

Οικονομική μοντελοποίηση και χρηματοοικονομική εξέλιξη ναυτιλιακών εταιρειών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια : Η περίπτωση της Tsakos Energy Navigation Ltd



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ: ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ (Msc)**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΝΤΕΛΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ
TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD.**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΣ ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΚΩΣΤΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

A.M. : MN/06005

ΚΥΚΛΟΣ ΣΠΟΥΔΩΝ : 6^{0Σ}

ΤΜΗΜΑ : Β

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ ΘΑΛΑΣΣΙΝΟΣ

ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ : Α.ΜΕΡΙΚΑΣ , Σ.ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ

ΕΤΟΣ ΕΚΠΟΝΗΣΕΩΣ : 2008-2009

Αφιερώνεται στους γονείς μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι δεν έχω παραδώσει , ως υποχρεούμαι την συγκεκριμένη διπλωματική εργασία σε κανένα απολύτως εκπαιδευτικό ίδρυμα της Ελλάδας ή του εξωτερικού , για την απόκτηση άλλου μεταπτυχιακού τίτλου ειδίκευσης ή άλλου πτυχίου, πέραν αυτού .

Ο δηλών ,

Κωστάκης Γεώργιος

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος	ΣΕΛ.6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – Οικονομικά μοντέλα	ΣΕΛ.7-23
Οικονομικά μοντέλα – γενικά στοιχεία	ΣΕΛ.7-12
Οικονομικά μοντέλα και επιχειρήσεις	ΣΕΛ.12 -13
S.w.o.t. analysis	ΣΕΛ.13-17
Ανάλυση p.e.s.t.	ΣΕΛ.17-18
Μήτρα Ansoff	ΣΕΛ.18-19
Η Μήτρα BCG	ΣΕΛ.19
Η Μήτρα GE – McKinsey	ΣΕΛ.20
Η Μήτρα S.P.A.C.E.	ΣΕΛ.20-22
Μήτρα Marakon	ΣΕΛ.22-23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – Μορφές Ναυτιλιακής χρηματοδότησης	ΣΕΛ.23-43
Η Χρηματοοικονομική εξέλιξη των Ναυτιλιακών Εταιριών Σύγχρονες Τάσεις	ΣΕΛ.23-25
Η τραπεζική χρηματοδότηση	ΣΕΛ.25-28
Η ενδιάμεση χρηματοδότηση	ΣΕΛ.28
Πίστωση του ναυπηγείου	ΣΕΛ.28
Κοινοπρακτικά δάνεια	ΣΕΛ.28
Ομόλογο	ΣΕΛ.29-31
Μίσθωση (leasing)	ΣΕΛ.31-33
Χρηματιστήριο	ΣΕΛ.33-39
Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια	ΣΕΛ.39-43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – Ζήτηση και προσφορά σε τονάζ	ΣΕΛ.43-50
Ζήτηση και προσφορά σε τονάζ	ΣΕΛ.43-50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – Tsakos Energy Navigation ltd	ΣΕΛ.50-81
Tsakos Energy Navigation	ΣΕΛ.50-51
Swot Analysis εφαρμογή στην TEN ltd	ΣΕΛ.51-58
Μήτρα Space εφαρμογή στην TEN ltd	ΣΕΛ.58-65
Αποτίμηση μετοχής	ΣΕΛ.65-71
Free cash flow	ΣΕΛ.72-73
Εφαρμογή Discounted cash flow στην TEN	ΣΕΛ.74-81
Επίλογος – συμπεράσματα	ΣΕΛ.81-82
Βιβλιογραφία	ΣΕΛ.82-89

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ - ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

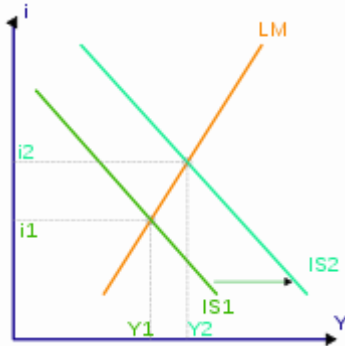
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1 – Ένα διάγραμμα του μοντέλου IS-LM	ΣΕΛ.7
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1 – Στρατηγικό και λειτουργικό μάντζμεντ	ΣΕΛ.13
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2 – Η μήτρα space	ΣΕΛ.21
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3 – Η μήτρα Marakon	ΣΕΛ.22
ΠΙΝΑΚΕΣ 2.1 & 2.2 – Ναυτιλιακές εταιρείες	ΣΕΛ.42
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1 - Ναυτιλιακές εταιρείες. Αριθμός πλοίων	ΣΕΛ.43
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 – Μηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης ναύλων	ΣΕΛ.44
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2 & 3.3- Παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου	ΣΕΛ.45
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4 – Στόλος των tankers	ΣΕΛ.46
Γράφημα – increase in world oil demand	ΣΕΛ.47
Γράφημα – sources of US Crude oil	ΣΕΛ.47
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1 – S.W.O.T. ANALYSIS	ΣΕΛ.52
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2 – ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ TEN	ΣΕΛ.53
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3 - ΧΡΕΟΣ - ΚΟΣΤΗ	ΣΕΛ.55
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1 - Μήτρα Space	ΣΕΛ.65
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4 - ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	ΣΕΛ.55
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5 - ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ	ΣΕΛ.56
ΠΙΝΑΚΕΣ 4.6 – ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	ΣΕΛ.60
ΠΙΝΑΚΕΣ 4.7- ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	ΣΕΛ.60
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8 – Μέθοδοι αποτίμησης κατά Penmann	ΣΕΛ.65
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9 – Εκτίμηση μακροχρόνιου ρυθμού αύξησης μερίσματος	ΣΕΛ.67
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10 – Εκτίμηση Κόστους ιδίων κεφαλαίων	ΣΕΛ.68
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11 – Αποτίμηση μετοχής	ΣΕΛ.68
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12 – Εξαγωγή δίκαιου λόγου P/E	ΣΕΛ.71
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13– Αποτίμηση μετοχής βάση δίκαιου λόγου–P/E	ΣΕΛ.71
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14 – ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	ΣΕΛ.72
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15– ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	ΣΕΛ.73
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16– ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ	ΣΕΛ.76
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.17– ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ	ΣΕΛ.80

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία γίνεται μία προσπάθεια για την παράθεση των σημαντικότερων οικονομικών και χρηματοοικονομικών μοντέλων, που θα μπορούσαν να εφαρμοστούν σε μία ναυτιλιακή εταιρεία για την περαιτέρω αξιολόγησή της. Επίσης παρατίθενται οι τρόποι χρηματοδότησης των ναυτιλιακών εταιρειών ξεκινώντας από τα τραπεζικά δάνεια που αποτελούν την παραδοσιακή μορφή χρηματοδότησης και φθάνοντας σε πιο σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης όπως το ομόλογο και η δημόσια εγγραφή στα διεθνή χρηματιστήρια. Ο κλάδος της ναυτιλίας αποτελεί ένα κλάδο υψηλού κινδύνου που θυμίζει την αγορά του τέλειου ανταγωνισμού και επίσης αποτελεί ένα κλάδο που απαιτεί μεγάλες ποσότητες κεφαλαίου τις οποίες οι ναυτιλιακές εταιρείες αντλούν από δάνεια κυρίως. Οι Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι της παγκόσμιας ναυτιλίας και ακολουθούν τις εξελίξεις του χώρου. Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στην TSAKOS ENERGY NAVIGATION Ltd μία από τις σημαντικότερες ναυτιλιακές εταιρείες στην Ελλάδα, με μακρόχρονη παρουσία στον χώρο της ναυτιλίας. Η εταιρεία αυτή αποτέλεσε πρωτοπόρο στα Ελληνικά αλλά και στα παγκόσμια δεδομένα. Στην παρούσα εργασία γίνεται αναφορά στις Ελληνικές ναυτιλιακές που είναι εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια. Επίσης γίνεται εφαρμογή μερικών σημαντικών μοντέλων στην πράξη για την εταιρεία TSAKOS ENERGY NAVIGATION Ltd. Στην εφαρμογή των μοντέλων έγινε χρήση των πληροφοριών από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας (annual reports to shareholders) για τα οικονομικά έτη 2003-2008, καθώς και πληροφοριών που λήφθηκαν από το διαδίκτυο. Η εφαρμογή των μοντέλων έγινε υπό μορφή εργασίας για την λήψη του μεταπτυχιακού διπλώματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – Οικονομικά μοντέλα

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ – ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ



Ένα διάγραμμα του μοντέλου IS/LM / πηγή www.wikipedia.org (ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1)

Στα οικονομικά, το μοντέλο είναι μία θεωρητική κατασκευή που αντιπροσωπεύει οικονομικές διεργασίες με μία σειρά μεταβλητών και μία σειρά λογικών και/ ή ποσοτικών σχέσεων μεταξύ αυτών. Το οικονομικό μοντέλο είναι μία απλοποιημένη υποδομή που σχεδιάστηκε για να ερμηνεύσει σύνθετες διαδικασίες, συχνά με τη χρήση μαθηματικών τεχνικών. Τα οικονομικά μοντέλα συχνά χρησιμοποιούν δομικές παραμέτρους. Οι δομικές παράμετροι αποτελούν τη βάση σε ένα μοντέλο ή μια κατηγορία μοντέλων. Ένα μοντέλο μπορεί να έχει ποικίλες παραμέτρους οι οποίες μπορούν να αλλάξουν για να δημιουργήσουν διάφορες ιδιότητες. Σε γενικούς όρους, τα οικονομικά μοντέλα έχουν δύο χρήσεις : η πρώτη είναι η απλοποίηση μίας αφηρημένης μορφής που προκύπτει από παρατηρούμενα δεδομένα και η δεύτερη είναι η χρήση τους ως μέσα επιλογής δεδομένων που βασίζονται σε παράδειγμα ή οικονομετρική μελέτη. Η απλοποίηση είναι ιδιαίτερα σημαντική για τα οικονομικά δεδομένα της μεγάλης πολυπλοκότητας των οικονομικών διεργασιών. Αυτή η πολυπλοκότητα είναι χαρακτηριστικό της ποικιλίας των παραγόντων που προσδιορίζουν μία οικονομική δραστηριότητα. Αυτοί οι παράγοντες περιλαμβάνουν : Διαδικασίες αποφάσεων, περιορισμούς πόρων, γεωγραφικούς και περιβαλλοντικούς περιορισμούς, θεσμικές και νομικές απαιτήσεις και κάποιες καθαρά τυχαίες διακυμάνσεις. Εντούτοις πρέπει να γίνεται μία λογική επιλογή για το ποιες μεταβλητές και ποιες σχέσεις μεταξύ αυτών των μεταβλητών είναι συναφείς και ποιοι τρόποι ανάλυσης και παρουσίασης αυτών των πληροφοριών είναι χρήσιμοι. Η επιλογή είναι σημαντική επειδή η φύση ενός οικονομικού μοντέλου συχνά προσδιορίζει ποια γεγονότα πρέπει να εξεταστούν και πώς θα πρέπει να γίνει η προσαρμογή τους. Για παράδειγμα ο πληθωρισμός είναι ένα γενικό θέμα που συναντάται στα οικονομικά, αλλά για να μετρηθεί πρέπει να γίνει η χρήση ενός μοντέλου συμπεριφοράς, ώστε να μπορέσει να γίνει η διαφοροποίηση ανάμεσα στις πραγματικές αλλαγές στην τιμή και στις αλλαγές στην τιμή που οφείλονται στον πληθωρισμό. (1)

Τα μοντέλα παρουσιάζουν ακαδημαϊκό ενδιαφέρον και χρησιμοποιούνται ως εκπαιδευτικά εργαλεία , εντούτοις μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για:

- Πρόβλεψη μιας οικονομικής δραστηριότητας με ένα τρόπο στον οποίο τα συμπεράσματα σχετίζονται λογικά με τις υποθέσεις.(1)
- Πρόταση μιας οικονομικής πολιτικής για την τροποποίηση μιας μελλοντικής οικονομικής δραστηριότητας. (1)
- Παρουσίαση λογικών επιχειρημάτων, για την αιτιολόγηση μιας οικονομικής πολιτικής που ακολουθείται σε εθνικό επίπεδο, για την εξήγηση μιας εταιρικής στρατηγικής ή για την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών. (1)
- Σχεδιασμό και καταμερισμό, στην περίπτωση οικονομικών κεντρικού σχεδιασμού, και σε μικρότερη κλίμακα σε επιχειρήσεις. (1)
- Στα χρηματοοικονομικά , μοντέλα προβλέψεων χρησιμοποιούνται από την δεκαετία του 1980 για το εμπόριο και τις επενδύσεις . Για παράδειγμα, στην αγορά των ομολόγων γίνεται χρήση οικονομικών μοντέλων για την πρόβλεψη της ανάπτυξης της χώρας που τα εκδίδει. Από το 1990, γίνεται χρήση μοντέλων για τη διαχείριση του κινδύνου τα οποία ενοποιούν τις οικονομικές σχέσεις ανάμεσα σε εξομοιωμένες μεταβλητές σε μία προσπάθεια να εντοπίσουν μελλοντικούς κινδύνους. (1)

Ωστόσο, ένα μοντέλο εγκαθιδρύει ένα διαλεκτικό σύστημα για την εφαρμογή λογικής και μαθηματικών το οποίο μπορεί να εξεταστεί και να δοκιμαστεί ανεξάρτητα και να εφαρμοστεί σε διάφορες περιστάσεις. Συχνά υπάρχουν αντιρρήσεις και γίνονται πολλές συζητήσεις ανάμεσα στις επιστημονικές κοινότητες για την εγκυρότητα ενός μοντέλου. Τα ήδη υπάρχοντα οικονομικά μοντέλα, τα οποία χρησιμοποιούνται δεν μπορούν να θεωρηθούν ως οι επεξηγηματικοί μηχανισμοί για όλα τα οικονομικά φαινόμενα, κάθε τέτοια υπόθεση απορρίπτεται αμέσως από το πλήθος των υπολογισμών και των θεωριών που υπάρχουν για κάθε οικονομικό φαινόμενο. Ωστόσο τα συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν από τα μοντέλα, μπορούν να θεωρηθούν απεικονίσεις οικονομικών γεγονότων. Μοντέλα τα οποία είναι κατάλληλα σχεδιασμένα μπορούν να ξεχωρίσουν τις μη χρήσιμες πληροφορίες και να απομονώσουν χρήσιμες προσεγγίσεις σημαντικών σχέσεων. Με τον τρόπο αυτό ,γίνεται καλύτερη η κατανόηση των αμφισβητούμενων σχέσεων , από ότι εάν γινόταν η προσπάθεια κατανόησης ολόκληρης της οικονομικής διαδικασίας. Οι λεπτομέρειες σχετικά με την κατασκευή ενός μοντέλου, ποικίλλουν ανάλογα με το είδος του μοντέλου και την εφαρμογή του. Εντούτοις υπάρχει μία γενική διαδικασία η οποία ακολουθείται και περιλαμβάνει δύο στάδια . Το πρώτο στάδιο περιλαμβάνει τη δημιουργία του μοντέλου και το δεύτερο στάδιο περιλαμβάνει τον έλεγχο της εγκυρότητάς του (ονομάζεται και διαγνωστικό στάδιο). Το διαγνωστικό στάδιο είναι σημαντικό γιατί ένα μοντέλο είναι χρήσιμο στο βαθμό που απεικονίζει με ακρίβεια τις σχέσεις τις οποίες έχει ως σκοπό να περιγράψει. Η δημιουργία και η διάγνωση ενός μοντέλου είναι μια επαναληπτική διαδικασία κατά τη διάρκεια της οποίας το μοντέλο τροποποιείται (και βελτιώνεται) με κάθε επανάληψη και επαναπροσδιορισμό της διάγνωσης . Εφόσον βρεθεί ένα ικανοποιητικό μοντέλο , ελέγχεται ξανά με την εφαρμογή του σε διαφορετικές ομάδες δεδομένων. (1)

Τύποι μοντέλων

Τα οικονομικά μοντέλα μπορεί να είναι στοχαστικά ή μη στοχαστικά, ασυνεχή ή συνεχή. (1)

- **Στοχαστικά μοντέλα** : χρησιμοποιούνται σε στοχαστικές διαδικασίες. Μοντελοποιούν οικονομικά παρατηρήσιμες τιμές σε βάθος χρόνου. Το μεγαλύτερο μέρος της οικονομετρίας, βασίζεται στις στατιστικές για να τυποποιήσουν και να δοκιμάσουν υποθέσεις για αυτές τις διαδικασίες ή να εκτιμήσουν παραμέτρους για αυτές. Μία ευρέως χρησιμοποιούμενη κατηγορία οικονομετρικών μοντέλων είναι τα αυτοπαλίνδρομα μοντέλα, στα οποία η στοχαστική διαδικασία ικανοποιεί κάποια σχέση ανάμεσα στις τρέχουσες και τις παλαιότερες τιμές. (1)
- **Μη στοχαστικά μαθηματικά μοντέλα** : μπορεί να είναι ποιοτικά (π.χ. μοντέλα που σχετίζονται με την θεωρία της κοινωνικής επιλογής) ή ποσοτικά (π.χ. μοντέλα που σχετίζονται με μεταβλητές και σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών). Σε κάποιες περιπτώσεις οι οικονομικές προβλέψεις ενός μοντέλου απλά βεβαιώνουν την κατεύθυνση της κίνησης των οικονομικών μεταβλητών, και έτσι οι λειτουργικές σχέσεις χρησιμοποιούνται με ποιοτική έννοια, για παράδειγμα εάν η τιμή ενός προϊόντος αυξάνει , τότε η ζήτηση για το προϊόν αυτό θα μειωθεί. Για τέτοιου είδους μοντέλα χρησιμοποιούνται δισδιάστατα γραφήματα αντί για συναρτήσεις.(1)
- **Ποιοτικά μοντέλα** : Παρόλο που όλα σχεδόν τα οικονομικά μοντέλα περιλαμβάνουν κάποιο είδος μαθηματικής ή ποσοτικής ανάλυσης , τα ποιοτικά μοντέλα χρησιμοποιούνται περιστασιακά. Ένα παράδειγμα είναι ο σχεδιασμός σεναρίου (ποιοτική μέθοδος) στον οποίο παρουσιάζονται πιθανά μελλοντικά γεγονότα. Ένα άλλο παράδειγμα είναι η μη αριθμητική ανάλυση δέντρου αποφάσεων. Τα ποιοτικά μοντέλα παρουσιάζουν έλλειψη ακρίβειας. (1)

Σε ένα περισσότερο πρακτικό επίπεδο, τα ποσοτικά μοντέλα εφαρμόζονται σε πολλούς τομείς των οικονομικών και αρκετές μεθοδολογίες εξελίχθηκαν περισσότερο ή λιγότερο ανεξάρτητα μεταξύ τους. Σαν αποτέλεσμα των παραπάνω, δεν υπάρχει μια γενική μεθοδολογία για την κατασκευή μοντέλων. Παρακάτω ακολουθούν κάποια παραδείγματα τα οποία επεξηγούν κάποια συγκεκριμένα ουσιαστικά στοιχεία για την κατασκευή μοντέλων. (1)

Ένα λογιστικό μοντέλο βασίζεται στη βάση συλλογισμού πως για κάθε πίστωση υπάρχει μία χρέωση. Συμβολικά ένα λογιστικό μοντέλο εκφράζει κάποια αρχή διατήρησης στη μορφή : αλγεβρικό άθροισμα εισροών = ζημιές- έσοδα. Η αρχή αυτή είναι αληθής για τα χρήματα και είναι η βάση για τη λογιστική εθνικού εισοδήματος.

Τα λογιστικά μοντέλα είναι αληθή κατά συνθήκη, το γεγονός ότι δεν επιβεβαιώνονται μέσω μιας πειραματικής αποτυχίας, μπορεί να οφείλεται σε πιθανή απάτη, αριθμητικό σφάλμα ή εξωτερική εισροή ή εκροή χρημάτων με την οποία θα μπορούσε να ερμηνευθεί το γεγονός ότι το πείραμα είναι λανθασμένο. (1)

- Βελτιστοποίηση και μοντέλα βεβιασμένης βελτιστοποίησης – Αποτελούν παραδείγματα ποιοτικών μοντέλων τα οποία βασίζονται σε αρχές όπως είναι το κέρδος και η βελτιστοποίηση της χρησιμότητας. Ένα παράδειγμα τέτοιου μοντέλου δίδεται από την συγκριτική στατική της φορολογίας σε μία εταιρεία που μεγιστοποιεί το κέρδος της. Το κέρδος μίας εταιρείας δίδεται από τον τύπο

$$\pi(x, t) = xp(x) - C(x) - tx$$

όπου το $p(x)$ είναι η τιμή που έχει ένα προϊόν στην αγορά εάν προμηθεύεται με ρυθμό x , το $xp(x)$ είναι το έσοδο που αποκτάται από την πώληση του προϊόντος, το $C(x)$ είναι το κόστος εισαγωγής του προϊόντος στην αγορά με ρυθμό x , και το t είναι ο φόρος που πρέπει να πληρώσει η εταιρεία μέχρι να πωληθεί το προϊόν. Με την υπόθεση που γίνεται για την μεγιστοποίηση του κέρδους δηλώνεται πως μία εταιρεία θα παράγει στον ρυθμό εκροής x εάν ο ρυθμός αυτός μεγιστοποιεί το κέρδος της εταιρείας. Με τη χρήση διαφορικού λογισμού μπορούν να δημιουργηθούν όροι στο x κάτω από τους οποίους η υπόθεση είναι αληθής. Η πρώτη τάξη μεγιστοποίησης για το x είναι

$$\frac{\partial \pi(x, t)}{\partial x} = \frac{\partial (xp(x) - C(x))}{\partial x} - t = 0$$

Θεωρώντας το x εννοούμενη καθορισμένη συνάρτηση του t από αυτή την εξίσωση, συμπεραίνουμε πως το παράγωγο του x σε σχέση με το t έχει το ίδιο σημείο όπως

$$\frac{\partial^2 (xp(x) - C(x))}{\partial^2 x} = \frac{\partial^2 \pi(x, t)}{\partial x^2},$$

το οποίο είναι αρνητικό εάν οι προϋποθέσεις της δεύτερης τάξης για ένα τοπικό μέγιστο ικανοποιούνται. Με τον τρόπο αυτό το μοντέλο μεγιστοποίησης του κέρδους προβλέπει το αποτέλεσμα που θα έχει η φορολογία στην εκροή του προϊόντος, εφόσον η εκροή μειώνεται με την αυξανόμενη φορολογία. Εάν αποτύχουν οι προβλέψεις του μοντέλου, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η υπόθεση για την μεγιστοποίηση του κέρδους ήταν εσφαλμένη. Η αποτυχία του μοντέλου θα οδηγήσει σε εναλλακτικές θεωρίες. Δανειζόμενο μια ιδέα η οποία χρησιμοποιήθηκε πρώτη φορά στα οικονομικά από τον Paul Samuelson, αυτό το μοντέλο φορολογίας και η προβλεπόμενη εξάρτηση της εκροής στον συντελεστή φορολογίας, φανερώνει ένα θεώρημα λειτουργικής σημασίας το οποίο απαιτεί κάποια υπόθεση οικονομικής σημασίας η οποία μπορεί να παραποιηθεί κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις. (1)

Ενοποιημένα μοντέλα. Στα μακροοικονομικά συχνά συναντούμε ενοποιημένες ποσότητες όπως είναι η εκροή, το επίπεδο της τιμής, το επιτόκιο κ.α. Η πραγματική εκροή είναι στην πραγματικότητα ένα διάνυσμα αγαθών και υπηρεσιών, όπως αυτοκίνητα, επιβατικά αεροπλάνα, υπολογιστές, φαγητό, παροχή υπηρεσιών κ.α. Ομοίως η τιμή είναι το διάνυσμα μεμονωμένων τιμών αγαθών και υπηρεσιών.(1)

➤ Μοντέλα στα οποία η διανυσματική φύση των ποσοτήτων διατηρείται, χρησιμοποιούνται στην πράξη όπως για παράδειγμα τα μοντέλα εισροών και εκροών του Leontief. Ωστόσο στο μεγαλύτερο μέρος τους αυτά τα μοντέλα είναι δύσκολα για υπολογισμούς και χρησιμοποιούνται δύσκολα σαν εργαλεία για ποσοτική ανάλυση. Για το λόγο αυτό τα μακροοικονομικά μοντέλα συνήθως συναθροίζουν διαφορετικές μεταβλητές σε μία ποσότητα όπως για παράδειγμα η εκροή ή η τιμή. Επιπρόσθετα, ποσοτικές σχέσεις ανάμεσα σε αυτές τις ενοποιημένες μεταβλητές είναι συχνά τμήματα σημαντικών μακροοικονομικών θεωριών. Αυτή η διαδικασία ενοποίησης και η συναρτησιακή εξάρτηση μεταξύ των ενοποιημένων τιμών ερμηνεύεται ικανοποιητικά από οικονομετρικά μοντέλα. Για παράδειγμα ένα συστατικό του Κευνσιανού μοντέλου είναι η συναρτησιακή σχέση ανάμεσα στην κατανάλωση και το Εθνικό εισόδημα : $C = C(Y)$. Αυτή η σχέση παίζει σημαντικό ρόλο στην Κευνσιανή ανάλυση. (1)

Τα οικονομικά μοντέλα αποτελούν ισχυρά εργαλεία για την κατανόηση κάποιων οικονομικών σχέσεων, όμως δεν πρέπει να αγνοούμε τους περιορισμούς που έχουν. Για παράδειγμα τα μοντέλα της αγοράς του τέλει ανταγωνισμού, βασίζονται στην τέλεια πληροφόρηση, ένα πανομοιότυπο προϊόν και την αδυναμία των μεμονωμένων επιχειρήσεων να επηρεάσουν την προσφορά και τη ζήτηση του προϊόντος. Όταν πληρούνται οι προϋποθέσεις το αποτέλεσμα είναι κατά Pareto αποτελεσματικό (μία κατάσταση στην οποία δεν γίνεται να βελτιωθεί η θέση ενός χωρίς να χειροτερέψει η θέση κάποιου άλλου), εάν οι προϋποθέσεις πάψουν να ισχύουν, για παράδειγμα εάν υπάρξει ατελής πληροφόρηση ή διαφοροποίηση προϊόντος, το μοντέλο δεν θα δώσει σωστά αποτελέσματα. Ο Milton Friedman υποστηρίζει πως αν ένα μοντέλο δίνει επιτυχημένες προβλέψεις, τότε είναι χρήσιμο, ακόμη και αν οι απλοποιημένες προϋποθέσεις δεν είναι αυστηρά αληθείς. Ισχυρίζεται, πως όλα τα μοντέλα, ακόμη και αυτά που εφαρμόζονται στις φυσικές επιστήμες, είναι απλοποιήσεις, οι οποίες αγνοούν συγκεκριμένους παράγοντες. Για παράδειγμα το μοντέλο για την επιτάχυνση των αντικειμένων σε πτώση στη φυσική αγνοεί την αντίσταση του αέρα, αλλά είναι χρήσιμο στη βαλλιστική. Οι προϋποθέσεις των μοντέλων περιλαμβάνουν όχι μόνο αυτές που μπορούν να εκφραστούν ως βασικές σε παραμέτρους των μοντέλων αλλά και άλλες με μία περισσότερο ποιοτική ή ασυμπτωτική μορφή. Αυτή η βασική ιδέα συχνά αγνοείται. Ένα κοινό παράδειγμα είναι η εφαρμογή του Κευνσιανού μοντέλου στην κρατική οικονομική πολιτική. Στο μοντέλο αυτό θεωρείται δεδομένο ότι η εκροή είναι συνάρτηση της συνολικής ζήτησης. Οι κρατικές δαπάνες είναι ένα από τα συστατικά της συνολικής ζήτησης, αυτό το μοντέλο χρησιμοποιείται και για τις ιδιωτικές επενδύσεις επειδή τα αποτελέσματα που δίνει όταν εφαρμόζεται για τις κρατικές δαπάνες είναι ικανοποιητικά. Αυτή η εφαρμογή του μοντέλου είναι σωστή βραχυπρόθεσμα, αλλά το

μοντέλο δεν λαμβάνει υπόψη τα αποτελέσματα από την αλλαγή μιας πολιτικής, η οποία μπορεί να επηρεάσει τους επιχειρηματικούς κύκλους, τα επιτόκια και τη φορολογία, την ιδιωτική επένδυση και άλλους παράγοντες οι οποίοι μακροπρόθεσμα θα μπορούσαν να αυξήσουν ή να μειώσουν την εκροή ως αποτέλεσμα της αλλαγής στην οικονομική πολιτική. Το παράδειγμα αυτό σκιαγραφεί μία από τις δυσκολίες της εφαρμογής των οικονομικών μοντέλων η οποία ορθά συνάγει βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα αποτελέσματα μιας οικονομικής πολιτικής. (1)

Οικονομικά μοντέλα και επιχειρήσεις.

Εισαγωγικά

Η στρατηγική είναι «η κατεύθυνση και το πεδίο δράσεως (scope)» μιας επιχείρησης (ή ενός οργανισμού) κατά τη μακροχρόνια περίοδο, που επιτρέπει την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Υλοποιείται με την αξιοποίηση των πόρων και των ικανοτήτων της, και σκοπό την κάλυψη των αναγκών της αγοράς και την εκπλήρωση των προσδοκιών των ενδιαφερομένων (stakeholders) στα πλαίσια ενός δυναμικά μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος.(Johnson and Scholes 1999, 10) (2)

Το στρατηγικό management σύμφωνα με τον M. Porter (1991), αναφέρεται στις επιλογές των προϊόντων που θα πρέπει να παραχθούν και των υπηρεσιών που θα προσφερθούν. Η λειτουργική αποτελεσματικότητα κατά την παραγωγή τους είναι προϋπόθεση για τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και αξίας. (2)

Η στρατηγική, αποτελεί το μέσο προσαρμογής της επιχείρησης στο περιβάλλον της, οι συχνές και απροσδόκητες μεταβολές του οποίου, αποτελούν πηγή κινδύνου και ευκαιρία για κέρδος. Ο καλύτερος τρόπος να προβλέψει η επιχείρηση το μέλλον είναι να «το προετοιμάσει συστηματικά.» Οι ευκαιρίες ποτέ δε χάνονται, απλά τις εκμεταλλεύονται αυτοί που προνοούν κατάλληλα», με τη χρήση των οικονομικών μοντέλων με τη βοήθεια μηχανισμών ανίχνευσης, καταγραφής, ανάλυσης και δημιουργικής ανταπόκρισης στις σχετικές αλλαγές, μπορούν οι επιχειρήσεις να επιτύχουν τα επιθυμητά αποτελέσματα «προνοώντας» για δυσκολίες που τυχόν θα ανακύψουν. Η εκάστοτε στρατηγική είναι το αποτέλεσμα των επιδράσεων του κλάδου και συγκεκριμένα των ανταγωνιστών, πελατών και προμηθευτών, αλλά και των στόχων, των πόρων, των ικανοτήτων και της οργανωτικής δομής της επιχείρησης.. Η επιτυχία (πρόοδος) προϋποθέτει επιτυχημένες στρατηγικές επιλογές που υλοποιούνται με λειτουργική αποτελεσματικότητα (efficiency). Όταν όμως λείπει η τελευταία, έχουμε απλά επιβίωση της επιχείρησης. Στην περίπτωση που δεν έχουμε αποτελεσματική στρατηγική (είτε κατά τη σύλληψη ή την εκτέλεση) ο θάνατος είναι το αποτέλεσμα. Η ύπαρξη λειτουργικής αποτελεσματικότητας ή μη, απλά καθυστερεί ή επιτείνει το θάνατο αντιστοίχως, σύμφωνα με το M. Porter, όπως προκύπτει από το σχεδιάγραμμα που ακολουθεί. (2)

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ MANAGEMENT

		<i>Στρατηγικό Management</i>	
		Αποτελεσματικό	Αναποτελεσματικό
<i>Λειτουργικό Management</i>	Αποτελεσ	Πρόοδος	Αργός θάνατος
	Αναποτελε	Επιβίωση	Γρήγορος θάνατος

Πηγή: Hooley et. al (1998)

Η εκπόνηση της κατάλληλης στρατηγικής είναι μια σύνθετη διαδικασία η οποία έχει λάβει την πληρέστερη, μέχρι σήμερα μορφή στην εργασία του καθηγητή McDonald (1997). Αρκετοί όμως τη συγχέουν και την υποβιβάζουν σε απλή καταγραφή κάποιων παραγόντων του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος, στα πλαίσια της SWOT ανάλυσης (Oliver 2000). (2)

Η επιχείρηση πρέπει να θέσει ως στόχο τη δημιουργία ανταγωνιστικού συγκριτικού πλεονεκτήματος, το οποίο αποτελεί ένα μέσο εξασφάλισης της βιωσιμότητάς της, η οποία επιτυγχάνεται με την κάλυψη των απαραίτητων εσόδων. Το περιβάλλον στο οποίο κινείται μία επιχείρηση είναι συχνά ανταγωνιστικό, ασταθές, ευμετάβλητο και υπόκειται σε συνεχείς αλλαγές θετικές ή αρνητικές. (2)

S.w.o.t. Analysis

Η S.W.O.T. Analysis είναι μία μέθοδος στρατηγικού σχεδιασμού που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των Strengths (ισχυρών σημείων), Weaknesses (αδυναμιών), Opportunities (ευκαιριών) και Threats (απειλών) που αφορούν ένα σχέδιο ή μία επιχειρηματική κίνηση. Με την μέθοδο αυτή, γίνεται συγκεκριμένος ο αντικειμενικός σκοπός του εγχειρήματος του σχεδίου ή της επιχειρηματικής κίνησης και προσδιορίζονται οι εσωτερικοί ή οι εξωτερικοί παράγοντες που είναι ευνοϊκοί ή όχι για την επίτευξη του σκοπού. Η τεχνική αυτή δημιουργήθηκε από τον Albert Humpfrey, ο οποίος ήταν επικεφαλής ενός ερευνητικού σχεδίου στο Πανεπιστήμιο του Stanford τη δεκαετία του 1960 και 1970 χρησιμοποιώντας στοιχεία από διάφορες εταιρείες. Με τη S.W.O.T. analysis, «φωτογραφίζεται» η σημερινή κατάσταση της επιχείρησης και της αγοράς. (3)

Στρατηγική και δημιουργική χρήση της S.w.o.t. Analysis

Στρατηγική χρήση

Ως σκοπός στην S.W.O.T. analysis ,στην περίπτωση που χρησιμοποιείται για στρατηγικό σχεδιασμό στον τομέα των επιχειρήσεων , είναι :

- Ο εντοπισμός των συγκριτικών πλεονεκτημάτων της επιχείρησης σε σχέση με τον ανταγωνισμό και η εύρεση τρόπων διατήρησης των πλεονεκτημάτων αυτών. (3)
- Ο εντοπισμός και η διόρθωση των συγκριτικών μειονεκτημάτων (3)
- Η εκμετάλλευση των τωρινών ευκαιριών της αγοράς καθώς και αυτών που θα προκύψουν. (3)
- Η μείωση των τωρινών και μελλοντικών απειλών της αγοράς. (3)

Ως **Strengths** ορίζονται χαρακτηριστικά της επιχείρησης που είναι χρήσιμα για την επίτευξη του στόχου , ως **Weaknesses** ορίζονται τα χαρακτηριστικά που είναι επιβλαβή στην προσπάθεια επίτευξης του στόχου , ως **Opportunities** ορίζονται οι εξωτερικοί παράγοντες που βοηθούν στην επίτευξη του στόχου ,ως **Threats** ορίζονται οι εξωτερικές καταστάσεις οι οποίες πιθανόν να βλάψουν την απόδοση της επιχείρησης. (3)

Σημαντικό στην ανάλυση είναι να προσδιορίζεται εκ των προτέρων εάν ο στόχος είναι εφικτός , εάν δεν είναι πρέπει να επιλεγεί ένας νέος στόχος, διαφορετικά η ανάλυση θα είναι λανθασμένη καθώς θα επηρεαστούν οι επιμέρους παράμετροι από την εισαγωγή λανθασμένων στοιχείων. (3)

Δημιουργική χρήση

Εάν ο σκοπός είναι εφικτός , τα στοιχεία (swots) που χρησιμοποιούνται σαν εισροές στην διαδικασία δημιουργίας πιθανών στρατηγικών , προκύπτουν μέσα από τη διαδικασία των πολλαπλών απαντήσεων στα παρακάτω 4 βασικά ερωτήματα :

- Πώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την κάθε **strength** ;
- Πώς μπορούμε να εμποδίσουμε την κάθε **weakness**;
- Πώς μπορούμε να εκμεταλλευθούμε την κάθε **opportunity**;
- Πώς μπορούμε να αμυνθούμε ενάντια στην κάθε **threat**;

Για την εκπόνηση ενός τέτοιου εγχειρήματος ιδανική μπορεί να θεωρηθεί μία ομάδα που αποτελείται από ανθρώπους που καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα ειδικοτήτων ,π.χ. μπορεί να αποτελείται από έναν οικονομολόγο ,έναν executive manager ,έναν μηχανικό, έναν λογιστή , έναν αναλυτή. (3)

Εσωτερικοί και εξωτερικοί παράγοντες

Ο σκοπός κάθε S.W.O.T. analysis είναι να προσδιορίσει τους εξωτερικούς και εσωτερικούς παράγοντες –κλειδιά οι οποίοι είναι σημαντικοί για την επίτευξη του στόχου .Η S.W.O.T. analysis ομαδοποιεί πληροφορίες - κλειδιά σε δύο κύριες κατηγορίες :

- **Εσωτερικοί παράγοντες** : οι εσωτερικές strengths και weaknesses της επιχείρησης(4)
- **Εξωτερικοί παράγοντες** : Οι opportunities και threats από το εξωτερικό περιβάλλον. (4)

Οι εσωτερικοί παράγοντες μπορούν να εκληφθούν ως strengths ή weaknesses ανάλογα με τον αντίκτυπο που έχουν στους στόχους της επιχείρησης. Τα δεδομένα που αποτελούν strength για ένα στόχο μπορεί να είναι weaknesses σε ένα άλλο. Οι παράγοντες μπορεί να περιλαμβάνουν στοιχεία όπως : το προϊόν ,την τιμή προϊόντος , την αγορά ,την προώθηση του προϊόντος , το προσωπικό της επιχείρησης, τους τρόπους χρηματοδότησης της επιχείρησης , κ.α. Οι εξωτερικοί παράγοντες μπορεί να περιλαμβάνουν μακρο οικονομικά θέματα ,τεχνολογικές αλλαγές , κοινωνικές και πολιτιστικές αλλαγές ,αλλά και αλλαγές στην αγορά ή την ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης . Τα αποτελέσματα συχνά παρουσιάζονται σε μορφή πίνακα. (4)

Ως αδυναμίες της S.W.O.T. analysis , μπορούν να θεωρηθούν ο κίνδυνος της κατάρτισης μίας απλής λίστας με s.w.o.t.s χωρίς κάποιο από τα στοιχεία αυτά να είναι σημαντικό στην επίτευξη του στόχου που έχει τεθεί . Επίσης υπάρχει και ο κίνδυνος της δημιουργίας μίας λίστας χωρίς να έχει ελεγχθεί , με αποτέλεσμα για παράδειγμα αδύναμες opportunities να ισοσκελίζουν ισχυρές strengths. (4)

Εντούτοις δεν πρέπει εκ των προτέρων να καταργείται κάποιο δεδομένο που θα μπορούσε να εισαχθεί στη s.w.o.t. analysis, καθώς η σπουδαιότητα του κάθε δεδομένου φαίνεται από την αξία των στρατηγικών που παράγει. Ένα δεδομένο που δεν παράγει στρατηγικές δεν μπορεί να θεωρηθεί σημαντικό. (4)

Επιχειρησιακός σχεδιασμός

Ως τμήμα της ανάπτυξης στρατηγικών και σχεδίων που θα επιτρέψουν στην επιχείρηση , η επιχείρηση χρησιμοποιεί μία συστηματική διαδικασία γνωστή σαν επιχειρησιακός σχεδιασμός. Η s.w.o.t. σε συνδυασμό με την p.e.s.t. (περιγράφεται παρακάτω) , μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως βάση για την ανάλυση των επιχειρηματικών και των περιβαλλοντικών παραγόντων. Τα βήματα που ακολουθούνται συνήθως είναι τα ακόλουθα :

- Ορισμός στόχων – προσδιορισμός των δράσεων της επιχείρησης (4)
- Έρευνα του περιβάλλοντος – στο στάδιο αυτό γίνεται η εκτίμηση των εσωτερικών s.w.o.t.s της επιχείρησης , σε συνδυασμό με την εκτίμηση της παρούσας κατάστασης και την κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου που θα περιλαμβάνει προϊόντα / υπηρεσίες και μία ανάλυση του κύκλου ζωής των προϊόντων / υπηρεσιών. (4)
- Ανάλυση των στρατηγικών που ήδη υπάρχουν – γίνεται για να προσδιοριστεί η σχέση μεταξύ των αποτελεσμάτων από μια εσωτερική ή εξωτερική εκτίμηση, Μπορεί να συμπεριληφθεί η gap analysis η οποία θα εξετάσει τους περιβαλλοντικούς παράγοντες. (4)
- Στρατηγικά ζητήματα – προσδιορίζονται παράγοντες - κλειδιά στην ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου το οποίο θα ακολουθήσει η επιχείρηση. (4)
- Ανάπτυξη νέων στρατηγικών ή αναθεώρηση των ήδη υπάρχουσων –εάν αναθεωρηθούν οι στρατηγικές ίσως αλλάξουν και οι στόχοι. (4)
- Προετοιμασία σχεδίων για την εφαρμογή της στρατηγικής (4)
- Παρακολούθηση αποτελεσμάτων – διορθωτικές δράσεις . (4)

Παραδείγματα δεδομένων που μπορούν να εισαχθούν στην s.w.o.t. analysis

Strengths (5)

- Πλεονεκτήματα του σχεδίου
- Δυνατότητες
- Ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα
- USPs (unique selling points – μοναδικά σημεία πώλησης)
- Κεφάλαια, πόροι , ανθρώπινο δυναμικό
- Εμπειρία , γνώση , δεδομένα
- Οικονομικά αποθέματα , έσοδα
- Γνώση της αγοράς
- Καινοτομίες
- Πλεονεκτήματα τοποθεσίας – γεωγραφικά πλεονεκτήματα
- Τιμή , αξία , ποιότητα
- Προσόντα – πιστοποιήσεις της επιχείρησης
- Διαδικασίες , συστήματα, τεχνολογία πληροφόρησης (IT), τηλεπικοινωνίες
- Πλεονεκτήματα που βασίζονται στην κουλτούρα της επιχείρησης
- Διαδοχή - κάλυψη διοικητικών θέσεων.

