηματοδότησης (signaling theory) η οποία αναπτύχθηκε από τον Ross (1977). Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, οι διευθυντές της επιχείρησης κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και αποκαλύπτουν μόνο τη μέθοδο με την οποία θα χρηματοδοτηθεί η επιχείρηση. Αν η μελλοντική προοπτική είναι θετική τότε οι διαχειριστές θα επιλέξουν να εκδώσουν μεγαλύτερο χρέος, γιατί είναι πρόθυμοι να υποστούν τον κίνδυνο της πτώχευσης όσο μεγάλος κι αν είναι, μαζί με άλλες δαπάνες που αφορούν το υψηλότερο χρέος. Οι κυριότεροι δείκτες που εξετάζουν όλες οι θεωρίες είναι ο δείκτης αγοραίας προς λογιστικής αξίας και ο δείκτης μόχλευσης. Ο Akmal (2010) διαπιστώνει πως ο δείκτης έχει αρνητική συσχέτιση με το δείκτη μόχλευσης, ενώ αντίθετα οι Lemmon και Zander (2010) βρίσκουν θετική συσχέτιση ανάμεσα στους δύο δείκτες.

Η πρόσφατη οικονομική κρίση δίνει τη δυνατότητα να γίνει έρευνα για την επίδραση που είχε η οικονομική κρίση στη διάρθρωση του κεφαλαίου και να αξιολογηθούν οι επιδόσεις των επιχειρήσεων μέσα από την ανάλυση των αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης και πτώχευσης. Οι Bhadra et al (2010) πιστεύουν πως οι επιχειρήσεις, γνωρίζοντας ότι υπάρχει πιθανότητα εμφάνισης τυχαίας οικονομικής κρίσης, είναι συντηρητικές στη χρηματοοικονομική τους πολιτική. Επίσης οι Tariff et al (2008) καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η ταχύτητα προσαρμογής της κεφαλαιακής δομής είναι πολύ αργή για τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα. Οι Capello et al (2010) μέσα από μία έρευνα τους για τις πραγματικές επιπτώσεις των οικονομικών περιορισμών κατά τη διάρκεια οικονομικών κρίσεων αποκαλύπτουν πως οι επιχειρήσεις τείνουν να κάνουν χρήση εσωτερικής χρηματοδότησης και να καταβάλλουν προσπάθειες στην απόκτηση πιστώσεων από τις τράπεζες έχοντας προβλέψει πως θα έχουν περιορισμένη πρόσβαση σε πιστώσεις στο μέλλον.

Όπως εξηγήσαμε και στην αρχή του κεφαλαίου οι μελέτες που υπάρχουν σχετικά με τη κεφαλαιακή διάρθρωση επιχειρήσεων είναι πολλές στη διεθνή βιβλιογραφία. Ωστόσο για τον κλάδο των πετρελαϊκών επιχειρήσεων οι μελέτες αυτές όλο και λιγοστεύουν και ιδιαίτερα στην ελληνική πετρελαϊκή αγορά, δεν υπάρχουν μελέτες που να ασχολούνται με την ανάλυση ελληνικών πετρελαϊκών επιχειρήσεων ως προς τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής αναδιάρθρωσης τους. Ο πετρελαϊκός κλάδος είναι ιδιαίτερα σημαντικός και μπορεί να παρασύρει και άλλους τεχνολογικούς κλάδους μαζί του είτε στην άνθηση είτε στην ύφεση. Είναι λοιπόν, πολύ σημαντικό να εξετασθεί η επίπτωση της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης στον συγκεκριμένο κλάδο.

## **4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ**

Σε αυτή την ενότητα θα ασχοληθούμε με την ανάλυση της κεφαλαιακής διάρθρωσης του πετρελαϊκού κλάδου. Θα αναλύσουμε τέσσερις επιχειρήσεις του



κλάδου, δύο από τον τομέα διύλισης, την Μότορ Όιλ και τα Ελληνικά Πετρέλαια και δύο από τον τομέα εμπορίας, τη Ρεβόιλ και την Ελίν Όιλ. Το κοινό χαρακτηριστικό αυτών των επιχειρήσεων είναι ότι όλες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η παρουσίαση κάθε μία επιχείρησης έχει γίνει λεπτομερώς στο δεύτερο κεφάλαιο αυτής της εργασίας. Οι περίοδοι για τις οποίες θα κάνουμε την ανάλυση αφορούν τα έτη 2008-2018.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών κεφαλαιακής επάρκειας συλλέχθηκαν από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιριών, οι οποίες είναι δημοσιευμένες στις ιστοσελίδες τους. Η ανάλυση των αριθμοδεικτών γίνεται με σκοπό την απόκτηση πληροφοριών σχετικών με την ευρωστία κάθε επιχείρησης αλλά και των αδυναμιών που μπορεί να έχουν στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις. Θα συγκρίνουμε λογιστικές πληροφορίες από τους ισολογισμούς, τις καταστάσεις ταμειακών ροών και τις καταστάσεις αποτελεσμάτων των επιχειρήσεων για διαφορετικές περιόδους. Παρακάτω θα παρουσιάσουμε τους αριθμοδείκτες τους οποίους θα χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση μας.

Στην πρώτη κατηγορία δεικτών θα παρουσιάσουμε τους *δείκτες μόχλευσης*. Αυτοί ορίζονται ως οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που μετρούν τη μακροχρόνια σταθερότητα και τη δομή μίας επιχείρησης, η οποία εξαρτάται από την ικανότητα της εταιρίας να καλύπτει τις υποχρεώσεις της, ακόμα και εκείνων που δεν χρειάζεται να πληρωθούν άμεσα.

- ***Debt to Capital Ratio***

Σύμφωνα με το Corporate Finance Institute (CFI)<sup>14</sup> ο δείκτης υπολογίζει το λόγο του χρέους προς σύνολο του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων και αποτελεί ένα δείκτη εκτίμησης του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Δείχνει σε ποιο ποσοστό η

---

<sup>14</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/>

επιχείρηση λειτουργεί με βάση τα ίδια κεφάλαια της. Όσο πιο υψηλός ο δείκτης τόσο πιο πολύ η επιχείρηση λειτουργεί χρησιμοποιώντας το χρέος, παρά το μετοχικό κεφάλαιο, για την άσκηση των δραστηριοτήτων της. Αντίθετα όσο πιο χαμηλός ο δείκτης, παίρνουμε την πληροφορία ότι η επιχείρηση λειτουργεί χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαια της για την ανάπτυξη της. Ο μαθηματικός τύπος του δείκτη είναι:

$$\text{Debt to Capital Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Debt} + \text{Equity}}$$

- **Debt to Equity Ratio**

Το CFI εξηγεί πως ο δείκτης Debt to Equity υπολογίζει το βάρος του χρέους που επωμίζεται στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Δείχνει το τρόπο με τον οποίο η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας κλίνει προς τη χρηματοδότηση με χρέος ή προς τη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Ο μαθηματικό τύπος με τον οποίο υπολογίζεται ο δείκτης είναι:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder`s Equity}}$$

- **Debt to EBITDA Ratio**

Η χρήση του συγκεκριμένου δείκτη, όπως αναφέρει το CFI είναι κυρίως στον υπολογισμό των περιόδων στις οποίες η εταιρία μπορεί να συνεχίσει τη λειτουργία της στο ίδιο επίπεδο κερδών, ώστε να είναι σε θέση να εξοφλήσει το επίπεδο χρέους της τωρινής περιόδου. Βέβαια δεν συμπεριλαμβάνει στον υπολογισμό τις επιδράσεις των ταμειακών ή κεφαλαιουχικών δαπανών και για αυτό το λόγο θα πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή προκειμένου να αξιολογηθεί μία επιχείρηση. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο θετικό δείγμα μας δίνει για την επιχείρηση, που σημαίνει ότι διαθέτει επαρκείς πόρους ώστε να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις της κατά τη λήξη τους. Από την άλλη μεριά όσο πιο υψηλός ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση της εταιρίας και υπάρχει μεγάλη πιθανότητα

στο μέλλον να μην είναι ικανή να εξοφλήσει τα χρέη της. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει αποδειχθεί ότι ο μέσος όρος του δείκτη θα πρέπει να κυμαίνεται από 1 έως 3 ώστε οι επιχειρήσεις να είναι ικανές να προσεγγίσουν το στόχο κεφαλαιακής δομής που έχουν θέσει. Ο μαθηματικός τύπος του δείκτη είναι:

$$\text{Debt to EBITDA} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{EBITDA}}$$

- **Interest Coverage Ratio**

Αυτός είναι ο τελευταίος δείκτης στην κατηγορία των δεικτών μόχλευσης. Ο δείκτης μας δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τους τόκους από τα χρέη της. Σύμφωνα με το Corporate Finance Institute ο δείκτης θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος του 1. Ο μαθηματικός του τύπος είναι:

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expense}}$$

Ο λόγος που χρησιμοποιούμε τα EBIT αντί των καθαρών πωλήσεων είναι για να μπορέσει να απεικονισθεί το ποσό που η επιχείρηση διαθέτει για την αποπληρωμή των τόκων. Εάν χρησιμοποιούσαμε το καθαρό εισόδημα, τότε θα καταλήγαμε σε λάθος με μεγάλη βεβαιότητα, λόγω του ότι θα υπολογίζαμε εις διπλούν τους τόκους ως έξοδα και τα φορολογικά έξοδα θα ήταν επίσης λανθασμένα για να βασίζονταν στο ποσό του τόκου που θα αφαιρούνταν.

Η επόμενη κατηγορία δεικτών είναι οι *δείκτες βιωσιμότητας ή πτώχευσης*. Οι αριθμοδείκτες βιωσιμότητας είναι χρήσιμοι ώστε να προβλεφθεί πιθανή χρεοκοπία της επιχείρησης προτού να είναι πολύ αργά, ώστε να λάβουν τα απαραίτητα μέτρα για την αποφυγή τέτοιου φαινομένου ή τη μείωση των πιθανών απωλειών. Θα χρησιμοποιήσουμε τρεις βασικούς δείκτες σε αυτή τη κατηγορία.