Weaknesses (5)

- Μειονεκτήματα του σχεδίου
- Κενά στις δυνατότητες
- Απουσία ανταγωνιστικής ισχύος
- Φήμη , παρουσία της εταιρείας
- Οικονομικά
- Αδύνατα σημεία της επιχείρησης που είναι γνωστά
- Προθεσμίες , διορίες για την περάτωση σχεδίων , προγραμμάτων κ.α.
- Χρηματικές ροές
- Συνέχεια – ισχύς στην εφοδιαστική αλυσίδα
- Αποτελέσματα σε πηγαίες δραστηριότητες- αποπροσανατολισμός
- Αξιοπιστία δεδομένων – προβλεψιμότητα σχεδίου
- Ηθική , δέσμευση , ηγεσία
- Διεργασίες και συστήματα
- Διαδοχή - κάλυψη διοικητικών θέσεων.

Opportunities (5)

- Ανάπτυξη αγορών
- Αδυναμίες των ανταγωνιστών
- Τάσεις της βιομηχανίας και του τρόπου ζωής
- Ανάπτυξη της τεχνολογίας και καινοτομία
- Επιρροές σε παγκόσμια κλίμακα
- Νέες αγορές , κάθετη ή οριζόντια διαφοροποίηση
- Απομακρυσμένες αγορές
- Εισαγωγές – εξαγωγές
- Νέα usp
- Τακτικές – σημαντικά συμβόλαια
- Επιχειρησιακή ανάπτυξη – ανάπτυξη προϊόντος
- Πληροφόρηση – έρευνα
- Συνεργασίες , πρακτορεύσεις ,διανομή
- Οικονομίες κλίμακας , παραγωγή
- Εποχικές ,καιρικές επιρροές , επιρροές μόδας

Threats (5)

- Πολιτική
- Περιβάλλον
- Ανάπτυξη τεχνολογιών πληροφόρησης
- Προθέσεις των ανταγωνιστών
- Ζήτηση της αγοράς
- Νέες τεχνολογίες, υπηρεσίες , ιδέες
- Σημαντικά συμβόλαια και συνεργάτες
- Διατήρηση εσωτερικών δυνατοτήτων για μεγάλο χρονικό διάστημα
- Εμπόδια που ανακύπτουν
- Αξεπέραστες αδυναμίες
- Απώλεια προσωπικού σε θέσεις - κλειδιά
- Συνεχής τραπεζική χρηματοδότηση
- Εγχώρια – παγκόσμια οικονομία
- Εποχικές ,καιρικές επιρροές

Ανάλυση PEST

Η **ανάλυση PEST** είναι ένα στρατηγικό εργαλείο που χρησιμοποιείται για την ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος μίας επιχείρησης. Ήτοι τα συστήματα και τις δομές που περιβάλλουν μία επιχείρηση. (6)

Η ανάλυση PEST αναλύει:

- Το Πολιτικό περιβάλλον (**Political**) (6)
- Το Οικονομικό περιβάλλον (**Economical**) (6)
- Το Κοινωνικό περιβάλλον (**Social**) (6)

- και τέλος το Τεχνολογικό περιβάλλον (Technological) (6)

Το PEST προέρχεται από τα αρχικά των παραπάνω αναλύσεων. Η ανάλυση PEST πολύ συχνά χρησιμοποιείται στο Πλάνο Μάρκετινγκ κατά την ανάλυση της παρούσας κατάστασης αναφορικά με το μακροοικονομικό περιβάλλον. Ωστόσο αποτελεί από μόνη της ανεξάρτητο εργαλείο και μπορεί να εφαρμοστεί για οποιαδήποτε κατάσταση. (6)

Πολιτικό Περιβάλλον

Στο Πολιτικό περιβάλλον εμπίπτει η πολιτική σταθερότητα, οι νόμοι, το πολιτικό καθεστώς και η μορφή κυβέρνησης. Αυτοί και άλλοι παράγοντες του περιβάλλοντος αυτού μπορούν ακόμα και να επιτρέψουν ή να απαγορεύσουν την λειτουργία μίας επιχείρησης.(6)

Οικονομικό Περιβάλλον

Το Οικονομικό περιβάλλον αναφέρεται στην οικονομική ζωή μίας χώρας ή κοινωνίας. Παράγοντες που επηρεάζουν το Οικονομικό περιβάλλον είναι του επιτοκίου δανεισμού, ο ρυθμός του πληθωρισμού, η οικονομική ανάπτυξη, κ.α. (6)

Κοινωνικό Περιβάλλον

Η δομή της κοινωνίας, οι αντιλήψεις των κατοίκων μίας συγκεκριμένης κοινότητας, τα δημογραφικά, ψυχογραφικά και άλλα κριτήρια σαφώς επηρεάζουν την επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε αυτή τη κοινωνία και γ' αυτό μελετάται στην ανάλυση PEST. (6)

Τεχνολογικό Περιβάλλον

Τέλος, το τεχνολογικό περιβάλλον έχει και αυτό καθοριστικό ρόλο στην διαμόρφωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Οι καινοτομίες, τα εμπόδια εισόδου που σχετίζονται με τεχνολογικά επιτεύγματα καθώς και η μεταφορά της τεχνολογίας αποτελούν κρίσιμα ζητήματα που προσδιορίζονται σε αυτό το σημείο. (6)

Κανένα από τα παραπάνω δεν θα πρέπει να θεωρείται σημαντικότερο έναντι του άλλου , καθώς όλα παίζουν καθοριστικό ρόλο στη λειτουργία μιας επιχείρησης.(6)

Μήτρα Ansoff

Το μοντέλο του Ansoff (1971) ασχολείται με τις επιλογές ανάπτυξης μιας επιχείρησης οι οποίες αφορούν συνδυασμούς προϊόντων και αγορών. Παρουσιάζει επίσης εναλλακτικές στρατηγικές επέκτασης για την επιχείρηση οι οποίες είναι τέσσερις : (7)

- 1) Επέκταση των προϊόντων που ήδη παράγει η επιχείρηση ή των υπηρεσιών που ήδη προσφέρει σε αγορές τις οποίες η επιχείρηση εξυπηρετεί. (7)
- 2) Τοποθέτηση των προϊόντων της σε νέες αγορές (7)
- 3) Δημιουργία νέων προϊόντων και προώθησή τους στις αγορές που ήδη εξυπηρετούνται από την επιχείρηση (7)

➤ 4) Δημιουργία νέων προϊόντων και τοποθέτησή τους σε νέες αγορές (7)

Κάθε μία από τις παραπάνω στρατηγικές ενέχει κινδύνους για την επιχείρηση, ο οποίος αυξάνει όσο η επιχείρηση επεκτείνεται σε νέες αγορές και προωθεί νέα προϊόντα (7)

Η Μήτρα BCG

Η μήτρα BCG (Boston Consulting Group – 1970) , χρησιμοποιήθηκε από εταιρεία συμβούλων και ασχολείται με το μέγεθος και το ρυθμό ανάπτυξης της αγοράς. Τα προηγούμενα αποτελούν τις δύο διαστάσεις στις οποίες βασίζεται η μήτρα (μερίδιο αγοράς και ρυθμός ανάπτυξης του), με θετική συνάρτηση προς τα κέρδη. Το μερίδιο αγοράς παίζει σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη της επιχείρησης, καθώς με την κατάκτηση υψηλού μεριδίου αγοράς επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας που οδηγούν στη μείωση του κόστους , την αύξηση των κερδών και των ταμειακών εισροών. Ο ρυθμός αύξησης της αγοράς απαιτεί κεφάλαια και επενδύσεις. (7)

Ο βαθμός ανάπτυξης των αγορών όσο υψηλότερος είναι, τόσο υψηλότερες είναι και οι ανάγκες του σε κεφάλαια, τα οποία η επιχείρηση μπορεί να αντλήσει από τις ώριμες αγορές οι οποίες είναι μεγάλες σε μέγεθος και παρουσιάζουν φθίνουσα πορεία, υπάρχει επομένως περίσσεια κεφαλαίου το οποίο η επιχείρηση μπορεί να αντλήσει. (7)

Η μήτρα BCG χωρίζει την αγορά σε τμήματα. Το πρώτο τμήμα της αγοράς παρουσιάζει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης , και η επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει μεγάλο μερίδιο εφόσον δαπανηθούν πολλά χρήματα από την επιχείρηση. Στο στάδιο αυτό οι ταμειακές εκροές είναι μεγαλύτερες από τις εισροές για την επιχείρηση ενώ γίνονται και επενδύσεις σε νέα προϊόντα. Η μήτρα BCG αξιολογεί τα προϊόντα ανάλογα με τα κέρδη που αποφέρουν στην επιχείρηση, ως «αστέρια» χαρακτηρίζονται τα προϊόντα που αποφέρουν τα υψηλότερα κέρδη, αμέσως μετά είναι τα προϊόντα που χαρακτηρίζονται ως «αγελάδες» και τέλος τα προϊόντα με την χαμηλότερη κερδοφορία χαρακτηρίζονται ως «σκύλου». (7)

Τα προϊόντα που αρχίζουν να επικρατούν στην αγορά και αναπτύσσονται (στάδιο 2 του κύκλου ζωής), μετά την αρχική τους εισαγωγή, χτίζουν υπολογίσιμα μερίδια αγοράς, τα οποία για να αναπτυχθούν απαιτούν νέες επενδύσεις που απορροφούν τις δημιουργούμενες ταμειακές εισροές. Στο τρίτο στάδιο το μερίδιο αγοράς είναι αρκετά μεγάλο, η αγορά έχει ωριμάσει και δεν απαιτεί σημαντικές νέες επενδύσεις. Έτσι υπάρχει περίσσειμα ταμειακών εισροών. Τέλος στο τέταρτο στάδιο η αγορά φθίνει και το προϊόν πλέον αρχίζει να γίνεται ασύμφορο να αποτελεί μέρος του χαρτοφυλακίου προϊόντων της επιχείρησης.(7)

Η επιχείρηση κατά συνέπεια, θα πρέπει να διατηρεί ένα καλοζυγισμένο χαρτοφυλάκιο προϊόντων τα οποία να ευρίσκονται σε διαφορετικά στάδια του κύκλου ζωής τους, με στόχο να αντισταθμίζονται οι ανάγκες σε κεφάλαια για νέες επενδύσεις, με περίσσειμα κεφαλαίων από προϊόντα που βρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο του κύκλου ζωής τους και παρέχουν θετικές ταμειακές ροές (αποτελώντας τις «αγελάδες» της μήτρας BCG). (7)

Το μειονέκτημα της μήτρας αυτής είναι η εξάρτηση μόνο από το μέγεθος και το ρυθμό ανάπτυξης της αγοράς. Τα στοιχεία αυτά δεν αποτελούν πάντα ασφαλή κριτήρια για την επιλογή της κατάλληλης πολιτικής. (7)

Η Μήτρα GE – McKinsey

Η μήτρα GE (General Electric) – McKinsey αποτελεί εξέλιξη της μήτρας BCG, οι παράμετροι της μήτρας BCG αντικαθίστανται από τα πλεονεκτήματα της επιχείρησης και την ελκυστικότητα του κλάδου. Η μήτρα αυτή προσδιορίζει κάποιες πολιτικές οι οποίες είναι : (7)

- 1) Επενδύσεις για ανάπτυξη (7)
- 2) Επενδύσεις κατά περίπτωση (7)
- 3) Διατήρηση θέσεων (7)
- 4) Διαχείριση με στόχο τις ταμειακές εισροές (7)

Οι πολιτικές αυτές ξεκινώντας από το 1 προς το 4 , προβλέπουν την μείωση του μεριδίου αγοράς , τη διαφοροποίηση του προϊόντος , την ενίσχυση της προβολής του προϊόντος και τη διάθεσή του. Η εφαρμογή της κάθε πολιτικής εξαρτάται από κάποιες προϋποθέσεις. Η πρώτη πολιτική για να εφαρμοστεί, πρέπει το εξωτερικό και το εσωτερικό περιβάλλον να είναι ευνοϊκά για την επιχείρηση ή τον κλάδο. Η δεύτερη και η τρίτη πολιτική πρέπει να ακολουθούνται εφ' όσον ένας τουλάχιστον παράγοντας είναι ευνοϊκός .Η τέταρτη πολιτική ακολουθείται εάν το περιβάλλον εσωτερικό και εξωτερικό δεν είναι ευνοϊκό και η επιχείρηση αποχωρεί από την αγορά. (7)

Η Μήτρα SPACE(Strategic Position and Action Evaluation

Η μήτρα space, συμπληρώνει και επεκτείνει τις μήτρες BCG και McKinsey και προσθέτει μία επιπλέον παράμετρο, η οποία αφορά το περιβάλλον λειτουργίας της επιχείρησης και συγκεκριμένα το βαθμό μεταβλητότητάς του , ο οποίος οφείλεται σε μεταβολές παραγόντων όπως το κοινωνικό , οικονομικό, πολιτικό, πολιτιστικό, τεχνολογικό και δημογραφικό περιβάλλον. Οι προτάσεις πολιτικής που παρέχει αυτή η μήτρα είναι ίδιες με αυτές που παρέχουν οι μήτρες BCG και McKinsey εάν το περιβάλλον είναι σταθερό ή προβλέψιμο. Εντούτοις η μήτρα αυτή προτείνει πολιτικές και σε περίπτωση που το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση παρουσιάζει μεγάλη κινητικότητα και είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικό. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, μία επιχείρηση είναι δύσκολο να διατηρήσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα ακόμη και αν έχει επικρατήσει σε κάποιο τμήμα της αγοράς , απαιτείται συνεχής προσπάθεια και επενδύσεις σε νέα προϊόντα . (7)

Το στοιχείο αυτό σημαίνει ότι τα τμήματα πρέπει να είναι αυτόνομα, ως προς τις πηγές χρηματοδότησης (Proctor and Hassard 1997). Ταυτόχρονα θα πρέπει να αριστοποιείται η σχέση ρίσκου και αποδοτικότητας ώστε να μεγιστοποιείται η αξία που προκύπτει από τη συγκεκριμένη στρατηγική. (7)

Η αδυναμία των μητρών να συμπεριλαμβάνουν και άλλες χρήσιμες μεταβλητές, εκτός της ελκυστικότητας και την ικανότητα της επιχείρησης να ανταγωνίζεται, περιορίζεται με τη χρήση της μήτρας “SPACE”. Αυτή συμπεριλαμβάνει και συνεξετάζει την χρηματοοικονομική υγεία του οργανισμού και τη σταθερότητα του κλάδου. Έτσι η μήτρα περιλαμβάνει δύο διαστάσεις, που αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον του οργανισμού και δύο πτυχές του εξωτερικού περιβάλλοντος. Το ανταγωνιστικό

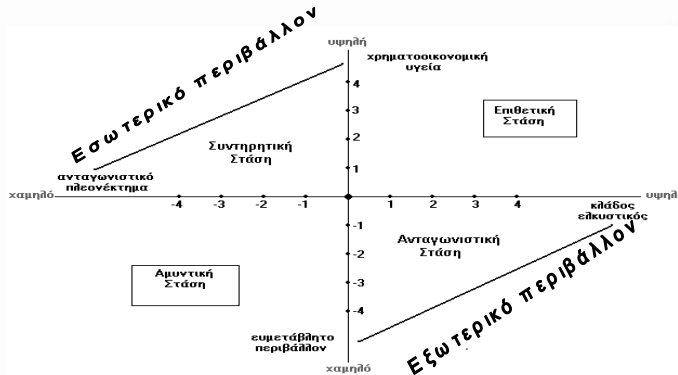
πλεονέκτημα της επιχείρησης εξαρτάται από την ποιότητα του προϊόντος της, την αφοσίωση των πελατών της, το μερίδιο αγοράς της, το βαθμό καθετοποίησής της κλπ.(7). Η χρηματοοικονομική δυνατότητάς εξαρτάται από τη ρευστότητά της, την κεφαλαιακή της διάρθρωση, την επάρκεια ιδίων κεφαλαίων, την αποδοτικότητα, τα καθαρά κέρδη κλπ. (7) . Όσον αφορά το περιβάλλον, εξετάζονται οι τεχνολογικές μεταβολές, η εξέλιξη του πληθωρισμού, οι μεταβολές της ζήτησης, οι μεταβολές των τιμών υποκατάστατων προϊόντων, τα εμπόδια εισόδου και εξόδου στον κλάδο. Τέλος η δυναμική-ελκυστικότητα του κλάδου εξαρτάται από το βαθμό μεγένθυσής του, τα κέρδη, το βαθμό απασχόλησης του δυναμικού του, τον κύκλο ζωής του κλπ. (7)

Η επιθετική στάση της επιχείρησης χαρακτηρίζεται, από περιβάλλον σχετικά σταθερό, κλάδο ελκυστικό ενώ ο οργανισμός διαθέτει υψηλό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και καλή χρηματοοικονομική κατάσταση από άποψη ρευστότητας, αποδοτικότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Υπ' αυτές τις συνθήκες, απαιτείται ανάπτυξη ώστε να αξιοποιηθούν οι ευνοϊκοί παράγοντες και να διατηρηθεί το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Τέτοιες πολιτικές είναι οι εξαγορές, καθετοποίηση κλπ. Η ανταγωνιστική θέση συνιστάται όταν η επιχείρηση λειτουργεί σε ένα ελκυστικό κλάδο, διαθέτει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα αλλά το περιβάλλον είναι ευμετάβλητο και η χρηματοοικονομική κατάσταση μάλλον αδύναμη. Στην περίπτωση αυτή απαιτείται βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης, με ταυτόχρονη μείωση του κόστους λειτουργίας, ώστε να μειωθούν οι κίνδυνοι που προκύπτουν από τις μεταβολές στο περιβάλλον, χωρίς να απαιτείται επιβάρυνση ή στήριξη σε χρηματοοικονομικούς πόρους. Στρατηγικές συμμαχίες με επιχειρήσεις που διαθέτουν οικονομική ευρωστία είναι χρήσιμες. Η συντηρητική πολιτική προτείνεται όταν ο κλάδος δεν είναι ελκυστικός αλλά το περιβάλλον λειτουργίας είναι σταθερό, η επιχείρηση διαθέτει καλή χρηματοοικονομική κατάσταση αλλά χαμηλή ανταγωνιστικότητα. Στο πλαίσιο αυτό η επιχείρηση οφείλει να ασκήσει συνετή πολιτική, που αξιοποιεί το σταθερό περιβάλλον στηριζόμενη στην καλή χρηματοοικονομική κατάσταση. Όταν τέλος όλοι οι παράγοντες εξωτερικά και εσωτερικά είναι δυσμενείς, η ενδεικνυόμενη πολιτική είναι η εκλογίκευση. Αυτή ακολουθείται από αποεπένδυση, διότι ο κλάδος δεν είναι ελκυστικός, το περιβάλλον είναι ευμετάβλητο, (προκαλώντας αβεβαιότητα) ενώ η επιχείρηση δε διαθέτει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και χρηματοοικονομική ευρωστία να στηρίξει οποιαδήποτε ενεργή πολιτική. (7)

Η μήτρα SPACE μπορεί να παρέχει πληροφόρηση και να στηρίξει τη SWOT ανάλυση, παρέχοντας στοιχεία για το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον, για τα πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες, τις ευκαιρίες και τις απειλές. Επιπλέον είναι δυνατό να αξιοποιηθεί ως εργαλείο για την καταγραφή, ανάλυση και αξιολόγηση των επιλογών στρατηγικής του οργανισμού ή της επιχείρησης στα πλαίσια των συγκεκριμένων συνθηκών του κλάδου, η ελκυστικότητα του οποίου, ο βαθμός μεταβλητότητας του και το περιβάλλον λειτουργίας κυμαίνονται. Σημειώνεται ότι στο πλαίσιο της λογικής της μήτρας SPACE, οι πτυχές μπορεί να αυξηθούν ώστε να συμπεριλάβουν όλες τις αναγκαίες και σημαντικές μεταβλητές που καθορίζουν τις επιλογές της στρατηγικής ενσωματώνοντας στο σύστημα οιονδήποτε αριθμό σημαντικών μεταβλητών, αρκεί να μη γίνεται σε βάρος της σαφήνειας και της λειτουργικότητάς του ως εργαλείου άσκησης πολιτικής. Όπου είναι εφικτό, αξιοποιείται η ποσοτική μήτρα στρατηγικού σχεδιασμού (Quantitative Strategic Planning Matrix-QSPM) η οποία εξετάζει την ελκυστικότητα όλων των δυνατών εναλλακτικών στρατηγικών, ώστε να επιλέγεται η άριστη. Αυτό

επιτυγχάνεται με την καταγραφή όλων των δυνάμεων, αδυναμιών, ευκαιριών και απειλών, οι οποίες σταθμίζονται με τον αντίστοιχο συντελεστή ανάλογα με τη σπουδαιότητά τους. Σχηματίζονται οι μήτρες TOWS για την επιλογή πολιτικών, και σε κάθε μια δίδεται η σχετική βαθμολογία που συναρτάται με την ελκυστικότητα της στρατηγικής η οποία περικλείει μια ομάδα επιλογών. Τελικά επιλέγεται το μεγαλύτερο άθροισμα του γινομένου της στάθμισης και ελκυστικότητας της επιλογής. (7)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2 Η ΜΗΤΡΑ SPACE

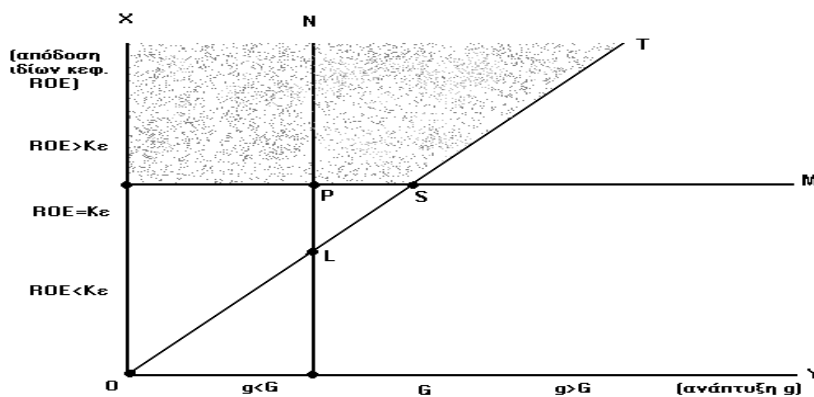


Πηγή : Προσαρμογή από **Radder L and Lanw L, (1998)**

Μήτρα Marakon

Η αγορά κάθε προϊόντος ή υπηρεσίας, όπως π.χ. του τουρισμού, δεν είναι ενιαία και ομοιογενής. Κάθε χώρα διαθέτει διαφορετική επίδοση σε κάθε τμήμα του τουρισμού που απαιτεί ξεχωριστούς πόρους. Σύμφωνα με την «μήτρα αποδοτικότητας», που δημιουργήθηκε από την εταιρία συμβούλων Marakon Associates, για κάθε επιχείρηση με βάση την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE) και το ρυθμό αύξησης των πωλήσεων, εκπονείται μια μήτρα. Η μήτρα αυτή δημιουργείται με βάση το σχήμα που ακολουθεί. (7)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3 Η ΜΗΤΡΑ MARAKON



Πηγή : Hax A and Majlaf N. (1996)

Στη διαγώνιο (ημιευθεία OT) βρίσκονται τα σημεία ισορροπίας των απαιτούμενων κεφαλαίων για επένδυση καθώς και της διαθέσιμης αυτοχρηματοδότησης. Πάνω από τη διαγώνιο, η αποδοτικότητα των κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την αύξηση των πωλήσεων (όταν η αύξηση των πωλήσεων είναι ίση με τον δείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων – ROE τα απαιτούμενα κεφάλαια είναι ίσα με τα κεφάλαια που δημιουργούνται από την επιχείρηση). Στην περιοχή XEM ο δείκτης ROE είναι μεγαλύτερος από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και η οικονομική αξία που δημιουργείται είναι θετική. Στην περιοχή NGY η επιχείρηση κερδίζει μερίδια αγοράς. Η περιοχή NPST απεικονίζει την περιοχή της ιδανικής λειτουργίας της επιχείρησης. Η επιχείρηση αναπτύσσεται περισσότερο από τον κλάδο, δεν εμφανίζει προβλήματα ταμειακών ροών -καθώς η επανεπένδυση των κερδών της χρηματοδοτεί την επιχείρηση με ίδια κεφάλαια χωρίς να υπάρχει ανάγκη εισαγωγής ξένων κεφαλαίων- και δημιουργεί αξία. Η περιοχή TSM είναι η περιοχή στην οποία λειτουργεί η επιχείρηση με συμπληρωματική χρηματοδότηση πέρα από την επανεπένδυση των κερδών της, στην περιοχή αυτή η επιχείρηση αναπτύσσεται περαιτέρω χωρίς να διακυβεύεται η δημιουργία οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Η περιοχή EOGP είναι μια περιοχή στην οποία διακυβεύεται η ανάπτυξη και η λειτουργία της επιχείρησης, δεν ενδείκνυται για λειτουργία της επιχείρησης. Η περιοχή EOLP επίσης δεν συνίσταται καθώς δεν δημιουργείται ανάπτυξη με αποδοτικότητα παρόλο που οι ταμειακές ροές είναι επαρκείς. Τέλος η περιοχή LPS ενδείκνυται προσωρινά καθώς στην περιοχή αυτή θυσιάζεται η αποδοτικότητα για χάρη της ανάπτυξης, και ενδείκνυται προσωρινά με την ελπίδα ότι μελλοντικά η επιχείρηση θα δημιουργήσει θετική προστιθέμενη αξία. (7)

Η ποιότητα της ανάπτυξης είναι το ζητούμενο. Η ανάπτυξη είναι επιθυμητή μακροπρόθεσμα, όταν ακολουθείται από την απαραίτητη για τα απασχολούμενα κεφάλαια κερδοφορία. Η προϋπόθεση αυτή αποτελεί και την ασφαλέστερη διαδρομή, με μακροπρόθεσμο ορίζοντα λόγω της βιωσιμότητας που συνεπάγεται η υπεροχή του ROE έναντι του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Τότε δημιουργείται θετική προστιθέμενη οικονομική αξία (Economic Value Added.-EVA, Al Ehbar 1999), η οποία είναι το αποτέλεσμα του εμπεδωμένου στην αγορά ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Το τελευταίο, επιτρέπει την αξιοποίηση του συγκριτικού πλεονεκτήματος της επιχείρησης με αποτελεσματικό τρόπο, ώστε να παράγεται αξία για όλους τους εμπλεκόμενους (stakeholders), χωρίς ταυτόχρονα τούτο να εξαντλείται. (7)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-Μορφές Ναυτιλιακής χρηματοδότησης

Η Χρηματοοικονομική εξέλιξη των Ναυτιλιακών Εταιριών Σύγχρονες Τάσεις

Μια σημαντική εξέλιξη που έλκει την προσοχή των αναλυτών του κλάδου της ναυτιλίας στη χώρα μας, είναι το γεγονός ότι πολλές εταιρίες ελληνικών συμφερόντων στρέφονται στα χρηματιστήρια, ιδιαίτερα σε αυτό της Νέας Υόρκης, προκειμένου να αντλήσουν τα απαραίτητα για την ανάπτυξή τους κεφάλαια. Πολλοί μελετητές του κλάδου διαβλέπουν να έρχονται ποικίλες μεταβολές και μια νέα σύνθεση στις επιχειρήσεις αυτές. Τα χνάρια τους ενδέχεται να ακολουθήσουν σύντομα και άλλες, με την παράλληλη εξέλιξη των τάσεων της εισαγωγής στη χρηματιστηριακή αγορά και της αναδιάρθρωσης του κλάδου. Μία τέτοια εξέλιξη θα ήταν ίσως ενδεικτική της άποψης των Ελλήνων, ότι η αγορά

αγγίζει το ζενίθ της. Η είσοδος των Ελληνικών επιχειρήσεων στα διεθνή χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, Όσλο, Άμστερνταμ και Λονδίνου, έχει οδηγήσει τις εταιρίες που επέλεξαν να , διαπραγματευθούν τις μετοχές τους στα εν λόγω χρηματιστήρια να αντλήσουν δις. Δολάρια τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή σύγχρονων πλοίων και βοήθησαν σημαντικά στην ποιοτική αναβάθμιση της Ελληνικής ναυτιλίας. Επιπρόσθετα αποδείχθηκε για πολλοστή φορά η προσαρμοστικότητα των Ελλήνων επιχειρηματιών της Θάλασσας να αξιοποιούν ευκαιρίες σε παγκόσμιο επίπεδο χρησιμοποιώντας τις δυνατότητες τις κάθε εποχής. Μέχρι τις αρχές του 2007, οι 19 Έλληνες εφοπλιστές είχαν αντλήσει από τα ξένα χρηματιστήρια περισσότερα από 4 δις. δολάρια, ενώ σύμφωνα με τη XRTC (σύμβουλο επιχειρήσεων - εκπρόσωπο της Γαλλικής Τράπεζας Natixis) αντιπροσωπεύουν πλοιοκτησίες μόνο 334 ποντοπόρων πλοίων από τα 3.500 του ελληνόκτητου εμπορικού στόλου. Κατά τη XRTC πρωτοπόρος σε αυτήν τη δραστηριότητα ήταν ο εφοπλιστής Παναγιώτης Φράγκος, ο οποίος εισήγαγε το 1993 την εταιρεία του στο χρηματιστήριο του Όσλο, αποκομίζοντας 35 εκατομμύρια δολάρια και στη συνέχεια το 2002 στο χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης για να ακολουθήσουν οι άλλοι 18 Έλληνες εφοπλιστές. Πρώτος Έλληνας εφοπλιστής, του οποίου η εταιρεία μπήκε στο «ταμπλό» του αμερικανικού χρηματιστηρίου, ήταν ο Γιώργος Οικονόμου, ενώ ο εφοπλιστής Πίτερ Γεωργιόπουλος είναι ο μόνος Έλληνας που μετέχει ενεργά, ως μεγαλομέτοχος, σε τρεις εισηγμένες ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες. Νεότερος δε σε ηλικία, είναι ο εφοπλιστής, Χάρης Βαφειάς, η εταιρεία του Stealth gas εισήχθη το 2005 στο χρηματιστήριο της NASDAQ της Ν. Υόρκης. Την ίδια περίοδο στο ίδιο χρηματιστήριο εισήχθη και η εταιρεία Quintana Maritime του Σταμάτη Μόλαρη, ο οποίος, ένα χρόνο μετά, αγόρασε τον στόλο του Θόδωρου Αγγελόπουλου αντί 735 εκατ. δολαρίων, με δάνειο από 13 ξένες τράπεζες. Το «σχήμα» δεν θα ταίριαζε καθόλου σε ανθρώπους όπως ο Ωνάσης ή ο Νιάρχος, οι οποίοι δεν θα διέθεταν πολύ από τον χρόνο τους για «να δώσουν αναφορά» ή να διασφαλίσουν τη διαφάνεια που απαιτείται όταν διοικεί κανείς μία εισηγμένη επιχείρηση. Οι τραπεζίτες επισημαίνουν ότι αν και οι χρηματιστηριακές εισαγωγές θα πρέπει να έχουν αντικαταστήσει ένα μεγάλο μερίδιο του δανεισμού, στο πλαίσιο μιας τάσης προκαταβολών από κάποιους εφοπλιστές όταν τα κέρδη από τα ναύλα ήταν στο ζενίθ, η μακροχρόνια εξάρτηση της ελληνικής ναυτιλιακής βιομηχανίας από τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό δεν δείχνει να έχει μειωθεί. Ακόμη και οι εταιρίες που μόλις εισήχθησαν στο χρηματιστήριο, οι οποίες χρησιμοποίησαν τα κεφάλαια που άντλησαν από την αγορά για να αποπληρώσουν τα υπάρχοντα τραπεζικά χρέη, έχουν προχωρήσει σε επαναχρηματοδότηση για να εξυπηρετήσουν τη μελλοντική αγορά πλοίων. Ένα παράδειγμα είναι η Diana Shipping του Συμεών Παληού, η οποία χρησιμοποίησε κεφάλαια ύψους 166 εκατ. δολ. από εισαγωγή στο New York Stock Exchange νωρίτερα στο έτος για να αποπληρώσει τα εκκρεμή χρέη της, αλλά προχώρησε σε νέο ανοιχτό δάνειο 230 εκατ. δολ. από τη Royal Bank of Scotland για να μπορέσει να προσθέσει νέα πλοία στον στόλο της με σύγχρονα bulk carriers. Η RBS συμφώνησε επίσης να χορηγήσει ανοιχτό δάνειο ύψους 330 εκατ. δολ. στην Eagle Bulk της οικογένειας Ζούλα, μια αμερικανική εταιρία που εισήχθηκε στον NASDAQ τον Ιούνιο. Μια ακόμη εταιρία με IPO, η Agies Maritime, προχώρησε σε δανεισμό 140 εκατ. δολ. και σε ανοιχτό δάνειο 150 εκατ. δολ. από έναν όμιλο διεθνών οίκων. Ακόμη και αυτά τα ποσά, όμως, ωχριούν μπροστά στο ανοιχτό δάνειο έως και 520 εκατ. δολ. που χορήγησε η HSH Nordbank για την εξαγορά της Navios Maritime Holding από την International Shipping Enterprises της Αγγελικής Φράγκου. Εκτός της

σημαντικής στήριξης στη νέα "σοδειά" ελληνικών εισηγμένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων, υπάρχει σωρεία αποδείξεων ότι η τραπεζική στήριξη στον κλάδο παραμένει ισχυρή, αν όχι ισχυρότερη από ποτέ. Περίπου 50 τραπεζικά ιδρύματα εκτιμάται ότι δραστηριοποιούνται στη χρηματοδότηση των Ελλήνων πλοιοκτητών, με πολλούς εξ αυτών να αναζητούν τρόπους βελτίωσης των σχέσεων με τους πλοιοκτήτες της χώρας. Μια έκθεση της ελληνικής εταιρία συμβουλευτικών υπηρεσιών Petrofin υπολογίζει ότι ο δανεισμός σε ναυτιλιακές εταιρίες ελληνικών συμφερόντων αυξήθηκε κατά 26% πέρυσι, στα 32 δις. δολάρια. Μέσα σε αυτή τη γενική εικόνα, η έκθεση αποκαλύπτει ότι υπάρχει εκτίναξη των χορηγήσεων στη ναυτιλιακή βιομηχανία από μια σειρά κορυφαίων τραπεζικών ιδρυμάτων όπως η RBS, η Citibank, η Credit Suisse και η ABN Amro. Μια ακόμη τάση που αποδεικνύεται στην έκθεση είναι η άνοδος των ελληνικών τραπεζών που ισχυροποιούν την παρουσία τους στην ελληνική ναυτιλιακή βιομηχανία, καθώς, με αύξηση των χορηγήσεων κατά 25% σε ετήσια βάση την τελευταία τετραετία, αντιστοιχούν πλέον στο 20% της παραδοσιακής χρηματοδότησης του κλάδου.(8)

Η τραπεζική χρηματοδότηση

Ο πλοιοκτήτης, καταφεύγει σε αυτή τη μορφή δανεισμού για την αγορά, την επισκευή ή μετασκευή ενός ή περισσότερων πλοίων είτε για την χρηματοδότηση του ήδη υπάρχοντα στόλου του. Για την ανάληψη του δανείου, ο πλοιοκτήτης υποβάλλει αίτημα στην Τράπεζα από την οποία επιθυμεί να πάρει το δάνειο.(9)

Η αρμόδια υπηρεσία της Τράπεζας διερευνά το αίτημα, λαμβάνοντας υπ' όψη κάποιους παράγοντες όπως το ποίον του πελάτη και η οικονομική του επιφάνεια και αν τυχόν υπάρχει προηγούμενη συνεργασία με την τράπεζα. Η δυνατότητα εξυπηρέτησης του αιτούμενου δανείου από τα αναμενόμενα κέρδη των προς αγορά πλοίων. Οι εξασφαλίσεις που θα πρέπει να έχει η Τράπεζα (π.χ. υποθήκη επί του πλοίου ή των πλοίων, τα έσοδα της ναυτιλιακής επιχείρησης από ναύλους – προτιμώνται τα χρονοναυλωμένα πλοία). Η διεθνής οικονομική και πολιτική κατάσταση. Το σημείο του ναυτιλιακού κύκλου κ.α. (9)

Διαδικασία χορήγησης του δανείου

Η διαδικασία χορηγήσεως του δανείου περιλαμβάνει τα εξής στάδια :

- Προσφορά της Τράπεζας (offer) (9)
- Σύμβαση χρηματοδότησης (loan agreement) (9)
- Ναυτική υποθήκη (9)
- Εκχώρηση των ασφαλιστικών αποζημιώσεων και των εσόδων (9)

Οι κυριότεροι όροι που περιλαμβάνονται στην προσφορά, είναι :

- Δανειολήπτης (9)
- Νόμισμα και ποσό δανείου (σε δολάρια ΗΠΑ το συνηθέστερο) (9)
- Σκοπός δανείου (9)
- Επιτόκιο : Το μέγεθος του επιτοκίου εξαρτάται από τη φήμη του πελάτη και από το μέγεθος της συνεργασίας του με την τράπεζα, συνήθως κυμαίνεται από 1,5% - 3,5% πάνω από το επιτόκιο που προσφέρεται στην Τράπεζα από πρώτης τάξεως Τράπεζες στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου (LIBOR), δύο εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη κάθε περιόδου εκτοκισμού (3 ή 6 μήνες), για το ποσό του δανείου και το ίδιο

- με την περίοδο εκτοκισμού χρονικό διάστημα. Συνήθως προβλέπεται και επιτόκιο καθυστέρησης 1-2 % μεγαλύτερο του συμβατικού. (9)
- Εκτοκισμός : Ο τόκος υπολογίζεται με βάση έτος 360 και όχι 365 ημέρες τοκαριθμικά (εάν το δάνειο δεν είναι τοκοχρεωλυτικό) (9)
 - Προμήθεια : Είναι 0,25 – 1 % εφάπαξ . (9)
 - Αποπληρωμή : Συνήθως γίνεται σε διάρκεια 8 ετών εάν πρόκειται για δάνειο αγοράς πλοίου. Η αποπληρωμή συνήθως γίνεται σε ίσες δόσεις οι οποίες καταβάλλονται κάθε έξι ή τρεις μήνες συμπεριλαμβανομένου του επιτοκίου ή σε ίσες δόσεις κεφαλαίου συμπεριλαμβανομένου του τόκου.(9)
- Υπάρχει και μία σπάνια περίπτωση όπου συμφωνούνται σταδιακά αυξανόμενες δόσεις ή ακόμη και η τελευταία δόση να είναι δυσανάλογα μεγάλη. (9)
- Καταβολή δανείου : Στην προσφορά τίθεται ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο πρέπει να ολοκληρωθεί η διαδικασία για να καταβληθεί το δάνειο. (9)
 - Προπληρωμή : Συνήθως προπληρώνονται μία ή περισσότερες δόσεις κατά την έναρξη των περιόδων εκτοκισμού. (9)
 - Εξασφαλίσεις : Στα ναυτιλιακά δάνεια λαμβάνονται εξασφαλίσεις επί πλοίων και περιλαμβάνουν :
 - Εγγραφή προτιμώμενης υποθήκης. (9)
 - Εκχώρηση όλων των ασφαλειών του πλοίου (πρέπει οι ασφάλειες να καλύπτουν το 100% της αξίας του ενυπόθηκου πλοίου χωρίς ναυλοσύμφωνο και το 130% του δανείου) (9)
 - Εκχώρηση των εσόδων του πλοίου (9)
 - Εγγύηση της πλοιοκτήτριας εταιρείας. (9)
 - Top up clause : Ο όρος αυτός προβλέπει πως όταν το ποσό του δανείου ξεπεράσει κάποιο προκαθορισμένο ποσοστό της αξίας των πλοίων ο δανειολήπτης υποχρεούται ή να αποπληρώσει μέρος του δανείου ή να προσφέρει επιπλέον εξασφαλίσεις ώστε ο λόγος του ανεξόφλητου υπολοίπου του δανείου προς τις εξασφαλίσεις να βρεθεί πάλι εντός του ποσοστού. (9)
 - Πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση του δανειολήπτη : Κάθε χρόνο οι πελάτες τις Τράπεζας πρέπει να προσκομίζουν ενοποιημένο ισολογισμό και λογαριασμό εκμετάλλευσης καθώς και κάθε πληροφορία οικονομικής φύσεως που μπορεί να ζητήσει η Τράπεζα. (9)
 - Εκτιμήσεις / Επιθεωρήσεις : Η τράπεζα έχει δικαίωμα να ζητήσει εκτίμηση της αξίας του πλοίου ή των πλοίων , από ανεξάρτητους εκτιμητές με έξοδα του δανειολήπτη καθώς επίσης και να επιθεωρήσει τα πλοία. (9)

Η σύμβαση χρηματοδότησεως

Το σχέδιο της σύμβασης χρηματοδότησης , καταρτίζεται μετά την αποδοχή της προσφοράς από τον πελάτη, η σύμβαση περιλαμβάνει όλους τους όρους της προσφοράς, αναφέρεται επίσης το δίκαιο από το οποίο διέπεται και τα αρμόδια δικαστήρια για την επίλυση κάθε διαφοράς. Η σύμβαση προβλέπει επίσης περιπτώσεις στις οποίες το δάνειο

μπορεί να κηρυχθεί ληξιπρόθεσμο και να απαιτηθεί από την τράπεζα, τέτοιες περιπτώσεις είναι : (9)

- Εάν ο πελάτης καθυστερήσει να πληρώσει τους τόκους ή άλλο οφειλόμενο ποσό.(9)
- Εάν ο πελάτης παραβεί οποιονδήποτε από τους όρους της σύμβασης.(9)
- Εάν μειωθούν σημαντικά οι ασφάλειες που έχουν παραχωρηθεί ή απολεσθεί το ενυπόθηκο πλοίο.(9)
- Εάν επιβαρυνθεί ή κατασχεθεί η περιουσία του δανειζόμενου ή του εγγυητή (9)
- Εάν ο δανειζόμενος κυρήξει πτώχευση ή τεθεί υπό αναγκαστική διαχείριση (9)
- Εάν μειωθεί σημαντικά η οικονομική επιφάνεια του δανειζόμενου ή του εγγυητή (9)
- Εάν περιοριστή η δικαιοπρακτική ικανότητα του δανειζόμενου ή του εγγυητή (9)
- Εάν μεταβιβαστεί ολόκληρη ή ένα τμήμα της επιχείρησης του δανειζόμενου (9)
- Εάν το πλοίο αναμειχθεί σε παράνομο εμπόριο ή άλλες παράνομες εργασίες. (9)

Η ναυτική υποθήκη

Η κατάρτιση συμβάσεως ναυτικής υποθήκης συντάσσεται μετά την υπογραφή της σύμβασης χρηματοδοτήσεως. Η υπογραφή γίνεται παρουσία συμβολαιογράφου. Η διαδικασία εγγραφής της ναυτικής υποθήκης σε υποθηκολόγιο παρουσιάζει διαφορές ανάλογα με την εθνικότητα του προς υποθήκευση πλοίου. Στο έγγραφο της υποθήκης περιλαμβάνονται πολλοί από τους όρους της σύμβασης του δανείου. Οι υποχρεώσεις που αναλαμβάνει η ναυτιλιακή εταιρεία είναι : (9)

- Να εκχωρεί κάθε ναύλο ή μίσθωμα του πλοίου και τα δικαιώματα και τις απαιτήσεις από τα ασφαλιστήρια συμβόλαια. (9)
- Να ασφαλίζει το πλοίο για το διάστημα της υποθήκης σε ποσό 30% υψηλότερο από το ποσό της υποθήκης σε δολάρια ΗΠΑ (η ασφάλιση πρέπει να γίνεται κατά χρόνο, να ανατίθεται σε πρώτης τάξεως ασφαλιστές, να περιλαμβάνει όλους τους κινδύνους, κ.α.) (9)
- Να ειδοποιεί την Τράπεζα για κάθε ατύχημα ή ζημιά του πλοίου (πέρα από το καθορισμένο ποσό) ή για την κατάσχεση ή για την κατακράτηση του πλοίου. (11)
- Το πλοίο θα πρέπει να είναι εντάγμένο σε αναγνωρισμένο νηογνώμονα και ο δανειστής πρέπει να επιτρέπει σε εκπρόσωπους της Τράπεζας να ανέρχονται στο πλοίο για επιθεώρηση της κατασχεσεώς του. (9)
- Να μην μεταβάλλει τη σημαία, το όνομα και το λιμάνι νηολόγησης του πλοίου και να μην επιτρέψει την εγγραφή άλλου βάρους χωρίς την συγκατάθεση της Τράπεζας. (9)
- Να μην επιτρέψει να εμπλακεί το πλοίο σε παράνομες εμπορικές δραστηριότητες ή να παραβεί οποιονδήποτε νόμο. (9)

Η εκχώρηση των ασφαλιστικών αποζημιώσεων και των εσόδων

Λαμβάνονται ταυτόχρονα με την υποθήκη, αν και το κείμενο της υποθήκης πάντοτε προβλέπει εκχώρηση των δικαιωμάτων και των απαιτήσεων για τα ασφαλιστήρια συμβόλαια αλλά και για κάθε ναύλο ή μίσθωμα. Για την εκχώρηση των ασφαλιστικών αποζημιώσεων, γίνεται κοινοποίηση από την Τράπεζα στους ασφαλιστές από τους οποίους ζητείται να αναφέρουν στα ασφάλιστρα το ενδιαφέρον της τράπεζας ως ενυπόθηκης δανείστριας, και να δεσμευθούν ότι η ακύρωση των ασφάλιστρων μπορεί να λάβει χώρα μόνο μετά την παρέλευση δύο εβδομάδων από την έγγραφη ειδοποίηση της Τράπεζας. (9)

Σχετικά με την εκχώρηση των εσόδων, εκτός από την γενική εκχώρηση των εσόδων, λαμβάνεται και ειδική εκχώρηση εάν υπάρχει συγκεκριμένη ναύλωση, η οποία κοινοποιείται νομότυπα στους ναυλωτές από τους οποίους ζητείται να δεσμευθούν να διοχετεύσουν τα ναύλα μέσω του συγκεκριμένου καταστήματος της ενυπόθηκης δανειστρίας Τράπεζας. Συνήθως ανοίγεται λογαριασμός στην Τράπεζα, στον οποίο συγκεντρώνεται μηνιαίως ένα μέρος των ναύλων ώστε να σχηματιστεί κεφάλαιο ικανό για την εξόφληση της επόμενης δόσης.(9)

Παροχή προσωπικών εγγυήσεων

Η προσωπική εγγύηση έχει ως όριο ένα συγκεκριμένο ποσό συμπεριλαμβανομένων των τόκων , οι οποίοι λογίζονται εφ' όσον η Τράπεζα εκδώσει έγγραφο ειδοποίησης του εγγυητή. (9)

Χορήγηση του δανείου

Το δάνειο χορηγείται εφόσον ολοκληρωθούν οι παραπάνω διαδικασίες (9)

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση (Mezzanine finance)

Αποτελεί μία μορφή ειδικής χρηματοδότησης , είναι μια μορφή χρηματοδότησης του κεφαλαίου της επιχείρησης ύστερα από το κύριο χρέος και πριν από τις απλές μετοχές (ordinary equity).

Οι μορφές τις οποίες μπορεί να λάβει η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι πολλές ενώ καλείται και εξασφαλισμένο ή μη χρέος, προνομιούχες μετοχές , δάνεια με δεύτερη υποθήκη , ομολογιακά δάνεια ή γραμμάτια. Μπορεί να μετατραπεί σε απλές μετοχές.

Στη ναυτιλία το είδος αυτό χρησιμοποιείται για να καλυφθούν τα κενά μεταξύ των δανείων με πρώτη υποθήκη και των ιδίων κεφαλαίων, η δυσκολία αυτής της χρηματοδότησης είναι η δημιουργία σταθερού και ισχυρού cash flow (χρηματοροή). Η δημιουργία ενός ισχυρού cash flow μέσα από το οποίο θα εξυπηρετηθεί το κύριο και το ενδιάμεσο χρέος, δεν είναι απαραίτητο να επιτευχθεί με την απόκτηση νέων ή μεταχειρισμένων πλοίων αφού τα έξοδα για την συντήρησή τους είναι υψηλά (ασφάλιστρα, επισκευές, δεξαμενισμοί, λειτουργικά έξοδα). Αυτό το είδος χρηματοδότησης αποτελεί μία συμπληρωματική μετοχική χρηματοδότηση και παρέχεται από χρηματοδοτικούς ενδιάμεσους σε εξωτερικούς επενδυτές.(10)

Πίστωση του ναυπηγείου

Τα ναυπηγεία παρέχουν πίστωση στους πλοιοκτήτες, προκειμένου να εξασφαλίσουν παραγγελίες πλοίων. Καταβάλλεται συνήθως το 5-10% της τιμής με την υπογραφή του συμβολαίου και το υπόλοιπο καταβάλλεται σε δόσεις κατά τη διάρκεια της ναυπήγησης του πλοίου αλλά και μετά από τη ναυπήγηση. (11)

Κοινοπρακτικά δάνεια

Είναι μεγάλα μεσοπρόθεσμα δάνεια για την αγορά πλοίου, με την χρηματοδότηση να γίνεται από ομάδα Τραπεζών ή άλλων οργανισμών οι οποίοι συμμετέχουν έκαστος με διαφορετικά ποσοστά ώστε να υπάρχει κατανομή του κινδύνου. Ο χρηματοδοτικός οργανισμός με το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής αναλαμβάνει τη διαχείριση του δανείου. Εάν η εξέλιξη του δανείου είναι δυσμενής οι αποφάσεις για την τύχη του

λαμβάνονται κατά πλειοψηφία. Τα δάνεια αυτά χορηγούνται σε πρώτης τάξεως πλοιοκτήτες. (11)

Ομόλογο (bond)

Εισαγωγικά

Στα χρηματοοικονομικά , το ομόλογο είναι μία ασφάλεια χρέους , στην οποία ο εξουσιοδοτημένος εκδότης της οφείλει στους κατόχους της ένα χρέος και είναι υποχρεωμένος να αποπληρώσει το αρχικό κεφάλαιο και το επιτόκιο(coupon) σε μια μεταγενέστερη ημερομηνία, που ορίζεται ως maturity (ωριμότητα).

Το ομόλογο είναι ένα δάνειο στην μορφή μιας ασφάλειας με διαφορετική ορολογία : ο εκδότης είναι συνώνυμος του δανειζόμενου και ο κάτοχος του ομολόγου συνώνυμος του δανειστή και το coupon συνώνυμο του επιτοκίου. Τα ομόλογα δίνουν στον δανειζόμενο την δυνατότητα να χρηματοδοτήσει μακροχρόνιες επενδύσεις με πόρους προερχόμενους από εξωτερικές πηγές. Αξιοσημείωτο είναι ότι τα certificates of deposit (πιστοποιητικά κατάθεσης) ή το commercial paper (εμπορικό έγγραφο) είναι όργανα της χρηματαγοράς και όχι ομόλογα. Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι και τα δύο ασφάλειες (securities). Η μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ των δύο είναι ότι οι κάτοχοι των μετοχών είναι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης (έχουν μερίδιο στην καθαρή θέση) , ενώ οι κάτοχοι του ομολόγου είναι δανειστές της εταιρείας που το εκδίδει. Άλλη μία διαφορά είναι ότι τα ομόλογα συνήθως έχουν μία καθορισμένη χρονική περίοδο (maturity) μετά την οποία το ομόλογο εξοφλείται , ενώ οι μετοχές είναι εκκρεμείς επ' αόριστον. Εξάιρεση αποτελεί το consol bond το οποίο είναι διηνεκές (ομόλογο χωρίς maturity). (12)

Έκδοση ομολόγων

Τα ομόλογα εκδίδονται από δημόσιες αρχές , πιστωτικά ιδρύματα ,εταιρείες και υπερεθνικά ιδρύματα στις πρωτεύουσες αγορές . Η πιο κοινή διαδικασία στην έκδοση ομολόγων είναι μέσα από underwriting .Στο underwriting μία ή περισσότερες ασφαλιστικές εταιρείες ή τράπεζες σχηματίζουν μία κοινοπραξία , αγοράζουν μία ολόκληρη σειρά ομολόγων από τον εκδότη τους και τα επαναπωλούν στους επενδυτές. Τα κυβερνητικά ομόλογα τυπικά δημοπρατούνται. (12)

Χαρακτηριστικά των ομολόγων

Τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά ενός ομολόγου είναι :

- Ονομαστικό ή κύριο ποσό (nominal or principal amount) – το ποσό στο οποίο ο εκδότης πληρώνει επιτόκιο και το οποίο πρέπει να αποδοθεί στο τέλος. (12)
- Τιμή έκδοσης (issue price) – η τιμή στην οποία οι επενδυτές αγοράζουν τα ομόλογα όταν εκδίδονται αρχικά ,τυπικά είναι \$ 1.000.000 . Οι καθαρές εισπράξεις που λαμβάνει ο εκδότης του ομολόγου υπολογίζονται ως η τιμή έκδοσης μείον τα τέλη έκδοσης επί το ονομαστικό ποσό.(12)

Maturity date (ημερομηνία ωρίμανσης) – η ημερομηνία στην οποία ο εκδότης πρέπει να αποπληρώσει το ονομαστικό ποσό . Εφόσον γίνουν όλες οι πληρωμές ο εκδότης δεν έχει πλέον άλλες υποχρεώσεις απέναντι στους κατόχους του ομολόγου μετά την maturity date. Η χρονική έκταση μέχρι την maturity date συχνά αναφέρεται ως η προθεσμία ή το

δικαίωμα κατοχής ή η ωριμότητα ενός ομολόγου. Η ωριμότητα μπορεί να έχει οποιαδήποτε χρονική έκταση , παρόλο που οι χρεωστικές ασφάλειες (debt securities) με προθεσμία μικρότερη ενός έτους γενικά χαρακτηρίζονται ως όργανα της χρηματαγοράς παρά ομόλογα. Τα περισσότερα ομόλογα έχουν προθεσμία μέχρι τριάντα έτη . Κάποια ομόλογα εκδίδονται με προθεσμία μέχρι εκατό έτη ενώ κάποια δεν έχουν καθόλου . Στις αρχές του 2005 αναπτύχθηκε μία αγορά σε ευρώ για ομόλογα με προθεσμία μέχρι πενήντα έτη .(12)

Στην αγορά των Η.Π.Α. , υπάρχουν τρεις κατηγορίες για maturities ομολόγων :

- Βραχυπρόθεσμα (bills) : maturities μέχρι ένα έτος (12)
 - Μεσοπρόθεσμα (notes) : maturities ανάμεσα σε ένα και δέκα έτη (12)
 - Μακροπρόθεσμα (bonds) : maturities μεγαλύτερες από δέκα έτη (12)
- **Coupon (κουπόνι)** το ποσοστό επιτοκίου που εκδότης πληρώνει στους κατόχους του ομολόγου. Συνήθως το επιτόκιο είναι σταθερό σε όλη τη διάρκεια της ζωής του ομολόγου. Μπορεί επίσης να διαφέρει ,με ένα δείκτη χρηματικής αγοράς όπως ο LIBOR , ή μπορεί να είναι περισσότερο εξωτικό. Το όνομα coupon προέρχεται από το γεγονός ότι στο παρελθόν εκδίδονταν ομόλογα με κουπόνια συνημμένα σε αυτά. Στις ημερομηνίες που αναγράφονταν στα κουπόνια ο κάτοχος του ομολόγου έδινε το κουπόνι στην τράπεζα για να εισπράξει την πληρωμή του επιτοκίου. (12)
 - **Coupon dates** - οι ημερομηνίες στις οποίες ο εκδότης πληρώνει το κουπόνι στους κατόχους του ομολόγου. Στις Η.Π.Α. τα περισσότερα ομόλογα είναι ημι – ετήσια , που σημαίνει ότι πληρώνουν ένα κουπόνι κάθε έξι μήνες. Στην Ευρώπη τα περισσότερα κουπόνια είναι ετήσια και πληρώνουν μόνο ένα κουπόνι κάθε χρόνο. (12)
 - **Indentures & covenants** - Το indenture είναι μία επίσημη συμφωνία χρέους η οποία καθιερώνει τους όρους έκδοσης ενός ομολόγου. Ενώ τα covenants είναι οι ρήτρες της συμφωνίας. Τα covenants συγκεκριμενοποιούν τα δικαιώματα των κατόχων του ομολόγου και τα καθήκοντα των εκδοτών του ομολόγου, όπως για παράδειγμα πράξεις τις οποίες ο εκδότης είναι υποχρεωμένος να πράξει και ή πράξεις που απαγορεύεται να κάνει. Στις Η.Π.Α. σε τέτοιου είδους συμφωνίες εφαρμόζονται κρατικοί και ομοσπονδιακοί νόμοι για την εξασφάλιση της τήρησης της συμφωνίας οι οποίοι συντάσσονται από τα δικαστήρια ως συμβόλαια ανάμεσα στους εκδότες και τους κατόχους. Οι όροι μπορούν να αλλάξουν με εξαιρετική δυσκολία όσο τα ομόλογα είναι οφειλόμενα , και αυτό γίνεται με τροποποιήσεις στο κυβερνητικό έγγραφο έχοντας πρώτα την ψήφο έγκρισης της πλειοψηφίας των κατόχων του ομολόγου. (12)
 - **Optionality** – Ένα ομόλογο μπορεί να περιέχει μία ένθετη οπλιόν , η οποία εξασφαλίζει στον εκδότη κάποιες επιλογές : (12)
 - **Callability** – κάποια ομόλογα δίνουν στον εκδότη το δικαίωμα να αποπληρώσει το ομόλογο πριν τη maturity date στις call dates . Αυτά τα ομόλογα ονομάζονται callable bonds . (12)

- Putability - κάποια ομόλογα δίνουν στον κάτοχο το δικαίωμα να αναγκάσει τον εκδότη να αποπληρώσει το ομόλογο πριν τη maturity date στις put dates (put option). (12)
- Call dates & put dates – οι ημερομηνίες στις οποίες τα callable & puttable ομόλογα μπορούν να αποπληρωθούν νωρίτερα . Υπάρχουν τέσσερις κύριες κατηγορίες : (12)
 1. Bermudan callable - έχει πολλές call dates που συνήθως συμπίπτουν με τις coupon dates. (12)
 2. European callable – έχει μόνο μια call date.Είναι μία ειδική περίπτωση ενός Bermudan callable. (12)
 3. American callable - μπορεί να αποπληρωθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι τη maturity date. (12)
 4. Death put – είναι ένα προαιρετικό χαρακτηριστικό αποπληρωμής σε ένα χρεωστικό όργανο που επιτρέπει στον δικαιούχο της περιουσίας του αποθανόντος να πωλήσει το ομόλογο στον εκδότη στην περίπτωση του θανάτου του κατόχου του ομολόγου ή λόγω νομικής ανικανότητάς του . Επίσης είναι γνωστή και σαν «survivor’s option». (12)
- Convertible bond – επιτρέπει στον κάτοχο του ομολόγου να ανταλλάξει το ομόλογο με ένα αριθμό μετοχών από τις μετοχές του εκδότη.(12)
- Exchangeable bond – επιτρέπει την ανταλλαγή ομολόγων με μετοχές άλλης επιχείρησης από αυτής του εκδότη (12)

Μίσθωση (leasing)

Η μίσθωση αποτελεί μία σημαντική πηγή χρηματοδότησης. Είναι μια 100% χρηματοδοτική μέθοδος , η οποία λειτουργεί θετικά υπέρ του πλοιοκτήτη ιδιαίτερα σε περιόδους όπου οι τιμές των πλοίων είναι υψηλές. Παραδοσιακά , η χρηματοδότηση καλύπτει σχεδόν το 80% ενός σχεδίου, και επίσης για την εξασφάλισή της χρειάζεται να υποθηκευτούν περισσότερα από ένα πλοία και να υπάρχει μία ικανοποιητική χρονοαύλωση ως δείκτης ενός ασφαλούς cash flow. Στην μίσθωση , ο πάροχος του κεφαλαίου αγοράζει το πάγιο και το εκμισθώνει στον επιχειρηματία ο οποίος το διαχειρίζεται. Η μέθοδος αυτή απαιτεί λιγότερες εγγυήσεις από ότι το τραπεζικό δάνειο , αφού ο χρηματοδότης είναι ο νόμιμος κάτοχος του παγίου. Στη μορφή της μίσθωσης, το σημαντικότερο όφελος είναι οι φορολογικές διευκολύνσεις που παρέχονται. Ο πλοιοκτήτης που αποπληρώνει το δάνειο φορολογείται στο επιμίσθιο και διευκολύνεται στο επιτόκιο το οποίο χρεώνεται από την τράπεζα. Αντίθετα , στις πληρωμές της μίσθωσης συνήθως παρέχονται διευκολύνσεις σε όλο το ποσό , για φορολογικούς λόγους. Επιπλέον το πάγιο δεν εμφανίζεται στο ισοζύγιο του πλοιοκτήτη (τα λογιστικά πρότυπα του Ηνωμένου Βασιλείου καθώς και άλλων χωρών επιβάλλουν να συμπεριλαμβάνονται στο ισοζύγιο πάγια τα οποία είναι μισθωμένα ,ως πάγια σε ιστορικό κόστος και να αποσβένονται ετησίως. Η πλήρης όμως πληρωμή του μίσθιου είναι

φορολογικά διευκολύσιμη και αντικαθιστά την έκπτωση μέσω της απόσβεσης). Ο δανειστής απολαμβάνει επίσης φορολογικές ελαφρύνσεις γιατί αποσβένει ακριβά πάγια όπως είναι τα πλοία (η ποσότητα της ετήσιας απόσβεσης εκπίπτει από το φόρο, παρέχοντας κέρδος από το ποσό που εκπίπτει). Σε κάθε περίπτωση, όπου απαιτείται η ιδιοκτησία (π.χ. κατάσχεση), και βασίζεται στην πρώτη υποθήκη του παγίου, χρειάζεται χρόνος και λεπτός χειρισμός των νόμων. Με την μίσθωση, το πλοίο είναι πάντοτε πάγιο της τράπεζας γεγονός το οποίο διευκολύνει την επαναπόκτησή του, από ότι εάν ήταν υποθηκευμένο. (13)

Ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα είναι η περίοδος δανεισμού. Ο δανειστής επιδιώκει να αποσβέσει το σύνολο της αξίας του παγίου μισθώνοντάς το για μια διάρκεια 10-15 χρόνων. Μετά από αυτή τη χρονική περίοδο το πάγιο επέρχεται στην ιδιοκτησία του διαχειριστή πλήρως αποσβεσμένο και χωρίς φορολογικά βάρη. (13)

Έχουν αναπτυχθεί δύο συστήματα μίσθωσης τα οποία βασίζονται στο ίδιο μοτίβο και έχουν ελάχιστες διαφορές μεταξύ τους, αυτά είναι η οικονομική μίσθωση (financial leasing) και η διαχειριστική μίσθωση (operational leasing). (13)

Στην **οικονομική μίσθωση**, η συναλλαγή καλύπτει την οικονομική ζωή του παγίου. Ο δανειζόμενος μετά το πέρας της οικονομικής ζωής του παγίου, αγοράζει το πάγιο στο τέλος της συμφωνίας σε μία ονομαστική τιμή, πλήρως αποσβεσμένη και συνεπώς αποκτά και τον απομένοντα κίνδυνο της αξίας. Ο συνηθέστερος τύπος της οικονομικής μίσθωσης είναι ο sale and leaseback. Σε αυτό τον τύπο μίσθωσης ο ιδιοκτήτης του παγίου το πωλεί σε μία εκμισθωτική εταιρεία για να το ενοικιάσει πίσω υπό τους κανόνες της συμφωνίας μίσθωσης. Στην ναυτιλία η οικονομική μίσθωση είναι γνωστή και ως bareboat charter (ναύλωση γυμνού πλοίου). (13)

Στην **διαχειριστική μίσθωση**, υπάρχει μεγαλύτερη ευελιξία. Ο δανειστής διατηρεί τον εξοπλισμό τον οποίο ενοικιάζει, ενώ τα κόστη συντήρησης τα διαπραγματεύεται σε ξεχωριστό συμβόλαιο. Αυτός ο τύπος μίσθωσης μπορεί να μην περιέχει πλήρη απόσβεση του κόστους του παγίου επειδή ο δανειζόμενος διατηρεί το δικαίωμα να ακυρώσει τη συμφωνία και να επιστρέψει το πάγιο πριν την συμφωνημένη ημερομηνία λήξης. (13)

Αυτή η μορφή δανεισμού έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα τόσο για τον δανειστή όσο και για τον δανειζόμενο, πιο αναλυτικά :

Τα πλεονεκτήματα για το δανειστή είναι :

1. Φορολογικές ελαφρύνσεις που βασίζονται στις αποσβέσεις παγίων μεγάλης αξίας. (13)
2. Σταθερή ροή αποπληρωμών και αποδόσεων στην επένδυση (13)
3. Πλήρης ιδιοκτησία του παγίου- απουσία υποθηκών(13)

Τα μειονεκτήματα για το δανειστή είναι :

1. Κίνδυνος από claims τρίτων. (13)
2. Ο διαχειριστής του παγίου μπορεί να θέσει το πάγιο ως υποχρέωση πρώτης προτεραιότητας. (13)

Τα πλεονεκτήματα για το δανειζόμενο είναι :

1. Πλήρης χρηματοδότηση (100%) (13)
2. Σταθερή και γνωστή έκθεση σε κίνδυνο(13)

3. Το πάγιο δεν περιλαμβάνεται στο ισοζύγιο, είναι θετικό στοιχείο για επιχειρήσεις με υψηλές προηγούμενες υποχρεώσεις και στενά όρια δανεισμού. (13)

Τα μειονεκτήματα για τον δανειζόμενο είναι :

1. Απώλεια ιδιοκτησίας (13)
2. Δεν εφαρμόζεται σε όλες τις περιπτώσεις. (13)

Χρηματιστήριο

Το χρηματιστήριο αποτελεί μία ιδιωτική ή δημόσια αγορά για την εμπορία μετοχών και παραγώγων της μετοχής μιας εταιρείας σε μια συμφωνημένη τιμή, αυτά είναι χρεόγραφα που είναι καταχωρημένα σε πίνακα συναλλαγών ή χρεόγραφα που εμπορεύονται ατομικά. Οι μετοχές καταχωρούνται και εμπορεύονται σε πίνακα συναλλαγών (stock exchange) και αποτελούν οντότητες μιας επιχείρησης ή μιας κοινοπραξίας επιχειρήσεων. Η χρηματαγορά στις Ηνωμένες Πολιτείες περιλαμβάνει το εμπόριο όλων των χρεογράφων που είναι καταχωρημένα στο NYSE ,το NASDAQ το Amex , όπως και άλλες τοπικές συναλλαγές π.χ. το OTCBB. Στην Ευρώπη γνωστές χρηματαγορές είναι το London Stock Exchange, το Deutsche Börse και το Paris Bourse, τώρα μέλος του Euronext. (14)

Εμπόριο

Οι συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο ποικίλλουν από απλούς μεμονωμένους επενδυτές σε μεγάλες επενδυτικές εταιρείες. Κάποια χρηματιστήρια είναι φυσικές τοποθεσίες στις οποίες οι συναλλαγές γίνονται σε χώρο εμπορίου , με μια μέθοδο γνωστή ως open outcry. Αυτός ο τύπος δημοπρασίας χρησιμοποιείται σε συναλλαγές μετοχών και προϊόντων όπου οι εμπορευόμενοι κάνουν «προφορικά» προσφορές και αγορές ταυτόχρονα. Ο άλλος τύπος χρηματιστηρίου είναι ηλεκτρονικός, και συντίθεται από ένα δίκτυο υπολογιστών όπου το εμπόριο γίνεται ηλεκτρονικά. Ο σκοπός του χρηματιστηρίου είναι να διευκολύνει και να προάγει τη συναλλαγή χρεογράφων ανάμεσα σε αγοραστές και πωλητές, παρέχοντάς τους μία αγορά (πραγματική ή ηλεκτρονική). Τα χρηματιστήρια παρέχουν πληροφορίες συναλλαγών των καταχωρημένων σε αυτά χρεογράφων σε πραγματικό χρόνο. Το χρηματιστήριο New York Stock Exchange έχει φυσική μορφή , και μόνο μετοχές εισηγμένες σε αυτό το χρηματιστήριο συμμετέχουν σε συναλλαγές. Οι εντολές για συναλλαγή δίνονται από τα μέλη του χρηματιστηρίου σε ένα εξουσιοδοτημένο πρόσωπο (floor broker) που λειτουργεί σαν μεσάζων ο οποίος απευθύνεται σε έναν ειδικό στη χρηματαγορά για τη συναλλαγή των μετοχών. Η δουλειά του ειδικού είναι να «ταιριάζει» τις εντολές για αγορά και πώληση των μετοχών με την μέθοδο του open outcry. Εάν υπάρχει «άνοιγμα» (spread), δεν γίνεται η συναλλαγή αμέσως, και στην περίπτωση αυτή ο ειδικός πρέπει να καλύψει τη διαφορά με την χρήση δικών του πόρων μετά την πάροδο ενός χρονικού διαστήματος που έγκειται στην κρίση του , μετά την περάτωση των συναλλαγών συντάσσεται αναφορά και αποστέλλεται στην εταιρεία που λειτουργεί ως μεσάζων (brokerage firm), η οποία ενημερώνει τον επενδυτή που έδωσε την εντολή συναλλαγής. Παρόλο που υπάρχει ανθρώπινη επαφή σε αυτές τις συναλλαγές , η χρήση ηλεκτρονικών υπολογιστών παίζει σημαντικό ρόλο και για το λόγο αυτό , αυτού του είδους το εμπόριο καλείται program trading . Το NASDAQ, είναι ένα ηλεκτρονικό χρηματιστήριο, όπου όλες οι συναλλαγές

πραγματοποιούνται μέσω ενός δικτύου ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η διαδικασία του εμπορίου είναι παρόμοια με τη διαδικασία του NYSE, ωστόσο οι αγοραστές και οι πωλητές «συνδυάζονται» ηλεκτρονικά. Το Paris Bourse, τώρα μέλος του Euronext, είναι ένα ηλεκτρονικό χρηματιστήριο, η αυτοματοποίησή του έγινε στα τέλη της δεκαετίας του 1980, παλαιότερα, είχε την μορφή open outcry συναλλαγών. Χάρη στο σύστημα CATS trading system που εφαρμόστηκε το 1986 η αγορά έγινε πλήρως αυτοματοποιημένη. (14)

Συμμετέχοντες στην αγορά

Παλαιότερα, οι αγοραστές και οι πωλητές μετοχών, ήταν μεμονωμένοι επενδυτές όπως π.χ. πλούσιοι επιχειρηματίες, με μακρά οικογενειακή ιστορία και συναισθηματικούς δεσμούς με συγκεκριμένες εταιρείες. Με την πάροδο του χρόνου, η μορφή αυτή των αγοραστών και των πωλητών άρχισε να φθίνει και την θέση τους πήραν μεγάλα ιδρύματα (π.χ. συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικές εταιρείες, όμιλοι επενδυτών, τράπεζες και άλλα επενδυτικά ιδρύματα). Η νέα αυτή μορφή επενδυτών, έφερε βελτιώσεις στην λειτουργία της χρηματαγοράς. (14)

Η σπουδαιότητα του χρηματιστηρίου

Λειτουργία και σκοπός

Το χρηματιστήριο είναι μία από τις σημαντικότερες πηγές για την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Το χρηματιστήριο, επιτρέπει στις επιχειρήσεις να εμπορεύονται δημόσια, ή να αποκτούν επιπλέον κεφάλαιο απαραίτητο για την επέκτασή τους, πουλώντας μερίδια ιδιοκτησίας της εταιρείας στη δημόσια αγορά. Η ρευστότητα που παρέχουν οι συναλλαγές δίνει στους επενδυτές τη δυνατότητα να πωλούν γρήγορα και εύκολα χρεόγραφα, το γεγονός αυτό κάνει ελκυστική την επένδυση σε μετοχές, σε σύγκριση με άλλες λιγότερο ρευστές επενδύσεις όπως για παράδειγμα την αγορά γης. Ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι η αξία των μετοχών και άλλων κεφαλαίων αποτελεί σημαντικό τμήμα της δυναμικής της οικονομικής δραστηριότητας, και μπορεί να επηρεάσει ή να αποτελέσει δείκτη κοινωνικής συμπεριφοράς. Μία οικονομία όπου το χρηματιστήριο αναπτύσσεται θεωρείται ανερχόμενη οικονομία. Πράγματι, το χρηματιστήριο συχνά θεωρείται ως ο πρωτεύον δείκτης για την οικονομική ενδυνάμωση και ανάπτυξη μιας χώρας. Για παράδειγμα η άνοδος στην αξία των μετοχών, συχνά σχετίζεται με την αυξανόμενη επενδυτική δραστηριότητα και το αντίθετο. Η αξία των μετοχών επίσης επηρεάζει τον πλούτο και την κατανάλωση αγαθών. Οι κεντρικές τράπεζες, τείνουν να παρακολουθούν τον έλεγχο και τη συμπεριφορά του χρηματιστηρίου και γενικά έχουν μερίδιο συμμετοχής στην ομαλή λειτουργία του οικονομικού συστήματος, καθώς οι κεντρικές τράπεζες έχουν το μέγιστο όφελος από την ύπαρξη οικονομικής σταθερότητας. Οι αγοραπωλησίες μετοχών επίσης εξασφαλίζουν την πληρωμή ενός χρεογράφου στον πωλητή του. Το γεγονός αυτό ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο μη πραγματοποίησης της συναλλαγής μεταξύ δύο μερών και προστατεύει τους ανεξάρτητους μικροεπενδυτές. Η ομαλή λειτουργία όλων αυτών των δραστηριοτήτων προάγει την οικονομική ανάπτυξη με την οποία ελαχιστοποιείται τα κόστος και ο κίνδυνος για τις εταιρείες και προάγεται η παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών καθώς και η απασχόληση. Με τον τρόπο αυτό το οικονομικό σύστημα συνεισφέρει στην αυξανόμενη ευημερία. (14)

Η σχέση του χρηματιστηρίου στο σύγχρονο οικονομικό σύστημα

Το οικονομικό σύστημα στις περισσότερες δυτικές χώρες υπέστη ένα αξιοθαύμαστο μετασχηματισμό. Ένα χαρακτηριστικό της ανάπτυξής του είναι η μεσολάβηση. Ένα τμήμα από τους πόρους χρησιμοποιείται για αποταμιεύσεις και για την απευθείας χρηματοδότηση των οικονομικών αγορών αντί να ανακυκλώνεται μέσα από τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό και τις καταθέσεις. Σημαντικό συστατικό αυτής της διαδικασίας αποτέλεσε το συνεχώς αυξανόμενο ενδιαφέρον για επενδύσεις είτε απευθείας είτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα στατιστικά στοιχεία φανερώνουν πως τις τελευταίες δεκαετίες οι μετοχές καταλαμβάνουν ένα συνεχώς αυξανόμενο τμήμα των οικιακών οικονομικών κεφαλαίων σε πολλές χώρες. Σε όλα τα ανεπτυγμένα οικονομικά συστήματα , όπως της Ευρωπαϊκής ένωσης , των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας όπως και σε άλλων ανεπτυγμένων εθνών, κυριάρχησε η τάση της απομάκρυνσης των αποταμιεύσεων από τις παραδοσιακές (ασφαλισμένες από την κυβέρνηση) τραπεζικές καταθέσεις και της χρήσης τους σε επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο και υψηλές αποδόσεις. (14)

Το χρηματιστήριο, μεμονωμένοι επενδυτές και οικονομικός κίνδυνος.