- **Current Ratio**

Ο δείκτης Current Ratio, όπως αναφέρει το CFI, υπολογίζει την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με βάση τα στοιχεία ενεργητικού του τρέχοντος έτους. Υπό την προϋπόθεση πως οι τρέχουσες υποχρεώσεις λήγουν εντός του τρέχοντος έτους, η επιχείρηση διαθέτει πολύ περιορισμένο χρόνο ώστε να συγκεντρώσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την αποπληρωμή τους. Αν η επιχείρηση διαθέτει μεγάλο κυκλοφορούν ενεργητικό μπορεί πιο εύκολα να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της, χωρίς να αναγκαστεί να ρευστοποιήσει μακροπρόθεσμα στοιχεία του ενεργητικού. Όσο πιο ψηλός ο δείκτης τόσο προτιμότερος για την επιχείρηση. Ο μαθηματικό του τύπος είναι:

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

- **EBIT to Total Assets**

Ο δεύτερος δείκτης βιωσιμότητας είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας των στοιχείων του ενεργητικού να παράξουν κέρδη, σύμφωνα με το Investopedia<sup>15</sup>. Ο δείκτης αυτός αποτελεί τον κυριότερο δείκτη του μοντέλου πρόβλεψης χρεοκοπιών, του Altman Z-score (1968). Ο υπολογιστικός τύπος είναι:

$$\text{EBIT to Total Assets} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}}$$

- **Cash Flow to Debt Ratio**

Ο τελευταίος δείκτης της κατηγορίας δεικτών βιωσιμότητας συγκρίνει τη λειτουργική ταμειακή ροή της επιχείρησης με το συνολικό χρέος, όπως εξηγεί και το CFI. Όταν αναφερόμαστε στις ταμειακές ροές εννοούμε το ποσό των ταμειακών ροών που δημιουργούνται από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας. Επίσης ως χρέος εννοούμε το άθροισμα των βραχυπρόθεσμων δανείων και του

---

<sup>15</sup> [https://www.investopedia.com/terms/r/return\\_on\\_total\\_assets.asp](https://www.investopedia.com/terms/r/return_on_total_assets.asp)

μακροπρόθεσμου χρέους. Ο δείκτης καταδεικνύει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύψει το συνολικό χρέος μέσα από τις ταμειακές ροές της. Όσο μεγαλύτερη η αναλογία, τόσο καλύτερη η ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει το συνολικό χρέος της, ενώ αντίθετα όσο μικρότερη η αναλογία τόσο χειρότερη η ικανότητα της επιχείρησης. Ο μαθηματικός τύπος του πιο σημαντικού δείκτη πτώχευσης είναι:

$$\text{Cash Flow to Debt Ratio} = \frac{\text{Operating Cash Flow}}{\text{Total Debt}}$$

### 4.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας με βάση τους υπολογισμούς που κάναμε. Όλοι οι υπολογισμοί έχουν βασιστεί στα δεδομένα που βρήκαμε στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, οι οποίες είναι δημοσιευμένες στις ιστοσελίδες τους, για κάθε έτος που εξετάσαμε.

Στον Πίνακα 2, παρουσιάζονται τα συνολικά αποτελέσματα για τους τέσσερις αριθμοδείκτες μόχλευσης για κάθε εταιρία από το 2008 έως το 2018. Αντίστοιχα στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τους τρεις δείκτες βιωσιμότητας, τους οποίους ορίσαμε στην προηγούμενη ενότητα, για κάθε εταιρία για τα έτη 2008 έως 2018.

**Πίνακας 2:** Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Κεφαλαιακής Διάρθρωσης κάθε εταιρίας για τα έτη 2008-2018

Έτος	Αριθμοδείκτες	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	Debt/ Equity	2,294	1,08	3,362	2,987
2008	Debt/Capital	0,696	0,519	0,771	0,749
2008	Debt/EBITDA	7,794	5,209	5,448	10,771
2008	Interest Coverage	3,717	0,908	3,474	1,268
2009	Debt/ Equity	2,095	1,297	3,494	1,817
2009	Debt/Capital	0,677	5,647	0,777	0,645

2009	Debt/EBITDA	5,928	8,991	5,801	12,832
2009	Interest Coverage	1	3,891	7,36	3,941
2010	Debt/ Equity	4,239	1,711	3,674	1,957
2010	Debt/Capital	0,809	0,631	0,656	0,662
2010	Debt/EBITDA	10,406	8,713	6,608	12,695
2010	Interest Coverage	4,844	4,97	5,439	2,185
2011	Debt/ Equity	4,324	1,841	3,68	2,018
2011	Debt/Capital	0,812	0,648	0,786	0,669
2011	Debt/EBITDA	8,99	12,834	5,939	35,779
2011	Interest Coverage	1,325	2,538	3,471	0,669
2012	Debt/ Equity	4,898	1,968	3,501	1,834
2012	Debt/Capital	0,83	0,663	0,778	0,647
2012	Debt/EBITDA	7,877	11,056	7,386	46,245
2012	Interest Coverage	0,015	2,534	2,149	0,415
2013	Debt/ Equity	4,947	2,241	1,46	1,994
2013	Debt/Capital	0,98	0,691	0,762	0,666
2013	Debt/EBITDA	397,8	8,309	9,363	18,46
2013	Interest Coverage	0,505	2,615	1,392	0,485
2014	Debt/ Equity	5,085	3,465	4,713	1,694
2014	Debt/Capital	0,835	0,776	0,824	0,628
2014	Debt/EBITDA	28.82	8,429	117,658	10,066
2014	Interest Coverage	0,725	3,255	-1,009	1,379
2015	Debt/ Equity	5,276	3,484	2,939	1,617
2015	Debt/Capital	0,84	0,777	0,746	0,617
2015	Debt/EBITDA	15,884	24,157	3,485	7,3
2015	Interest Coverage	1,274	1,185	3,983	1,984
2016	Debt/ Equity	9,9	2,356	2,218	2,045
2016	Debt/Capital	0,908	0,702	0,689	0,671
2016	Debt/EBITDA	4,044	6,759	2,998	8,592
2016	Interest Coverage	6,014	3,48	8,016	2,131
2017	Debt/ Equity	9,122	2,019	1,57	2,057
2017	Debt/Capital	0,901	0,668	0,611	0,672
2017	Debt/EBITDA	0,231	6,789	2,649	8,633
2017	Interest Coverage	98,816	4,063	0,86	2,102
2018	Debt/ Equity	7,506	1,922	1,241	2,981
2018	Debt/Capital	0,882	0,657	0,56	0,748
2018	Debt/EBITDA	17,154	8,729	2,975	12,108
2018	Interest Coverage	-0,426	3,467	15,757	-1,69

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Πίνακας 3:** Αποτελέσματα Αριθμοδεικτών Βιωσιμότητας κάθε εταιρίας για τα έτη  
2008-2018

Έτος	Αριθμοδείκτες	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	Current Ratio	1,198	1,469	0,79	1,618
2008	EBIT/ Total Assets	0,044	0,013	0,103	1,268
2008	Cash Flow to Debt Ratio	0,063	0,262	0,264	0,141
2009	Current Ratio	1,114	0,855	0,666	1,733
2009	EBIT/ Total Assets	0,068	0,036	0,1	0,055
2009	Cash Flow to Debt Ratio	1,626	0,108	0,224	0,089
2010	Current Ratio	0,818	1,142	0,724	1,165
2010	EBIT/ Total Assets	0,043	0,052	0,091	0,026
2010	Cash Flow to Debt Ratio	0,066	0,163	0,164	0,032
2011	Current Ratio	0,764	0,947	0,912	1,353
2011	EBIT/ Total Assets	0,039	0,032	0,099	0,016
2011	Cash Flow to Debt Ratio	0,008	0,172	-0,12	-0,075
2012	Current Ratio	0,617	0,677	0,954	1,252
2012	EBIT/ Total Assets	0	0,023	0,071	0,014
2012	Cash Flow to Debt Ratio	0,003	0,107	0,157	0,037
2013	Current Ratio	0,547	0,776	1,003	1,128
2013	EBIT/ Total Assets	0,018	0,076	0,042	0,013
2013	Cash Flow to Debt Ratio	0,007	0,047	0,094	0,075
2014	Current Ratio	0,586	0,795	1,188	1,198
2014	EBIT/ Total Assets	0,0509	0,09	-0,033	0,04
2014	Cash Flow to Debt Ratio	-0,014	0,07	0,09	0,831
2015	Current Ratio	0,637	0,787	2,042	1,248
2015	EBIT/ Total Assets	0,049	0,03	0,176	0,064
2015	Cash Flow to Debt Ratio	0,912	0,01	0,121	0,179
2016	Current Ratio	0,655	0,913	2,282	1,177
2016	EBIT/ Total Assets	-0,224	0,099	0,196	0,061
2016	Cash Flow to Debt Ratio	0,056	0,07	0,27	0,036
2017	Current Ratio	0,843	0,806	2,027	1,142
2017	EBIT/ Total Assets	3,885	0,096	0,195	0,062
2017	Cash Flow to Debt Ratio	-0,063	0,077	0,22	-0,106
2018	Current Ratio	0,812	1,21	2,331	1,091
2018	EBIT/ Total Assets	0,017	0,074	0,154	0,049
2018	Cash Flow to Debt Ratio	0,061	0,039	0,225	-0,021

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Θα αναλύσουμε έναν έναν τους δείκτες για τα αποτελέσματα τα οποία μας έδωσαν σε όλες τις χρονικές περιόδους, ώστε να εξετάσουμε την πορεία κάθε εταιρίας με βάση αυτά τα αποτελέσματα. Κυρίως θέλουμε να μελετήσουμε τα αποτελέσματα που είχε η κρίση στη κεφαλαιακή διάρθρωση και τη βιωσιμότητα των εταιριών.

Θα ξεκινήσουμε δείχνοντας τα αποτελέσματα για την πρώτη κατηγορία αριθμοδεικτών την οποία παρουσιάσαμε στην προηγούμενη ενότητα.

- Debt to Capital Ratio

Στον Πίνακα 4 παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών για τον πρώτο δείκτη της κατηγορίας δεικτών μόχλευσης. Επίσης παρουσιάζουμε και στο Διάγραμμα 3 την εξέλιξη του δείκτη για τα χρόνια τα οποία εξετάζουμε.