Η ριζοκίνδυνη μακροχρόνια αποταμίευση απαιτεί πως ένας επενδυτής έχει την ικανότητα να διαχειρίζεται τους αυξανόμενους κινδύνους που σχετίζονται με την αποταμίευση. Οι τιμές των μετοχών έχουν μεγάλο εύρος αυξομείωσης σε αντιπαροβολή με την σταθερότητα που έχουν οι τραπεζικές καταθέσεις ή τα ομόλογα (τα οποία είναι ασφαλισμένα από την κυβέρνηση). Αυτό το γεγονός δεν επηρεάζει μόνο τους μεμονωμένους επενδυτές και τα νοικοκυριά αλλά και την οικονομία σε μία μεγάλη κλίμακα. (14)

Μη λογική συμπεριφορά

Κάποιες φορές η αγορά τείνει να αντιδρά μη λογικά στις οικονομικές ειδήσεις, ακόμη και αν αυτές οι ειδήσεις δεν έχουν αληθινό αποτέλεσμα στην τεχνική αξία των χρεογράφων. Ωστόσο το χρηματιστήριο ταλανίζεται προς κάθε κατεύθυνση επηρεαζόμενο από τις ειδήσεις, την ευφορία και το μαζικό πανικό. Βραχυχρόνια οι μετοχές όπως και άλλα χρεόγραφα μπορεί να πέσουν ή να υψωθούν από οποιοδήποτε πλήθος γεγονότων που συμβαίνουν γρήγορα και αλλάζουν την αγορά, κάνοντας δύσκολες τις προβλέψεις για την πορεία της χρηματαγοράς. Συναισθηματικές τάσεις μπορεί να οδηγήσουν τις τιμές σε υψηλά ή χαμηλά επίπεδα, καθώς οι άνθρωποι μπορεί να μην είναι τόσο λογικοί όσο πιστεύουν. Ειδικοί στην ανθρώπινη συμπεριφορά, υποστηρίζουν πως οι επενδυτές συχνά συμπεριφέρονται χωρίς λογική όταν λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις και αξιολογούν τα χρεόγραφα λανθασμένα, γεγονός το οποίο προκαλεί αδεξιότητες στην αγορά, οι οποίες αποτελούν ευκαιρίες για κέρδος. (14)

Ο δείκτης του χρηματιστηρίου

Οι κινήσεις των τιμών σε μία αγορά ή ένα τμήμα της αγοράς φαίνονται μέσα από τους δείκτες τιμών που καλούνται δείκτες του χρηματιστηρίου, όπως για παράδειγμα οι δείκτες S&P, FTSE και Euronext . Οι δείκτες αυτοί συνήθως σταθμίζονται από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, με τους σταθμιστές να αντανακλούν την συνεισφορά της μετοχής στο δείκτη. Τα καταστατικά του δείκτη ενημερώνονται συχνά για να περιλαμβάνουν ή να διαγράφουν μετοχές ώστε να αντανακλάται η αλλαγή στο επιχειρηματικό περιβάλλον. (14)

Όργανα παραγώγων

Η οικονομική καινοτομία έφερε πολλά νέα οικονομικά όργανα των οποίων οι αποπληρωμές ή οι αξίες εξαρτώνται από τις τιμές των μετοχών. Κάποια παραδείγματα είναι τα exchange-traded funds (ETFs), το stock index και οι stock options, τα equity swaps , τα single-stock futures και τα stock index futures . Όλα αυτά τα προϊόντα είναι παράγωγα των μετοχών , και πολλές φορές θεωρείται ότι θα πρέπει να εμπορεύονται σε μία υποθετική αγορά παραγώγων παρά σε ένα υποθετικό χρηματιστήριο.(14)

Στρατηγικές μόχλευσης

Μία μετοχή η οποία δεν ανήκει στον πωλητή της μπορεί να εμπορευτεί με την χρήση του short selling (βραχυπρόθεσμη πώληση), του margin buying (αγορά με περιθώριο κέρδους) τα οποία χρησιμοποιούνται για την αγορά της μετοχής με πόρους από δανεισμό, ή με derivatives (παράγωγα) τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την απόκτηση μεγάλου αριθμού μετοχών με πολύ λιγότερα χρήματα από όσα θα χρειάζονταν εάν γινόταν απευθείας αγορά ή πώληση. (14)

- **Βραχυπρόθεσμη πώληση (short selling)** : Στην βραχυπρόθεσμη πώληση, ο εμπορευόμενος δανείζεται μετοχές (συνήθως από τη μεσιτεία του η οποία κρατά τις μετοχές των πελατών του ή τις δικές του μετοχές σε λογαριασμό για να δανείζει τους πωλητές) και στη συνέχεια τις πουλάει στην αγορά ελπίζοντας ότι η τιμή θα πέσει. Ο εμπορευόμενος τελικά αγοράζει πίσω τη μετοχή, κερδίζοντας χρήματα εάν η τιμή έχει πέσει στο μεσοδιάστημα ή χάνοντας χρήματα εάν η τιμή έχει ανέβει. Αυτή η στρατηγική μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί κερδοσκοπικά για να μειωθεί τεχνητά η τιμή μιας μετοχής. Οι περισσότερες αγορές είτε εμποδίζουν την βραχυπρόθεσμη πώληση ή θέτουν περιορισμούς για το πότε και το πώς μπορεί να πραγματοποιηθεί μια βραχυπρόθεσμη πώληση. Η βραχυχρόνια πώληση που γίνεται χωρίς πρώτα να έχει γίνει ο δανεισμός των μετοχών θεωρείται παράνομη. (14)
- **Αγορά με περιθώριο κέρδος (margin buying)**: Σε αυτό το είδος αγοράς, ο εμπορευόμενος δανείζεται χρήματα (με τόκο) για να αγοράσει μετοχές με την προσδοκία να ανέβει η τιμή τους. Οι περισσότερες χώρες έχουν κανονισμούς οι οποίοι προϋποθέτουν πως εάν ο δανεισμός βασίζεται σε επιβληθητική εγγύηση

από άλλες μετοχές οι οποίες ανήκουν εξολοκλήρου στον εμπορεύσιμο, μπορεί να είναι ένα μέγιστο από ένα συγκεκριμένο ποσοστό της αξίας των μετοχών. Στις ΗΠΑ , οι προϋποθέσεις έφθαναν το 50% για πολλά έτη(για παράδειγμα εάν θέλουμε να επενδύσουμε 1000\$, χρειαζόμαστε ίδιο κεφάλαιο 500\$ και ένα περιθώριο συντήρησης κάτω από 500\$). Χρειάζεται προσοχή εάν η συνολική αξία του λογαριασμού του επενδυτή δεν μπορεί να υποστηρίξει τη ζημιά από το εμπόριο(σε περίπτωση πτώσης της αξίας των χρεογράφων χρειάζονται επιπλέον κεφάλαια για να διατηρηθεί η καθαρή θέση του λογαριασμού, και με ή χωρίς προειδοποίηση το χρεόγραφο το οποίο εμπορεύεται με περιθώριο κέρδους ή οποιαδήποτε άλλα χρεόγραφα που βρίσκονται στο λογαριασμό μπορεί να πωληθούν από τον μεσίτη ώστε να διατηρηθεί η δανειακή του θέση. Ο επενδυτής είναι υπεύθυνος για οποιοδήποτε έλλειμμα μπορεί να προκύψει από τέτοιου είδους πωλήσεις). Οι παραπάνω κανονισμοί θεσπίστηκαν μετά την κρίση του 1939. Πριν από την κρίση, οι παίκτες του χρηματιστηρίου χρειαζόνταν ίδιο κεφάλαιο λιγότερο από το 10% της αξίας της συνολικής επένδυσης για την αγορά των μετοχών. Άλλοι κανονισμοί περιλαμβάνουν την απαγόρευση της αγοράς μετοχών χωρίς να έχουν πληρωθεί αρχικά (υπάρχει μια περίοδος χάριτος τριών ημερών για την παράδοση των μετοχών), της πώλησής τους (πριν την πάροδο των τριών ημερών) και της χρήσης μέρους των εσόδων από την πώλησή τους για την πραγματοποίηση της αρχικής πληρωμής. (14)

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Υπάρχουν δύο βασικές μέθοδοι που κατηγοριοποιούνται είτε ως fundamental analysis(βασική ανάλυση) ή ως technical analysis (τεχνική ανάλυση). Η βασική ανάλυση σχετίζεται με την ανάλυση των εταιρειών βάση των οικονομικών τους καταστάσεων, των επιχειρησιακών τάσεων και των γενικών οικονομικών συνθηκών. Η τεχνική ανάλυση μελετά την πορεία των τιμών στην αγορά μέσα από την χρήση πινάκων και ποσοτικών τεχνικών και επιχειρεί να προβλέψει τις τάσεις των τιμών ανεξάρτητα από τις οικονομικές προοπτικές τις εταιρείας. Επιπλέον πολλοί επιλέγουν να επενδύουν με την μέθοδο των δεικτών. Στη μέθοδο αυτή διατηρείται ένα σταθμισμένο ή μη χαρτοφυλάκιο που συνίσταται από όλη την αγορά ή τμήματα της αγοράς (όπως το S&P 500 ή το Wilshire 5000). Ο βασικός στόχος αυτής της στρατηγικής είναι η μεγιστοποίηση της διαφοροποίησης, η ελαχιστοποίηση των φόρων από τις συχνές αγοραπωλησίες μετοχών και η σύμπτωση με την γενική τάση του χρηματιστηρίου. (14)

Εισαγωγή επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο

Οι επιχειρήσεις εισέρχονται στο χρηματιστήριο μέσω της I.P.O. (initial public offering-αρχική δημόσια προσφορά). Μέσω της I.P.O. επιτυγχάνεται η καταχώρηση της επιχείρησης (listing) στο χρηματιστήριο σε μία ή περισσότερες κατηγορίες των χρεογράφων της επιχείρησης σε σχέση με την απόκτηση πρόσθετου κεφαλαίου έναρξης. Μέσω της IPO η επιχείρηση εκδίδει κοινές μετοχές ή μερίδια στο κοινό για πρώτη φορά. Συνήθως μετοχές εκδίδονται από νέες ή μικρές εταιρείες οι οποίες αναζητούν κεφάλαιο για να επεκταθούν , αλλά και από μεγάλες εταιρείες που επιθυμούν να εμπορεύονται σε μεγάλες χρηματαγορές. Οι IPOs μπορεί να αποδειχθούν ριψοκίνδυνη επένδυση. Για τον μεμονωμένο επενδυτή , είναι δύσκολο να προβλέψει την πορεία των μετοχών λόγω της

έλλειψης ιστορικών δεδομένων με τα οποία θα μπορούσε να γίνει η ανάλυση της εταιρείας. Επίσης οι περισσότερες IPOs γίνονται μέσα σε μια πρόσκαιρη περίοδο ανάπτυξης, και για το λόγο αυτό υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με την μελλοντική αξία των μετοχών. Όταν μια εταιρεία εισάγει τις μετοχές της στο χρηματιστήριο, συνήθως εκδίδει και νέες μετοχές για να αποκομίσει περισσότερα έσοδα. Τα χρήματα που πληρώνουν οι επενδυτές για τις νέες μετοχές πηγαίνουν κατευθείαν στην εταιρεία (αντίθετα με το μεταγενέστερο εμπόριο των μετοχών της εταιρείας όπου τα χρήματα διακινούνται μεταξύ των επενδυτών). Με τη δημόσια εγγραφή μία εταιρεία προσελκύει ένα μεγάλο εύρος επενδυτών οι οποίοι της παρέχουν μεγάλο όγκο κεφαλαίου για τη μελλοντική της ανάπτυξη. Η εταιρεία δεν χρειάζεται να επαναπληρώσει το κεφάλαιο, αλλά οι νέοι μέτοχοι έχουν δικαιώματα στα μελλοντικά κέρδη που διανέμονται από την εταιρεία και δικαίωμα στην διανομή κεφαλαίου σε περίπτωση λύσης της εταιρείας. Επιπλέον εάν μια εταιρεία εισαχθεί στο χρηματιστήριο, μπορεί να εκδώσει επιπλέον μετοχές μέσω της έκδοσης δικαιωμάτων, με τον τρόπο αυτό παρέχεται στην επιχείρηση κεφάλαιο για την επέκτασή της χωρίς τον κίνδυνο χρέους. Από τα παραπάνω προκύπτει πως η δυνατότητα για την απόκτηση μεγάλων ποσοτήτων κεφαλαίου από την γενική αγορά, χωρίς την ανάγκη αναζήτησης και διαπραγμάτευσης με μεμονωμένους επενδυτές, είναι ο βασικότερος λόγος που οι επιχειρήσεις επιθυμούν τη δημόσια εγγραφή. (14)

Διαδικασία για την εγγραφή στο χρηματιστήριο

Η δημόσια εγγραφή γενικά περιλαμβάνει μία ή περισσότερες επενδυτικές τράπεζες ως εγγυητές. Η εταιρεία που προσφέρει τις μετοχές της και καλείται ο «εκδότης» δεσμεύεται με συμβόλαιο με τον ασφαλιστή για να πουλήσει τις μετοχές της στο κοινό. Ο ασφαλιστής στη συνέχεια προσεγγίζει τους επενδυτές με προσφορές πώλησης των μετοχών. Η πώληση (η διάθεση και η τιμολόγηση) των μετοχών σε μια IPO μπορεί να πάρει διάφορες μορφές με τις συνηθέστερες να είναι :

- Best efforts contract (14)
- Firm commitment contract (14)
- All-or-none contract (14)
- Bought deal (14)
- Dutch auction (14)
- Self Distribution of Stock) (14)

Μία μεγάλη IPO συνήθως εγγυάται από μία ομάδα επενδυτικών τραπεζών με επικεφαλής μία ή περισσότερες κύριες επενδυτικές τράπεζες (βασικοί ασφαλιστές). Για την πώληση των μετοχών ο ασφαλιστής κρατά μια προμήθεια που βασίζεται σε ένα ποσοστό επί της αξίας των μετοχών που πουλήθηκαν. Συνήθως ο βασικός ασφαλιστής λαμβάνει τις υψηλότερες προμήθειες που μπορεί να ξεπεράσουν και το 8% σε κάποιες περιπτώσεις. Σε διεθνείς IPOs μπορεί να περιλαμβάνονται μέχρι και τρεις ομάδες επενδυτικών τραπεζών για την αντιμετώπιση των νομικών απαιτήσεων στην εγχώρια αγορά του επενδυτή και σε άλλες χώρες. Για παράδειγμα μία εταιρεία που εκδίδει μετοχές εδρεύει στην Ευρώπη και αντιπροσωπεύεται από την κύρια ομάδα τραπεζών στην εγχώρια αγορά της και επιπλέον από διάφορες άλλες ομάδες ή ομίλους πωλητών για τις ΗΠΑ και τον

Καναδά και την Ασία. Συνήθως ο βασικός ασφαλιστής στην κύρια ομάδα πωλήσεων είναι και η ηγετική – βασική τράπεζα και σε άλλες ομάδες πωλήσεων. Εξαιτίας του μεγάλου εύρους των νομικών απαιτήσεων, οι IPOs τυπικά εμπλέκουν μία ή περισσότερες δικηγορικές εταιρείες με εμπειρία στους νόμους περί χρεογράφων. Συνήθως η προσφορά περιλαμβάνει την έκδοση νέων μετοχών για την αύξηση του νέου κεφαλαίου και τη δευτερεύουσα πώληση των υπάρχουσων μετοχών, υπό τους περιορισμούς που τίθενται για την δευτερεύουσα πώληση από τους κρατικούς κανονισμούς ή από τον κύριο ασφαλιστή. Οι δημόσιες προσφορές κυρίως πωλούνται σε επενδυτικές εταιρείες, αλλά κάποιες μετοχές πωλούνται και σε μεμονωμένους επενδυτές. Ο μεσάζων που πωλεί μετοχές μίας δημόσιας προσφοράς στους πελάτες του δεν πληρώνεται με προμήθεια.(14)

Ελληνικές Ναυτιλιακές εταιρείες εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια

Οι Εισηγμένες σε Διεθνή Χρηματιστήρια Ναυτιλιακές

Σήμερα, οι μετοχές είκοσι τριών ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών διαπραγματεύονται στα ταμπλό των μεγάλων χρηματιστηριακών αγορών της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου. Τους λίγους πρωτοπόρους της δεκαετίας του 90 ακολούθησε μετά το 2004 ένα «κύμα» νέων εταιρειών και νέων επιχειρηματιών που έκαναν την είσοδό τους στη ναυτιλία «ποντάροντας» στην απόφαση μεγάλων ξένων θεσμικών επενδυτών να ρίξουν κεφάλαια στη ναυτιλιακή αγορά. Η τάση αυτή φαίνεται να συνεχίζεται, καθώς βγαίνουν συνεχώς στην επιφάνεια νέα ονόματα που σχεδιάζουν τη δημόσια εγγραφή τους. Η Hellenic Carriers της Φωτεινής Καραμανλή, είναι μία τέτοια περίπτωση. Η Hellenic Carriers σχεδιάζει την είσοδό της στο χρηματιστήριο του Λονδίνου. Στόχος της είναι να αντλήσει 60 εκατομμύρια δολάρια από τα οποία τα 31 εκατομμύρια θα δοθούν για την απόκτηση ενός πλοίου τύπου supramax. Σήμερα ο στόλος της Hellenic Carriers αποτελείται από τέσσερα πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου, τρία εκ των οποίων είναι τύπου panamax και ένα handymax. Επικεφαλής της έκδοσης είναι η NBG International. Στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης διαπραγματεύονται σήμερα οι μετοχές των εταιρειών: Tsakos Energy Navigation, Danaos Corporation, Dryships, Energy Infrastructure Acquisition, Euroseas, Excel, Go Carriers, Oceanaut, Ocean Freight, Omega Navigation, Quintana Maritime, Star Maritime Acquisition, StealthGas, Diana Shipping, Capital Product Carriers, Eagle Bulk Shipping, Top Tankers, Navios Maritime, Navios Maritime Partners, Paragon Shipping, Seanergy Maritime. Η Tsakos Energy Navigation με πρόεδρο τον Νίκο Τσάκο δημιουργήθηκε από τους κόλπους μίας παραδοσιακής ναυτιλιακής εταιρείας, όπως είναι η Tsakos Shipping & Trading. Σήμερα διαχειρίζεται ένα στόλο από 44 τάνκερ, ενώ ο στόλος της θα αυξηθεί τα επόμενα δύο χρόνια με νέα πλοία για να φθάσει τις 52 μονάδες. Η Danaos Corporation με πρόεδρο τον Γιάννη Κούστα αποτελεί παράδειγμα παραδοσιακής ναυτιλιακής εταιρείας που απόκτησε νέα δομή και μπήκε στο χρηματιστήριο. Δραστηριοποιείται στα κοντέινερ. Ελέγχει ένα στόλο από 36 πλοία και έως το 2011θα προστεθούν σε αυτόν άλλα 32 νεότευκτα. Η Dryships είναι η εισηγμένη ναυτιλιακή εταιρεία του Γιώργου Οικονόμου, ο οποίος είναι από τους νέους σε ηλικία αυτοδημιούργητους Έλληνες εφοπλιστές. Σήμερα ελέγχει ένα στόλο 42 πλοία για την μεταφορά ξηρού φορτίου. Η Energy Infrastructure Acquisition είναι ένα από τα λεγόμενα blank cheque που δημιουργήθηκαν από Έλληνες επιχειρηματίες και εφοπλιστές το τελευταίο διάστημα, με σκοπό να συγκεντρώσει κεφάλαια για την αγορά πλοίων και την εξαγορά άλλων εταιρειών. Πρόεδρος της

εταιρείας είναι ο Ανδρέας Θεοτόκης. Η Euroseas Ltd δημιουργήθηκε τον Μάιο του 2005 και δραστηριοποιείται στην αγορά του ξηρού φορτίου. Πρόεδρος της εταιρείας είναι ο Αριστείδης Πίττας. Η Euroseas διαχειρίζεται σήμερα ένα στόλο από 15 πλοία. Η Excel Maritime Carriers αποτελεί σήμερα την εξέλιξη της εταιρείας B&H Maritime και της συνεχούς παρουσίας από το 1989 του προέδρου της Γαβριήλ Παναγιωτίδη στην αμερικανική χρηματιστηριακή αγορά. Διαχειρίζεται 16 πλοία ξηρού φορτίου. Διευθύνων σύμβουλος είναι ο Χριστόφορος Γεωργάκης. Η Oceanaut ολοκλήρωσε τη δημόσια εγγραφή της τον Μάρτιο του 2007. Είναι ακόμα μία εταιρεία της οικογένειας Παναγιωτίδη και «βγήκε» στην αγορά ως blank cheque. Η Global Oceanic Carriers εισήλθε στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης τον Μάιο του 2005. Διαχειρίζεται συνολικά 11 πλοία ξηρού φορτίου. Πρόκειται για θυγατρική της ναυτιλιακής Antares Shipmanagement. Διευθύνων σύμβουλος της GO Carriers είναι ο Μιχάλης Ταρτσίνης. Η OceanFreight εισήλθε στο χρηματιστήριο τον Απρίλιο του 2007 και σήμερα διαχειρίζεται ένα στόλο από 7 πλοία. Η Omega Navigation Enterprises εισήλθε στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης τον Απρίλιο του 2006. Διαχειρίζεται 8 τάνκερ. Πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας είναι ο Γιώργος Κασσιώτης πρώην στέλεχος της Target Marine της οικογένειας Κομνηνού. Η Quintana Maritime δημιουργήθηκε το 2005. Από τα βασικά της στελέχη ο Σταμάτης Μόλαρης στενός συνεργάτης του Στέλιου Χατζηιωάννου. Η Quintana εξέπληξε τη ναυτιλιακή αγορά όταν αγόρασε τον στόλο ξηρού φορτίου του ομίλου Θ. Αγγελόπουλου έναντι τιμήματος άνω των 700 εκατ. δολαρίων. Η Star Maritime Acquisition είναι το blank cheque που δημιούργησαν στα τέλη του 2005 οι Άκης Τσιριγκάκης και Πέτρος Παπάς. Από το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης άντλησε το ποσό των 188 εκατ. δολαρίων. Η Stealth Gas είναι η εισηγμένη εταιρεία του ομίλου N Βαφεία. Διευθύνων σύμβουλος της είναι ο Χάρης Βαφείας, ενώ στο διοικητικό της συμβούλιο μετέχει ο γνωστός εφοπλιστής Θανάσης Μαρτίνος της Eastern Mediterranean Maritime. Η Stealth Gas 39 πλοία τάνκερ. Η Diana Shipping ανήκει στην κατηγορία των παραδοσιακών ναυτιλιακών ομίλων που επιλέγουν να κάνουν ένα βήμα προς το χρηματιστήριο. Πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος είναι ο Συμεών Παλιός. Η εταιρεία διαχειρίζεται 21 πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου. Η Capital Product Partners εισήλθε στο χρηματιστήριο τον Μάρτιο του 2007 και αποτελεί μία ακόμα επιχειρηματική δραστηριότητα του εφοπλιστή Ευάγγελου Μαρινάκη. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην αγορά των τάνκερ. Η Eagle Bulk Shipping δημιουργήθηκε από τον Σοφοκλή Ζούλα στέλεχος ναυτιλιακών ομίλων επί σειρά ετών. Σήμερα διαχειρίζεται 23 πλοία και είναι από τους μεγαλύτερους διαχειριστές handy max στην αγορά των ΗΠΑ. Η Top Tankers με πρόεδρο τον Ευάγγελο Πιστιόλη είναι χαρακτηριστική περίπτωση ναυτιλιακής εταιρείας που δημιουργήθηκε με στόχο τη χρηματιστηριακή αγορά. Στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εισήλθε το 2004 διαχειριζόμενη αρχικά τάνκερ, ενώ σήμερα κάνει στροφή στα πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου. Παράλληλα ο Ευ. Πιστιόλης δραστηριοποιείται ενεργά στο real estate τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Η Navios Maritime Holding και η Navios Maritime Partners είναι δημιουργήματα της Αγγελικής Φράγκου που δεν αρκέστηκε στο ρόλο της παραδοσιακής εφοπλιστριας. Το 2005 συστήνει το blank cheque ISE, ενώ λίγο αργότερα προχωρεί στην εξαγορά της ναυτιλιακής εταιρείας Navios. Ο όμιλος της Navios εξειδικεύεται στα πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου. Η Paragon Shipping δραστηριοποιείται στην αγορά με πλοία ξηρού φορτίου. Αυτή τη στιγμή διαθέτει ένα στόλο από 10 πλοία. Ο Μιχάλης Μπουντούρογλου είναι πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος της νέας εταιρείας. Ο κ Μπουντούρογλου όπως

και ο διευθυντής της Paragon, Γιώργος Σκριμιζέας, πριν από τη δημιουργία της Paragon ήταν επί χρόνια υψηλόβαθμα στελέχη σε άλλες ναυτιλιακές εταιρείες. Η Seenergy Maritime είναι blank cheque. Είναι εταιρεία ειδικού σκοπού, blank cheque, όπως την αποκαλούν στα ξένα χρηματιστήρια. Στόχο έχει να αποκτήσει συμμετοχές στη ναυτιλία είτε μέσω συγχώνευσης είτε μέσω ανταλλαγής μετοχών. Επίσης, στα πλάνα της είναι ακόμη και η αγορά ναυτιλιακής εταιρείας ή πλοίων. Έχει αντλήσει από την αγορά 245 εκατ. δολάρια. Στην Seenergy συμμετέχουν οι: Γιώργος Κουτσογιούτσας αντιπρόεδρος της Follie - Follie, Παναγιώτης και Σίμων Ζαφέτ, Αλέξιος Κομνηνός, Γιάννης Τσιγγουνάκης και Ηλίας Κουλουκουντής. Η Globus Maritime όπως και η GoldenPorts Holding επέλεξαν να διαπραγματευτούν στην αγορά του Λονδίνου. Βασικός μέτοχος της Globus είναι ο επιχειρηματίας Γιώργος Φειδάκης. Η εταιρεία διαχειρίζεται πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου. Τα πρώτα πλοία της αγοράστηκαν από τον όμιλο Ρέστη με τον οποίον συνεργάζεται ο κ. Φειδάκης στις άλλες επιχειρηματικές του δραστηριότητες. Στο χρηματιστήριο του Λονδίνου διαπραγματεύονται οι μετοχές της GoldenPort Holdings και της Globus Maritime. Η Goldenport Holding αναμένεται να στοχεύσει σε κεφαλαιοποίηση μεταξύ 340 και 390 εκατ. δολ., αντλώντας από την αγορά περί τα 80 εκατ. Στερλίνες για αποπληρωμή χρεών και ενίσχυση του στόλου των 17 πλοίων ξηρού φορτίου και container. Ο κ. Δραγνής, διευθύνων σύμβουλος της Goldenport Holding, τόνισε ότι επέλεξε το Λονδίνο έναντι της Νέας Υόρκης επειδή είναι το κορυφαίο χρηματιστήριο στην Ευρώπη και λόγω του ναυτιλιακού χαρακτήρα της πόλης. Οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες αποφεύγουν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επειδή οι εταιρίες που εισάγονται εκεί πρέπει να φορολογούνται σύμφωνα με την ελληνική εταιρική φορολογία. Σε γενικές γραμμές, οι πλοιοκτήτες καταχωρούν τις εταιρίες και τα πλοία τους σε χώρες όπου η εταιρική φορολογία είναι πολύ χαμηλότερη. Αναλυτές προβλέπουν ότι οι αποδόσεις από τις εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης θα φθάσουν το 20%. Ανάμεσα στις ναυτιλιακές εταιρείες συμπεριλαμβάνονται και οι ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές εταιρείες, ως αναφέρει σε ανάλυσή του το Bloomberg ο δείκτης Baltic Dry, στον οποίο καταγράφεται η πορεία του ναυτιλιακού κλάδου αλλά και των rates, έχει σημειώσει άνοδο 9,6% από τον Ιούλιο, δηλαδή την περίοδο που οι υπόλοιπες αγορές έχουν δεχτεί τα ισχυρότερα πλήγματα. Επίσης τονίζεται ότι οι τιμές - ρεκόρ στα εμπορεύματα αλλά και η πρόβλεψη ότι η ζήτηση πρώτων υλών από την Κίνα θα αυξηθεί εφέτος κατά 25% ευνοούν τις μετοχές εταιρειών όπως Navios Maritime Holdings (Αγγελική Φράγκου), Genco Shipping & Trading, DryShips (Πίτερ Γεωργιόπουλος), Golden Ocean Group, Compagnie Maritime Belge και Quintana Maritime (Σταμάτης Μόλαρης). Ο κ. Jonathan Chapell, αναλυτής της JP Morgan Chase επισημαίνει ότι «μόλις η σκόνη από την τρέχουσα κρίση στις αγορές κατακαθίσει, οι μετοχές των ναυτιλιακών ομίλων θα αρχίσουν να καταγράφουν ράλι και παράλληλα συνιστά "αγορά" για τις Navios και Genco». Όπως τονίζει ο αναλυτής «τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα του κλάδου δεν θα μπορούσαν να ήταν καλύτερα». Υπενθυμίζεται ότι για το β' τρίμηνο(2007) οι ελληνικές Navios και DryShips ανακοίνωσαν κέρδη - ρεκόρ, ενώ οι 12 από τις 13 εισηγμένες εταιρείες του κλάδου σε παγκόσμιο επίπεδο επίσης είχαν σημαντικά κέρδη το β' τρίμηνο. (15)

Παρακάτω παρουσιάζονται σε μορφή πίνακα οι Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες που είναι εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1 : ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

ΠΟΛΗ Η ΧΩΡΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗ ΡΙΟΥ	ΟΝΟΜΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΕΚΑΤΣ ΑΠΟ Χ.Α./ ΕΤΟΣ ΠΛΟΙΑ
Nasdaq	Aries Maritime	170,5\$ / 2005 / 14 (9 tankers / 5 containers)
NYSE	Diana Shipping	241,9\$ / 2005/12
Nasdaq	Dry Ships	269,1/2005/27
OTC BB	Euroseas	/2005/8
NYSE	Excel maritime	/2005/17
Nasdaq	Freeseas	/2005
Nasdaq	Genco Shipping	/2005/17
LSE	Goldenport Holdings	115\$/2005/17
Nasdaq	Navios Maritime	/2005/41
Nasdaq	Omega Navigation	234\$/2005/2
Nasdaq	Stealthgas	116\$/2005/17 LPG
NYSE	Tsakos Energy Navigation	/2005/35
NYSE	Danaos	1140\$, 5525\$ στο Nasdaq 17/11/06
AMEX	Star Mar.Acq.Corp.	281\$
NYSE	General maritime	2005 24 tankers
Nasdaq	Top Tankers	2005 27 tankers

ΠΗΓΗ : Ναυτεμπορική, Ναυτιλία 2006 / Α.Μ.Γουλιέλμος Χρηματοδότηση ναυτιλιακών επιχειρήσεων εκδ. Στιμούλης Β έκδοση σελ.367 / επεξεργασία , τροποποίηση του γράφοντος

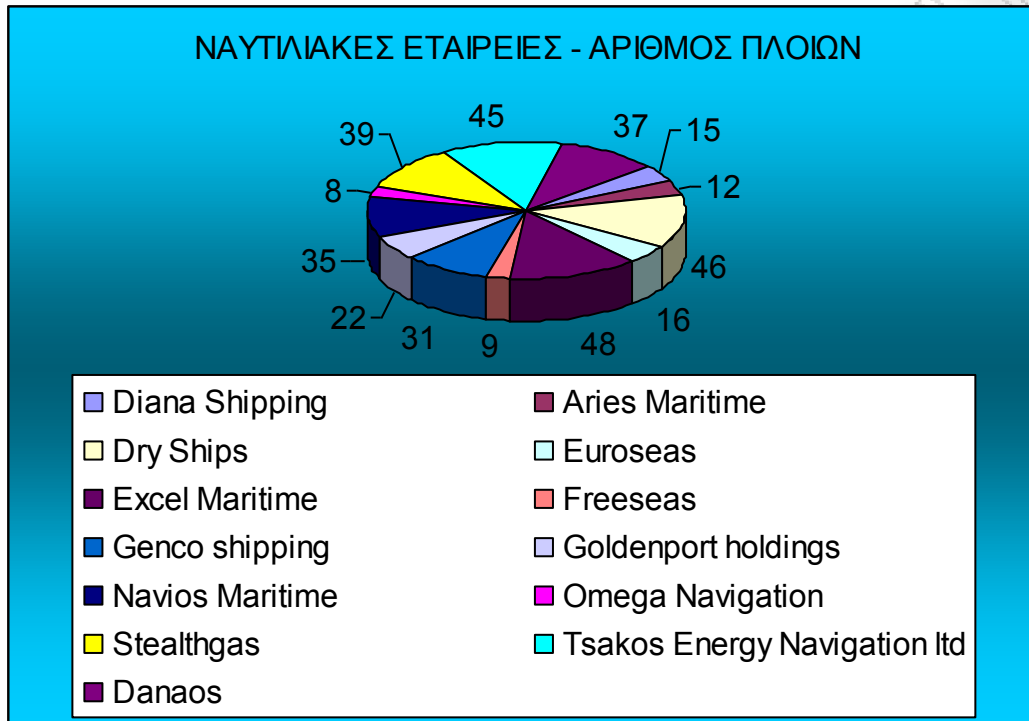
Παρακάτω παρατίθεται ένας πίνακας με το μέγεθος του στόλου των εισηγμένων Ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2 ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΛΟΙΩΝ	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΗΛΙΚΙΑΣ	ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΣΕ ΧΙΛΙΑΔΕΣ \$ (ΕΤΟΣ 2007)
Diana Shipping	15	4,5	134.220
Aries Maritime	12	10	(8.733)
Dry Ships	46	8,5	475,4
Euroseas	16	15,6	40.664,064
Excel Maritime	48	8,5	84.900
Freeseas	9	13,10	156
Genco shipping	31	6	106.809
Goldenport holdings	22	20,04	58.300
Navios Maritime	35	4	74.485
Omega Navigation	8	3	14.731
Stealthgas	39	10	-
Tsakos Energy Navigation ltd	45	5,4	183.171
Danaos	37	11,3	215.264

ΠΗΓΗ : annual reports των παραπάνω εταιρειών /επεξεργασία του γράφοντος

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1 : ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ – ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΛΟΙΩΝ



ΠΗΓΗ : Οικονομικές καταστάσεις των παραπάνω εταιρειών /επεξεργασία του γράφοντος /στοιχεία του έτους 2007

Παρακάτω ακολουθεί μία ανάλυση της αγοράς των tankers, στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία για τα έτη 2005-2007 καθώς και οι προοπτικές για την αγορά του 2008 . Η παρουσίαση της ζήτησης και της προσφοράς σε τονάζ είναι σημαντική καθώς περιγράφεται το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία . Η παρουσίαση της ζήτησης και της προσφοράς σε τονάζ θεωρήθηκε καλό να αναφερθεί καθώς περιγράφεται το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΕ ΤΟΝΑΖ

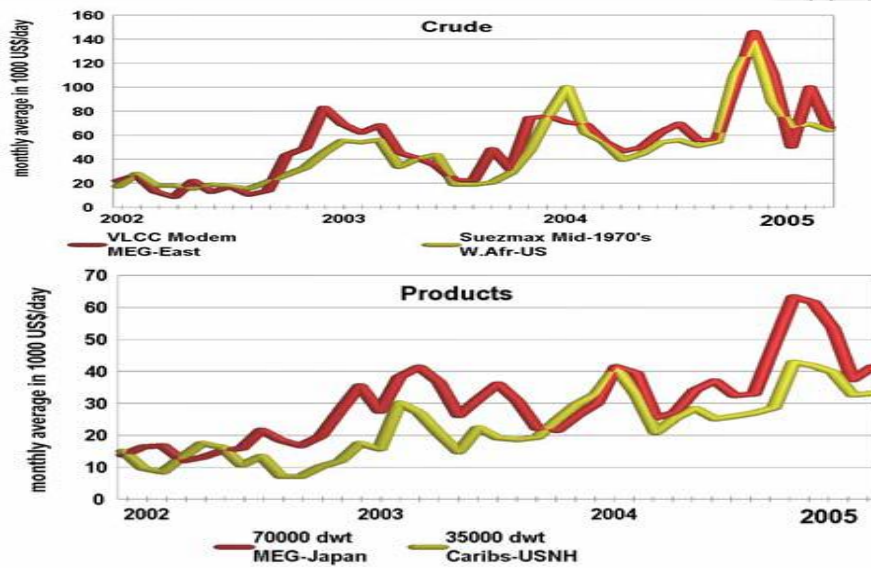
ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΣΕ ΤΟΝΑΖ (Η ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ 2005)

Η ανάπτυξη της αγοράς των tankers το 2004 εγκαθίδρυσε νέα εύρη εμπορίου με υψηλές τιμές ναύλων και υψηλούς όγκους εμπορίου, χάρη στην ανάπτυξη αυτή ο τομέας των VLCC είχε τα μεγαλύτερα κέρδη των τελευταίων ετών. Αλλά η αύξηση της ζήτησης δεν περιορίστηκε προς τον τομέα των crude tankers. Οι περιορισμοί στον όγκο των διωλήσεων στην Κίνα και τις ΗΠΑ σαν περιφέρειες κλειδιά , άλλαξαν τις ευκαιρίες στην αγορά και για τα product tankers. (16)

Η ενδυνάμωση της ανάπτυξης του θαλάσσιου εμπορίου το 2004, καθορίστηκε από την αύξηση των εισαγωγών πετρελαίου από την Κίνα και από άλλες ασιατικές οικονομίες ,αλλά και από την διόγκωση των εισαγωγών από τις ΗΠΑ. (16)

Η ανάπτυξη της ζήτησης ήταν το κύριο στοιχείο για την αγορά των tanker το 2004. Η παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου έφτασε στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 26 ετών και αποτέλεσε την απαρχή για την υψηλότερη ανάπτυξη του ετήσιου στόλου των tankers από το 1970. Υπήρχε ζήτηση ακόμη και για single-hull tankers και οι τιμές για μεταχειρισμένα πλοία αυξήθηκαν δραματικά μέσα στο 2004. (16)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 Μηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης των ναύλων , για επιλεγμένα μεγέθη tankers από τον Ιανουάριο 2002 – Μάρτιο 2005



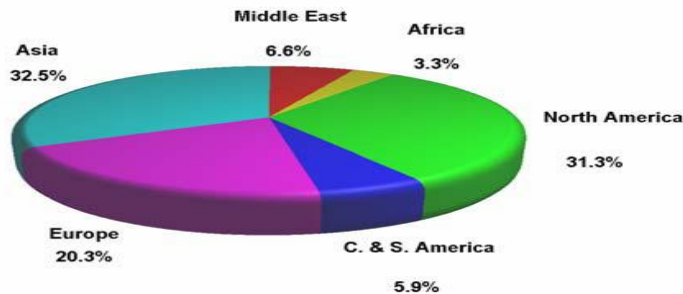
ΠΗΓΗ Fearnleys / INTERTANKO

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζεται η ανάπτυξη των ναύλων για τα tankers. Στα τέλη του 2004 οι ναύλοι παρουσίασαν σημαντική πτώση εξαιτίας της τεχνητής μείωσης της παραγωγής από τις χώρες του OPEC, της μείωσης της συμφόρησης στη Μαύρη θάλασσα και της επέκτασης του παγκοσμίου στόλου των tankers από τις νέες παραλαβές.

Σύμφωνα με τους Fearnleys στο ποσοστό πτώσης των ναύλων για τα VLCC έφτασε το 80% κατά τη διάρκεια του Δεκεμβρίου του 2004 συγκρινόμενο με την εφήμερη κορύφωση το Νοέμβριο του 2004. Παρόλη την πτώση αυτή, οι αναλυτές θεωρούσαν ότι η αγορά ήταν στιβαρή. Η θετική ανάπτυξη στην ζήτηση θα συνεχιστεί και στο 2005, αλλά όχι στα ασυνήθιστα υψηλά επίπεδα όπως στο τέλος του 2004. Παράγοντας κλειδί για την αγορά των tankers είναι ο σημαντικός όγκος εισαγωγών από την Κίνα. Το International Energy Agency (IEA) προέβλεπε ότι η παγκόσμια ζήτηση για πετρέλαιο το 2005 θα αυξανόταν 2,2% μετά από την αύξηση του 4,4% του 2004. Εκτιμούταν ότι η ζήτηση πετρελαίου αυξήθηκε από 84.5 mbd το 4^ο τρίμηνο του 2004 σε 84.7 mbd το πρώτο τρίμηνο του 2005. Η αύξηση αυτή κυρίως οφειλόταν στον κρύο καιρό τον Φεβρουάριο και τον Μάρτιο. Η ισχυρή ζήτηση συνέβαλλε σε μία μεγάλη άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Για παράδειγμα, η Europe Brent Spot Price, ανέβηκε σε \$50/βαρέλι για πρώτη φορά στο τέλος του Φεβρουαρίου και έμεινε στα \$53 ανά βαρέλι στα τέλη του Μαρτίου. Τα υψηλότερα ενεργειακά κόστη θα μπορούσε να έχουν

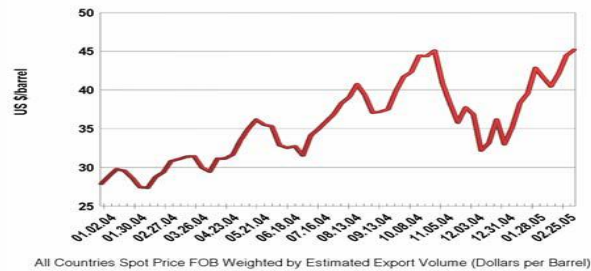
αρνητική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη καθώς οι υψηλές τιμές θα μειώναν την κατανάλωση πετρελαίου. (16)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2: Παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου ανα περιοχή 2004 (% εκφράζει τον μ.ο.εκατομμυρίων βαρελιών/ημέρα)



ΠΗΓΗ: International Energy Agency /INTERTANKO

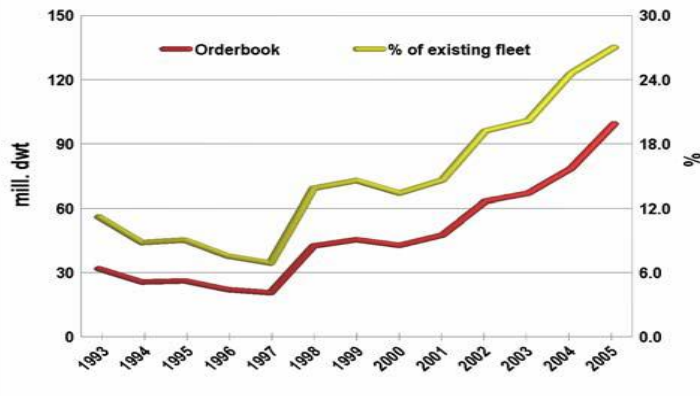
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3: Εξέλιξη των τιμών αργού πετρελαίου (εβδομαδιαίοι μέσοι όροι) το 2004/2005



ΠΗΓΗ: U.S. Department of Energy, Energy Information Administration / INTERTANKO

Η αλλαγή από την πλευρά της ζήτησης και η θετική ανάπτυξη στην ναυτιλία των tankers επηρέασε το επίπεδο του scrapping των πλοίων. Ενώ το 2002 και το 2003 περίπου 21 εκατ. Dwt πήγαιναν για διάλυση ανα χρόνο, το 2004 μόνο 10,2 εκατ. Dwt αποσύρθηκαν. Είναι το χαμηλότερο ποσοστό από το 1998. Όμως η διάλυση πλοίων θα φθάσει ξανά σε υψηλά επίπεδα, λόγω της απόσυρσης των πλοίων που δεν τηρούν τις προδιαγραφές που προβλέπει η MARPOL και της απόσυρσης των single hull tankers. Τον Δεκέμβριο του 2003, ο IMO υιοθέτησε τον κανονισμό MEPC 50 (13 G), για να καθορίσει νέες ημερομηνίες απόσυρσης για τα single hull tankers. Συμφωνήθηκε ότι τα tankers της κατηγορίας 1 θα αποσύρονταν το 2005. Τα εναπομείναντα single hull tankers θα αποσυρθούν μέχρι το 2010 – 2015. Περίπου 32 εκατ dwt αποσύρθηκαν το 2005. Το 2005 παραδόθηκαν περίπου 29 εκατ dwt duple hull tankers και το 2006 επιπλέον 25 εκατ dwt. Αξίζει να σημειωθεί ότι κάποιες κυβερνήσεις έδωσαν εξαιρέσεις όσον αφορά τη διάλυση για tankers της κατηγορίας 2 και 3 μέχρι την ημερομηνία που το πλοίο θα συμπληρώσει τα 25 έτη, με την προϋπόθεση ότι το πλοίο ήταν λειτουργικό τον Ιούλιο του 2001 και διαθέτει διπλούς πυθμένες ή διπλές πλευρές. (16)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4: Στόλος των tankers – Το μερίδιο του νέου τονάζ (dwt) στον ήδη υπάρχοντα στόλο και στον υπό παραγγελία στόλο. Έτη 1993-2005

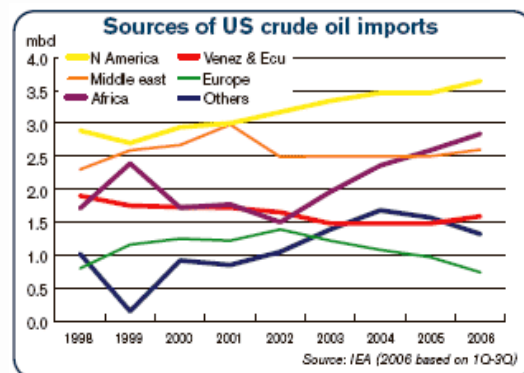
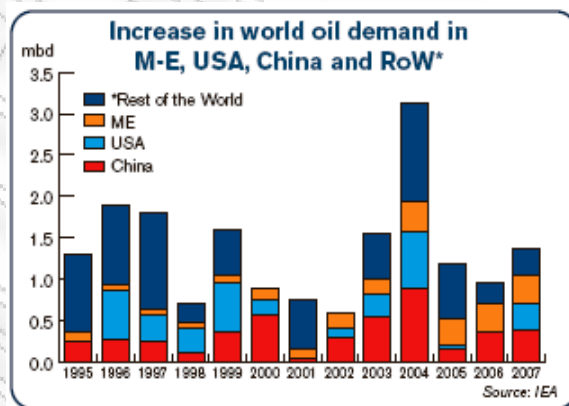


ΠΗΓΗ: LR/Fairplay / INTERTANKO

Η αγορά των tankers το 2006

Η αγορά των tankers καθώς και οι άλλες ναυτιλιακές αγορές σημείωσαν μία σημαντική ανοδικά πορεία το 2006. Τα κέρδη ήταν ανάμεσα στα υψηλότερα κέρδη που είχαν σημειωθεί από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 και ύστερα. Ενώ η ανάπτυξη της αγοράς στις αρχές του 1970 οδήγησε σε ένα μαζικό πλεόνασμα χωρητικότητας που διήρκεσε μέχρι τη δεκαετία του 1990, η σημερινή αγορά είναι περισσότερο ισορροπημένη – παρόλο που οι παραδώσεις νέων πλοίων προς αντικατάσταση των single hull tankers τείνει να απειλήσει αυτή την ισορροπία, επίσης οι αποσύρσεις πλοίων περιορίστηκαν εξαιτίας των υψηλών κερδών. Πίσω από την ισχυρή αγορά των tankers βρισκόταν μία ανθεκτική οικονομία. Από την αρχή του 21 αιώνα αντιμετώπισε τραύματα στην χρηματαγορά πολέμους και τρομοκρατικές επιθέσεις, ύφεση και στασιμότητα μαζικές αυξήσεις στην τιμή του πετρελαίου. Παρόλα τα προβλήματα, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη ήταν 4.1% το 2003, 5.3% το 2004 και 4.9% το 2005, 5,1% το 2006. Το γεγονός ότι η ισχυρή αγορά των tanker διατήρησε τα υψηλά της επίπεδα για μια τόσο παρατεταμένη περίοδο, δέν οφείλεται μόνο στην εύρωστη οικονομία και στην υψηλή ζήτηση για πετρέλαιο. Από το 1999, συνέβησαν πολλά σημαντικά γεγονότα που επηρέασαν την ισορροπία της αγοράς. Το ατύχημα του «Erika» δημιούργησε μία διαφοροποιημένη ναυλαγορά όπου τα καινούρια πλοία απέκτησαν πλεονέκτημα απέναντι στα παλαιά πλοία. Η απεργία των πετρελαιοπαραγωγών στην Βενεζουέλα, Η συμφόρηση στα στενά του Βόσπορου και ο χρόνος αναμονής, οι τυφώνες στην Καραϊβική, οι απεργίες και τα σαμποτάζ στη Νιγηρία, το μερικό κλείσιμο του Prudhoe Bay' εξαιτίας των διαρροών του αγωγού της BP, η χρήση των VLCCs από τους πετρελαιοπαραγωγούς ως προσωρινές αποθήκες πετρελαίου. Τον περισσότερο καιρό η ζήτηση και η προσφορά της αγοράς ήταν συμπαγής με σχετικά χαμηλά αποθέματα και με just-in-time πολιτική αποθεμάτων από τις εταιρείες πετρελαίου. Από το 2005 υπήρχε μία συνεχής προσδοκία για αύξηση των τιμών ως αποτέλεσμα της δημιουργίας αποθεμάτων. Οι ιδιοκτήτες tanker επένδυσαν περίπου 50 δισεκατομμύρια δολάρια σε νέα tankers το 2006 σε υψηλές τιμές πλοίων, επενδύσεις διπλάσιες από ότι το 2005 και περισσότερο από το 1/3 των συνολικών επενδύσεων από τα τελευταία 10 χρόνια. Το 2005 το IEA (International

Energy Agency) συνεχώς αναθεωρούσε την προβολή για την ζήτηση πετρελαίου σε ανοδικά επίπεδα. Σε αντίθεση με το 2005, οι θεωρήσεις το 2006 σχετικά με την ζήτηση είχαν καθοδική πορεία το 2006. Η ζήτηση πετρελαίου αυξήθηκε περίπου ένα εκατομμύριο βαρέλια την ημέρα το 2006, με την αύξηση της ζήτησης να επικεντρώνεται στην Κίνα και τη Μέση Ανατολή, ενώ η ζήτηση στις ΗΠΑ, την Ευρώπη και την Ιαπωνία παρουσίασε οριακή πτώση. Ωστόσο κατά τη διάρκεια του 2^{ου} και 3^{ου} τριμήνου του 2006, δημιουργήθηκε απόθεμα κατά μέσο όρο ενός εκατομμυρίου βαρελιών την ημέρα. Τα αίτια ήταν η δημιουργία αποθεμάτων για την περίοδο των τυφώνων και η χρήση από το Ιράν του μεγάλου στόλου των VLCC που διαθέτει, για αποθήκευση πετρελαίου. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω η αγορά ήταν ισχυρή το καλοκαίρι. Μετά τους τυφώνες Katrina και Rita το 2005, είχε προβλεφθεί μία ενεργή περίοδος τυφώνων το 2006, που όμως δεν συνέβη ποτέ. Το μερικό κλείσιμο του Prudhoe Bay, απεδείχθη λιγότερο σοβαρό από ό,τι αναμενόταν (τον Οκτώβριο του 2006 λειτούργησε ξανά). Σαν συνέπεια οι τιμές του πετρελαίου έπεσαν και η αγορά των tankers καταλάγιασε. Το 2006 η ζήτηση του πετρελαίου στηριζόταν κυρίως από την Κίνα και τη Μέση ανατολή (γράφημα Increase in world oil demand – πηγή IEA). Η κατανάλωση πετρελαίου στις ΗΠΑ έχει τάσεις ανάκαμψης ενώ αντίθετα η κατανάλωση πετρελαίου στην Ευρώπη παρουσίασε πτώση το 2005 και το 2006, όπως και η παραγωγή πετρελαίου στη Βόρεια θάλασσα. Οι πηγές της προσφοράς πετρελαίου και οι διαδρομές του εμπορίου πετρελαίου είναι τόσο σημαντικές για την αγορά των tankers όσο η θεμελιώδης ζήτηση του πετρελαίου. Σύμφωνα με το IEA, οι ΗΠΑ εισήγαγαν περισσότερο πετρέλαιο από το Μεξικό, τον Καναδά και την Αφρική το 2006 και λιγότερο από την Ευρώπη. Οι εισαγωγές των ΗΠΑ σε ακατέργαστο πετρέλαιο από την Αφρική διπλασιάστηκαν από το 2002, ενώ ο Καναδάς φιλοδοξεί να αυξήσει την παραγωγή πετρελαίου το οποίο θα εξάγει στις ΗΠΑ μέσω αγωγού. Οι τάσεις αυτές είναι δυσοίωνες για τα τονο μίλια των tankers. (γράφημα Sources of U.S. crude oil imports). (16) Αντίθετα οι εισαγωγές πετρελαίου στην Ευρώπη από όλες τις κύριες περιοχές παρουσιάζουν φθίνουσα πορεία με εξαίρεση τη Ρωσία. Οι εισαγωγές πετρελαίου από την πρώην Σοβιετική Ένωση-κυρίως τη Ρωσία- αυξήθηκαν από 1.8 mbd πριν 10 έτη, σε 3.7 mbd πριν 5 έτη και τελικά σε 4.6 mbd το 2006. Το 2007 ένα μεγάλο τμήμα της αυξανόμενης παραγωγής της πρώην Σοβιετικής Ένωσης εισάγεται μέσω του αγωγού Baku/Tblisi στο Ceyhan loading terminal στην Ανατολική Μεσόγειο. Ωστόσο την ίδια στιγμή, καθώς η προσφορά πετρελαίου από την πρώην Σοβιετική Ένωση αυξάνεται, η προσφορά στην Ευρώπη από την Βόρεια θάλασσα φθίνει, έφθασε στο υψηλότερο σημείο το 2000 (3.6 mbd) και έπεσε στα 2.8 mbd κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων τριμήνων του 2006. Ο θερμός χειμώνας στο βόρειο ημισφαίριο ζημίωσε τις αγορές των προϊόντων πετρελαίου. Η ζήτηση για πετρέλαιο θέρμανσης στις ΗΠΑ και την Ευρώπη και για κηροζίνη στην



Ιαπωνία στα τέλη του 2006 / αρχές 2007 ήταν εκατοντάδες χιλιάδες βαρέλια την ημέρα , χαμηλότερη από ότι είναι κατά τη διάρκεια ενός ψυχρού χειμώνα. Παρ' όλα αυτά σε πείσμα αυτής της εποχιακής κάμψης, η ζήτηση για products tankers αυξήθηκε σημαντικά τα τελευταία χρόνια – περισσότερο από τη ζήτηση για crude oil tankers- με αυξημένες εισαγωγές προϊόντων πετρελαίου στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ. Οι εισαγωγές προϊόντων πετρελαίου στην Ευρώπη αυξήθηκε κατά 44% (6.2 mbd) κατά τη διάρκεια των τελευταίων 10 ετών- μία αύξηση της τάξεως των 1.9 mbd (γράφημα European products oil imports) , ενώ οι εισαγωγές ακατέργαστου πετρελαίου αυξήθηκαν μόνο 7.6% (13.1 mbd) την ίδια περίοδο (μία αύξηση της τάξεως των 0.9 mbd). Συγκριτικά, οι εισαγωγές βενζίνης από τις ΗΠΑ, υπερδιπλασιάστηκαν τα τελευταία 10 χρόνια σε 1.1 mbd , ενώ οι εισαγωγές ακατέργαστου πετρελαίου αυξήθηκαν 21% την ίδια περίοδο. Η εγχώρια παραγωγή ακατέργαστου πετρελαίου στις ΗΠΑ , ανέκαμψε μετά την καταστροφή που προήλθε από τους τυφώνες το 2005, και έφθασε σχεδόν τα 5.4 mbd. Υπάρχουν πολλές οδηγήτριες δυνάμεις στην πολύπλοκη αγορά των tankers. Η αυστηρή χωρητικότητα των διωλιστηρίων , η εφαρμογή αυστηρότερων προτύπων για τα προϊόντα πετρελαίου και η ζήτηση για διαφορετικά μίγματα προϊόντων ανα τον κόσμο , ενθαρρύνουν το αρμπιτράζ – για παράδειγμα η Ευρώπη έχει έλλειμμα diesel oil και οι ΗΠΑ έλλειμμα βενζίνης. Ενώ οι επεκτάσεις των διωλιστηρίων θα είναι μεσαίου μεγέθους έως το 2008 , μεγάλες επεκτάσεις έχουν δρομολογηθεί από το 2009 στην Ινδία, τη Μέση Ανατολή, την Ταϊβάν, και πιθανόν στη Νότια Κορέα. Αυτές οι νέες επεκτάσεις , έρχονται στην ίδια περίοδο σαν μία συνεχή έλλειψη επενδύσεων σε διωλιστήρια στις ΗΠΑ και την Ευρώπη, ίσως σημαίνει μία δομική αλλαγή στην αγορά των product tankers. Ίσως υπάρξει αυξημένο εμπόριο προϊόντων από αυτά τα νέα διωλιστήρια , κυρίως στους ανατολικούς προορισμούς, αλλά ίσως και στις ΗΠΑ και την Ευρώπη. Είναι σημαντικό ωστόσο να επισημάνουμε ότι ,παρ'όλη την έλλειψη επενδύσεων σε νέα διωλιστήρια , οι ΗΠΑ κατόρθωσε να αυξήσει τη χωρητικότητα των διωλιστηρίων σχεδόν κάθε χρόνο για τα τελευταία 10 χρόνια από 15.3 mbd το 1995 σε 17.3 mbd το 2005. Δεν υπάρχει έλλειψη στην χωρητικότητα διύλισης αλλά στην χωρητικότητα μετατροπής, για την μετατροπή του χαμηλής ποιότητας heavy fuel oil σε υψηλότερης αξίας καύσιμα μεταφοράς. Η συνεχής βιομηχανική επέκταση της Κίνας και ο ανερχόμενος τομέας των μεταφορών αποτέλεσαν την κύρια μηχανή ανάπτυξης το 2006 και το 2007. Η Κίνα ήταν ο κύριος εξαγωγέας βενζίνης της Ασίας ,αλλά οι συνεχώς αυξανόμενες εγχώριες ανάγκες υποδιπλασίασαν τις εξαγωγές τους πρώτους 9 μήνες του 2006 σε 69 kbd και η Κίνα αναμένεται να γίνει εισαγωγέας βενζίνης μέχρι το 2010. (16)

Η αγορά των tankers το 2007 Προοπτικές για το 2008 **Ζήτηση και προσφορά του πετρελαίου**

Το International Energy Agency (IEA), που εδρεύει στο Παρίσι και καταγράφει την κίνηση του πετρελαίου στις βιομηχανοποιημένες χώρες, παραδέχθηκε ότι δεν έδωσε την δέουσα προσοχή στις παρεμποδίσσεις τις προσφορές του πετρελαίου , ως απόδειξη ότι το πετρέλαιο ανακαλύπτεται πιο αργά από το αναμενόμενο. Ο CEO της Total , Christophe de Margerie προειδοποίησε ότι η παγκόσμια παραγωγική ικανότητα για παραγωγή πετρελαίου δεν είναι τόσο υψηλή όσο η επίσημη πρόγνωση. Αυτό, όπως ισχυρίζεται, δεν συμβαίνει εξαιτίας της έλλειψης αποθεμάτων , αλλά εξαιτίας της παραγωγικής

ικανότητας για την ανάπτυξη αυτών των πόρων. Επιπλέον, δεν έχει γίνει κατανοητό, ότι οι χώρες οι οποίες είναι πλούσιες σε πετρέλαιο, ίσως επιθυμούν να διαφυλάξουν κάποια από τα αποθέματά τους για το μέλλον. Είναι γεγονός πως σε ένα αριθμό χωρών, όπως το Ιράκ, η Νιγηρία και η Βενεζουέλα, περιορίστηκε η προσφορά πετρελαίου, για λόγους ασφαλείας και για πολιτικούς λόγους. Επίσης εκφράζονται αμφιβολίες για τις αρχικές εκτιμήσεις για νέες ανακαλύψεις κοιτασμάτων πετρελαίου ανά τον κόσμο από το U.S Geological Survey (USGS) – μία επιστημονική ομάδα που χρηματοδοτείται από την κυβέρνηση των ΗΠΑ. Μία επανεκτίμηση των στατιστικών στοιχείων από το USGS το 2005, έδειξε ότι οι πραγματικές ανακαλύψεις κοιτασμάτων πετρελαίου, απέδωσαν κατά μέσο όρο 9 δις βαρέλια ανά έτος ανάμεσα στο 1996-2003, 60% λιγότερο από τις μέσες ετήσιες εκτιμήσεις για την περίοδο πρόβλεψης 1995-2025. Ο Dr Faith Birol, chief economist του IEA, είπε ότι η επέκταση του όγκου της αναμενόμενης μακροπρόθεσμης προσφοράς πετρελαίου, θα μπορούσε να καθοριστεί από τα ποσοστά φυσικής πτώσης των πηγών που έχουν ανακαλυφθεί τα οποία παρουσιάζουν έλλειψη «διαφάνειας». Σύμφωνα με τους υπολογισμούς από το Goldman Sachs η τιμή για την παραγωγή του οριακού βαρελιού πετρελαίου αυξήθηκε από 20-30 usd το 2003 σε 75 usd ανά βαρέλι το 2007. Η συνεχής αύξηση του παγκόσμιου πληθυσμού και η συνεχής οικονομική πρόοδος, καταδεικνύει ότι συνεχώς θα χρειάζεται περισσότερη ενέργεια. Ακόμη και με σημαντικές βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα της ενέργειας, η συνολική παγκόσμια ζήτηση ενέργειας αναμένεται να είναι περίπου 40% υψηλότερη το 2030 από ότι ήταν το 2005. Ωστόσο, η αύξηση της ζήτησης αναμένεται να ελαττωθεί με την πάροδο του χρόνου καθώς, για παράδειγμα οχήματα με καλύτερη τεχνολογία οικονομίας καυσίμων εισέρχονται δυναμικότερα στην αγορά. Ενώ η προσφορά βιοκαυσίμων θα αυξηθεί ραγδαία, η χρήση του περιορίζεται από το κόστος και την κλίμακα. Ωστόσο, το ορυκτέλαιο θα παραμείνει σημαντικό για την κάλυψη της ζήτησης για μεταφορές – τα ορυκτά καύσιμα αναμένεται να συνεχίσουν να παρέχουν περίπου το 80% της παγκόσμιας ενέργειας το 2030. Η παραγωγή ακατέργαστου πετρελαίου των ΗΠΑ και οι τάσεις για εξαγωγές / εισαγωγές, συνεχώς χρησιμοποιούνται σαν παράδειγμα για την πιθανή ανάπτυξη της παγκόσμιας παραγωγής πετρελαίου. Οι ΗΠΑ κάποτε ήταν οι μεγαλύτεροι παραγωγοί πετρελαίου στον κόσμο και παρ' όλες τις υψηλές τιμές του πετρελαίου απέτυχαν να αυξήσουν τα επίπεδα παραγωγής τους. Η Βόρεια Αμερική, διατήρησε τα πρόσφατα επίπεδα παραγωγής της χάρη στο Μεξικό και τον Καναδά. Η ίδια ανάπτυξη παρατηρείται και σε άλλες περιοχές παραγωγής όπως η Βόρεια θάλασσα, όπου η παραγωγή πετρελαίου έπεσε περίπου 2 εκατομμύρια βαρέλια την ημέρα από το κορυφαίο επίπεδο που έφτασε το 2000. Το γεγονός ότι η βιομηχανία πετρελαίου, αναγκάστηκε να εισχωρήσει σε περισσότερο δυσπρόσιτες περιοχές όπου η γεωλογία είναι προβληματική, και ότι συνεχίζει να λειτουργεί σε δύσκολα αλλά πλούσια σε πετρέλαιο συστήματα, είναι μία ένδειξη του πόσο τα αποθέματα πετρελαίου λιγοστεύουν. Τα ποσοστά των tankers τα τέλη Νοεμβρίου και κατά τη διάρκεια του Δεκεμβρίου του 2007, για μία ακόμη φορά έφτασαν σε ύψη ρεκόρ. Αλλά η αιτία δεν ήταν κάποια έντονη αλλαγή στις βασικές αρχές. Ήταν απλά ότι ο συνδυασμός της πολύ χαμηλής διαθεσιμότητας των VLCCs στη Μέση Ανατολή και της αύξησης του εμπορίου εξαιτίας της έκπτωσης στην τιμή του πετρελαίου από την Σαουδική Αραβία, που αιφνιδίασε την αγορά. Η διαθεσιμότητα των VLCC στις 22 Νοεμβρίου – 19 Δεκεμβρίου ήταν μόνο το 48% της διαθεσιμότητας των VLCC στις 26 Ιουλίου – 15 Νοεμβρίου, ενώ ο συνολικός αριθμός των προσαρτημένων VLCC έφθασε σε υψηλό επίπεδο ρεκόρ (180 προσαρτήματα σε σύγκριση με το μέσο όρο

των 124 της περιόδου 2002-2007). Μέρος της αιτίας της χαμηλής διαθεσιμότητας των VLCCs ήταν το αποτέλεσμα της χαμηλής δραστηριότητας σε μία αγορά όπου πολύ υψηλές τιμές καυσίμων συνέπεσαν με χαμηλά ποσοστά. Αυτή η κατάσταση στην αγορά επίσης έδωσε μία ώθηση στο εμπόριο πετρελαίου και στην spot αγορά τον Νοέμβριο του 2007, που έφθασε τα 9,1 mbd, το υψηλότερο ποσοστό στη δεκαετία και 30% υψηλότερο από το μέσο όρο από το 2002. Σύμφωνα με τον OPEC ο μέσος όρος της ναύλωσης ταξιδιού ήταν ο ίδιος το 2007 όπως και το 2006 (7.0 mbd) και χαμηλότερος από το 2005 (7.3 mbd) και το 2004 (7.8 mbd). Υπάρχει ένας ισχυρός συσχετισμός μεταξύ της παραγωγής πετρελαίου στη Μέση Ανατολή και της ζήτησης για tankers. Η πιο σημαντική ανάπτυξη στο μέρος της προσφοράς για tankers , ήταν όλα τα πλοία που βγήκαν από την αγορά για μετατροπή. Εκτιμάται ότι συνολικά 10 εκατομμύρια dwt από aframaxs, suezmaxs and VLCCs αποσύρθηκαν για μετατροπή το 2007, κυρίως για να μετατραπούν σε ore carriers, αλλά και σε εγκαταστάσεις πετρελαίου στο ανοικτό πέλαγος και σε πλοία βαρέου φορτίου. Καταγράφηκαν περίπου 3.6 εκατομμύρια dwt που πωλήθηκαν για ανακύκλωση. Το 2008 οι παραδόσεις νεότευκτων πλοίων αυξήθηκαν περισσότερο, ενώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν και οι μεταποιήσεις πλοίων, ενώ άλλοι αναφέρουν ότι οι μετατροπές θα μειωθούν εξαιτίας των υψηλότερων τιμών του χάλυβα , της πτώσης στην αγορά χύδην φορτίου και στην περιορισμένη ικανότητα μετατροπής . Υποθέτοντας ότι η ζήτηση θα αυξηθεί κατά 2,5% και υποθέτοντας μία ισορροπημένη αγορά όπως στο τέλος του 2006, τότε το πλεόνασμα της χωρητικότητας θα αυξηθεί το 2008 και το 2009 και θα συνεχιστεί και μετά το 2015 ακόμη και αν ληφθούν υπ ‘ όψη και οι μετατροπές. Έχει εκτιμηθεί από τον INTERTANKO ότι όλα τα tankers μονού τοιχώματος θα έχουν αποσυρθεί μέχρι το 2010. Είναι γεγονός ότι κάποια πλοία μονού τοιχώματος θα συνεχίσουν τις εμπορικές δραστηριότητες σε κάποιες περιοχές , αλλά τέτοιες ευκαιρίες περιορίζονται από τη σύγκρουση στη Νότια Κορέα το Δεκέμβριο του 2007 ανάμεσα στο αγκυροβολημένο VLCC μονού τοιχώματος Hebei Spirit και μίας γερανοφόρου φορτηγίδας, εξαιτίας της οποίας ένα από τα μεγαλύτερα διυλιστήρια της Ν. Κορέας , που αποτελούσε έναν από τους μεγαλύτερους ναυλωτές VLCCs , αποσύρθηκε από τη ναύλωση πλοίων μονού τοιχώματος και στράφηκε στα πλοία διπλού τοιχώματος. (16)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – Tsakos Energy Navigation Ltd

Tsakos Energy Navigation Γενικά στοιχεία

Η Tsakos Energy Navigation Ltd (TEN) είναι ένας από τους μεγαλύτερους μεταφορείς ενέργειας παγκοσμίως και ελέγχει ένα διαφοροποιημένο στόλο σύγχρονων crude oil και product tankers με ισχυρές δυνατότητες ice class. Με στόλο 50 πλοίων (46 λειτουργικά και 4 υπό κατασκευή) η TEN παρέχει θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες σε παγκόσμιο επίπεδο σε κρατικές και μεγάλες ναυτιλιακές εταιρείες και διυλιστήρια υπό μακροχρόνιες, μεσοχρόνιες και βραχυχρόνιες ναυλώσεις. Η TEN διαθέτει ένα από τους νεότερους στόλους παγκοσμίως με μία μέση ηλικία 5,9 ετών, συγκρινόμενη με τον μέσο όρο των 9,9 ετών παγκοσμίως. Τα νέα πλοία της TEN αναμένεται να παραδοθούν ανάμεσα στο 3^ο τετράμηνο του 2009 και το 2^ο τετράμηνο του 2010 και ο συνολικός στόλος θα περιλαμβάνει 25 crude tankers και 24 product tankers 23 από τα οποία μπορεί να λειτουργήσουν σε περιβάλλοντα ice class , που μαζί με το πρώτο πλοίο LNG της

εταιρείας θα ενδυναμώσουν περισσότερο την θέση της TEN στο διεθνές θαλάσσιο εμπόριο. Η TEN Ltd έχει ιδρυθεί στις Βερμούδες , το management της εταιρείας γίνεται από την Αθήνα στην Ελλάδα, και είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE) υπό το σύμβολο TNP , και στο χρηματιστήριο των Βερμούδων (BSX) με το σύμβολο TEN (17)

Σημαντικά στοιχεία

- Στόλος που αποτελείται από 100% πλοία διπλού τοιχώματος (17)
- Ομογενής στόλος (17)
- Παρουσία σε όλους τους τομείς των tankers (17)
- Εμπόριο crude oil και products(17)
- Κρίσιμη μάζα στην αγορά ice-class(17)
- Εισαγωγή στην αγορά των LNG (17)
- 9 νέα πλοία παραδόθηκαν το 2007, 4 νέα πλοία το 2008, 4 πλοία αναμένεται να παραδοθούν το 2009-2010(17)
- Μακροχρόνια σχέση με πρώτης τάξης μεγάλες εταιρείες, ανεξάρτητες πετρελαϊκές εταιρείες και διυλιστήρια παγκοσμίως. (17)
- Στρατηγικός συνδυασμός ναυλώσεων που δημιουργούν κερδοφορία μέσα στους κύκλους της αγοράς (17)
- Ορατότητα κερδών(17)
- Ενεργή συμμετοχή στην αγορά των αγοραπωλησιών πλοίων (17)
- Σημαντική μόγλευση από τη σχέση της με την TST , μία από τις μεγαλύτερες management εταιρείες. (17)
- Υψηλή χρησιμότητα στόλου (17)
- Εξαιρετικό ιστορικό στην ασφάλεια και την προστασία του περιβάλλοντος(17)
- Ισχυρές σχέσεις με τράπεζες – άμεση πρόσβαση σε κεφάλαιο (17)
- Οικονομική ισχύς για τη συνέχιση κερδοφόρας ανάπτυξης.(17)

SWOT ANALYSIS

Παρακάτω ακολουθεί η εφαρμογή της S.w.o.t. analysis για την TEN. Η εταιρεία ως δυνατά σημεία έχει τον μεγάλο σύγχρονο στόλο, το ισχυρό management από την Tsakos Group, μία από τις πιο φημισμένες διαχειρίστριες εταιρείες παγκοσμίως, τα υψηλά έσοδα από ναύλους και την υψηλή κερδοφορία καθώς και την αποδοτική στρατηγική της. Ως αδυναμία της θεωρείται το υψηλό χρέος από τις δανειακές υποχρεώσεις της. Ως ευκαιρίες θεωρούνται οι επιχειρηματικές κινήσεις της εταιρείας τα τελευταία έτη καθώς και οι επενδύσεις σε νέα πλοία, που αφήνουν θετικές προοπτικές για το μέλλον ενώ τέλος ως απειλές θεωρούνται η παγκόσμια οικονομική κρίση που πλήττει την παγκόσμια αγορά καθώς και η πτώση στην ζήτηση του πετρελαίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1 : S.W.O.T. ANALYSIS

<p style="text-align: center;"><u>Strengths</u></p> <p>Στόλος Ισχυρό technical management Υψηλά έσοδα και κερδοφορία Σταθερότητα καθ' όλη τη διάρκεια των βιομηχανικών κύκλων Αναγνώριση στη βιομηχανία</p>	<p style="text-align: center;"><u>Weaknesses</u></p> <p>Χρέη από δάνεια</p>
<p style="text-align: center;"><u>Opportunities</u></p> <p>Σημαντική μόχλευση (leverage) από την σχέση με την Tsakos Shipping Επενδύσεις σε νέα πλοία</p>	<p style="text-align: center;"><u>Threats</u></p> <p>Οικονομική κρίση Πτώση στη ζήτηση πετρελαίου</p>

Πηγή :www.Tenn.gr, TEN Annual report 2008, www.wikipedia.org, www.tankerworld.com για τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν

Strengths

Στόλος

Από τη έναρξή της η εταιρεία έχει επενδύσει περισσότερα από 3,2 δισεκατομμύρια δολάρια ,συμπεριλαμβάνοντας επενδύσεις περίπου 2,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε κατασκευή νέων πλοίων, για την διατήρηση και την βελτίωση της ποιότητας του στόλου της. Σύμφωνα με την TEN οι περιβαλλοντικοί κανονισμοί που συνεχώς γίνονται αυστηρότεροι και οι αυξανόμενες ανησυχίες σχετικά με την ρύπανση πετρελαίου συνεισέφεραν σε μία σημαντική ζήτηση για τα πλοία της TEN από ηγετικές πετρελαϊκές εταιρείες , εμπόρους πετρελαίου και μεγάλες κρατικές πετρελαϊκές εταιρείες. Η Tsakos Shipping, που έχει την τεχνική διαχείριση του στόλου της TEN , έχει λάβει πιστοποίηση ISO 14001 , η οποία βασίζεται σε ελέγχους στα πλοία της TEN. Ο στόλος της TEN αποτελείται από 46 πλοία, τα οποία είναι crude tankers , product carriers και LNG . Συγκεκριμένα η TEN διαθέτει 21 crude tankers, 24 product carriers και 1 LNG. Ο στόλος της είναι ένας από τους νεότερους στόλους στην παγκόσμια ναυτιλία με μέσο όρο ηλικίας τα 5,9 έτη σε σύγκριση με το μέσο όρο ηλικίας των tankers παγκοσμίως που φθάνει τα 9,9 έτη. Ο διαφοροποιημένος στόλος της TEN, σύμφωνα με την TEN επιτρέπει στην εταιρεία να εξυπηρετήσουν καλύτερα τις διεθνείς μεταφορικές ανάγκες για ακατέργαστο πετρέλαιο και προϊόντα πετρελαίου των πελατών της. Επίσης η εταιρεία δέσμευσε ένα μεγάλο μέρος από το πρόγραμμά της για κατασκευή και απόκτηση πλοίων σε πλοία ice – class. Μέχρι τις 31 Μαρτίου 2009 διέθετε 23 ice-class πλοία . Επιπλέον η εταιρεία εισήλθε στην αγορά των LNG με την παράδοση του πρώτου της LNG το 2007. (18) Το γεγονός πως η TEN διαθέτει ένα νέο και σύγχρονο στόλο , της εξασφαλίζει καλύτερα ναύλα και ενισχύει την αξιοπιστία της, και αυξάνει την κερδοφορία της.