**Πίνακας 4:** Αποτελέσματα δείκτη Debt to Capital για τα έτη 2008-2018

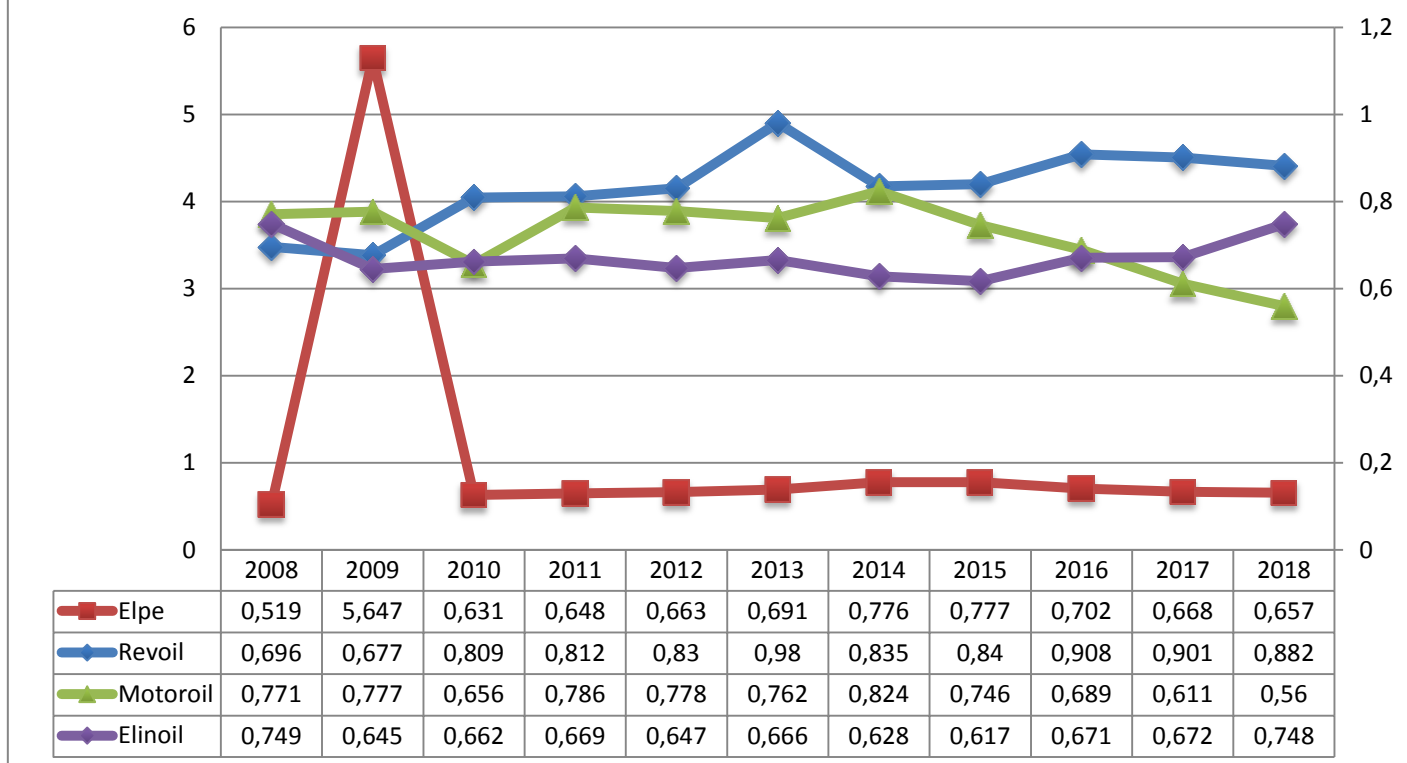
Έτος	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	0,696	0,519	0,771	0,749
2009	0,677	5,647	0,777	0,645
2010	0,809	0,631	0,656	0,662
2011	0,812	0,648	0,786	0,669
2012	0,83	0,663	0,778	0,647
2013	0,98	0,691	0,762	0,666
2014	0,835	0,776	0,824	0,628
2015	0,84	0,777	0,746	0,617
2016	0,908	0,702	0,689	0,671
2017	0,901	0,668	0,611	0,672
2018	0,882	0,657	0,56	0,748

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Διάγραμμα 3:** Εξέλιξη του Δείκτη Debt to Capital κατά τα έτη 2008-2018



## Debt to Capital Ratio



Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 3, κατά το διάστημα των ετών 2008-2018 ο δείκτης παρουσιάζει μικρές αυξομειώσεις της τιμής του για κάθε εταιρία με εξαίρεση την εταιρεία Ελληνικά Πετρέλαια η οποία δείχνει να αυξάνει πάρα πολύ τον δείκτη το 2009 στο 5,647 , όμως από το 2010 και έπειτα ακολουθεί μείωση και σταθερή πορεία γύρω από τη μονάδα. Όλες οι υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου διύλισης, αλλά και του κλάδου εμπορίας πετρελαίου κρατούν μία σταθερή πορεία στο δείκτη ανά τα χρόνια. Παρατηρούμε λοιπόν πως παρότι για πολλά από τα χρόνια τα οποία εξετάζουμε η εθνική οικονομία πλήττεται από χρηματοοικονομική κρίση, οι εταιρείες του πετρελαϊκού κλάδου μπορούν και παραμένουν σταθερές και κρατούν τον δείκτη σε χαμηλές τιμές. Συμπερασματικά, και σύμφωνα πάντα με τον ορισμό του δείκτη, βλέπουμε πως οι εταιρίες μπορούν και αναπτύσσονται χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαια τους χωρίς να έχουν ανάγκη τη δημιουργία χρέους.

- Debt to Equity Ratio

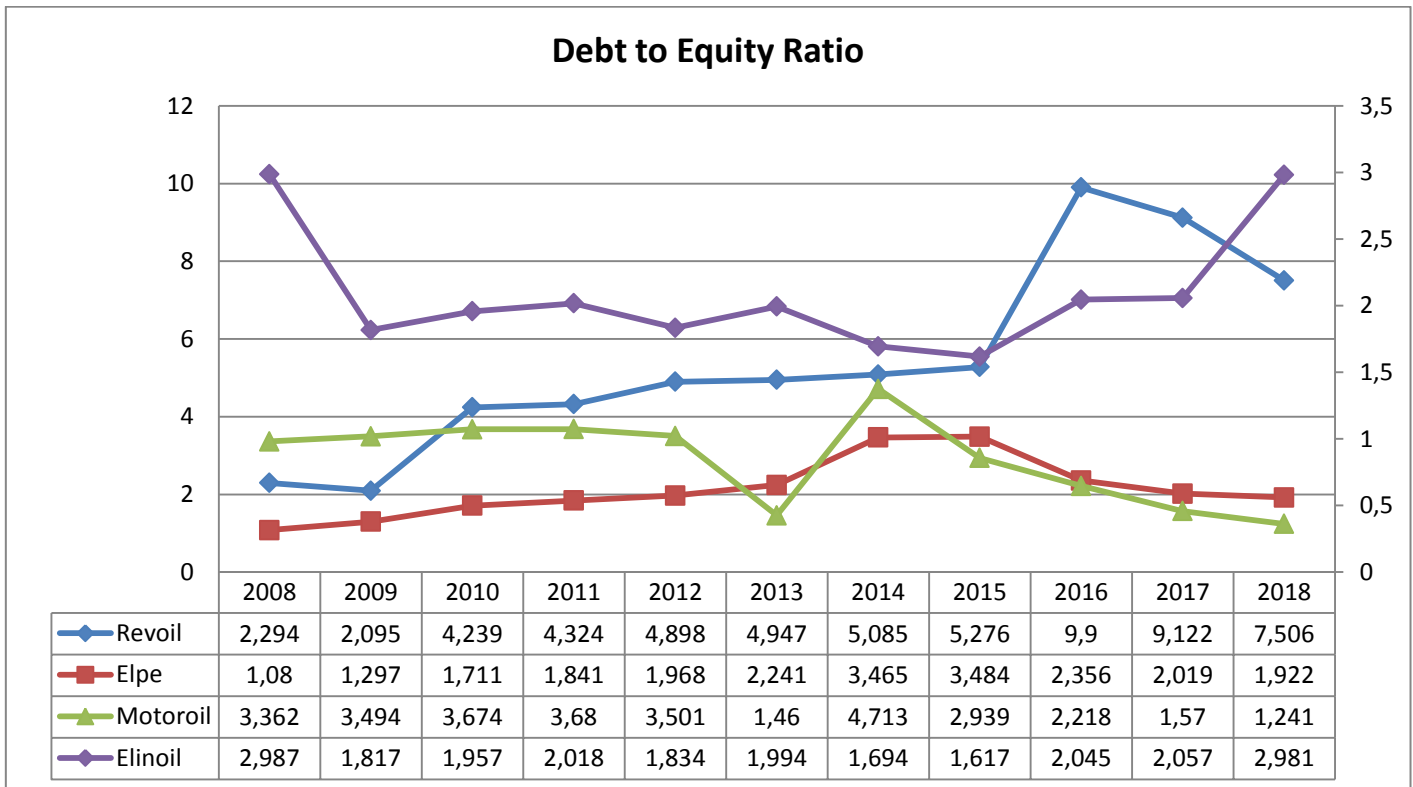
Αντίστοιχα και για τον δεύτερο δείκτη της πρώτης κατηγορίας αριθμοδεικτών θα παρουσιάσουμε παρακάτω τον Πίνακα 5 με τα αποτελέσματα για τις εταιρίες αλλά και το Διάγραμμα 4, το οποίο παρουσιάζει την εξέλιξη του δείκτη για τα χρόνια 2008 έως 2018.

**Πίνακας 5:** Αποτελέσματα δείκτη Debt to Equity για τα έτη 2008-2018

Έτος	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	2,294	1,08	3,362	2,987
2009	2,095	1,297	3,494	1,817
2010	4,239	1,711	3,674	1,957
2011	4,324	1,841	3,68	2,018
2012	4,898	1,968	3,501	1,834
2013	4,947	2,241	1,46	1,994
2014	5,085	3,465	4,713	1,694
2015	5,276	3,484	2,939	1,617
2016	9,9	2,356	2,218	2,045
2017	9,122	2,019	1,57	2,057
2018	7,506	1,922	1,241	2,981

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Διάγραμμα 4:** Εξέλιξη του Δείκτη Debt to Equity κατά τα έτη 2008-2018



Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στο Διάγραμμα 4, για τη Revoil ο δείκτης παρουσιάζει μια διαχρονική αύξηση με αποκορύφωμα το 2016 όπου η τιμή του δείκτη είναι 9,9. Αυτό δείχνει ότι η επιχείρηση διαχρονικά άυξανε το χρέος της έναντι του μετοχικού κεφαλαίου. Από το 2017 και μετά καταφέρνει βέβαια να τον μειώσει αισθητά.

Με βάση όλα τα αποτελέσματα του δείκτη για κάθε εταιρία στο τέλος του 2018 η πιο μοχλευμένη εταιρία στον κλάδο παραμένει η Revoil, παρότι τις περιόδους 2008 και 2009 η επιχείρηση Motoroil ήταν πιο μοχλευμένη. Αυτό φαίνεται και στις λογιστικές καταστάσεις της Revoil, η οποία μετά το 2009 παρουσιάζει μεγάλη αύξηση των δανείων της.

Το θετικό συμπέρασμα είναι πως κάθε επιχείρηση προσπαθεί να κρατήσει το δείκτη αρκετά χαμηλά, και με εξαίρεση την Revoil, το 2018 όλες οι επιχειρήσεις κρατάνε τον δείκτη σε τιμές από 1 έως 2. Οι επιχειρήσεις καταφέρνουν εν μέσω κρίσης, αλλά

και μετά την έξοδο από αυτή, να καταγράψουν χαμηλές τιμές στο δείκτη. Κάποιες ακόμα καταφέρνουν και να τον σταθεροποιήσουν, όπως η Ελίν Όιλ.

- Debt to EBITDA Ratio

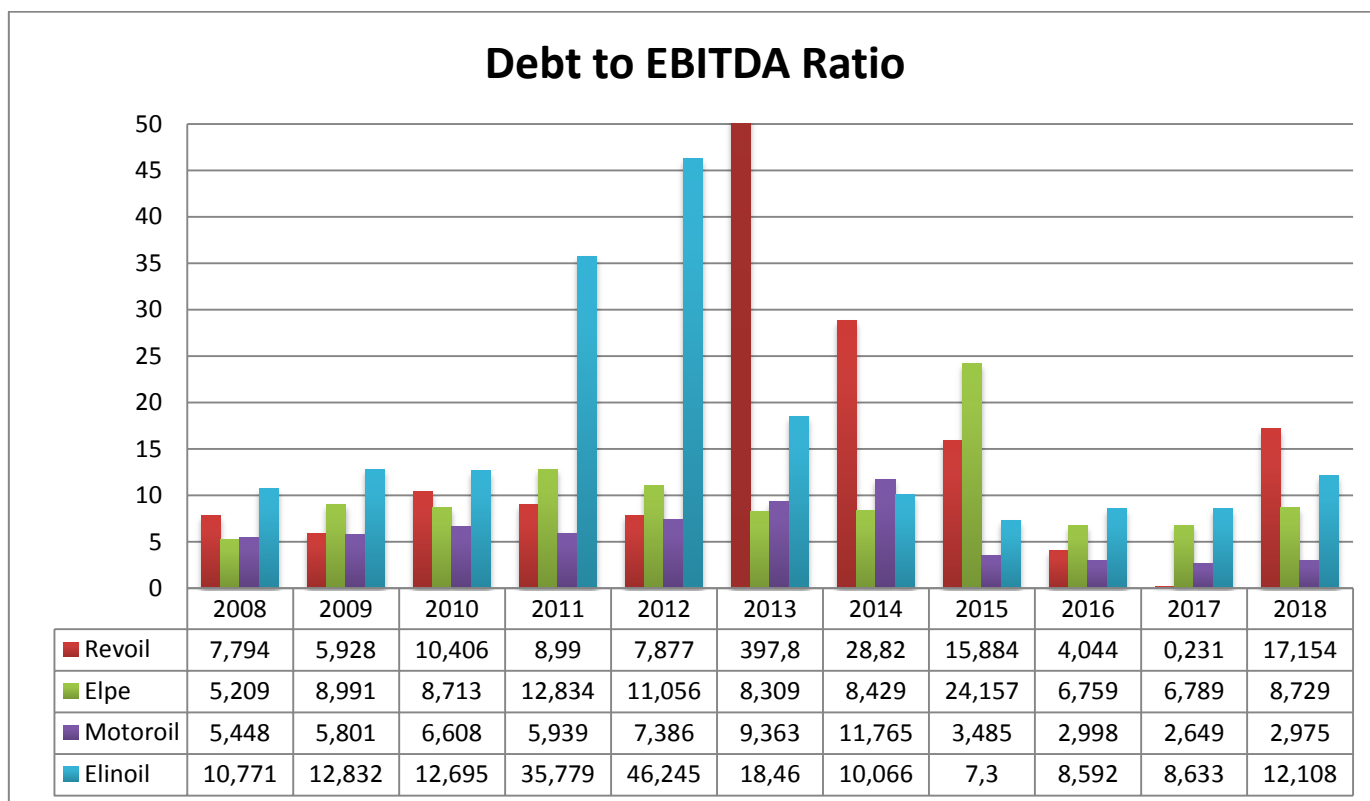
Συνεχίζουμε στον τρίτο δείκτη της πρώτης κατηγορίας αριθμοδεικτών, ο οποίος είναι το Debt to EBITDA ratio. Παρακάτω θα παραθέσουμε στον Πίνακα τα αποτελέσματα για αυτό τον δείκτη, αλλά και το διάγραμμα εξέλιξης του για τις περιόδους τις οποίες εξετάζουμε.

**Πίνακας 6:** Αποτελέσματα δείκτη Debt to EBITDA για τα έτη 2008-2018

Έτος	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	7,794	5,209	5,448	10,771
2009	5,928	8,991	5,801	12,832
2010	10,406	8,713	6,608	12,695
2011	8,99	12,834	5,939	35,779
2012	7,877	11,056	7,386	46,245
2013	397,8	8,309	9,363	18,46
2014	28.82	8,429	11,765	10,066
2015	15,884	24,157	3,485	7,3
2016	4,044	6,759	2,998	8,592
2017	0,231	6,789	2,649	8,633
2018	17,154	8,729	2,975	12,108

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Διάγραμμα 5:** Εξέλιξη του Δείκτη Debt to EBITDA κατά τα έτη 2008-2018



Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Αρχικά πρέπει να υπενθυμίσουμε για τον συγκεκριμένο δείκτη πως η διεθνής βιβλιογραφία έχει αποδείξει ότι η τιμή του θα πρέπει να κυμαίνεται από 1 έως 3 ώστε οι επιχειρήσεις να μπορούν να ικανοποιήσουν τον στόχο κεφαλαιακής δομής τους<sup>16</sup>. Επίσης όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης τόσο πιο μοχλευμένη είναι η επιχείρηση, με κίνδυνο στο μέλλον να μην μπορεί να εξοφλήσει τα χρέη της.

Όλες οι επιχειρήσεις ξεκινούν το 2008 με πολύ υψηλές τιμές στον δείκτη, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 5. Οι τρεις από αυτές, δηλαδή οι Revoil, ΕΛΠΕ και Ελίν Όιλ παρουσιάζουν μία διαχρονική αύξηση του δείκτη χρέους προς κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων. Αξίζει να σημειωθεί επίσης πως το 2013 η Revoil παρουσιάζει τιμή 397,8 για τον δείκτη, το οποίο επιβεβαιώνει τη μεγάλη μόχλευση της εταιρίας, την οποία παρατηρήσαμε και στον προηγούμενο δείκτη που

<sup>16</sup> [http://www.investingforbeginners.eu/debt\\_to\\_ebitda](http://www.investingforbeginners.eu/debt_to_ebitda)

εξετάσαμε. Από το 2014 και μετά αρχίζει να μειώνει τον δείκτη και το 2017 καταφέρνει να τον φτάσει σε πολύ χαμηλό επίπεδο (0,231) αλλά το 2018 η τιμή επιστρέφει στα συνήθη υψηλά επίπεδα της εταιρίας (17,154).

Τέλος μπορούμε να παρατηρήσουμε πως καμία επιχείρηση δεν μπορεί να κρατήσει την τιμή του δείκτη ανάμεσα στο 1 και το 3, όπως λέει η βιβλιογραφία πως θα έπρεπε να γίνεται. Άρα καμία επιχείρηση δεν μπορεί να ικανοποιήσει τον στόχο κεφαλαιακής δομής που θέτει κάθε χρονική περίοδο.

- Interest Coverage Ratio

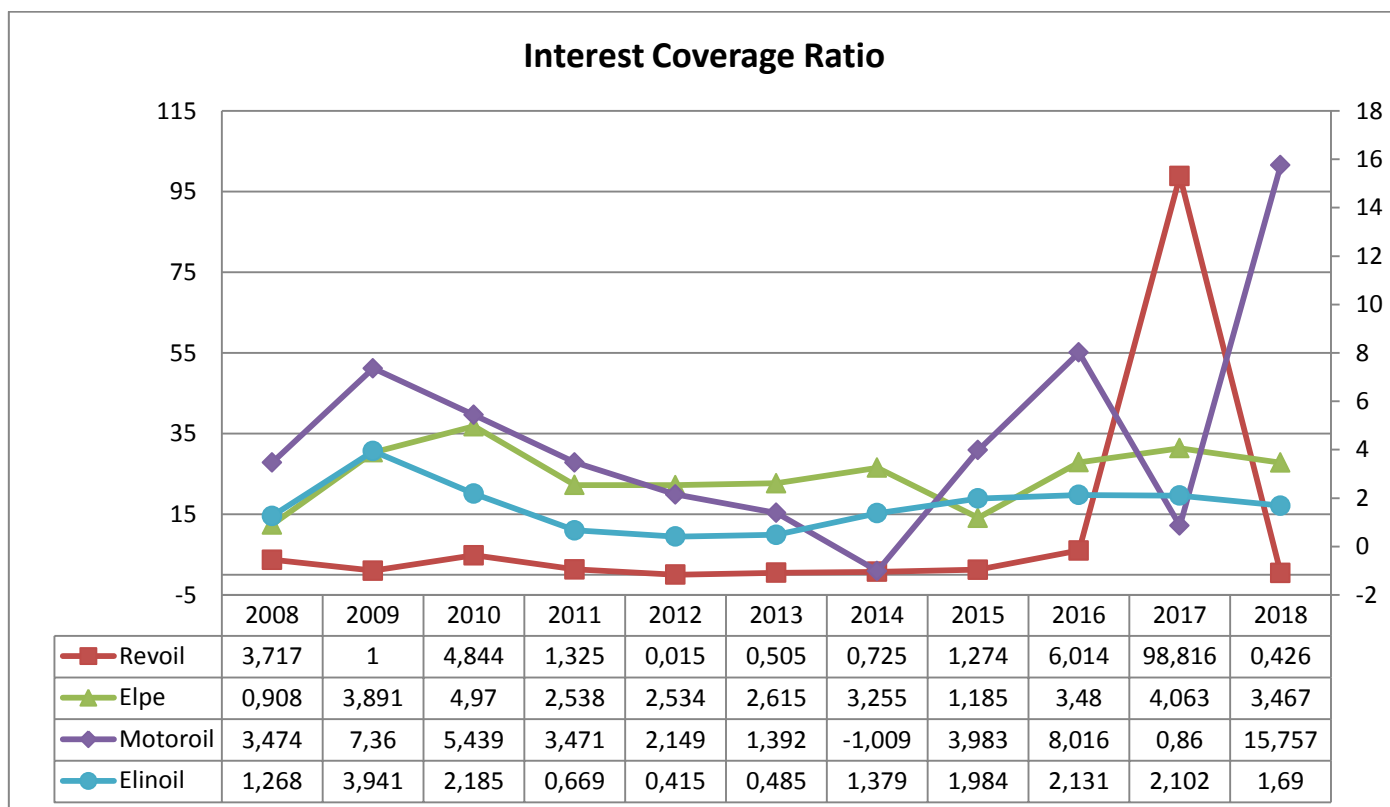
Τελευταίος δείκτης για την κατηγορία αριθμοδεικτών μόχλευσης είναι το Interest Coverage Ratio. Όπως και στους τρεις προηγούμενους δείκτες θα παρουσιάσουμε στον Πίνακα 7 τα αποτελέσματα για τον δείκτη για κάθε εταιρία αλλά και το διάγραμμα εξέλιξης για τα έτη 2008-2018.