Ισχυρό technical management

Ο στόλος της TEN , βρίσκεται υπό την τεχνική διαχείριση της Tsakos Shipping & Trading S.A., ένας από τους μεγαλύτερους ανεξάρτητους tanker managers παγκοσμίως (με βάση τον αριθμό των tankers υπό διαχείριση). Η Tsakos Shipping διαθέτει ένα σύνολο από 71 πλοία υπό διαχείριση (με επιπλέον 16 πλοία που πρόκειται να παραδοθούν , 4 από τα οποία είναι πλοία υπό κατασκευή για την TEN), αυτό επιτρέπει στην Tsakos Shipping να επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακας. Αυτές οι οικονομίες κλίμακας όπως και η δυνατότητα της Tsakos Shipping να διανέμει τα λειτουργικά της κόστη σε μία μεγαλύτερη βάση πλοίων έχει σαν αποτέλεσμα την εξοικονόμηση κόστους για την TEN. Οι δραστηριότητες της Tsakos shipping επέτρεψαν στην TEN να χειριστεί την επέκταση του στόλου της χωρίς να χρειαστεί να εντάξει επιπλέον πόρους. Επίσης η TEN έχει πρόσβαση στα γραφεία του δικτύου της Tsakos Shipping ε όλο τον κόσμο και σε ένα pool περισσότερων από 2500 διαθέσιμων ναυτικών, το οποίο υποστηρίζεται από τη χρηματοδότηση της Tsakos Shipping σε ναυτικές ακαδημίες στην Ελλάδα, τις Φιλιππίνες, τη Ρωσία και την Ουκρανία καθώς και σε ένα γραφείο επάνδρωσης πληρωμάτων (manning office) της Tsakos Shipping στην Οδυσσό της Ουκρανίας. (19) Είναι σημαντικό για την TEN , τα πλοία της να βρίσκονται υπό την τεχνική διαχείριση μιας έμπειρης και μεγάλης διαχειρίστριας εταιρείας, καθώς το γεγονός αυτό προσδίδει κύρος στην εταιρεία και ασφάλεια τόσο στους ναυλωτές όσο και στους μετόχους καθώς και στους υπονήφιους επενδυτές, Επίσης η επάνδρωση των πλοίων της TEN από ποιοτικό πλήρωμα εξασφαλίζει την καλή λειτουργία των πλοίων.

Υψηλά έσοδα και κερδοφορία

Η TEN τα τελευταία χρόνια παρουσιάζει υψηλά έσοδα και κέρδη. Παρουσιάζονται σε πίνακα τα έσοδα και τα κέρδη της εταιρείας για τα οικονομικά έτη 2004 – 2008.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2 : ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ TEN

	2004	2005	2006	2007	2008
Έσοδα από ναύλους (voyage revenues)	318.278	295.623	427.654	500.617	623.040
Λειτουργικά έσοδα (operating income)	145.463	154.765	205.246	249.702	278.838
Κέρδη (net income)	143.290	161.755	196.404	183.171	202.931

ΠΗΓΗ : Δημοσιευμένες Οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας / ποσά σε χιλιάδες δολάρια

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε πως τα έσοδα από ναύλους παρουσιάζουν αυξητική πορεία ,με μία μικρή πτώση το 2005 και με την υψηλότερη τιμή το οικονομικό

έτος 2008. Συγκεκριμένα τα έσοδα από ναύλους μειώθηκαν το οικονομικό έτος 2005 κατά 22.655.000\$, αυξήθηκαν κατά 132.031.000\$ το οικονομικό έτος 2006, αυξήθηκαν κατά 72.963.000\$ το οικονομικό έτος 2007 και το οικονομικό έτος 2008 αυξήθηκαν κατά 122.423.000\$ Αυξητική πορεία παρουσιάζουν και τα λειτουργικά έσοδα, το οικονομικό έτος 2005 αυξήθηκαν κατά 9.302.000\$,το οικονομικό έτος 2006 αυξήθηκαν κατά 50.481.000\$ το οικονομικό έτος 2007 αυξήθηκαν κατά 44.456.000\$ ενώ το οικονομικό έτος 2008 αυξήθηκαν κατά 29.136.000\$. Τα κέρδη παρουσιάζουν επίσης αυξητική πορεία με υψηλότερη τιμή το οικονομικό έτος 2008, και μία πτώση το οικονομικό έτος 2007, συγκεκριμένα το οικονομικό έτος 2005 τα κέρδη αυξήθηκαν κατά 18.465.000\$, το οικονομικό έτος 2006 αυξήθηκαν κατά 34.649.000 \$, το οικονομικό έτος 2007 παρουσιάστηκε μια πτώση κερδών κατά 13.233.000 ενώ το οικονομικό έτος 2008 τα κέρδη αυξήθηκαν κατά 19.760.000\$. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε πως η εταιρεία παρουσιάζει υψηλά έσοδα και κέρδη και η πορεία που ακολουθεί είναι ανοδική παρά την μικρή πτώση των κερδών το οικονομικό έτος 2007.

Σταθερότητα καθ'όλη τη διάρκεια των βιομηχανικών κύκλων

Ιστορικά η TEN απασχόλησε ένα υψηλό ποσοστό του στόλου της σε μακροχρόνια και μεσοχρόνια απασχόληση με σταθερά rates ή minimum rates με συμφωνίες για διανομή των κερδών. Η TEN θεωρεί πως αυτή η προσέγγιση είχε αποτέλεσμα στα υψηλά ποσοστά χρησιμότητας (utilization rates) για τα πλοία της. Την ίδια στιγμή η εταιρεία διατηρεί την ευλυγισία της στην πολιτική ναυλώσεων που ακολουθεί και αυτό της επιτρέπει να εκμεταλλεύεται ευνοϊκές τάσεις των rates στην απασχόληση στην spot αγορά καθώς και contract of affreightment charters με περιοδικές τροποποιήσεις. Τα τελευταία 5 έτη η συνολική χρησιμότητα του στόλου της εταιρείας ήταν 97.1%. (20) Η σταθερότητα και το μεγάλο ποσοστό χρησιμότητας (utilization) της εταιρείας είναι σημαντικές καθώς η συνεχής απασχόληση των πλοίων αποφέρει έσοδα στην εταιρεία και συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της.

Αναγνώριση στη βιομηχανία

Για περισσότερα από 36 χρόνια η Tsakos Group διατήρησε σχέσεις με κρατικές, μεγάλες και άλλες ανεξάρτητες πετρελαϊκές εταιρείες και διωλιστήρια και απέκτησε αναγνώριση. Αρκετές από τις σημαντικότερες πετρελαϊκές εταιρείες όπως η Houston Refining, PDVSA, ExxonMobil, FLOPEC, Shell, BP, Sunoco, Tesoro, Petrobras, Trafigura, Glencore και η Neste Oil είναι ανάμεσα στους τακτικούς πελάτες του ομίλου Tsakos και της TEN.(21) Η TEN συνεργαζόμενη με ισχυρούς και αξιόπιστους ναυλωτές ενισχύει το κύρος της στην αγορά.

Weaknesses **Χρέη από δάνεια**

Η εταιρεία παρουσιάζει υψηλά χρέη που οφείλονται στις δανειακές της υποχρεώσεις, παρακάτω παρουσιάζονται σε πίνακα το μακροχρόνιο χρέος (long term debt) και τα χρηματοοικονομικά κόστη και κόστη επιτοκίων (interest & finance costs) για τα οικονομικά έτη 2004-2008.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3 : ΧΡΕΟΣ – ΚΟΣΤΗ

Χρέος / κόστη	2004	2005	2006	2007	2008
Μακροχρόνιο χρέος (long term debt net of current portion)	325.471	382.023	1.110.544	1.345.580	1.421.824
Χρηματοοικονομικά κόστη/ κόστη επιτοκίων (interest & finance costs, net)	10.135	11.247	42.486	77.382	82.897

ΠΗΓΗ : Δημοσιευμένες Οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας , ποσά σε χιλιάδες δολάρια

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε πως το μακροχρόνιο χρέος και τα χρηματοοικονομικά κόστη ως απόρροια του χρέους παρουσιάζουν μία αυξητική πορεία με εξαίρεση το οικονομικό έτος 2004 όπου παρουσιάστηκε μία πτώση του χρέους. Παρακάτω γίνεται υπολογισμός του δείκτη ξένων προς ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια (ξένα κεφάλαια/ ίδια κεφάλαια) δείχνει το ποσό των περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτείται από τους πιστωτές σε σχέση με τα κεφάλαια που προέρχονται από τους μετόχους . Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης , τόσο περισσότερο η εταιρεία στηρίζεται σε ξένη χρηματοδότηση(22).Παρακάτω ακολουθούν πίνακες με τα οικονομικά στοιχεία που χρειάζονται για την επίλυση του δείκτη καθώς και τα αποτελέσματα του δείκτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4 : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Χρέος / κόστη	2004	2005	2006	2007	2008
Ξένα κεφάλαια –total liabilities(total liabilities & stockholders equity – stockholders equity)	418.467	481.988	1.214.602	1.508.236	1.691.659
Ίδια κεφάλαια – stock holders equity	519.521	607.186	755.273	854.540	910.658

ΠΗΓΗ : Δημοσιευμένες Οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας , ποσά σε χιλιάδες δολάρια , για το total liabilities υπολογισμοί του γράφοντος

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5 :ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ

Αριθμοδείκτης	2004	2005	2006	2007	2008
Ξένα / Ίδια κεφάλαια	0,81	0,79	1,61	1,76	1,86

ΠΗΓΗ : υπολογισμοί του γράφοντος

Από τους παραπάνω πίνακες συμπεραίνουμε, πως με την πάροδο των ετών η εταιρεία στηρίζεται περισσότερο στην ξένη χρηματοδότηση , καθώς ο δείκτης παρουσιάζει αυξητική τάση με την πάροδο των ετών, φθάνοντας στην υψηλότερη τιμή του το οικονομικό έτος 2008. Η εταιρεία συνεχώς επενδύει σε αγορές πλοίων οπότε το γεγονός των υψηλών δανειακών υποχρεώσεων θεωρείται δικαιολογημένο ,αφού αποτελεί σύνηθες φαινόμενο οι ναυτιλιακές εταιρείες να δανείζονται από τράπεζες για να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους σε νέα πλοία

Opportunities

Σημαντική μόχλευση (leverage) από την σχέση με την Tsakos Shipping

Η TEN θεωρεί πως η εξειδίκευση η κλίμακα και το φάσμα της Tsakos Shipping είναι συστατικά στοιχεία στην διατήρηση χαμηλών διαχειριστικών εξόδων, την αποτελεσματικότητα, την ποιότητα και την ασφάλεια. Η TEN μοχλεύει την φήμη της Tsakos Shipping και τις μακροχρόνιες σχέσεις της με ηγετικούς ναυλωτές για να προάγει τις ανανεώσεις των ναυλώσεων.(23) Η αξιοποίηση της φήμης της TSakos shipping αποτελεί ευκαιρία για την TEN ώστε να προσελκύσει νέους ναυλωτές και να αυξήσει περισσότερο τα έσοδά της αλλά και τα κέρδη της.

Επενδύσεις σε νέα πλοία

Η TEN έχει επενδύσει στην κατασκευή 4 νέων Aframax tankers τα οποία κατασκευάζονται από τη Sumitomo Heavy Industries και αναμένεται να παραδοθούν ανάμεσα στα έτη 2009-2010. Συγκεκριμένα το πλοίο Ise Princess αναμένεται να παραδοθεί τον Ιούλιο του 2009 και η τιμή αγοράς του είναι 60,4 εκατομμύρια δολάρια, το πλοίο Asahi Princess αναμένεται να παραδοθεί τον Σεπτέμβριο του 2009 και η τιμή αγοράς του είναι 60,4 εκατομμύρια δολάρια , το πλοίο Sapo Princess αναμένεται να παραδοθεί τον Ιανουάριο του 2010 και η τιμή αγοράς του είναι 60,4 εκατομμύρια δολάρια. Τέλος το πλοίο Uruga Princess αναμένεται να παραδοθεί το 2^ο τετράμηνο του 2010 και η τιμή αγοράς του είναι 60,4 εκατομμύρια δολάρια (24) Η TEN επενδύοντας στην κατασκευή νέων πλοίων ενισχύει τον ήδη μεγάλο στόλο της με σύγχρονα πλοία και έχει την ευκαιρία να αυξήσει τα έσοδά της ναυλώνοντας τα νέα πλοία.

Threats

Οικονομική κρίση

Η οικονομική κρίση του 2007-2009 , ξεκίνησε τον Ιούλιο του 2007, όταν οι επενδυτές στις ΗΠΑ έχασαν την εμπιστοσύνη τους στην αξία των ασφαλισμένων υποθηκών που οδήγησε σε κρίση ρευστότητας η οποία προκάλεσε την εισροή κεφαλαίου στις οικονομικές αγορές από το Ομοσπονδιακό θησαυροφυλάκιο των ΗΠΑ, την τράπεζα της Αγγλίας και την Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα. Ο TED spread ένας δείκτης για την παρατήρηση του πιστωτικού κινδύνου στην γενική οικονομία, καθηλώθηκε τον Ιούλιο του 2007, έμεινε ασταθής για ένα χρόνο, και έφτασε σε υψηλότερο επίπεδο το Σεπτέμβριο του 2008, φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο του 4,65% τον Οκτώβριο του 2008, η κρίση έγινε βαθύτερη καθώς οι χρηματαγορές παγκοσμίως παρουσίασαν πτώση και εισήλθαν σε μία περίοδο υψηλής αστάθειας και ένας σημαντικός αριθμός τραπεζών, πιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών εταιρειών κατέρρευσε στις ερχόμενες εβδομάδες. Πολλοί σχολιαστές υπαινίσσονται πως εάν συνεχιστεί η κρίση ρευστότητας υπάρχει πιθανότητα παρατεταμένης ύφεσης ή χειρότερα. Η συνεχής ανάπτυξη της κρίσης, δημιούργησε φόβους για παγκόσμια οικονομική κατάρρευση. Η επενδυτική τράπεζα UBS , δήλωσε τον Οκτώβριο του 2008, πως διαφαίνεται μία ξεκάθαρη παγκόσμια ύφεση, χωρίς πιθανότητα επανάκαμψης για τουλάχιστον 2 έτη. Τρεις μέρες αργότερα οι οικονομολόγοι της UBS ανακοίνωσαν πως ξεκίνησε «η αρχή του τέλους της κρίσης», καθώς ξεκίνησαν παγκοσμίως οι απαραίτητες δράσεις για την διόρθωση της κρίσης όπως για παράδειγμα η χρηματοδότηση από τις κυβερνήσεις, η πτώση των επιτοκίων για τη διευκόλυνση των δανειστών κ.α. Το Ηνωμένο Βασίλειο ξεκίνησε τη συστηματική εκχώρηση χρημάτων στην αγορά και οι παγκόσμιες κεντρικές τράπεζες ξεκίνησαν τις περικοπές των επιτοκίων. Εντούτοις σύμφωνα με την UBS οι κινήσεις αυτές διορθώνουν μόνο τη χρηματοοικονομική κρίση, αλλά σε οικονομικούς όρους «τα χειρότερα δεν έχουν έλθει ακόμη». Η UBS, ποσοτικοποίησε τις αναμενόμενες διάρκειες της ύφεσης στις 16 Οκτωβρίου. Η ύφεση στην Ευρωζώνη θα κρατήσει δύο τρίμηνα, στις ΗΠΑ τρία τρίμηνα, και στο Ηνωμένο Βασίλειο 4 τρίμηνα. Τέλος η UBS στα τέλη Οκτωβρίου αναθεώρησε τις προβλέψεις της , λέγοντας πως η επερχόμενη ύφεση θα είναι χειρότερη από την ύφεση του 1981 και 1982 με αρνητική ανάπτυξη το 2009 για τις ΗΠΑ, την Ευρωζώνη, το Ηνωμένο Βασίλειο και τον Καναδά, και με περιορισμένη ανάκαμψη το 2010. (25) Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του ομίλου A.P. Moller-Maersk για το 2008, παρουσιάστηκε πτώση στην δραστηριότητα της αγοράς των tankers. Σύμφωνα με την Maersk οι περιορισμοί της παραγωγής των χωρών του OPEC, η αύξηση σε νέο τονάζ και η μειωμένη ζήτηση αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά τις δραστηριότητες των tankers το 2009, σε αντίθεση με το 2008 το οποίο αποτέλεσε μία καλή χρονιά για την αγορά των crude oil και product tankers, η οποία χαρακτηριζόταν από υψηλή παραγωγή πετρελαίου από τις χώρες του OPEC και μέτρια επέκταση του παγκόσμιου στόλου. (26) Τα παραπάνω γεγονότα είναι ενδεικτικά του δυσοίωνου μέλλοντος που προβλέπεται για την παγκόσμια αγορά. Τα επόμενα έτη η εταιρεία θα κινηθεί μέσα σε ένα περιβάλλον αβέβαιο, γεγονός του μπορεί να θεωρηθεί ως απειλή (threat).

Πτώση στη ζήτηση πετρελαίου

Ειδικοί προβλέπουν πως για το έτος 2009 , προβλέπεται πως η ζήτηση πετρελαίου θα παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα ενώ δεν προβλέπεται επανάκαμψη στο άμεσο μέλλον .Το γεγονός αυτό επηρεάζει τις τιμές του πετρελαίου και τα κέρδη των παραγωγών πετρελαίου, ενώ προκαλεί ερωτήματα για το μελλοντικό επίπεδο τιμών στο οποίο θα κινηθούν οι ναύλοι. Supertankers έχουν αγκυροβολήσει , ενώ μεγάλοι αποθηκευτικοί χώροι πετρελαίου στις ΗΠΑ, είναι πλήρεις σε πετρέλαιο, καθώς έχει μειωθεί η ζήτηση για μεταφορικές υπηρεσίες, σαν συνέπεια της μείωσης της ζήτησης για πετρέλαιο. Οι αναλυτές της αγοράς δεν δίνουν αισιόδοξα μηνύματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα των δυσοίωνων προβλέψεων αποτελούν τα λόγια ενός αναλυτή ενέργειας της Wall street : « Τα δεδομένα από τις κινήσεις του πετρελαίου, φανερώνουν μία ισχυρή υστέρηση στα φορτία πετρελαίου της AG oil. Οι πλεύσεις της AG και η μεταφορά πετρελαίου (τόσο στην Ανατολή όσο και στη Δύση) παρουσιάζουν πτώση –στο τέλος Φεβρουαρίου-και βρίσκονται χαμηλότερα από τον υψηλό μέσο όρο που είχαν τα προηγούμενα έτη». (27) Το γεγονός αυτό ενδέχεται να επηρεάσει την παγκόσμια ζήτηση για μεταφορικές υπηρεσίες, και ενδεχομένως να σημειωθεί πτώση και στους ναύλους , αυτό μπορεί να αποτελέσει threat (απειλή) για την εταιρεία.

MHTPA SPACE

Για την εφαρμογή της μήτρας space χρησιμοποιούμε στοιχεία που αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και στοιχεία που αφορούν το εξωτερικό της περιβάλλον και συγκεκριμένα την αγορά των tankers. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται από τα έτη 2005-2008.

Εσωτερικό περιβάλλον :

Γενικά στοιχεία επιχείρησης

Μεγάλος και διαφοροποιημένος στόλος. Υποστήριξη από την Tsakos group. Αποδοτική στρατηγική. Τα παραπάνω στοιχεία αναλύονται διεξοδικά στη s.w.o.t. analysis.

Οικονομικά στοιχεία

Για την εξέταση της χρηματοοικονομικής ικανότητας της επιχείρησης χρησιμοποιήθηκαν τα παρακάτω οικονομικά στοιχεία ,για τα έτη 2005-2008, όπως αυτά προκύπτουν από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Επίσης έγινε η χρήση των αριθμοδεικτών της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE), της οικονομικής μόχλευσης, της αποδοτικότητας του ενεργητικού και της γενικής ρευστότητας. Ακολουθεί μία σύντομη περιγραφή των αριθμοδεικτών :

1) Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων: καθαρά κέρδη γρήσης / σύνολο ιδίων κεφαλαίων

Προκύπτει εάν διαιρέσουμε τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της χρήσης με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Εάν ο δείκτης είναι χαμηλός σημαίνει πως η επιχείρηση πάσχει σε κάποιον τομέα της. Εάν είναι υψηλός, αποτελεί ένδειξη της ευημερίας της επιχείρησης. (28)

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. (29)

2) Δείκτης οικονομικής μογλεύσεως: γενικό σύνολο ενεργητικού / σύνολο ιδίων κεφαλαίων

Με τον εν λόγω δείκτη παρατηρούμε την επίδραση που ασκεί η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Ανάλογα με το επίπεδο του δείκτη μεγαλύτερος, ίσος ή μικρότερος της μονάδας η επίδραση από τη χρήση ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι αντίστοιχα θετική και επωφελής, μηδενική ή αρνητική. (29)

3) Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού: καθαρά κέρδη γρήσης / σύνολο ενεργητικού X 100

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της. Ο δείκτης φανερώνει την ικανότητά της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, «ανταμείβοντάς» τα ανάλογα. (29)

4) Δείκτης γενικής ρευστότητας: σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού / σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

Ο αριθμοδείκτης αυτός εκφράζει πόσες φορές καλύπτονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης από πλευράς ρευστότητας (28)

Σε μορφή πίνακα απεικονίζονται τα στοιχεία από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή των παραπάνω αριθμοδεικτών καθώς για τα έτη 2005-2008.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6 : ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Στοιχεία	Οικονομικό έτος 2005	Οικονομικό έτος 2006	Οικονομικό έτος 2007	Οικονομικό έτος 2008
Καθαρά κέρδη - net income	161.755	196.404	183.171	202.931
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων- shareholders equity	607.186	755.273	854.540	910.658
Σύνολο ενεργητικού /γενικό σύνολο ενεργητικού -total assets	1.089.174	1.969.875	2.362.776	2.602.317
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού -total current assets	191.734	222.493	276.053	370.781
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων - total current liabilities	91.518	101.430	132.224	189.488

ΠΗΓΗ : Δημοσιευμένες Οικονομικές καταστάσεις της TEN ltd / ποσά σε χιλιάδες \$

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7 : ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Στοιχεία	Οικονομικό έτος 2005	Οικονομικό έτος 2006	Οικονομικό έτος 2007	Οικονομικό έτος 2008
Απόδοση Ιδίων κεφαλαίων (ROE)	26,65%	26%	21,44%	22,28%
Οικονομική μόχλευση	1,79	2,60	2,76	2,86
Αποδοτικότητα Ενεργητικού	14,8%	9,97%	7,75%	8%
Γενική ρευστότητα	2,10 φορές	2,19 φορές	2,09 φορές	1,96 φορές

ΠΗΓΗ : υπολογισμοί του γράφοντος

Τα κέρδη της εταιρείας είναι υψηλά αν και παρουσιάζουν μία πτώση από το 2006 στο 2007, επίσης η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι επίσης υψηλή (με μία πτώση από το 2006 στο 2007), όπως προκύπτει από τον δείκτη απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης απασχολούνται αποτελεσματικά. Ο δείκτης της οικονομικής μόχλευσης είναι θετικός και υψηλότερος της μονάδας, αυτό σημαίνει πως η χρήση των δανείων που έχει η επιχείρηση έχει θετική επίδραση στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της. Ο δείκτης της αποδοτικότητας του ενεργητικού φανερώνει την αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης και τέλος ο δείκτης γενικής ρευστότητας είναι υψηλός γεγονός που φανερώνει την καλή θέση της επιχείρησης από πλευράς ρευστότητας. Τα παραπάνω στοιχεία δείχνουν πως η εταιρεία είναι οικονομικά εύρωστη, παρουσιάζει ομαλή λειτουργία και αποδοτική.

Εξωτερικό περιβάλλον, η αγορά :

Το 2006, η συνολική ανάπτυξη της ζήτησης πετρελαίου σημείωσε περαιτέρω επιβράδυνση εξαιτίας των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου. Οι ρυθμοί των ναυλώσεων ήταν σε υπερβολικά υγιή επίπεδα κατά μέσο όρο. Σύμφωνα με το International Energy Agency (IEA) η μέση ετήσια ζήτηση αυξήθηκε κατά 0,8 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως, και έφτασε τα 84,5 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως. Στις αναπτυσσόμενες χώρες, η ισχυρή ανάπτυξη της ζήτησης παρουσίασε μερική πτώση εξαιτίας από τις πτώσεις στην ανάπτυξη της ζήτησης πετρελαίου στις χώρες του OECD. Η ζήτηση πετρελαίου από την Κίνα, αυξήθηκε κατά περίπου 0,5 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως και έφτασε τα 7,2 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως, και η Κίνα παρέμεινε η κύρια μηχανή ανάπτυξης. Η ζήτηση στην Β. Αμερική παρουσίασε πτώση κατά 1%, με το μεγαλύτερο ποσοστό της πτώσης να οφείλεται στην οξεία πτώση στην κατανάλωση fuel oil εξαιτίας των διαφορών ανάμεσα στις τιμές fuel oil και φυσικού αερίου. Ενώ η ζήτηση για τα κύρια προϊόντα πετρελαίου (βενζίνη, gas oil και diesel oil) συνέχισε να αυξάνει.

Η παγκόσμια προσφορά πετρελαίου έφτασε τα 85,3 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως (αυξήθηκε κατά 0,9% ή 0,8 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως). Το επίπεδο ανάπτυξης ήταν συγκρατημένο. Οι οξείες αυξήσεις της παραγωγής στην Πρώην Σοβιετική Ένωση, την Βραζιλία και την Αγκόλα προσέθεσαν μία συνδυασμένη εκροή 0,3 εκατομμυρίων βαρελιών ημερησίως ενώ στις χώρες του OPEC σημειώθηκε μία αύξηση περίπου 0,3 εκατομμυρίων βαρελιών ημερησίως. Ενώ η παραγωγή στην Ευρώπη (κυρίως η παραγωγή στη Βόρεια θάλασσα) συνέχισε τη μακροχρόνια πτώση της, και έφτασε τα 5,2 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως (πτώση κατά 0,4 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως).

Τα παγκόσμια τονομύλια στο εμπόριο ακατέργαστου πετρελαίου εκτιμήθηκε πως αυξήθηκαν κατά 1,5% το 2006. Η ανάπτυξη των τονομυλίων στο εμπόριο ακατέργαστου πετρελαίου περιορίστηκε από τις χαμηλές εισαγωγές ακατέργαστου πετρελαίου στις ΗΠΑ νωρίς στο έτος όταν τα διυλιστήρια ήταν ακόμη επηρεασμένα από τους τυφώνες του 2005. Εξαιτίας των τυφώνων προκλήθηκε μία πολύ μικρή μείωση στην αναμενόμενη ανάπτυξη τονομυλίων ακατέργαστου πετρελαίου το 2005 αλλά οι χαμηλές εισαγωγές ακατέργαστου πετρελαίου αντικαταστάθηκαν από μία οξεία αύξηση στις εισαγωγές προϊόντων πετρελαίου για να αντικαταστήσουν την χαμένη παραγωγή των διυλιστηρίων. Οι γεωπολιτικές ανησυχίες και μία προσωρινή μείωση στην παραγωγή της Αλάσκα οδήγησαν σε οξείες αυξήσεις στις τιμές του ακατέργαστου πετρελαίου τον Ιούλιο και τον Αύγουστο του 2006, με τη μέση τιμή (west Texas intermediate spot price) στην spot αγορά να ξεπερνά τα \$77/bbl στις αρχές του Αυγούστου. Ωστόσο καθώς οι φόβοι σχετικοί με την αποδιοργάνωση στην προσφορά ακατέργαστου πετρελαίου, μείωσαν τις τιμές σε επίπεδα χαμηλότερα από \$60/bbl στις αρχές Οκτωβρίου. Η παραγωγή ακατέργαστου πετρελαίου από τις χώρες του OPEC έπεσε κατά 1 εκατομμύριο βαρέλια την ημέρα ανάμεσα στον Αύγουστο και τον Δεκέμβριο και τα κέρδη σημείο αναφοράς για τα VLCCs και τα Suezmax ήταν ασθενέστερα το τέταρτο τρίμηνο μετά από ένα ισχυρό 3^ο τρίμηνο. Αντίθετα οι αγορές των Aframax Δυτικά του Σουέζ επηρεάστηκαν λιγότερο από τις περικοπές της παραγωγής του OPEC, και ενδυναμώθηκαν το 4^ο τρίμηνο. Στην αγορά των product tankers οι αντίκτυποι από τους δύο τυφώνες που έπληξαν τον κόλπο των ΗΠΑ τον Αύγουστο και τον Σεπτέμβριο του 2005, ήταν ορατοί στην αγορά στις αρχές του 2006. Οι συνολικές εισαγωγές προϊόντων πετρελαίου στις ΗΠΑ, όπως αναφέρονται από τον EIA (Energy Information Administration), ήταν περίπου 20% υψηλότερες από το μέσο όρο στο πρώτο μισό του 2006 σε σύγκριση με την

ίδια περίοδο το 2005. Οι εισαγωγές προϊόντων πετρελαίου έπεσαν το δεύτερο μισό του έτους αλλά παρέμειναν κατά 12% υψηλότερα κατά μέσο όρο από τα επίπεδα που παρουσιάστηκαν στο πρώτο μισό του 2005. (30)

Ο συνολικός παγκόσμιος στόλος των tankers αυξήθηκε περίπου 6%, φτάνοντας τους 384εκατομμύρια dwt το 2006. Επιπρόσθετα παραγγελίες για νέα tankers σημαίνουν πως στις αρχές του 2007 136 εκατομμύρια dwt προγραμματίζονται να παραδοθούν, αυτό ισοδυναμεί με το 35% του υπάρχοντος στόλου. Ωστόσο υπάρχουν ακόμη 104 εκατομμύρια dwt από τονάζ χωρίς διπλό σκαρί που θα είναι ακατάλληλο για εμπόριο φορτίων πετρελαίου λόγω των κανονισμών του IMO. (30)

Κατά τη διάρκεια του 2007, η τιμή του πετρελαίου συνέχισε την αμείωτη αύξησή της., βλέποντας το κόστος του WTI σχεδόν να διπλασιάζεται μέσα στο έτος από ένα χαμηλό επίπεδο περίπου \$50/ bbl στις αρχές του Ιανουαρίου. Το IEA αναφέρει πως το 2007 η παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου έφτασε τα 86 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως, μία αύξηση της τάξεως του 1,4% ή 1,1 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως σε σχέση με το 2006. Η παγκόσμια προσφορά πετρελαίου αυξήθηκε οριακά το 2007 σε 85,6 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως από 85,43 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως το 2006. Η οξεία αύξηση στην Καναδική παραγωγή το 2007 δεν αναμένεται να επαναληφθεί τα επερχόμενα έτη . Η παραγωγή της Βορείου Θάλασσας και του Μεξικό αναμένεται να συνεχίσουν την πτώση τους. Στην συνάντηση του OPEC στη Βιέννη στις 5 Μαρτίου του 2008, το καρτέλ ανακοίνωσε πως δεν σχεδιάζει να αυξήσει την προσφορά , παρ'όλες τις εκκλήσεις από τις ΗΠΑ και άλλες καταναλώτριες χώρες., και υπονόησε πως η επόμενη τους κίνηση πιθανόν να είναι η μείωση της προσφοράς εξαιτίας της αποδυνάμωσης της οικονομίας των ΗΠΑ. Τα νέα έστειλαν τις τιμές πετρελαίου WTI σε ένα υψηλό επίπεδο ρεκόρ της τάξεως των \$104,56 σε ημερήσιο εμπόριο. Ο OPEC διατηρεί την πεποίθησή του πως η τρέχουσα ατμόσφαιρα που επικρατεί σχετικά με την τιμή είναι έργο κερδοσκοπίας και όχι προσφοράς. Η αύξηση της ζήτησης για ακατέργαστο πετρέλαιο για μία ακόμη φορά είχε ως αρωγό την Κίνα, η οποία εισήγαγε συνολικά 2,9 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως (μέσω θαλάσσης) το 2007, μία αύξηση 0,34 εκατομμυρίων βαρελιών ημερησίως το 2006, ελαφρά υψηλότερη από το προηγούμενο έτος. Οι εισαγωγές της Β. Αμερικής και της Ιαπωνίας οριακά παρουσίασαν πτώση, κατά 0,05 εκατ.βαρ.ημερ. και 0,05 εκατ.βαρ.ημερ. αντίστοιχα. Ο OECD της Ευρώπης παρουσίασε αύξηση 0,07 εκατ.βαρ.ημερ μετά από μία πτώση 0,12 εκατ.βαρ.ημερ το 2006. Η μόνη άλλη αξιοσημείωτη αύξηση ήταν από την υπόλοιπη Ασία , κυρίως την Ινδία, η οποία εισήγαγε 2,25 εκατ.βαρ.ημερ , 0,10 εκατ.βαρ.ημερ υψηλότερα από το 2006. Η αγορά των product tankers συνεχίζει να ωφελείται από τη γεωγραφική ανισοκατανομή των διωλιστηρίων και των καταναλωτών. Οι ΗΠΑ και η Ευρώπη είναι οι μεγαλύτεροι εισαγωγείς προϊόντων πετρελαίου , αμφοτέρωθεν λόγω της ισχυρής ζήτησης, ενώ για τις ΗΠΑ επίσης λόγω της ανεπαρκούς χωρητικότητας των διωλιστηρίων, ενώ στην Ευρώπη υπάρχει ανεπάρκεια προϊόντων μεταξύ της ζήτησης των καταναλωτών και της παραγωγής των διωλιστηρίων. Με την χωρητικότητα τω διωλιστηρίων να είναι σχεδόν στατική στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ , ή τουλάχιστον να μην συμβαδίζει με την αύξηση της ζήτησης , οι εισαγωγές προϊόντων πετρελαίου μέσω θαλάσσης στις περιοχές αυτές αυξάνουν σταθερά για να συμβαδίσουν με την αυξανόμενη ζήτηση. Η περιφέρεια της Ασίας και του Ειρηνικού ωστόσο υπήρξε η κύρια πηγή της ανάπτυξης των διωλιστηρίων τα τελευταία χρόνια , εξηγώντας γιατί οι εισαγωγές προϊόντων πετρελαίου δεν αυξήθηκαν με παρόμοιο ρυθμό

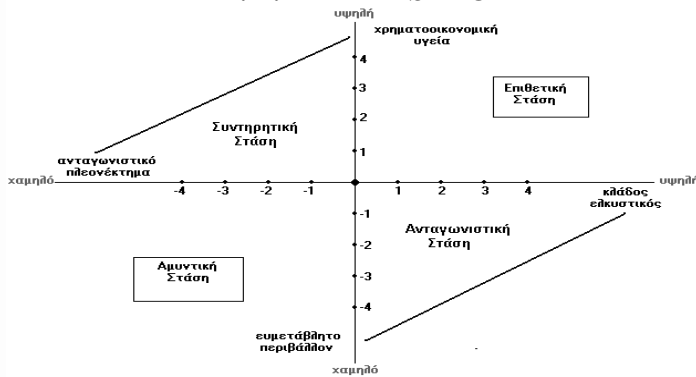
στις ΗΠΑ και την Ευρώπη. Η Κίνα , η Ταϊβάν , και η Ινδία είναι αξιοσημείωτα αναπτυσσόμενα κέντρα διυλίσεων , όπως και η περιφέρεια της Μέσης Ανατολής. Ο στόλος των tankers (10,000 dwt+) την 1^η Ιανουαρίου 2008 ήταν 389,2 εκατομμύρια dwt με 30,1 εκατομμύρια dwt που παραδόθηκαν το 2007. Οι παραγγελίες είναι 157,4 εκατομμύρια dwt , τα οποία πλοία θα παραδοθούν μέχρι το 2013., από τις οποίες παραγγελίες τα 140,7 εκατομμύρια dwt πρόκειται να παραδοθούν μέχρι το τέλος του 2010, τα παραπάνω υπερκαλύπτουν τον στόλο των πλοίων χωρίς διπλό σκαρί που είναι 87,3 εκατομμύρια dwt και θα αποσυρθεί μέχρι το 2010. Στο 2007 παρουσιάστηκε υστέρηση στις παραγγελίες νέων tankers, με 683 πλοία (43,6 εκατομμύρια dwt) που παραγγέλθηκαν το 2007, λιγότερα από τα 789 πλοία (75,9 εκατομμύρια dwt) το 2006. 3,0 εκατομμύρια dwt έγιναν παλιοσίδερα το 2007, επίπεδο παρόμοιο με αυτό του 2006, όπου 2,9 εκατομμύρια dwt αποσύρθηκαν. Κυρίως τα μικρότερα πλοία και στις δύο περιπτώσεις. (31). Το πρώτο μισό του 2008 , η τιμή του αργού πετρελαίου συνέχιζε να αυξάνει ραγδαία. Ξεκινώντας από την τιμή των 99\$ ανα βαρέλι στην αρχή του έτους, Η αύξηση των τιμών οδήγησε τον OPEC να συνεχίσει να αυξάνει την παραγωγή αργού πετρελαίου τους πρώτους 7 μήνες του έτους, οδηγώντας τα κέρδη των tankers στα υψηλότερα κέρδη από το 2004 στις περισσότερες αγορές. Μετά τον Ιούλιο οι τιμές του πετρελαίου μειώθηκαν εξαιτίας της επειδήνωσης της παγκόσμιας οικονομίας της κατάρρευσης των παγκόσμιων αγορών την πτωτική ζήτηση πετρελαίου και το πτωτικό συναίσθημα της αγοράς. Οι πτώσεις στις τιμές και στη ζήτηση και η αύξηση των αποθεμάτων του πετρελαίου οδήγησε τον OPEC να μειώσει την παραγωγή αργού πετρελαίου και τις εξαγωγές παρά τα ιστορικά υψηλά κέρδη των tankers στο δεύτερο μισό του έτους. Το πρώτο τετράμηνο του 2009 οι τιμές του πετρελαίου σταθεροποιήθηκαν σε ένα εύρος 35\$ - 55\$ / βαρέλι καθώς ο OPEC συνέχισε να μειώνει τα επίπεδα παραγωγής. Το IEA στην αναφορά του το Μάρτιο του 2009 προβλέπει μία πτώση στην παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου των 1.25 εκατομμυρίων βαρελιών την ημέρα το 2009 , σαν αποτέλεσμα της σοβαρής ολίσθησης στην παγκόσμια οικονομία . Η μείωση στη ζήτηση πετρελαίου οδήγησε στη μειωμένη παραγωγή ακατέργαστου πετρελαίου από τον OPEC και μείωσε τη δραστηριότητα των διυλιστηρίων , η οποία συνεπάγεται με χαμηλότερη ζήτηση για ακατέργαστο πετρέλαιο και χαμηλότερη παραγωγή βελτιωμένων προϊόντων πετρελαίου. Τα επίπεδα των ναύλων για τα tankers βρήκαν κάποια υποστήριξη από τη ζήτηση για tankers για αποθήκευση πετρελαίου σαν αποτέλεσμα του κοντάνγκο στις τιμές πετρελαίου, αλλά αναμένεται πως μία συνέχιση στην ανάπτυξη της ζήτησης πετρελαίου και μία αύξηση στην παραγωγή ακατέργαστου πετρελαίου από τις χώρες του OPEC είναι απαραίτητη για την δημιουργία μίας σταθερής αύξησης στην ζήτηση πετρελαίου. Παρόλο που η χρονική περίοδος επαναφοράς της ανάπτυξης της ζήτησης πετρελαίου παραμένει αβέβαιη προς το παρόν αναμένεται πως η συνεχιζόμενη πάνω από το μέσο ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες θα οδηγήσει σε περαιτέρω ανάπτυξη στην ζήτηση πετρελαίου. Η U.S. Energy Information Administration στο Annual Energy Outlook που δημοσίευσε το Μάρτιο του 2009, προέβλεψε πως η παγκόσμια κατανάλωση υγρών από Υδρογονάνθρακα θα αυξηθεί κατά 2,77 εκατομμύρια βαρέλια ημερησίως ανάμεσα στο 2010 και 2015, με μία αύξηση 2.88 εκατομμυρίων βαρελιών την ημέρα στις αναπτυσσόμενες χώρες μη μέλη του OECD και μία μικρή μείωση 0,10 εκατομμυρίων βαρελιών την ημέρα στις ανεπτυγμένες χώρες του OECD. Το 2008 η μεριά της προσφοράς της αγοράς συνέχισε να διαμορφώνεται από την επικείμενη απόσυρση των πλοίων χωρίς διπλό σκαρί υπό τους κανόνες του IMO που

εμπεριέχονται στη MARPOL Annex 1. Πολλοί πλοιοκτήτες αποφάσισαν να απομακρύνουν τα πλοία τους που δεν είχαν διπλό σκαρί από τον εμπορικό στόλο των tankers, παρόλη την ισχυρή ναυλαγορά και το γεγονός ότι τα περισσότερα από τα εναπομείναντα πλοία χωρίς διπλό σκαρί επιτρέπεται να συνεχίσουν τις εμπορικές τους δραστηριότητες μέχρι το 2010 υπό τους κανονισμούς του IMO. Στον τομέα των VLCC το 8% των πλοίων που περιλαμβάνονται στον ενεργό εμπορικό στόλο στις αρχές του 2008 πιστεύεται πως έχουν απομακρυνθεί κατά τη διάρκεια του έτους, με την πλειοψηφία να έχει απομακρυνθεί για να μετατραπεί σε φορτηγά πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου, πριν την κατάρρευση των ναύλων για τα ξηρά φορτία. Άλλα πλοία απομακρύνθηκαν για να μετατραπούν σε FPSO (Floating Production Storage & Offloading Vessels) και FSU (Floating Storage Units) ενώ λίγα πλοία πωλήθηκαν για παλιοσίδερα. Στον τομέα των Suezmax και Aframax το 4% των πλοίων απομακρύνθηκαν από τον ενεργό εμπορικό στόλο για μετατροπή ή καταστροφή. Στον τομέα των Panamax το 5% του στόλου απομακρύνθηκε από την παροχή υπηρεσιών αλλά στα medium range product tankers (45,000-55,000 dwt) λιγότερο από το 1% του στόλου πωλήθηκε για παλιοσίδερα ή μετατράπηκε εξαιτίας του σύγχρονου προφίλ του στόλου. Η ισχυρή ανάπτυξη του στόλου τον τομέα των Medium range product tankers ξεκίνησε σε κάποιο βαθμό από την χαμηλή ανάπτυξη του στόλου στον συνοδευτικό τομέα των Handy tankers, όπου το 3% των πλοίων απομακρύνθηκε από την παροχή υπηρεσιών κυρίως για παλιοσίδερα. (32).

Σύνοψη :

Ο κλάδος των tankers στον οποίο δραστηριοποιείται η TEN Ltd παρουσίασε άνθηση τα έτη 2005-2007, εντούτοις η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 φαίνεται να τον επηρεάζει. Ενώ επικρατεί αβεβαιότητα για την ανάπτυξη το έτος 2009. Η αγορά της ναυτιλίας παρουσιάζει κυκλικά φαινόμενα και αστάθεια, καθώς επηρεάζεται έντονα από την παγκόσμια οικονομία, αφού η ανάπτυξη των κρατών καθορίζει την ζήτηση για μεταφορικές υπηρεσίες. Ο κλάδος παρουσιάζει ελκυστικότητα καθώς η καλή πορεία της αγοράς καθορίζει και τις τιμές των ναύλων σε υψηλά επίπεδα και σε χαμηλά αν η αγορά παρουσιάζει πτώση. Η αγορά της ναυτιλίας μοιάζει με την αγορά του τέλειου ανταγωνισμού καθώς υπάρχει μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, το προϊόν (μεταφορική υπηρεσία) είναι ομοιογενές, υπάρχει πλήρης πληροφόρηση και καμία επιχείρηση δεν μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μεταφορικής υπηρεσίας, αφού η τιμή καθορίζεται εξωγενώς από τους παράγοντες της παγκόσμιας αγοράς. Η πολιτική που συνίσταται για την TEN Ltd είναι η συντηρητική. Όπως είδαμε παραπάνω η εταιρεία έχει σταθερό περιβάλλον λειτουργίας και καλή χρηματοοικονομική κατάσταση, όμως ο κλάδος είναι ευμετάβλητος και παρουσιάζει ύφεση ενώ ο ανταγωνισμός είναι υψηλός. Η επιχείρηση πρέπει να ασκήσει μία συνετή πολιτική στο επόμενο διάστημα, αξιοποιώντας το καλό περιβάλλον λειτουργίας της και την χρηματοοικονομική της κατάσταση.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1 : ΜΗΤΡΑ SPACE



Πηγή : Προσαρμογή από **Radder L and Lanw L, (1998)**

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ (33)

Υπάρχουν δυο βασικές κατηγοριοποιήσεις των μεθόδων αποτίμησης. Σύμφωνα με τον Penman (2003: 18) η κατηγοριοποίηση των διαφορετικών μεθόδων αποτίμησης λαμβάνει χώρα με βάση την ανάγκη πρόβλεψης κάποιου στοιχείου. Στον παρακάτω πίνακα παραθέτουμε τις κατά τον Penman διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8: Μέθοδοι Αποτίμησης Μετοχής Κατά Penman

ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΔΕΝ ΠΡΟΥΠΟΘΕΤΟΥΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗ	ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΠΡΟΥΠΟΘΕΤΟΥΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗ
1. Μέθοδος των Πολλαπλασίων	1. Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων
2. Μέθοδος Πολλαπλού Ελέγχου	2. Μέθοδος Προεξόφλησης των Ελευθέρων Ταμειακών Ροών
3. Μέθοδος Αποτίμησης Βάσει Περιουσιακών Στοιχείων	3. Ανάλυση Υπολειμματικού Εισοδήματος
	4. Ανάλυση Αύξησης Κερδών

Με βάση τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα διακρίνουμε δυο προσεγγίσεις στην αποτίμηση ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου, όπως είναι η μετοχή: (α) η αποτίμηση με βάση την προεξόφληση των ταμειακών ροών (discounted cash flow valuation) του περιουσιακού στοιχείου, (β) η σχετική αποτίμηση (relative valuation), η οποία εκτιμά την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με μια σημαντική μεταβλητή όπως είναι τα κέρδη.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ GORDON

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης του Gordon, για μια ώριμη εταιρία με σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης η δίκαιη αξία P_t^* της μετοχής προσεγγίζεται δια της ακόλουθης σχέσης (Kolb, 1996: 299-300):

$P_t^* = \frac{DPS_{t+1}}{r_s - g}$	A
-------------------------------------	---

Όπου

DPS_{t+1} : το αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή για τη χρονιά $t + 1$

r_s : το κόστος (η απαιτούμενη απόδοση) των ιδίων κεφαλαίων

g : ο (μακροχρόνιος) ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Εκτίμηση του Ρυθμού Αύξησης του Μερισματος

Προκειμένου να εκτιμήσουμε τον μακροχρόνιο ρυθμό αύξησης του μερίσματος πολλαπλασιάζουμε το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών, b , με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE) της εταιρίας (Ross *et al*: 1999, 109)

$g = b \times ROE$	
--------------------	--

Εκτιμάμε την *αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων* και το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών ως εξής

$ROE = \frac{\text{Κερδη Μετα απο Φορους}}{\text{Ιδια Κεφαλαια}}$	
---	--

$b = 1 - \frac{DPS}{EPS}$	
---------------------------	--

Όπου EPS_t : τα κέρδη ανά μετοχή κατά την χρήση t και DPS_t : το μέρισμα ανά μετοχή κατά την χρήση t

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε αναλυτικά τα στοιχεία που χρειάζονται για να φτάσουμε στην εκτίμηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων και του ποσοστού επανεπένδυσης των κερδών:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9: Εκτίμηση του Μακροχρόνιου Ρυθμού Αύξησης του Μερισματος

	2008	2007	2006	2005	2004
Κέρδη Ανά Μετοχή (βασικά)	5,40	4,81	5,15	4,09	3,77
Μέρισμα ανά Μετοχή	1,80	1,58	1,18	0,98	0,60
Ποσοστό Επανεπένδυσης	66,69%	67,26%	77,18%	76,16%	84,08%
Μέσο Ποσοστό Επανεπένδυσης 74,28%					
Κέρδη Μετά Από Φόρους (σε Ξεκατ.)	202,90	183,20	196,40	161,80	143,30
Ίδια Κεφάλαια (σε Ξεκατ.)	910,70	854,50	755,30	607,20	519,50
ROE	22,28%	21,44%	26,00%	26,65%	27,58%
Μέση Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων 24,79%					
Ρυθμός Αύξησης των Μερισμάτων (Θεμελιώδης)	14,86%	14,42%	20,07%	20,29%	23,19%

Πηγή: Reuters, Yahoo Finance, και υπολογισμοί του γράφοντος

Εκ του ανωτέρω πίνακα βλέπουμε ότι η μέση απόδοση στα ίδια κεφάλαια της εταιρίας, κατά το χρονικό διάστημα 2004-2008, έφτασε το 24,79%. Εν συνεχεία, το μέσο ποσοστό επανεπένδυσης κατά το αντίστοιχο διάστημα, διαμορφώθηκε στο 74,28%. Συνεπώς, η εκτίμηση μας για τον μακροχρόνιο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων βρίσκεται στο 18,41% (=74,28% × 24,79%).

Το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Λύνοντας την σχέση (2) ως προς το κόστος των ιδίων κεφαλαίων λαμβάνουμε την ακόλουθη εκτίμηση για το κόστος των ιδίων κεφαλαίων:

$r_s = \frac{DPS_{t+1}}{P_t} + g$	2
-----------------------------------	----------

Από την παραπάνω σχέση παρατηρούμε ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων συνίσταται (α) στην (προσδοκώμενη) μερισματική απόδοση (DPS/P) της μετοχής, και (β) στον μακροχρόνιο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων της.

Στον Πίνακα 4.9 παραθέσαμε τις εκτιμήσεις μας αναφορικά με τον μακροχρόνιο ρυθμό αύξησης του μερίσματος. Κατόπιν, στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζουμε τα στοιχεία για την εύρεση της μερισματικής απόδοσης της μετοχής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10: Εκτίμηση του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων

	2008	2007	2006	2005	2004
Μέρισμα ανά Μετοχή	1,80	1,58	1,18	0,98	0,60
Μέση Τιμή Μετοχής	29,37	29,17	18,08	15,73	12,62
Μερισματική Απόδοση	6,13%	5,40%	6,50%	6,20%	4,75%
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	20,99%	19,82%	26,57%	26,49%	27,95%

Πηγή: Yahoo Finance (για τα μερίσματα ανά μετοχή και την τιμή της μετοχής), και υπολογισμοί του γράφοντος

Για την εύρεση λοιπόν του κόστους ιδίων κεφαλαίων προσθέτουμε στην μερισματική απόδοση της μετοχής (την οποία βλέπουμε στον Πίνακα 4.10) τον μακροχρόνιο ρυθμό αύξησης του μερίσματος (από τον Πίνακα 4.9).

Αποτίμηση της Μετοχής

Έχοντας λοιπόν εκτιμήσεις αναφορικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων και τον ρυθμό αύξησης του μερίσματος, κατόπιν, βάσει της υποδείματος αποτίμησης (A), μπορούμε να προβούμε στην εκτίμηση της δίκαιης τιμής της μετοχής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11 : Αποτίμηση της Μετοχής Βάσει του Υποδείματος Gordon

	2008	2007	2006	2005	2004
Προσδοκώμενο Μέρισμα Ανά Μετοχή (DPS_{t+1})	2,07	1,80	1,41	1,17	0,74
Προεξοφλητικός Παράγων ($r_s - g$)	0,06	0,05	0,07	0,06	0,05
Δίκαιη Τιμή Μετοχής	33,74	33,37	21,70	18,93	15,55
Μέση Τιμή Μετοχής	29,37	29,17	18,08	15,73	12,62

Πηγή: υπολογισμοί του γράφοντος

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε κατ' αρχάς μια σταθερή αύξηση της δίκαιης τιμής της μετοχής από \$15,55 για το 2004 στα \$33,74 για το 2008 (μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 21,37%). Ο λόγος έχει να κάνει με το γεγονός ότι η μέση ετήσια αύξηση του μερίσματος ανά μετοχή (31,61%) πλέον η αντίστοιχη αύξηση του όρου $(1+g)$ (-1,74%) υπολείπονταν της μέσης ετήσιας μεταβολής της μερισματικής απόδοσης (6,55%). Επίσης, με βάση το μέσο μέρισμα ανά μετοχή της περιόδου (€1,23), τον μέσο ρυθμό μεγέθυνσης του μερίσματος (18,41%), και το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων (24,36%) εκτιμάμε ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής στις αρχές του 2009 διαμορφώνεται στα €24,38.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΩΝ

Αποτίμηση Βάσει του Δίκαιου Λόγου P/E

Η δεύτερη προσέγγιση για την εκτίμηση της δίκαιης τιμής της εταιρίας πραγματοποιείται με τη χρήση του δίκαιου δείκτη P^*/EPS , ο οποίος στηρίζεται στην εκτίμηση των εξής παραμέτρων: α) το ποσοστό αποπληρωμής του μερίσματος $(1-b)$, β) το κόστος ιδίων κεφαλαίων, και γ) ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Προκειμένου να αποδείξουμε τον παραπάνω ισχυρισμό, χρησιμοποιούμε ως βάση των υπολογισμών μας την σχέση (3). Εν συνεχεία, γνωρίζουμε ότι το μέρισμα ανά μετοχή μιας εταιρίας σχετίζεται με το κέρδος ανά μετοχή, βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$DPS_t = 1 - b \cdot EPS_t$	3
-----------------------------	---

Επομένως μπορούμε να γράψουμε ότι το αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή έχει ως εξής:

$DPS_{t+1} = 1 + g \cdot DPS_t =$ $= 1 + g \left[1 - b \cdot EPS_t \right]$	3
--	---

Και βάσει της σχέσεως (2) μπορούμε να γράψουμε το υπόδειγμα Gordon ως ακολούθως:

$P_t^* = \frac{1 - b \cdot 1 + g \cdot EPS_t}{r_s - g}$	3
---	---

Λύνοντας την παραπάνω σχέση ως προς τον δίκαιο λόγο τιμή προς κέρδη ανά μετοχή, P_t^*/EPS_t , λαμβάνουμε:

$\frac{P_t^*}{EPS_t} = \frac{1-b}{r_s - g} \frac{1+g}{1}$	3
---	---

Έχοντας λοιπόν υπολογίσει τον δίκαιο λόγο P_t^*/EPS_t , κατόπιν σύμφωνα με τον Damodaran, (1996: 307), μπορούμε να βρούμε τη *δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων* πολλαπλασιάζοντας αυτό τον λόγο με τα κέρδη μετά από φόρους της χρήσης:

$\text{Δίκαιη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{P_t^*}{EPS_t} \times \text{Κέρδη Μετα απο Φορους}$	3
--	---

Τέλος, γνωρίζοντας την δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων και τον αριθμό των εν κυκλοφορία μετοχών υπολογίζουμε τη δίκαιη αξία της μετοχής

$P_t^* = \frac{\text{Δίκαιη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}}{N}$	3
--	---

Έχοντας λοιπόν υπολογίσει τον δίκαιο λόγο P_t^*/EPS_t , κατόπιν σύμφωνα με τον Damodaran, (1996: 307), μπορούμε να βρούμε τη *δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων* πολλαπλασιάζοντας αυτό τον λόγο με τα κέρδη μετά από φόρους της χρήσης:

$\text{Δίκαιη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{P_t^*}{EPS_t} \times \text{Κέρδη Μετα απο Φορους}$	3
--	---

Τέλος, γνωρίζοντας την δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων και τον αριθμό των εν κυκλοφορία μετοχών υπολογίζουμε τη δίκαιη αξία της μετοχής

$P_t^* = \frac{\text{Δίκαιη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}}{N}$	3
--	---

Αποτίμηση της Μετοχής

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα δεδομένα που χρειάζονται για την εξαγωγή του δίκαιου δείκτη P^*/EPS :

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12: Η Εξαγωγή του Δίκαιου Λόγου P/E

	2008	2007	2006	2005	2004
Ποσοστό Αποπληρωμής του μερίσματος ($1-b$)	0,3331	0,3274	0,2282	0,2384	0,1592
$1+g$	1,1486	1,1442	1,2007	1,2029	1,2319
Προεξοφλητικός Παράγων ($r_s - g$)	0,06	0,05	0,07	0,06	0,05
Δίκαιος Λόγος P/E	6,24	6,94	4,21	4,63	4,12
Πραγματικός Λόγος P/E ¹	5,44	6,06	3,51	3,85	3,35

Πηγή: υπολογισμοί του γράφοντος

Από τον παραπάνω πίνακα βρίσκουμε ότι η μέση τιμή του δίκαιου λόγου P/E ανέρχεται στις 5,23 φορές. Εν συνεχεία, μπορούμε να βρούμε τη *δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων* πολλαπλασιάζοντας το δίκαιο λόγο P/E με τα κέρδη μετά από φόρους εκάστης χρήσης

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13: Αποτίμηση της Μετοχής Βάσει του Δίκαιου Λόγου P/E

	2008	2007	2006	2005	2004
Δίκαιος Λόγος P/E	6,24	6,94	4,21	4,63	4,12
Δίκαιη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (σε \$εκατ.)	1.266,7	1.271,1	827,7	748,8	591,0
Μετοχές (σε εκατ.)	36,98	38,06	38,08	38,35	40,35
Δίκαιη Τιμή Μετοχής	34,25	33,40	21,73	19,52	14,65
Μέση Τιμή Μετοχής	29,37	29,17	18,08	15,73	12,62

Πηγή: υπολογισμοί του γράφοντος

Κατά μέσο όρο η δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας υπολογίζεται στα \$941,05εκατ., και δοθέντος ενός μέσου αριθμού μετοχών της τάξεως του 38,36 εκατ. εκτιμάμε την δίκαιη τιμή της μετοχής στα \$24,53 (= \$941,05εκατ./ 38,36 εκατ.)

Έγινε η αποτίμηση της δίκαιης τιμής της TSAKOS ENERGY NAVIGATION ltd χρησιμοποιώντας δυο διαφορετικά υποδείγματα αποτίμησης: (α) το υπόδειγμα αποτίμησης του Gordon, και (β) το υπόδειγμα αποτίμησης βάσει του δίκαιου λόγου P/E.

Με βάση το υπόδειγμα Gordon, είδαμε ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής (στις αρχές του 2009) προσδιορίζεται κοντά στα **\$24,38**, ενώ με βάση το δίκαιο λόγο P/E η δίκαιη τιμή της μετοχής προσδιορίζεται στα **\$24,53**.

¹ Μέση τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή

Free cash flow

Στα χρηματοοικονομικά , η ελεύθερη χρηματική ροή (free cash flow) είναι μία χρηματική ροή η οποία είναι διαθέσιμη για διανομή σε όλους τους μετόχους της εταιρείας, τους κατόχους χρεογράφων της εταιρείας και στους χρεώστες της εταιρείας.(34)

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14 : ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ

Στοιχείο	Πηγή
Καθαρά κέρδη	Ισολογισμός
+ Αποσβέσεις	Ισολογισμός
-αλλαγές στο απασχολούμενο κεφάλαιο	Προηγούμενα και τρέχοντα ισοζύγια: Λογαριασμοί τρεχόντων παγίων και υποχρεώσεων
- Δαπάνες κεφαλαίου	Προηγούμενα και τρέχοντα ισοζύγια: Λογαριασμοί ιδιοκτησίας, εξοπλισμού και εγκαταστάσεων
=Ελεύθερη ταμειακή ροή	

ΠΗΓΗ : www.wikipedia.org/ free cash flow / προσαρμογή, μετάφραση του γράφοντος

Υπάρχουν δύο διαφορές ανάμεσα στα καθαρά κέρδη και στην ελεύθερη ταμειακή ροή. Η πρώτη αφορά τον υπολογισμό για την κατανάλωση προϊόντων κεφαλαίου. Στα καθαρά κέρδη χρησιμοποιείται η απόσβεση ενώ στην ελεύθερη ταμειακή ροή χρησιμοποιούνται οι αγορές κεφαλαίου της προηγούμενης περιόδου. Η δεύτερη διαφορά είναι πως στις ελεύθερες ταμειακές ροές μειώνονται οι αυξήσεις στο απασχολούμενο κεφάλαιο, ενώ στα καθαρά κέρδη όχι. Η ελεύθερη ταμειακή ροή μετρά την ευκολία με την οποία οι επιχειρήσεις μπορούν να αναπτυχθούν και να πληρώσουν τα μερίσματα στους μετόχους. Ακόμη και κερδοφόρες επιχειρήσεις μπορεί να έχουν αρνητικές ταμειακές ροές. Η ανάγκη τους για αυξημένη χρηματοδότηση , έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης και την μείωση του μελλοντικού εισοδήματος. Σύμφωνα με το μοντέλο discounted cash flow , η πραγματική αξία μίας εταιρείας είναι η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών μαζί με τις εισπράξεις μετρητών από την πιθανή πώληση της εταιρείας. Κάποιοι επενδυτές προτιμούν να χρησιμοποιούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές αντί του καθαρού κέρδους για να αποτιμήσουν την οικονομική απόδοση μιας εταιρείας, επειδή οι ταμειακές ροές είναι περισσότερο δύσκολο να παραποιηθούν από ότι τα καθαρά κέρδη. Τα έξοδα για τη συντήρηση των παγίων είναι μόνο ένα μέρος

από το capex το οποίο παρουσιάζεται στην κατάσταση ταμειακών ροών. Πρέπει να διαχωρίζεται από τις δαπάνες για την ανάπτυξη της εταιρείας. Ο διαχωρισμός δεν απαιτείται από τα λογιστικά πρότυπα και δεν υποβάλλεται σε έλεγχο. Βρίσκεται στην ευχέρεια της διοίκησης κάθε εταιρείας για το αν θα αποκαλύψει τις δαπάνες συντήρησης ή όχι. Ωστόσο αυτή η προσθήκη στον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών μπορεί να υπόκειται σε παραποίηση ή να απαιτεί εκτίμηση. Οι δαπάνες για συντήρηση είναι υψηλές και η εγκυρότητά τους αβέβαιη και για ο λόγος αυτός αποτελεί τη βάση της απόρριψης από κάποιους αναλυτές των ελεύθερων ταμειακών ροών σαν μέτρο αποτίμησης . Ένα δεύτερο πρόβλημα με τις δαπάνες κεφαλαίου για τη συντήρηση των παγίων είναι η περιστασιακή εμφάνισή τους. Από τη φύση τους , οι δαπάνες για πάγια κεφαλαίου μπορεί να μην είναι συχνές αλλά είναι κοστοβόρες όταν πραγματοποιούνται. Η ελεύθερη ταμειακή ροή μπορεί να είναι πολύ διαφορετική ανά έτος. Κανένα έτος δεν πρέπει να θεωρείται ότι θα επαναληφθεί. Για εταιρείες που έχουν σταθερές δαπάνες κεφαλαίου, οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα είναι δύσκολα ίσες με τα κέρδη (μακροχρόνια). (34)

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15 : ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ

Τύπος υπολογισμού	Συστατικό	Πλεονέκτημα	Μειονέκτημα
Ελεύθερη ταμειακή ροή	Έξοδα επενδύσεων της προηγούμενης περιόδου	Οι επενδύσεις είναι σε τρέχον νόμισμα	Οι επενδύσεις κεφαλαίου είναι στην κρίση της εταιρείας και μπορεί να γίνονται σποραδικά
Καθαρά κέρδη	Απόσβεση	Εξομαλύνονται οι αποσβέσεις και σχετίζονται με τις σωρευμένες παρελθούσες αγορές.	Παράδειγμα : με πληθωρισμό 2% ανά έτος, ένας εξοπλισμός που αγοράστηκε για 100\$ πριν 10 χρόνια, στο παρόν θα κοστίζει 122\$. Με 10ετή σταθερή απόσβεση το παλιό μηχάνημα θα είχε ετήσια απόσβεση 10\$, αλλά το νέο πανομοιότυπο μηχάνημα θα είχε απόσβεση 12,2\$ ή 22% περισσότερο.

ΠΗΓΗ : www.wikipedia.org/ free cash flow / προσαρμογή, μετάφραση του γράφοντος

Discounted cash flow εφαρμογή στην TEN ltd (35)

Για την εφαρμογή του Discounted cash flow θα χρησιμοποιήσουμε τον τύπο :

$$DCF = CF_1/(1+r)^1 + CF_2/(1+r)^2 + CF_3/(1+r)^3 + \dots + CF_n/(1+r)^n$$

όπου CF η χρηματική ροή και r το προεξοφλητικό επιτόκιο, που προκύπτει από την εφαρμογή του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου.

Για τον υπολογισμό του WACC , χρησιμοποιούμε τον τύπο

$$c = \left(\frac{E}{K}\right) \cdot y + \left(\frac{D}{K}\right) \cdot b(1 - t_c)$$

όπου: $K = D + E$

y = κόστος ιδίων κεφαλαίων

b = επιτόκιο δανεισμού

E = η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων

D = η αγοραία αξία του χρέους

E/K = ποσοστό χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων

D/K = ποσοστό χρηματοδότησης ξένων κεφαλαίων

Tc = κρατικός φόρος εισοδήματος

Οι ναυτιλιακές εταιρείες δεν πληρώνουν κρατικούς φόρους εισοδήματος, , επίσης ως αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων (E) λαμβάνουμε την αξία της καθαρής θέσης (total stockholders equity) που το οικονομικό έτος 2008, όπως φαίνεται στις δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας ήταν 910.658.000 \$. Ως αγοραία αξία του χρέους(D)λαμβάνουμε τις συνολικές υποχρεώσεις (total liabilities) οι οποίες προκύπτουν εάν αφαιρέσουμε από τα συνολικά πάγια (total assets) τα ίδια κεφάλαια (shareholders equity). Τα συνολικά πάγια (total assets)όπως φαίνεται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας είναι 2.602.317.000\$, οπότε έχουμε τις συνολικές υποχρεώσεις 1.691.659.000\$. το $K = 2.602.317$ \$ (total liabilities + stockholders equity). Από τα παραπάνω προκύπτει πώς $E/K = 0,35$ και $D/K = 0,65$ και κάνουμε την παραδοχή για απλουστευτικούς λόγους πως το μένουν διαχρονικά σταθερά. Για το επιτόκιο δανεισμού (b) κάνουμε την υπόθεση πως θα διαμορφωθεί στο 7%, καθώς η εταιρεία είναι από τις μεγαλύτερες ναυτιλιακές εταιρείες παγκοσμίως και τα πάγιά της είναι υψηλής αξίας και άμεσα ρευστοποιήσιμα και για το λόγο αυτό μπορεί να δανείζεται με ευνοϊκούς όρους ,επίσης υποθέτουμε πως θα παραμείνει σταθερό επειδή το συντριπτικό ποσοστό των δανείων της εταιρείας έχει μακροπρόθεσμο χαρακτήρα όπως φαίνεται στις οικονομικές καταστάσεις του 2008 και δεν αναμένεται να αλλάξει τα επόμενα χρόνια, η μοναδική πηγή αβεβαιότητας όσον αφορά τον δανεισμό της εταιρείας έγκειται στην ανανέωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, οι οποίες ενδεχομένως να γίνονται κάθε φορά με διαφορετικό επιτόκιο, και η μεταβλητότητα των επιτοκίων αναμένεται να είναι έντονη λόγω της αστάθειας και της οικονομικής κρίσης στην παγκόσμια αγορά, Για το λόγο αυτό κάναμε την απλουστευτική παραδοχή πως το b θα διαμορφωθεί στο 7%. Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων κάνουμε χρήση του CAPITAL ASSET PRICING MODEL (C.A.P.M.) , που δίδεται από τον τύπο

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

όπου

r_f το ποσοστό απαλλαγμένο κινδύνου, β_i ο συστηματικός κίνδυνος της αγοράς, και r_m η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς. Για τον υπολογισμό κάνουμε τις εξής παραδοχές, το r_f διαμορφώνεται σε χαμηλά επίπεδα λόγω του αποπληθωριστικού περιβάλλοντος, πιθανόν όμως να αλλάξει την επόμενη δεκαετία. Υποθέτουμε πως $r_f = 3\%$. Η απόδοση της αγοράς αναμένεται να είναι χαμηλή τα έτη 2008 – 2009, λόγω της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία αλλά αναμένεται οι αποδόσεις τα επόμενα χρόνια να είναι υψηλές, η εκτίμηση με μακροχρόνιο ορίζοντα είναι δύσκολη λόγω του ευμετάβλητου χαρακτήρα της αγοράς, υποθέτουμε πως η απόδοση της αγοράς r_m είναι 10% . Τέλος για τον συστηματικό κίνδυνο της αγοράς β_i υποθέτουμε πως είναι $1,5\%$ λόγω της έντονης διακύμανσης της οικονομικής δραστηριότητας που χαρακτηρίζει τον ναυτιλιακό κλάδο τα τελευταία χρόνια. Εφαρμόζοντας τα παραπάνω, έχουμε $E(R_i) = 3\% + 1,5\%(10\% - 3\%) = 13,5\%$ ή $0,135$. Οπότε το προεξοφλητικό επιτόκιο γίνεται $c = 0,35 * 0,135 + 0,07(1 - 0) * 0,65 = 0,0927 = 9\%$.

Η εφαρμογή του discounted cash flow, γίνεται με έτος βάσης το 2008 και υποθέτουμε ότι ο αρχικός χρονικός ορίζοντας είναι μέχρι το 2015. Στη συνέχεια η επιχείρηση θα αυξάνεται με ένα ρυθμό της τάξης του 8% . Της πέρα από τον τύπο της ταμειακής ροής χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα Gordon το οποίο προεξοφλείται για τα 7 έτη που γίνονται προβλέψεις.