**Πίνακας 7:** Αποτελέσματα δείκτη Interest Coverage Ratio για τα έτη 2008-2018

Έτος	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	3,717	0,908	3,474	1,268
2009	1	3,891	7,36	3,941
2010	4,844	4,97	5,439	2,185
2011	1,325	2,538	3,471	0,669
2012	0,015	2,534	2,149	0,415
2013	0,505	2,615	1,392	0,485
2014	0,725	3,255	-1,009	1,379
2015	1,274	1,185	3,983	1,984
2016	6,014	3,48	8,016	2,131
2017	98,816	4,063	0,86	2,102
2018	0,426	3,467	15,757	1,69

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Διάγραμμα 6:** Εξέλιξη του δείκτη Interest Coverage Ratio κατά τα έτη 2008-2018



Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Θα υπενθυμίσουμε και εδώ πως η διεθνής βιβλιογραφία αναφέρει ότι αυτός ο δείκτης θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος της μονάδας. Ξεκινώντας από το 2008, στο Διάγραμμα 6 είναι εμφανές πως οι εταιρίες έχουν αρκετά μεγάλο δείκτη με μοναδική εξαίρεση την ΕΛΠΕ που είναι κάτω της μονάδας αλλά σε κοντινά επίπεδα. Από την άλλη μεριά σε όλες τις περιόδους εξέτασης η Revoil κρατάει την τιμή του δείκτη σε πολύ χαμηλά επίπεδα και μικρότερα της μονάδας, αλλά το 2017 καταφέρνει να πετύχει πολύ μεγάλη αύξηση και ο δείκτης φτάνει στο 98,816. Αυτό είναι απολύτως λογικό γιατί το 2017 η Revoil παρουσίασε πολύ αυξημένα κέρδη προ φόρων και τόκων στις οικονομικές της καταστάσεις.

Κάτι παρόμοιο συνέβη και με την Ελίν Όιλ η οποία διαχρονικά παρουσιάζει αυξομειώσεις στον δείκτη αλλά πάντα σε κοντινά επίπεδα με τη μονάδα. Δείχνει μέσα στη κρίση να μπορεί να ανταπεξέλθει στις χρηματοοικονομικές αλλαγές και να κρατάει σε σταθερά επίπεδα τον δείκτη.

Μία μεγάλη παρατήρηση είναι η αρνητική τιμή του δείκτη για την επιχείρηση Motoroil την περίοδο 2014. Αυτό συνέβη διότι εκείνη την περίοδο η επιχείρηση εμφάνισε στις οικονομικές της καταστάσεις αρνητικά κέρδη προ φόρων και τόκων. Κατάφερε όμως τα επόμενα χρόνια να αυξήσει τον δείκτη και το 2018 να τον φτάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα στο 15,757.

Η επιχείρηση Ελληνικά Πετρέλαια είναι μια αντίστοιχη περίπτωση των Ελίν Όιλ και Revoil, δηλαδή διαχρονικά καταφέρνει να κινείται σε σταθερά επίπεδα με σταθερές αυξομειώσεις του δείκτη.

Όσον αναφορά λοιπόν τους δείκτες μόχλευσης παρατηρήσαμε ότι η επιχείρηση που έδειξε σημάδια ανησυχίας για το μέλλον και που ήταν πιο μοχλευμένη είναι η Revoil. Οι υπόλοιπες επιχειρήσεις κατάφεραν μέσα στην κρίση να κρατηθούν σε σταθερά επίπεδα χωρίς να εμφανίσουν σημαντικά προβλήματα. Μια στιγμή αδυναμίας, όπως θα μπορούσαμε να την χαρακτηρίσουμε, έδειξε η Motoroil το 2014 αλλά κατάφερε να ανακάμψει από την επόμενη κιόλας περίοδο και πολύ γρήγορα.

Στη συνέχεια θα ασχοληθούμε με την ανάλυση της δεύτερης κατηγορίας αριθμοδεικτών, αυτή των δεικτών βιωσιμότητας. Αφού εξετάσαμε τις επιχειρήσεις από πλευράς μόχλευσης, τώρα θα τις εξετάσουμε από πλευρά της βιωσιμότητας ώστε να συγκρίνουμε και τα αποτελέσματα από τις δύο κατηγορίες δεικτών.



- Current Ratio

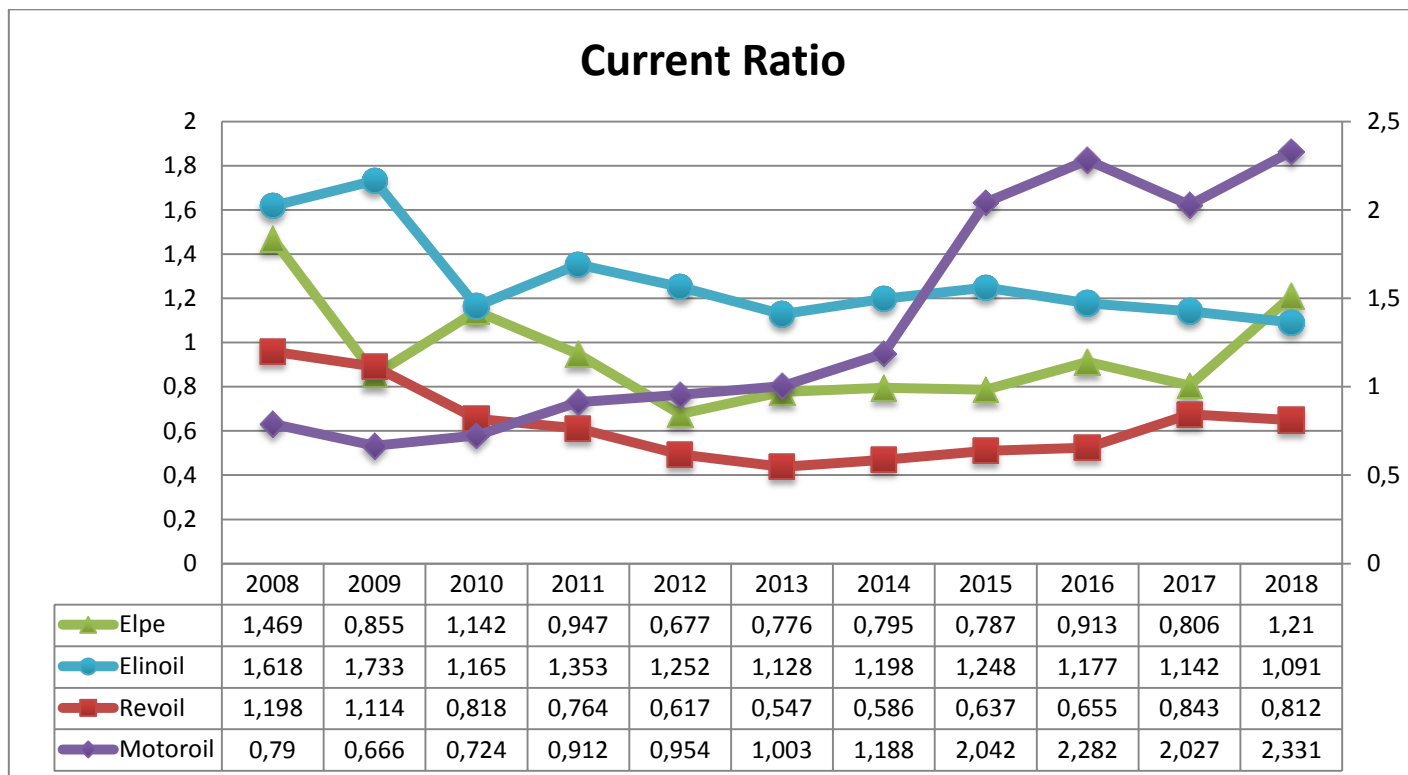
Ο πρώτος δείκτης της δεύτερης κατηγορίας είναι το Current Ratio. Ακριβώς όπως και στους προηγούμενους δείκτες θα παρουσιάσουμε στον Πίνακα 8 τα αποτελέσματα και το διάγραμμα εξέλιξης του δείκτη για τα έτη 2008-2018.

**Πίνακας 8:** Αποτελέσματα δείκτη Current Ratio για τα έτη 2008-2018

Έτος	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	1,198	1,469	0,79	1,618
2009	1,114	0,855	0,666	1,733
2010	0,818	1,142	0,724	1,165
2011	0,764	0,947	0,912	1,353
2012	0,617	0,677	0,954	1,252
2013	0,547	0,776	1,003	1,128
2014	0,586	0,795	1,188	1,198
2015	0,637	0,787	2,042	1,248
2016	0,655	0,913	2,282	1,177
2017	0,843	0,806	2,027	1,142
2018	0,812	1,21	2,331	1,091

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Διάγραμμα 7:** Εξέλιξη του δείκτη Current Ratio κατά τα έτη 2008-2018



Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Από τον ορισμό του δείκτη όσο πιο υψηλός είναι τόσο προτιμότερος για την επιχείρηση. Με βάση λοιπόν το Διάγραμμα 7, η επιχείρηση Ελληνικά Πετρέλαια ξεκινάει με τιμή κοντά στο 1,5, όμως τα επόμενα χρόνια χάνει τη δυναμική της και ο δείκτης κινείται σταθερά μεν αλλά σε τιμές χαμηλότερες της μονάδας. Το 2018 καταφέρνει να επανέλθει στα αρχικά επίπεδα μεγαλύτερα της μονάδας. Πάραυτα η επιχείρηση κατά τις περιόδους της χρηματοοικονομικής κρίσης επηρεάζεται ελάχιστα, χάνει ελάχιστη δυναμική και καταφέρνει να μείνει σταθερή.

Από την άλλη μεριά η Έλιν Όιλ δείχνει να είναι πολύ δυναμική και παρά την ύπαρξη κρίσης στην οικονομία μπορεί και κρατάει τον δείκτη σε επίπεδα μεγαλύτερα της μονάδας κάθε χρονική περίοδο, δείχνοντας πως μπορεί με άνεση να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της.

Η επιχείρηση Motoroil παρότι ξεκινάει σε χαμηλά επίπεδα και για αρκετά χρόνια παραμένει εκεί, από το 2013 και μετά ανακάμπτει, κερδίζει δυναμική και παρουσιάζει τιμές μεγαλύτερες της μονάδας δηλώνοντας έτσι πως τα Current Assets ξεπερνούν τα Current Liabilities καθιστώντας την ικανή να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Επίσης παρατηρούμε πως το 2018 είναι η επιχείρηση με τον μεγαλύτερο δείκτη με τιμή 2,3.

Τέλος η Revoil δείχνει να επηρεάζεται από την κρίση λίγο περισσότερο από τις υπόλοιπες τρεις επιχειρήσεις, χάνοντας δυναμική και μην μπορώντας μέχρι και το 2018 να γυρίσει σε επίπεδα μεγαλύτερα της μονάδας. Βέβαια καταφέρνει να κρατάει σταθερό τον δείκτη σε επίπεδα κοντά στη μονάδα.

- EBIT to Total Assets Ratio

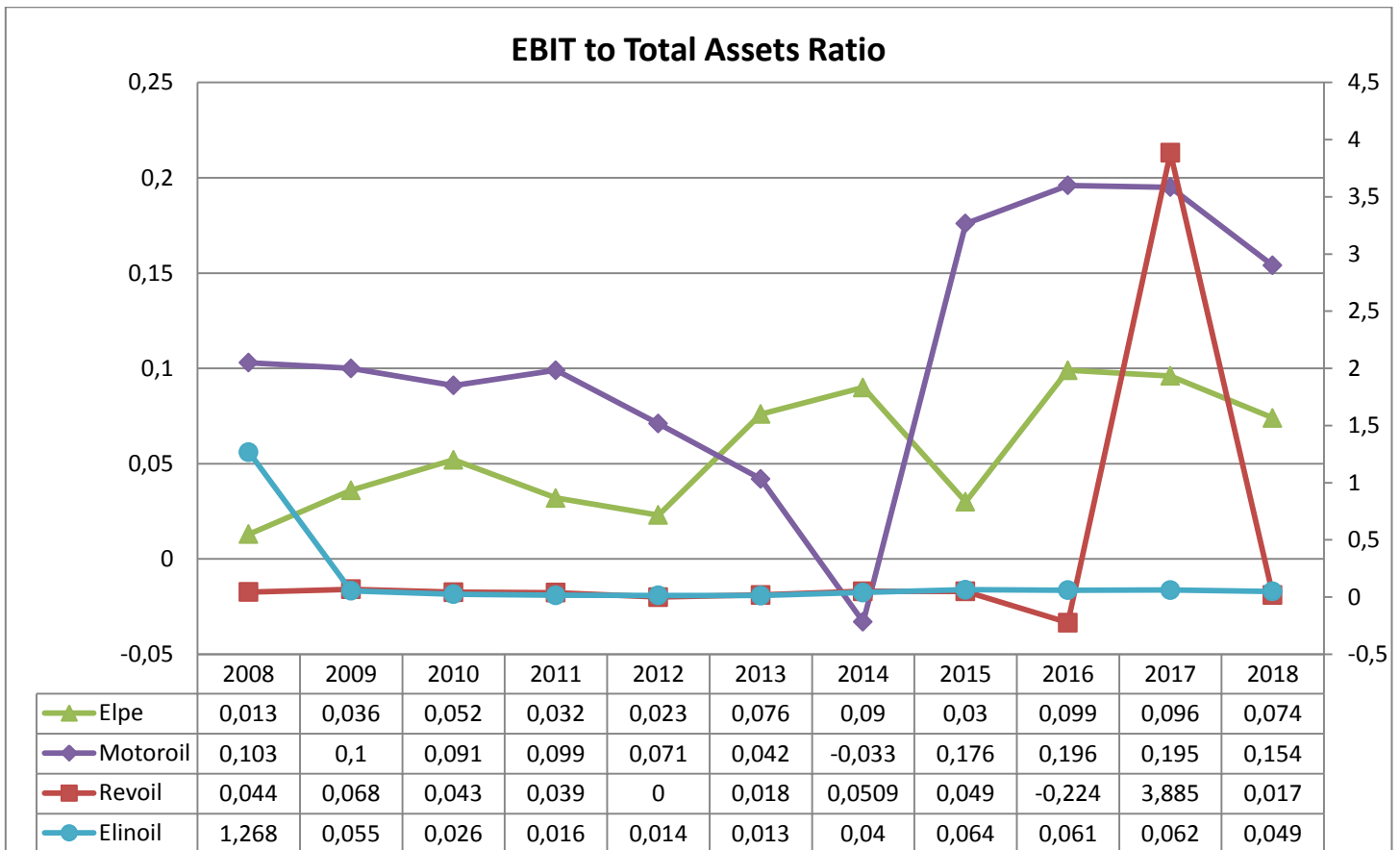
Έπειτα θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα για τον δεύτερο δείκτη της κατηγορίας δεικτών βιωσιμότητας, του δείκτη EBIT to Total Assets. Παρακάτω θα παραθέσουμε στον Πίνακα 9 τα αποτελέσματα και το διάγραμμα εξέλιξης του για τα έτη 2008-2018.

**Πίνακας 9:** Αποτελέσματα δείκτη EBIT to Total Assets για τα έτη 2008-2018

Έτος	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	0,044	0,013	0,103	1,268
2009	0,068	0,036	0,1	0,055
2010	0,043	0,052	0,091	0,026
2011	0,039	0,032	0,099	0,016
2012	0	0,023	0,071	0,014
2013	0,018	0,076	0,042	0,013
2014	0,0509	0,09	-0,033	0,04
2015	0,049	0,03	0,176	0,064
2016	-0,224	0,099	0,196	0,061
2017	3,885	0,096	0,195	0,062
2018	0,017	0,074	0,154	0,049

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Διάγραμμα 8:** Εξέλιξη του δείκτη EBIT to Total Assets κατά τα έτη 2008-2018



Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Υπενθυμίζουμε πως ο δείκτης αυτός μας δείχνει την ικανότητα των στοιχείων του ενεργητικού να παράξουν κέρδη. Κοιτώντας τα αποτελέσματα στο Διάγραμμα 8, μπορούμε να διακρίνουμε πως καμία από τις επιχειρήσεις δεν περιέχει στοιχεία στο ενεργητικό της ικανά να παράξουν κέρδη. Το καλύτερο παράδειγμα για αυτή τη διαπίστωση είναι η επιχείρηση Revoil. Η εταιρία από το 2008 παρουσιάζει μία σταθερή πτωτική πορεία του δείκτη σε σημείο το 2012 να είναι ίσος με μηδέν. Παρά τις αυξήσεις των επόμενων ετών ο δείκτης το 2016 παρουσιάζει αρνητική τιμή, δεδομένου ότι η επιχείρηση εμφανίζει αρνητικά κέρδη προ φόρων και τόκων. Ανακάμπτει όμως ταχέως και την αμέσως επόμενη περίοδο η τιμή του δείκτη φτάνει στο 3,885, αρκετά υψηλή τιμή σχετικά με όλες τις προηγούμενες περιόδους. Το 2018 πέφτει ξανά σε επίπεδα κοντά στο μηδέν.

Αντίστοιχη πορεία εμφανίζει και η Motoroil. Η εταιρία ξεκινώντας από το 2008 δείχνει μία πτωτική τάση στις τιμές του δείκτη, παρουσιάζοντας την χειρότερη τιμή του το 2014, όπου έχουμε αρνητικό αποτέλεσμα, για τον ίδιο λόγο που η Revoil παρουσίασε αρνητικό αποτέλεσμα το 2016. Καταφέρνει όμως να ανακάμψει και αυτή από την επόμενη κιόλας περίοδο και να μείνει σταθερή σε πολύ καλά επίπεδα.

Οι επιχειρήσεις Ελληνικά Πετρέλαια και Ελίν Όιλ καταφέρνουν σε όλες τις χρονικές περιόδους που εξετάζουμε να παραμείνουν σταθερές με κάποιες αυξομειώσεις ανά διαστήματα στις τιμές του δείκτη. Όπως φαίνεται λοιπόν από αυτό το δείκτη βιωσιμότητας η κρίση επηρέασε αρκετά τις εταιρίες ως προς τα στοιχεία ενεργητικού που διέθεταν και τα οποία ήταν ικανά να παράξουν κέρδη.

- Cash Flow to Debt Ratio

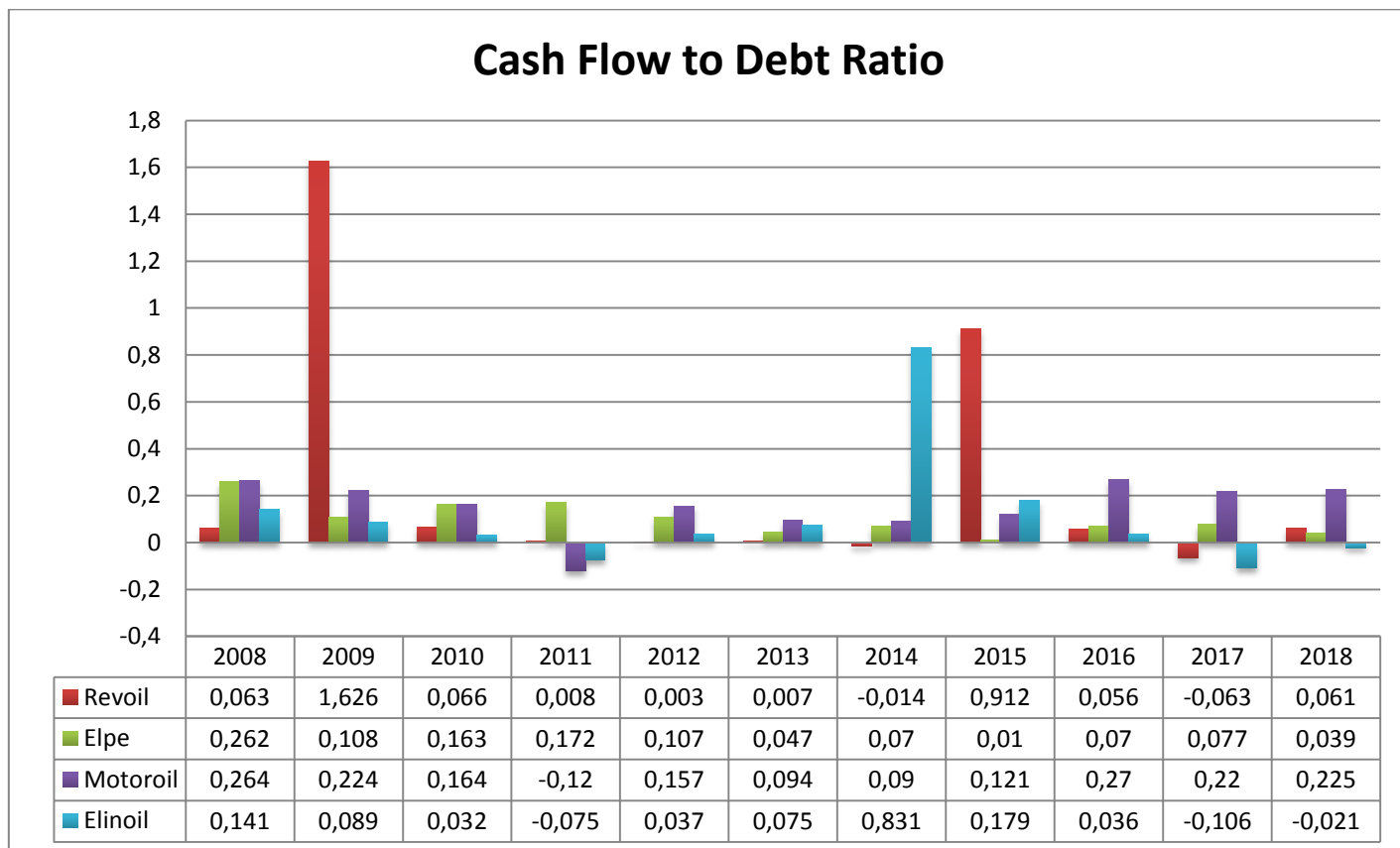
Τελευταίος δείκτης της κατηγορίας δεικτών βιωσιμότητας αλλά και τελευταίος δείκτης που θα εξετάσουμε είναι ο δείκτης Cash Flow to Debt. Και εδώ όπως και στους προηγούμενους δείκτες θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα που συλλέχθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών στον Πίνακα 10 και το Διάγραμμα 9 εξέλιξης του δείκτη για τα έτη 2008-2018.

**Πίνακας 10:** Αποτελέσματα δείκτη Cash Flow to Debt για τα έτη 2008-2018

Έτος	Revoil	Elpe	Motoroil	Elinoil
2008	0,063	0,262	0,264	0,141
2009	1,626	0,108	0,224	0,089
2010	0,066	0,163	0,164	0,032
2011	0,008	0,172	-0,12	-0,075
2012	0,003	0,107	0,157	0,037
2013	0,007	0,047	0,094	0,075
2014	-0,014	0,07	0,09	0,831
2015	0,912	0,01	0,121	0,179
2016	0,056	0,07	0,27	0,036
2017	-0,063	0,077	0,22	-0,106
2018	0,061	0,039	0,225	-0,021

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

**Διάγραμμα 9:** Εξέλιξη του δείκτη Cash Flow to Debt κατά τα έτη 2008-2018



Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις εταιρειών 2008-2018

Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα ο δείκτης δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύψει το συνολικό χρέος μέσα από τις ταμειακές ροές της. Όσο μεγαλύτερη η αναλογία, τόσο καλύτερη η ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει το συνολικό χρέος της, ενώ αντίθετα όσο μικρότερη η αναλογία τόσο χειρότερη η ικανότητα της επιχείρησης. Κατά τις περιόδους που εξετάζουμε ο δείκτης παρουσιάζει σταθερές διακυμάνσεις για όλες τις επιχειρήσεις, με πολύ λίγες εξαιρέσεις, όπως μπορούμε να διακρίνουμε στο Διάγραμμα 9.

Η Revoil το 2014 σημειώνει αρνητική τιμή δείχνοντας ακριβώς αυτό που έχουν δείξει και οι υπόλοιποι δείκτες που έχουμε εξετάσει για τη συγκεκριμένη επιχείρηση, πως εν μέσω κρίσης η εταιρία παρουσιάζει αρκετά προβλήματα και έχει επηρεαστεί περισσότερο από κάθε άλλη. Την επόμενη περίοδο ο δείκτης σημειώνει

σημαντική αύξηση όμως από το 2016 αρχίζει πάλι η πτωτική του πορεία και το 2017 σημειώνει πάλι αρνητική τιμή και αυτή τη φορά μεγαλύτερη της περιόδου 2014.

Η επιχείρηση Ελληνικά Πετρέλαια σημειώνει σταθερές διακυμάνσεις ανά τα χρόνια, άλλοτε λίγο πιο σημαντικές και άλλοτε όχι. Η Motoroil ενώ ξεκινά το 2008 με τον υψηλότερο δείκτη λειτουργικών εσόδων από τις άλλες 3 επιχειρήσεις, τα επόμενα χρόνια χάνει αυτό το πλεονέκτημα, καταφέρνοντας και αυτή να σημειώσει αρνητική τιμή στο δείκτη την περίοδο 2011. Στη συνέχεια ανακάμπτει έχοντας αυξομειώσεις στις τιμές του δείκτη και το 2018 κλείνει ως η εταιρία με την μεγαλύτερη τιμή εκ νέου.

Η Ελίν Όιλ κυμαίνεται πάντα σε χαμηλά επίπεδα, δείχνοντας και αυτή σημάδια επηρεασμού από την κρίση, ενώ είναι η μόνη επιχείρηση που για δύο συνεχόμενες χρονιές παρουσιάζει αρνητική στο δείκτη, τις περιόδους 2017 και 2018. Αυτό σημαίνει πως ακόμα και μετά την πάροδο της κρίσης, η επιχείρηση συνεχίζει να ταλαιπωρείται και να εμφανίζει αρνητικά λειτουργικά κέρδη.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε πως για τις τέσσερις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις του πετρελαϊκού κλάδου, η κρίση άλλες τις επηρέασε σημαντικά και έδειξαν σημάδια μη βιωσιμότητας αλλά και υψηλής μόχλευσης, όπως η Revoil, ενώ άλλες κατάφεραν να επηρεαστούν αμυδρά και παρότι κυμαίνονταν σε χαμηλά επίπεδα λειτουργικών κερδών και ενεργητικού να μείνουν σταθερές και να ανταπεξέλθουν στην χρηματοοικονομική κρίση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία ασχολήθηκε με τη μελέτη του κλάδου των πετρελαϊκών εταιρειών, τη μελέτη της κεφαλαιακής διάρθρωσης τους, αλλά και τη συνεισφορά των εταιρειών στην οικονομία της Ελλάδας κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης. Η ανάλυση όλων αυτών πραγματοποιήθηκε για τις περιόδους 2008 έως και 2018.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας αναλύθηκε ο ορισμός, τα αίτια και οι συνέπειες της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008. Τα αίτια κατατάχθηκαν σε τέσσερις κατηγορίες, τις παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, την υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση του τραπεζικού τομέα, την ασύμμετρη πληροφόρηση και τα ρυθμιστικά κενά και την ελλιπή εποπτεία. Η κρίση ξεκίνησε από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και πολύ γρήγορα έγινε παγκόσμια, καταφέροντας να πλήξει σφοδρά τα τραπεζικά συστήματα πολλών χωρών. Παράλληλα αναφέρθηκε και η επίπτωση που είχε η κρίση στον κλάδο διύλισης της ελληνικής οικονομίας, όπως καταγράφηκε από τον IOBE.

Στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας έγινε λόγος για τον εθνικό κλάδο πετρελαίου. Αναφέρθηκε η δομή του κλάδου και παρουσιάστηκαν λεπτομερώς οι επιχειρήσεις από τις οποίες αποτελείται χωρίζοντας τες σε δύο κατηγορίες, αυτές του τομέα διύλισης και αυτές του τομέα εμπορίας. Σκοπός αυτής της ανάλυσης ήταν να κατανοηθεί η διαφοροποίηση κάθε εταιρείας, αλλά και να γίνουν εμφανή τα χαρακτηριστικά τους.

Στο τέταρτο κεφάλαιο έγινε η μελέτη της κεφαλαιακής διάρθρωσης για κάθε επιχείρηση. Αρχικά παρουσιάστηκαν η μεθοδολογία και οι βασικοί αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη, κατηγοριοποιώντας τους σε δείκτες μόχλευσης και δείκτες βιωσιμότητας. Έπειτα παρουσιάστηκαν τα αποτελέσματα της μελέτης για κάθε επιχείρηση από το 2008 έως το 2018. Όσον αφορά τους δείκτες μόχλευσης η μελέτη έδειξε πως πέραν ελαχίστων επιχειρήσεων το σύνολο του κλάδου κατάφερε να ανταπεξέλθει κατά την περίοδο της ελληνικής κρίσης του



2008. Στην αρχή όλες οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλές τιμές των δεικτών μόχλευσης, αλλά εν μέσω κρίσης καταφέρνουν να τους μειώσουν και να τους κρατήσουν σταθερούς στην πορεία των χρόνων. Για παράδειγμα ο δείκτης Debt to Capital για τη Revoil το 2008 ήταν στο 0.69 και παρότι αυξήθηκε στις επόμενες περιόδους, κατάφερε να τον κρατήσει σταθερό γύρω στο 0,8, με το 2018 να σημειώνει τιμή 0,88. Σε αντίστοιχα πλαίσια κινείται και η Elin Oil που το 2008 ξεκίνησε με το δείκτη στο 0,74 και το 2018 ο δείκτης ήταν ίσος με 0,74 ξανά. Το ίδιο συμβαίνει και με το δείκτη Debt to Equity. Το 2008 ο δείκτης ήταν ίσος με 2,98 για την Elinoil και το 2018 ισούνταν πάλι με την ίδια τιμή δείχνοντας τη σταθερότητα της εταιρείας στα χρόνια της κρίσης. Η μόνη εξαίρεση σε αυτό το δείκτη ήταν η Revoil που τον εκτόξευσε με συνέπεια το 2018 να είναι ίσος με 7,5, ενώ το 2017 είχε φτάσει το 9,1. Ο δείκτης μόχλευσης που δεν ικανοποίησε τις προσδοκίες για καμία εταιρεία είναι ο δείκτης Debt to EBITDA, ο οποίος ενώ θα πρέπει να κινείται μεταξύ των τιμών 1 και 3, ήταν πολύ υψηλότερος για όλες τις επιχειρήσεις που εξετάσαμε. Η Elinoil το 2018 παρουσίασε τιμή 12,1, η Revoil 17,1, η ΕΛΠΕ 8,7, ενώ μοναδική εξαίρεση ήταν η Motoroil που κατάφερε να τον μειώσει και να τον φτάσει στο 2,9.

Από την άλλη μεριά στους δείκτες πτώχευσης φαίνονται το ίδιο ικανοποιητικά σημάδια με εξαίρεση πάλι κάποιες περιπτώσεις, που όμως δεν θεωρούνται προβληματικές. Για παράδειγμα ο δείκτης EBIT to Total Assets έδειξε πως καμία επιχείρηση δεν διέθετε στοιχεία ικανά να παράξουν κέρδη, αλλά στην πορεία των χρόνων μέσα στην κρίση οι επιχειρήσεις καταφέρνουν να ανακάμψουν. Η Revoil παρουσίασε το 2008 τον δείκτη ίσο με 0,04 και το 2018 ίσο με 0,01. Δηλαδή βλέπουμε πως μειώνεται κατά τη διάρκεια των ετών της κρίσης. Πέραν της Elinoil η οποία είχε τιμή 1,26 στον δείκτη για το 2008, όλες οι υπόλοιπες επιχειρήσεις παρουσιάζουν τιμή κοντά στο μηδέν. Το 2018 όμως, όλες οι εταιρείες έχουν τον δείκτη κοντά στο μηδέν δείχνοντας αρνητικές προσδοκίες. Αξίζει να σημειωθεί πως το 2016 η Revoil παρουσίασε αρνητικό δείκτη ίσο με -0,22, όπως και η Motoroil το 2014 ίσο με -0,033.

Την ανικανότητα των επιχειρήσεων να καλύψουν τα χρέη τους δείχνει και ο δείκτης Cash Flow to Debt. Σχεδόν κάθε χρόνο οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν δείκτη ίσο με το μηδέν ή κοντά σε αυτό, με ελάχιστες εξαιρέσεις, άλλες κακές και άλλες καλές. Για παράδειγμα το 2017 η Revoil και η Eilinoil έχουν αρνητικό δείκτη ίσο με -0,063 και -0,106 αντίστοιχα. Για την Revoil δεν ήταν η πρώτη φορά καθώς και το 2014 είχε αρνητικό δείκτη ίσο με -0,014. Επίσης η δυνατότητα κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση. Η ελληνική κρίση του 2008, έδειξε να επηρεάζει όλες τις εταιρείες και περισσότερο από όλες τη Revoil, αλλά όλες μπόρεσαν να μείνουν σταθερές και να ανταπεξέλθουν στη χρηματοοικονομική κρίση.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Akdal, S., (2010). «How do Firm Characteristics Affect Capital Structure? Some UK Evidence». MPRA paper No. 29199, UTC.

Ariff, M., Tauqif, H., and Shamsheer, M., (2008). «How Capital Structure adjusts Dynamically During Financial Crises». University of Tokyo & Bond University and University Putra Malaysia.

Bhabra, H., Liu, T., and Tirtiroglu, D., (2008). «Capital Structure Choice in a Nascent Market: Evidence from Listed Firms in China». Financial Management Association International, Vol. 37, No., 2, pages 173-379.

Bordo M., Eichengreen B., Klingbiel D., and Martinez-Peria MI. (2001). «Financial Crisis: Lessons from the last 120 Years. Economic Policy, 32, pp. 53-82».

Bos, T., and Fetherston T., (1993). «Capital Structure Practices on the Pacific Rim». Research in International Business and Finance, Vol. 10, pages 53-66.

Brealey R., and Myers, S., (1991). «Principles of Corporate Finance». McGraw-Hill.

Campello, M., Graham, R., and Harvey, R., (2010). «The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis». Journal of Financial Economics, Vol, 97, No. 3, pages 470–487.

De-Angelo, H., and Masulis, R., (1980). «Optimal Capital Structures under Corporate and Personal Taxation». The Journal of Financial Economics, vol. 8, no. 1, pages 3-29.

Fackler, M., (2008). «Financial Crisis Spreads to Emerging Nations. The New York Times».

Haugen, R., and Senbert, L., (1998). «Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Capital Structure». Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23, No. 1, 39-56.

Jensen, M., and Meckling, W., (1976). «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure». The Journal of Financial Economics, Vol. 3, 301-360.

Kontogiannis, D., (2009). «The effects of the US subprime mortgage crisis on local banks»

Laeven L. and Valencia F. (2008). «Systematic Banking Crises: a New Database. IMF Working Paper, no WP/08/224».

Lemmon, M., and Zender, F., (2010). «Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories». Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 45, No. 5, 1161-1187.

Modigliani, F., and Miller, M., (1958). «The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment». The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, 261-297.

Modigliani, F., and Miller, M., (1963). «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction». The American Economic Review, vol. 26, 433-442.

Myers, S., (2001). «Capital Structure». The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, 81-102.

Prace, D., (2004). «Inter-Industry Differences in Capital Structure: Then Evidence from Central Europe». Dissertation, Univerzita Karlova V Praze.

Reinhart, C., and Roggoff, K. (2008a). «Banking Crises: An Equal Opportunity Menace. NBER Working Paper, no 14587».

Schlosser, M., (1989). «Corporate Finance: A model-building approach». Hertfordshire: Prentice Hall.

Simerly, R., and Li, M., (2002). «Translating Research into Practical Solutions». Unpublished paper.

Sklias P., Roukanas S., Flouros F. (2019) «The Political Economy of National and Energy Security».

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Γαραντζιώτη-Ξεζωνάτου Σ., (2005). Πτυχιακή Εργασία «Συνθήκες Ανταγωνισμού στην Ελληνική Αγορά της Βενζίνης». Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Καραμούζης, Ν., (2009). «Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος». Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων. Τόμος IV, Τεύχος 8.

Κολλίντζας, Τ. και Ψαλιδόπουλος, Μ., (2009). «Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι Πολιτικές Αντιμετώπισης τους». Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων. Τόμος IV, Τεύχος 8.

Λαζαρίδου Νικολέτα, (2011). Πτυχιακή Εργασία « Η Αγορά των Πετρελαιοειδών Προϊόντων στην Ελληνική Οικονομία». Α.Τ.Ε.Ι. Θεσσαλονίκης Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας Τμήμα Λογιστικής, 16-21

Svetoslan, D. και Μανιάτης, Γ., (2014). «Ο Κλάδος Διύλισης Πετρελαίου στην Ελλάδα: Συμβολή στην Οικονομία και Προοπτικές». Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών.

Χαρδουβελής, Γ., (2009). «Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Αγοράς». Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων. Τόμος IV, Τεύχος 8.

Χαρμπής, Π., (2014). «Η Παγκόσμια Οικονομική Κρίση: Και οι επιπτώσεις της στην Ελλάδα», Forlanget Sisifos.

## ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Investing for Beginners (2019), HOW TO INVEST (INVEST BASICS), 03/09/2019

<http://www.investingforbeginners.eu/>

Corporate Finance Institute (2019), Corporate Finance Institute, 03/09/2019

<https://corporatefinanceinstitute.com/>

Eurobank (2019), Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές, 20/07/2019

<https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/EconomyMarketsIV8.pdf>

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (2019), Ο Κλάδος Διύλισης Πετρελαίου στην Ελλάδα: Συμβολή στην Οικονομία και Προοπτικές, 20/07/2019

[http://iobe.gr/docs/research/RES\\_05\\_C\\_27062014\\_REP\\_GR.pdf](http://iobe.gr/docs/research/RES_05_C_27062014_REP_GR.pdf)

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (2019), Τριμηνιαία Έκθεση για την Ελληνική Οικονομία 02-2014, 20/07/2019

[http://iobe.gr/docs/economy/ECO\\_02\\_14\\_PRE\\_GR.pdf](http://iobe.gr/docs/economy/ECO_02_14_PRE_GR.pdf)

Revoil (2019), Ιστορικό, 20/09/2019

<http://www.revoil.gr/content/27/istoriko->

Eteka (2019), Eteka, 20/09/2019

<http://eteka.com.gr>

Motor Oil (2019), Motor Oil, 20/09/2019

[www.moh.gr](http://www.moh.gr)

Ελληνικά Πετρέλαια (2019), Ιστορική Αναδρομή, 20/09/2019

<https://www.helpo.gr/the-group/from-past-to-present/>

Aegean Oil (2019), Aegean Oil, 20/09/2019

[www.aegeanoil.com](http://www.aegeanoil.com)

Jet Oil (2019), Jet Oil, 20/09/2019

[www.jetoil.gr](http://www.jetoil.gr)

ΕΛΙΝΟΙΑ (2019), ΕΛΙΝΟΙΑ, 20/09/2019

[www.elin.gr](http://www.elin.gr)

Avin (2019), Avin, 20/09/2019

[www.avinoil.gr](http://www.avinoil.gr)

Revoil (2019), Revoil, 20/09/2019

[www.revoil.gr](http://www.revoil.gr)

Coral (2019), Coral, 20/09/2019

[www.coralenergy.gr](http://www.coralenergy.gr)

Bp (2019), Our history, 20/09/2019

<https://www.bp.com/en/global/corporate/who-we-are/our-history.html>

ΕΚΟ (2019), Ιστορικό, 20/09/2019

<https://www.eko.gr/i-etairia-mas/istoriko/>