Παρακάτω ακολουθεί πίνακας στον οποίο απεικονίζονται οι προβλέψεις για τα έτη 2009-2015 καθώς και οι εκροές των ταμειακών ροών που προκύπτουν από της υποθέσεις που έχουμε κάνει. Τα έτη 2009-2010 οι προβλέψεις είναι δυσοίωνες λόγω της αβεβαιότητας που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία εξαιτίας της οικονομικής κρίσης. Μετά το 2011 με την ελπίδα για επανάκαμψη της οικονομίας οι προβλέψεις είναι περισσότερο ευοίωνες. Οι προβλέψεις αυτές γίνονται για την δημιουργία των ταμειακών ροών από το 2009 – 2015, αφού λόγω έλλειψης πραγματικών οικονομικών στοιχείων θα πρέπει να είναι υποθετικές. Τα ποσοστά μεταβολής είναι υποθετικά και δεν είναι σε καμία περίπτωση δεσμευτικά ή απόλυτα. Η εφαρμογή του discounted cash flow στην εταιρεία έγινε με μικρό αριθμό δεδομένων που απαρτίζουν τη χρηματική ροή λόγω πολυπλοκότητας. Σκοπός είναι να δείξουμε πως μπορεί να εφαρμοστεί το discounted cash flow. Η εφαρμογή έχει καθαρά εκπαιδευτικό χαρακτήρα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16 : ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ

The Discounted Free Cash Flow Model							
Tsakos energy navigation ltd							
Μεταβλητές πρόβλεψης:							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Παράγοντας αύξησης των εσόδων	15%	16%	17%	20%	25%	30%	35%
Παράγοντας μεταβολής των εξόδων ταξιδιού	9%	10%	11%	12%	14%	16%	18%
Παράγοντας μεταβολής των εξόδων ναυλώσεων	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
Παράγοντας μεταβολής προμηθειών	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
Παράγοντας μεταβολής αμοιβών διαχείρισης	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%
Παράγοντας μεταβολής λειτουργικών εξόδων πλοίων	25%	26%	27%	28%	29%	30%	31%
Γενικά και διοικητικά έξοδα % των εσόδων	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
Μεταβολή εξόδων τόκων	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Αποσβέσεις % των εσόδων	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Παράγοντας αύξησης των εξόδων κεφαλαίου	-35%	-40%	15%	16%	17%	18%	19%
Αναλογία καθαρού λειτουργικού κεφαλαίου προς πωλήσεις	20%	21%	22%	30%	31%	32%	33%
Φόρος εισοδήματος	0%						
Υποθετικός σταθερός ρυθμός ανάπτυξης	8% ανά έτος μετά το 2015						
Εκροές:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Περιθώριο μικτού κέρδους	55%	53%	51%	50%	50%	52%	55%
Περιθώριο καθαρού λειτουργικού κέρδους	35%	32%	29%	27%	26%	27%	29%
Ελεύθερη ταμειακή ροή (\$ εκατομμύρια)	\$68,0	\$193,3	\$136,6	\$113,0	\$148,6	\$503,3	\$698,1

ΠΗΓΗ : www.exinfm.com / free excel spreadsheets / Businessvaluation.xls – Τροποποιήσεις του γράφοντος

Η πρώτη από τις μεταβλητές που χρησιμοποιούμε για την πρόβλεψη είναι ο παράγοντας της αύξησης των εσόδων. Το ποσοστό προστίθεται με τη μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα συνολικά έσοδα του προηγούμενου έτους για να μας δώσει το ποσό στο τρέχον έτος. Για παράδειγμα τα συνολικά έσοδα για το 2009 βρίσκονται εάν πολλαπλασιάσουμε τα συνολικά έσοδα του 2008 με (1+ποσοστό πρόβλεψης). Εξετάζοντας τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας για τα έτη 2006-2008 παρατηρούμε πως τα συνολικά έσοδα (ως συνολικά έσοδα θεωρήσαμε τα έσοδα ταξιδιών – voyage revenues που είναι τα έσοδα που αποφέρουν στην εταιρεία τα ταξίδια των πλοίων) αυξάνονται με ρυθμό 17,07% κατά μέσο όρο. Πιο συγκεκριμένα τα voyage revenues το 2006 ήταν 427.654.000\$, το έτος 2007 ήταν 500.617.000\$ και το έτος 2008 ήταν 623.040.000\$ όπως φαίνονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Από το 2006 στο 2007 αυξήθηκαν κατά 72.963.000\$ (ποσοστό 14,5%) ενώ από το 2007 στο 2008 αυξήθηκαν κατά 122.423.000 \$ (ποσοστό 19,64%) ο μέσος όρος είναι 17,07%. Για το έτος 2009 κάνουμε την πρόβλεψη πως τα έσοδα αυξάνονται με χαμηλούς ρυθμούς το έτος 2009 υποθετικά κατά 15% σε σχέση με το έτος 2008 και κατά 16% το έτος 2010. Μετά το έτος 2011 με την ελπίδα επανάκαμψης της οικονομίας η αύξηση γίνεται με σταθερούς ρυθμούς. Η δεύτερη από τις μεταβλητές πρόβλεψης είναι ο παράγοντας μεταβολής των εξόδων ταξιδιού. Το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα έξοδα ταξιδιού του προηγούμενου έτους για να μας δώσει το ποσό στο τρέχον έτος. Όπως προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τα voyage expenses (έξοδα ταξιδιού) το 2008 ήταν 83.065.000\$, το 2007 ήταν \$72.075.000 και το 2006 \$69.065.000. Παρατηρούμε πως τα έξοδα ταξιδιού παρουσιάζουν αυξητική πορεία, από το 2006 στο 2007 αυξήθηκαν κατά \$3.010.000 (ποσοστό 4%) και από το 2007 στο 2008 αυξήθηκαν κατά \$10.990.000 (ποσοστό 13%) κατά μέσο όρο αυξάνονται

κατά 8,5%. Για το έτος 2009 κάνουμε την πρόβλεψη πως θα αυξηθούν με μικρό ποσοστό λόγω της οικονομικής κρίσης, και θα μεταβάλλονται με μικρό αυξητικό ρυθμό μέχρι το 2012. Η τρίτη μεταβλητή είναι ο παράγοντας μεταβολής εξόδων ναυλώσεων το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα έξοδα ναυλώσεων (charter hire expenses) του προηγούμενου έτους για να μας δώσει το ποσό στο τρέχον έτος. Τα έξοδα ναυλώσεων (charter hire expenses) το 2008 ήταν \$13.487.000, το 2007 ήταν \$15.330.000 και το 2006 ήταν \$24.461.000. Τα έξοδα ναυλώσεων παρουσίασαν μία σημαντική πτώση από το 2006 στο 2007 κατά \$9.131.000 (ποσοστό 59%) και μικρή πτώση από το 2007 στο 2008 κατά \$1.843.000 (ποσοστό 14%). Κάνουμε την πρόβλεψη πως θα μεταβληθούν με χαμηλό ποσοστό το έτος 2009 (10%), λόγω της πιθανής τάσης περιορισμού των εξόδων λόγω των δυσκολιών στην αγορά και το ποσοστό αυτό θα μεταβάλλεται σταθερά τα επόμενα έτη. Η τέταρτη μεταβλητή είναι ο παράγοντας μεταβολής των προμηθειών (commissions) το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τις προμήθειες του προηγούμενου έτους για να μας δώσει το ποσό στο τρέχον έτος. Όπως προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας οι προμήθειες το έτος 2008 ήταν \$22.997.000, το έτος 2007 ήταν \$17.976.000 και το έτος 2006 ήταν \$ 15.441.000. Τα έξοδα που αφορούν τις προμήθειες παρουσιάζουν μία αυξητική πορεία, συγκεκριμένα από το 2006 στο 2007 αυξήθηκαν κατά \$2.535.000 (ποσοστό 14%) και από το 2007 στο 2008 κατά \$5.021.000 (ποσοστό 22%) ο μέσος όρος είναι 18%. Λόγω της κατάστασης που επικρατεί στην αγορά κάνουμε την πρόβλεψη πως οι προμήθειες θα μεταβληθούν με χαμηλότερο ποσοστό το έτος 2009 (ποσοστό 15%) και θα μεταβάλλονται αυξητικά με μικρό ποσοστό τα επόμενα έτη. Η πέμπτη μεταβλητή είναι ο παράγοντας μεταβολής των αμοιβών διαχείρισης (management fees), το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τις αμοιβές διαχείρισης (management fees) του προηγούμενου έτους για να μας δώσει το ποσό στο τρέχον έτος. Όπως φαίνεται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας το έτος 2008 οι αμοιβές διαχείρισης ήταν \$12.015.000, το 2007 ήταν \$9.763.000 και το 2006 ήταν \$7.103.000, παρουσιάζουν αυξητική τάση, συγκεκριμένα από το 2006 στο 2007 αυξήθηκαν κατά \$2.660.000 (ποσοστό 27%) και από το 2007 στο 2008 αυξήθηκαν κατά \$2.252.000 (ποσοστό 19%) κατά μέσο όρο αυξήθηκαν 23%. Κάνουμε την πρόβλεψη πως στο έτος 2009 θα μεταβληθούν με ποσοστό μικρότερο του μέσου όρου (20%) λόγω της πιθανής τάσης περικοπής των εξόδων λόγω της οικονομικής κρίσης στην αγορά και το ποσοστό θα παρουσιάζει μικρή αυξητική τάση με την πάροδο των ετών. Η έκτη μεταβλητή είναι ο παράγοντας της μεταβολής των λειτουργικών εξόδων των πλοίων (vessels operating expenses), το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα λειτουργικά έξοδα των πλοίων (vessels operating expenses) του προηγούμενου έτους για να μας δώσει το ποσό στο τρέχον έτος. Όπως φαίνεται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τα λειτουργικά έξοδα των πλοίων το 2008 ήταν το 2008 \$143.757.000, το 2007 ήταν \$108.356.000 και το 2006 ήταν \$76.095.000. Παρουσιάζουν μία αυξητική τάση, συγκεκριμένα από το 2006 στο 2007 αυξήθηκαν κατά \$32.261.000 (ποσοστό 30%) και από το 2007 στο 2008 αυξήθηκαν κατά \$35.401.000 (ποσοστό 25%) κατά μέσο όρο μεταβλήθηκαν 28%. Για το έτος 2009 κάνουμε την πρόβλεψη πως θα μεταβληθούν με ποσοστό χαμηλότερο του μέσου όρου (25%) λόγω της πιθανής τάσης για περικοπή των εξόδων εξαιτίας της κατάστασης που επικρατεί στην αγορά ενώ το ποσοστό θα αυξάνεται με μικρό ρυθμό τα επόμενα έτη. Η έβδομη μεταβλητή αφορά τα γενικά και διοικητικά έξοδα % των εσόδων, το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και

πολλαπλασιάζεται με το σύνολο των εσόδων του προηγούμενου έτους για να βρεθούν τα γενικά και διοικητικά έξοδα του τρέχοντος έτους . Όπως φαίνεται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τα γενικά και διοικητικά έξοδα του έτους 2008 ήταν 4.626.000\$, το έτος 2007 ήταν 4.382.000\$ και το έτος 2006 ήταν 3.510.000\$. Από το έτος 2006 στο έτος 2007 η μεταβολή ήταν 872.000\$ ποσοστό 19,8% ενώ από το έτος 2007 στο έτος 2008 η μεταβολή ήταν 244,000\$ ποσοστό 5,27%. Ο μέσος όρος είναι 12,5% . Για το έτος 2009 κάνουμε την πρόβλεψη πως θα αυξηθούν κατά 10% λόγω των ενδεχόμενων περικοπών των εξόδων εξαιτίας της κρίσης. Τα έξοδα προβλέπεται να αυξάνονται σταθερά τα επόμενα έτη. Η όγδοη μεταβλητή είναι ο παράγοντας μεταβολής των εξόδων τόκων (interest & finance costs) το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα έξοδα τόκων του προηγούμενου έτους για να βρεθούν τα έξοδα τόκων του τρέχοντος έτους, από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας βλέπουμε πως τα έξοδα τόκων (interest & finance costs) το 2008 ήταν \$82.897.000 , το 2007 ήταν \$77.382.000 και το 2006 ήταν \$ 42.486.000. Τα έξοδα των τόκων παρουσιάζουν αυξητική πορεία συγκεκριμένα από το 2006 στο 2007 αυξήθηκαν κατά \$34.896.000 (ποσοστό 45%) και από το 2007 στο 2008 αυξήθηκαν κατά \$5.515.000 (ποσοστό 6%). Για απλουστευτικούς λόγους κάνουμε την πρόβλεψη πως θα μεταβάλλονται κατά 6% και τα επόμενα έτη. Η ένατη μεταβλητή είναι οι αποσβέσεις επί των εσόδων. Το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα έσοδα του έτους για να βρεθούν οι αποσβέσεις. Για απλουστευτικούς λόγους υποθέτουμε ότι θα μεταβάλλονται σταθερά κατά 10% . Η δέκατη μεταβλητή είναι ο παράγοντας αύξησης των εξόδων κεφαλαίου. Το ποσοστό προστίθεται στην μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα έξοδα κεφαλαίου του έτους για να βρεθεί το κόστος κεφαλαίου. Υποθέτουμε πως για το έτος 2009 θα πρέπει να μειωθούν όπως και για τα έτος 2010 λόγω της ανάγκης για εξοικονόμηση χρήματος. Ως έξοδα κεφαλαίου θεωρούνται τα έξοδα που πραγματοποιούνται για την βελτίωση ή την απόκτηση παγίων και τα οποία κεφαλαιοποιούνται , είναι τα λεγόμενα CAPEX. Στις ναυτιλιακές εταιρείες πάγια θεωρούνται και τα πλοία . Ως CAPEX θεωρήσαμε τους λογαριασμούς vessel acquisitions and or improvements (αποκτήσεις ή βελτιώσεις πλοίων). Στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τα CAPEX παρουσιάζουν μείωση τα έτη 2006 – 2008, συγκεκριμένα το έτος 2006 ήταν 813.243.000\$, το έτος 2007 ήταν 422.187.000 και το έτος 2008 ήταν 223.266.000\$. Ο λογαριασμός λογαριασμούς vessel acquisitions and or improvements εμφανίζεται στην κατάσταση ταμειακών ροών με αρνητικό πρόσημο αφού θεωρείται έξοδο. Επειδή τα CAPEX παρουσιάζουν μείωση υποθέσαμε πως θα μειωθούν στα έτη 2009 και 2010, λόγω της οικονομικής κρίσης όπως προαναφέραμε. Η τελευταία μεταβλητή είναι η αναλογία του καθαρού λειτουργικού κεφαλαίου προς τις πωλήσεις. Το ποσοστό προστίθεται με την μονάδα και πολλαπλασιάζεται με τα έσοδα του έτους μείον το νέο λειτουργικό κεφάλαιο του προηγούμενου έτους. Το λειτουργικό κεφάλαιο προκύπτει εάν από τα τρέχοντα πάγια (current assets) αφαιρέσουμε τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (current liabilities) .Το νέο απασχολούμενο λειτουργικό κεφάλαιο προκύπτει εάν αφαιρέσουμε από το λειτουργικό κεφάλαιο το λειτουργικό κεφάλαιο του προηγούμενου έτους. Για την εταιρεία το λειτουργικό κεφάλαιο για το έτος 2008 προκύπτει εάν από τα current assets 370.781.000\$ όπως φαίνονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας αφαιρέσουμε τις current liabilities που είναι 189.488.000\$ το αποτέλεσμα είναι 181.293.000. Το λειτουργικό κεφάλαιο για το έτος 2007 προκύπτει εάν αφαιρέσουμε από τα current assets (276.053.000\$) όπως φαίνονται στις

δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τις current liabilities (132.224.000\$). Το αποτέλεσμα είναι 143.829.000\$. Το νέο λειτουργικό κεφάλαιο για το 2008 προκύπτει εάν από το λειτουργικό κεφάλαιο του 2008 αφαιρέσουμε αυτό του 2007 , είναι 37.464.000\$. Το λειτουργικό κεφάλαιο για το έτος 2006 είναι εάν από τα current assets (222.493.000\$) όπως φαίνονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας αφαιρέσουμε τις current liabilities (101.430.000\$) όπως φαίνονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, και είναι 121.063.000\$. Οπότε το νέο απασχολούμενο κεφάλαιο για το 2007 είναι 22.766.000\$. Παρατηρούμε πως το νέο απασχολούμενο κεφάλαιο αυξήθηκε από το 2007 στο 2008 κατά 14.698.000\$ ποσοστό 39,2%. Για το έτος 2009 λόγω του δυσοίωνα περιβάλλοντος στην παγκόσμια οικονομία το νέο λειτουργικό κεφάλαιο υποθέτουμε πως θα αυξηθεί λιγότερο, κατά 20% , τα επόμενα έτη προβλέπουμε πως θα αυξάνεται με σταθερό ρυθμό.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι υπολογισμοί στην στήλη για το 2008 παρουσιάζονται τα στοιχεία της ταμειακής ροής . Από τα συνολικά έσοδα αφαιρούμε το κόστος πωληθέντων (που αποτελείται από τα έξοδα ταξιδιών, τα έξοδα ναυλώσεων, τις προμήθειες τις αμοιβές διαχείρισης και τα λειτουργικά έξοδα των πλοίων , τα προηγούμενα αποτελούν έξοδα τα οποία πραγματοποιούνται για να μπορούν τα πλοία να ταξιδεύουν) για να βρούμε το μικτό κέρδος. Από το μικτό κέρδος αφαιρούμε τα γενικά και διοικητικά έξοδα για να βρούμε τα κέρδη προ τόκων , φόρων και αποσβέσεων. Στη συνέχεια αφαιρούμε τις αποσβέσεις για να βρούμε τα κέρδη προ τόκων και φόρων τα οποία αποτελούν και τα καθαρά φορολογήσιμα κέρδη αφού δεν καταβάλλεται κρατικός φόρος εισοδήματος. Για το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρου αφαιρείται ο φόρος εισοδήματος από τα καθαρά φορολογήσιμα κέρδη. Στη συνέχεια στο καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρου επαναπροστίθενται οι αποσβέσεις και αφαιρούνται τα έξοδα κεφαλαίου . Το αποτέλεσμα είναι η ταμειακή ροή.

Ως συνολικά έσοδα εισάγαμε τα voyage revenues επειδή είναι τα έσοδα που προκύπτουν από τα ταξίδια των πλοίων και η εταιρεία παρέχει μεταφορικές υπηρεσίες. Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας τα οποία είναι 623.040.000\$. Ως κόστος πωληθέντων θεωρήσαμε τα έξοδα τα οποία πραγματοποιήθηκαν και αφορούν τα ταξίδια των πλοίων τα οποία είναι τα voyage expenses (έξοδα ταξιδιών) τα οποία από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας είναι 83.065.000\$, τα charter hire expenses (έξοδα ναυλώσεων) τα οποία είναι 13.487.000\$, τα commissions (προμήθειες) τα οποία είναι 22.997.000\$, τα management fees που είναι 12.015.000\$ και τα vessel's operating expenses που είναι 143.757.000\$ όπως φαίνονται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Το άθροισμά τους είναι 275.321.000\$. Ως γενικά και διοικητικά έξοδα θεωρούμε τα general & administrative expenses που είναι 4.626.000\$ όπως προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Ως αποσβέσεις θεωρούμε το Depreciation που είναι 85.462.000 \$ όπως προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Τέλος ως έξοδα κεφαλαίου θεωρήσαμε τα vessel acquisitions and or improvements που είναι 223.266.000\$ και τα advances for vessels under construction & acquisitions που είναι 3.471.000\$. Γιατί είναι έξοδα που αφορούν την απόκτηση νέων παγίων και στη βελτίωση ήδη υπάρχοντων.

Οι ταμειακές ροές για τα επόμενα έτη προκύπτουν από τις μεταβλητές πρόβλεψης με τον τρόπο που αναφέρθηκε παραπάνω. Στις ταμειακές ροές που προκύπτουν εφαρμόζεται το υπόδειγμα Gordon για την προεξόφλησή τους στο παρόν , το αποτέλεσμα παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα.

Οικονομική μοντελοποίηση και χρηματοοικονομική εξέλιξη ναυτιλιακών εταιρειών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια : Η περίπτωση της Tsakos Energy Navigation Ltd

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.17 : ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ

ΠΗΓΗ : www.exinfm.com / free excel spreadsheets / Businessvaluation.xls – Τροποποιήσεις του γράφοντος

The Discounted Free Cash Flow Model								
Tsakos energy navigation ltd								
Έτος βάσης	Έτη τελειώνουν 31/12							2015
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Συνολικά έσοδα (total revenue)	\$623.040.000	\$716.496.000	\$831.135.360	\$972.428.371	\$1.166.914.045	\$1.458.642.557	\$1.896.235.324	\$2.559.917.687
Έξοδα ταξιδιών (voyage expenses)	83.065.000	90.540.850	99.594.935	110.550.378	123.816.423	141.150.722	163.734.838	193.207.109
Έξοδα ναυλώσεων (charter hire expenses)	13.487.000	14.835.700	16.467.627	18.443.742	20.841.428	23.759.228	27.323.112	31.694.810
Προμήθειες (commissions)	22.997.000	26.446.550	30.677.998	35.893.258	42.354.044	50.401.312	60.481.574	73.182.705
Αμοιβές διαχείρισης (management fees)	12.015.000	14.418.000	17.445.780	21.283.852	26.179.138	32.462.131	40.577.664	51.127.857
Λειτουργικά έξοδα πλοίων (vsIs operating expenses)	143.757.000	179.696.250	226.417.275	287.549.939	368.063.922	474.802.459	617.243.197	808.588.588
Σύνολο κόστους πωληθέντων (total cost of goods sold)	275.321.000	325.937.350	390.603.615	473.721.169	581.254.955	722.575.852	909.360.385	1.157.801.069
Μικτό κέρδος (Gross profit)	347.719.000	390.558.650	440.531.745	498.707.202	585.659.090	736.066.705	986.874.939	1.402.116.618
Γενικά και διοικητικά έξοδα (Selling, General & Administrative expenses)	4.626.000	71.649.600	91.424.890	116.691.405	151.698.826	204.209.958	284.435.299	409.586.830
Κέρδη πρό τόκων, φόρων, Αποσβέσεων [Earnings before interest, taxes, depr. & amort. (EBITDA)]	343.093.000	318.909.050	349.106.855	382.015.797	433.960.264	531.856.747	702.439.640	992.529.788
Αποσβέσεις[Depreciation and amortization]	85.462.000	71.649.600	83.113.536	97.242.837	116.691.405	145.864.256	189.623.532	255.991.769
Κέρδη πρό τόκων και φόρων [Earnings before Interest and taxes (EBIT)]	257.631.000	247.259.450	265.993.319	284.772.960	317.268.859	385.992.491	512.816.108	736.538.019
Έξοδα τόκων & χρηματοοικονομικά έξοδα (interest & finance costs)	82.897.000	87.870.820	93.143.069	98.731.653	104.655.552	110.934.885	117.590.978	124.646.437
καθαρά φορολογήσιμα κέρδη(Net taxable earnings)	174.734.000	159.388.630	172.850.250	186.041.307	212.613.307	275.057.606	395.225.130	611.891.582
(Κρατικοί φόροι εισοδήματος) Federal and State Income Taxes	0	0	0	0	0	0	0	0
Καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρου[Net Operating Profit After-Tax (NOPAT)]	257.631.000	247.259.450	265.993.319	284.772.960	317.268.859	385.992.491	512.816.108	736.538.019
Επαναπρόσθεση αποσβέσεων(Add back depreciation and amortization)	85.462.000	71.649.600	83.113.536	97.242.837	116.691.405	145.864.256	189.623.532	255.991.769
αφαίρεση εξόδων κεφαλαίου(subtract Capital Expenditures)	223.266.000	145.122.900	87.073.740	100.134.801	116.156.369	135.902.952	-160.365.483	-190.834.925
αφαίρεση νέου καθαρού λειτουργικού κεφαλαίου(subtract New Net Working Capital)	37.464.000	105.835.200	68.703.226	145.231.016	204.843.198	247.335.995	359.459.309	485.313.528
Ελεύθερη ταμειακή ροή (Free Cash Flow)	\$82.363.000	\$67.950.950	\$193.329.889	\$136.649.980	\$112.960.698	\$148.617.800	\$503.345.815	\$698.051.185
Εκροές	Ποσό							
Καθαρή παρούσα αξία των πρώτων 7 ετών μέχρι το 2015	\$1.189.183.223,33							
Καθαρή παρούσα αξία το 2015 για τις χρηματικές ροές που γίνονται στο διηνεκές gordon g=8%	5.584.409.480,67							
Καθαρή παρούσα αξία στο 2008 για χρηματικές ροές που γίνονται από το 2016 και συνεχίζονται στο διηνεκές gordon discount	3.054.863.223,16							
Συνολική παρούσα αξία ή παρούσα αξία της εταιρείας στο έτος 2008	4.244.046.446,49							

Στην καθαρή παρούσα αξία των πρώτων 7 ετών μέχρι το 2015 , η οποία προκύπτει από το άθροισμα των ταμειακών ροών που προεξοφλούνται με το επιτόκιο 9 % που έχουμε υπολογίσει προστίθεται η καθαρή παρούσα αξία στο 2008 για τις χρηματικές ροές που γίνονται από το 2015 και συνεχίζονται στο διηνεκές αφού η εταιρεία θα συνεχίσει να υπάρχει και μετά το 2015. Η καθαρή παρούσα αξία των χρηματικών αυτών ροών προκύπτει με την προεξόφληση στο 2008 της καθαρής παρούσας αξίας το 2015 για τις χρηματικές ροές που γίνονται στο διηνεκές και υπολογίζονται με το υπόδειγμα Gordon πολλαπλασιάζοντας την χρηματική ροή του 2015 με το ποσοστό ανάπτυξης 8% και διαιρώντας με τη διαφορά του κόστους κεφαλαίων που υπολογίσαμε με το ποσοστό ανάπτυξης.

Συμπεράσματα - Επίλογος

Στην παρούσα εργασία έγινε μια προσπάθεια εφαρμογής ορισμένων οικονομικών μοντέλων στην εταιρεία TSAKOS ENERGY NAVIGATION Ltd . Η εταιρεία είναι από τις μεγαλύτερες εταιρείες παγκοσμίως. Η χρήση των μοντέλων έχει καθαρά εκπαιδευτικό χαρακτήρα και δεν μπορεί να υποκαταστήσει την ορθή κρίση ούτε να απεικονίσει το πραγματικό μέγεθος της εταιρείας . Καταβλήθηκε μεγάλη προσπάθεια τα μοντέλα να είναι ενημερωμένα, όμως το περιβάλλον στο οποίο κινείται η εταιρεία μεταβάλλεται συνεχώς και για το λόγο αυτό απαιτείται συνεχής ενημέρωση των μοντέλων με νέα στοιχεία , για το λόγο αυτό η εφαρμογή τους καθίσταται δύσκολη. Τα μοντέλα απεικονίζουν την κατάσταση της εταιρείας μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή, με δεδομένα που αντλούνται από το περιβάλλον στο οποίο κινείται η επιχείρηση. Είναι δύσκολη η εξαγωγή συμπερασμάτων και ο καθορισμός μίας στρατηγικής, την οποία πρέπει να ακολουθήσει η επιχείρηση προκειμένου να επιτύχει τους στόχους που έχει θέσει. Πάντοτε θα υπάρχει επισφάλεια, η οποία οφείλεται στους αστάθμητους παράγοντες οι οποίοι υπάρχουν στο περιβάλλον στο οποίο κινείται μία επιχείρηση. Ιδιαίτερα στον κλάδο της ναυτιλίας οι αστάθμητοι παράγοντες είναι πολλοί και ισχυροί. Η αγορά είναι απρόβλεπτη και παρουσιάζει κυκλικότητα, χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αγορά των bulk carriers , στην οποία τα ναύλα ήταν υψηλά τα τελευταία χρόνια και παρουσίασαν μεγάλη πτώση το έτος 2009. Σε ένα τόσο ευμετάβλητο κλάδο, η εφαρμογή μοντέλων καθίσταται δυσχερής. Στην παρούσα εργασία επιλέχθηκαν δύο ποιοτικά μοντέλα και δύο ποσοτικά μοντέλα. Τα ποιοτικά μοντέλα είναι η s.w.o.t. analysis και η μήτρα space, ενώ τα ποσοτικά μοντέλα είναι το discounted cash flow και τα μοντέλα αποτίμησης της μετοχής. Η s.w.o.t. analysis καθώς και η μήτρα space, απεικονίζουν την κατάσταση της επιχείρησης μία δεδομένη χρονική στιγμή και αντλούν δεδομένα από το περιβάλλον στο οποίο κινείται η επιχείρηση τη χρονική στιγμή στην οποία εφαρμόζονται. Η s.w.o.t. analysis αποτελεί ένα μοντέλο το οποίο «φωτογραφίζει» την επιχείρηση παρουσιάζοντας τα μειονεκτήματα και τα προτερήματά της και είναι χρήσιμο διοικητικό εργαλείο αφού μπορεί να οδηγήσει στη λήψη αποφάσεων που μπορούν να βελτιώσουν την επιχείρηση ενισχύοντας τα ισχυρά της σημεία, περιορίζοντας τις αδυναμίες της και αξιοποιώντας τις ευκαιρίες που έχουν εντοπιστεί. Η μήτρα space λειτουργεί ως συμπληρωματικό εργαλείο για τη s.w.o.t. analysis και εμβαθύνει στο εξωτερικό

περιβάλλον στο οποίο κινείται η επιχείρηση. Στην παρούσα εργασία γίνεται μία σύντομη περιγραφή του εξωτερικού περιβάλλοντος για τα έτη 2006 – 2009(1^ο τετράμηνο), ώστε να μπορούν να εξαχθούν ασφαλέστερα συμπεράσματα καθώς και για να γίνει εμφανής ο ευμετάβλητος χαρακτήρας της αγοράς . Η εφαρμογή των μοντέλων της αποτίμησης της μετοχής έγινε με στοιχεία μέχρι τις αρχές Μαρτίου του 2009, ενώ με το μοντέλο discounted cash flow γίνεται μία εκτίμηση της παρούσας αξίας της επιχείρησης με την αναγωγή στο παρόν (έτος 2009) μελλοντικών χρηματικών ροών. Το αποτέλεσμα που προκύπτει εμφανίζει μία υψηλή παρούσα αξία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

(1). Τμήμα από άρθρο από www.wikipedia.org πρωτότυπος τίτλος άρθρου Economic model., μετάφραση, επιλογή τμημάτων του άρθρου του γράφοντος. **Βιβλιογραφία άρθρου :** William Baumol and Alan Blinder, *Economics: Principles and Policy* 2 ed., Harcourt Brace Jovanovich, Inc. 1982./ Bruce Caldwell Beyond Positivism. Revised edition, Routledge, 1991./ R. Frigg and S. Hartmann, Models in Science. Entry in the Stanford Encyclopedia of Philosophy/ R. Holcombe, Economic Models and Methodology, Greenwood Press, 1989. Defines model by analogy with maps, an idea borrowed from Baumol and Blinder. Discusses deduction within models, and logical derivation of one model from another. Chapter 9 compares the neoclassical school and the Austrian school, in particular in relation to falsifiability./ Oskar Lange The Scope and Method of Economics, Review of Economic Studies, 1945. One of the earliest studies on methodology of economics, analysing the postulate of rationality./ N. B. de Marchi and M. Blaug., Appraising Economic Theories, Edward Elgar, 1991. A series of essays and papers analysing questions about how (and whether) models and theories in economics are empirically verified and the current status of positivism in economics./ Michio Morishima, The Economic Theory of Modern Society, Cambridge University Press, 1976. A thorough discussion of many quantitative models used in modern economic theory. Also a careful discussion of aggregation./ A.W. Phillips, The Tableau Économique of a Simple Leontiev Model, Quarterly Journal of Economics, 69, 1955 pp 137-44./ Paul A. Samuelson, Foundations of Economic Analysis, 1947, Enlarged ed., 1983, Harvard University Press. This is a classic book carefully discussing comparative statics in microeconomics, though some dynamics is studied as well as some macroeconomic theory. This should not be confused with Samuelson's popular textbook., Paul A. Samuelson, "The Simple Mathematics of Income Determination," in: *Income, Employment and Public Policy; essays in honor of Alvin Hansen*, W. W. Norton, 1948./ Jan Tinbergen, Statistical Testing of Business Cycle Theories, League of Nations, 1939./ Vivian Walsh (1987). "models and theory," The New Palgrave: A Dictionary of Economics, v. 3, pp. 482-83./ H. Wold, A Study in the Analysis of Stationary Time Series,/ Almqvist and Wicksell, 1938,/ H. Wold and L. Jureen, Demand

Analysis A Study in Econometrics, 1953, David Orrell, Apollo's Arrow : The Science of Prediction and the Future of Everything, Harper Collins Canada, 2007./ H. Varian How to build a model in your spare time The author makes several unexpected suggestions: Look for a model in the real world, not in journals. Look at the literature later, not sooner./ Elmer G. Wiens: Classical & Keynesian AD-AS Model - An on-line, interactive model of the Canadian Economy. IFs Economic Sub-Model [2]: Online Global Mode

(2)Τμήμα από εργασία.Τίτλος Εργασίας:**στρατηγικός σχεδιασμός επιχειρήσεων: Μια συνθετική προσέγγιση/maritime.unipi.gr- e-class economic modeling – prof. E Thalassinos** / βιβλιογραφία εργασίας : **Παπαδάκης Βασίλης Μ.(1999)**. Στρατηγική των επιχειρήσεων : Ελληνική και διεθνής εμπειρία . Εκδόσεις Ευγ. Μπένου / **Ambrosin V**, (1998) Exploring Techniques of Analysis and Evaluation in Strategic Management. Prentice Hall / **Ansoff H**, (1979) Strategic Management McMillan London, **Boston Consulting Group**, (1970) The Product Portfolio pamphlet No 66 / , **Bowen J. T**, (1999) “Market Segmentation in Hospitality Research no Longer a Sequential Process” International Journal of Contemporary Hospitality Management 10/7 pp 289-96, / **Dyson R.G**, (1996) ed. Strategic Planning, **European Commission**, (2001) Working Together for the Future of European Tourism/ **Feurer R. and Chaharbaghi Kazen (1995)** Strategy development: Past, present and future. Management Decision Vol 6, pp11-21/ **Grant Robert M. (2003)** Strategic Planning in a turbulent environment: Evidence from the Oil majors. Strategic Management Journal vol 24, pp 491-517 / **Grant R**, (2002) Contemporary Strategy Analysis. Concepts, techniques, applications 4th ed. Blackwell Business / **Hax And Majluf N**, (1996) The Strategy Concept and Process a Pragmatic Approach. Prentice Hall / **Hill Terry and Westbrook Roy (1997)**. SWOT analysis. Its time for a product recall. Long Range Planning vol 30/ , **Hooley G .J, Saunders J.A and Piercy NF**, (1998) Marketing Strategy and Competitive Positioning Prentice Hall /**Johnson G and Scholes**, (1999) Exploring Corporate Strategy. 5th ed. Prentice Hall, **Kaplan and Norton (2001)**. *The strategy focused organisation* . *How* balanced scorecard companies thrive in the new business environment Harvard business School Press / **Lawton Thomas C.(1997)**. “The limits of price leadership: Needs –based strategy and the long term competitiveness

of Europe's low fare Airlines" .Long Range Planning Vol 32, No 6, pp573-586 / **McDonald Malcolm, (1997)** Marketing Plans How to Prepare Them: How to use them. Butterworth – Heinemann / , **Noble C.H, Sinha R.K and Kumar A, (2002)** "A Market Orientation and Alternative Strategic Orientations: A Longitudinal Assessment of Performance Implications". Journal of Marketing, pp 25-39 / **Oliver Richard W.(2000)**. "The Real-time toolbox". Journal of Business Strategy. March-April ,pp7-11 / **Orth, U.R and Tureckova J. (2002)** "Segmenting the tourism market using perceptual and attitudinal mapping". Agric. Economics, 48, No 1: pp36-48/ **Pitman Brian (2003)**. " Leading for Value". Harvard Business Review ,April / **Pitts Robert A.and Lei David (2000)**. "Strategic Management. building and Sustaining competitive advantage". South-Western College Publishing /**Porter Michael E(1987)** "From competitive advantage to corporate strategy" Harvard Business Review May- june pp43-59/**Porter M E(1991)**. "Towards a dynamic theory of strategy". Strategic Management Journal Vol. 12, 95-117/**Proctor RA and Hossard JS, (1990)** "Towards a New Model for Product Portfolio Analysis". Management Decision Vol 28 No pp 14-17 /**Proctor T, (1997)** Establishing a Strategic Direction. Q Review Management Decision V35 No 2\43-54/ **Radder L and Lanw L, (1998)** "The SPACE Matrix a Tool for Calibrating Competition" Long Range Planning Vol3, Vol4 pp 549-59 / **Ruster RT, Moonman C and Dickson P, (2002)** "Getting Return on Quality: Revenue Expansion, Cost Reduction or both". Journal Of Marketing, Pp 7-24 / **Simons Robert (2000)**. "Performance Measurement and Control. Systems for implementing strategy". Prentice Hall International. /**The GE Partfolio Matrix, (1978)** "Tool for Strategic Planning". Long Range Planning Journal , June / **Thurbin Patrick. (1998)**. "The influential strategist." Financial Times - Pitman Publishing. /**Weihrich Heinz (1999)** "Analysing the competitive advantages and disadvantages of Germany with the TOWS matrix" – An alternative to Porter" s model. Eyropean Business Review vol 99, No 1 , pp 9-22., / **Weihrich H, (1982)** "The Tows matrix: Tool for situational Analysis". Long Range Planning Vol15, No pp 54-66

- (3), (4) Τμήμα από άρθρο από www.wikipedia.org, πρωτότυπος τίτλος άρθρου S.W.O.T. Analysis. Μετάφραση, επιλογή τμημάτων του γράφοντος. Βιβλιογραφία άρθρου : [ManyWorlds.com](http://www.ManyWorlds.com): [Don't do SWOT: A Note on Marketing Planning](http://www.ManyWorlds.com) ,/Menon, A. et al. (1999). "Antecedents and Consequences of Marketing Strategy Making". *Journal of Marketing* **63**: 18–40. [doi:10.2307/1251943](https://doi.org/10.2307/1251943). /Hill, T. & R. Westbrook (1997). "SWOT Analysis: It's Time for a Product Recall". *Long Range Planning* **30** (1): 46–52. [doi:10.1016/S0024-6301\(96\)00095-7](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(96)00095-7). /J. Scott Armstrong (1982). "The Value of Formal Planning for Strategic Decisions". *Strategic Management Journal* / Brendan Kitts, Leif Edvinsson and Tord Beding (2000) Crystallizing knowledge of historical company performance into interactive, query-able 3D Landscapes <http://de.scientificcommons.org/534302> / [Armstrong. M. A](http://www.armstrongm.com) handbook of Human Resource Management Practice (10th edition) 2006, Kogan Page , London [ISBN 0-7494-4631-5](http://www.koganpage.com) / [Armstrong.M](http://www.armstrongm.com) Management Processes and Functions, 1996, London CIPD [ISBN 0-85292-438-0](http://www.cipd.co.uk) / [Armstrong.M](http://www.armstrongm.com) Management Processes and Functions, 1996, London CIPD [ISBN 0-85292-438-0](http://www.cipd.co.uk)
- (5) lecture 6-10 SWOT lectures /Economic Modelling prof E.Thalassinos/maritime.unipi.gr- e-class . Μετάφραση, επιλογή τμημάτων του γράφοντος.
- (6) www.lifestylesynthesis.gr/clients2/906_2/M4.pdf
- (7) Τμήμα από Εργασία **Τίτλος εργασίας:στρατηγικός σχεδιασμός επιχειρήσεων: Μια συνθετική προσέγγιση/maritime.unipi.gr- e-class economic modeling – prof. E Thalassinos**
- (8) **Παναγιώτης Ν. Διαμαντέας (2007)** – « Επισκόπηση και προοπτικές της Ελληνικής Ναυτιλιακής αγοράς. Εθνικό Μετσόβειο Πολυτεχνείο Σχολή Ναυπηγών ΜηχανολόγωνΜηχανικών.ΔιπλωματικήΕργασία.(σελ.30-31,σελ.35-36) (dspace.lib.ntua.gr/bitstream/123456789/1129/1/diamanteasp_shipping.pdf -)
- (9) **Δημήτριος Χ. Βανδώρος (Μ.Α.)** «Η Χρηματοδότηση της ναυτιλίας»

(10) **A.M. Γουλιέλμος (2007)** «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων. Εκδόσεις Σταμούλη.

(11) **Δημήτριος X. Βανδώρας (M.A.)** «Η Χρηματοδότηση της ναυτιλίας» σελ. 53

(12) Τμήμα από άρθρο από www.wikipedia.org /πρωτότυπος τίτλος άρθρου Bond (finance). Μετάφραση, επιλογή τμημάτων του γράφοντος. Βιβλιογραφία άρθρου : Eason, Yla (June 6, 1983). "Final Surge in Bearer Bonds" *New York Times*. / Quint, Michael (August 14, 1984). "Elements in Bearer Bond Issue". *New York Times*. no byline (July 18, 1984). "Book Entry Bonds Popular". *New York Times*. / Batten, Jonathan A.; Peter G. Szilagyi (2006-04-19). "Developing Foreign Bond Markets: The Arirang Bond Experience in Korea" (PDF). *IIS Discussion Papers* (138). Retrieved on 2007-07-06. Gwon, Yeong-seok (2006-05-24). "‘김치본드’ 내달 처음으로 선보인다 (Announcement: first 'Kimchi Bonds' next month)", The Hankyoreh. Retrieved on 2007-07-06. / Chung, Amber (2007-04-19). "BNP Paribas mulls second bond issue on offshore market", Taipei Times. Retrieved on 2007-07-04. / Areddy, James T. (2005-10-11). "Chinese Markets Take New Step With Panda Bond", The Wall Street Journal. Retrieved on 2007-07-06.

(13) **Orfanidis Alex (2004)** “ship finance” approach to the Hellenic Market. Essay/ www.martrans.org (σελ.61-63) . www.martrans.org/docs/theses/orfanidis.pdf

Μετάφραση τμήματος από τις σελίδες αυτές του γράφοντος

(14) Τμήμα από άρθρο από www.wikipedia.org /πρωτότυπος τίτλος άρθρου Stock market . Βιβλιογραφία άρθρου : {<http://seekingalpha.com/article/99256-world-equity-market-declines-25-9-trillion>} Alternative Stock Library (2008-02-14). "Japan Might Be Extremely Profitable Investment". Alternative Stock Library. Retrieved on 2008-02-25. Hagstrom, Robert G. (2001). The Essential Buffett: Timeless Principles for the New Economy. *New York: John Wiley & Sons. ISBN 0-471-22703-X*. Cutler, D. Poterba, J. & Summers, L. (1991). "Speculative dynamics". *Review of Economic Studies* **58**: 520–546. Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). "Judgement under uncertainty: heuristics and biases". *Science* **185**: 1124–1131. doi:[10.1126/science.185.4157.1124](https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124). Stephen Morris and Hyun Song Shin, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, no 3, 1999. Sergey

Perminov, Trendocracy and Stock Market Manipulations (2008, ISBN 9781435752443).
^{a b c} Shiller, Robert (2005). *Irrational Exuberance (2d ed.)*. Princeton University Press.
ISBN 0-691-12335-7.

(15) Παναγιώτης Ν. Διαμαντέας (2007) – « Επισκόπηση και προοπτικές της Ελληνικής Ναυτιλιακής αγοράς. Εθνικό Μετσόβειο Πολυτεχνείο Σχολή Ναυπηγών Μηχανολόγων Μηχανικών . Διπλωματική Εργασία. (Σελ.31-35)

(16) INTERTANKO – tanker market annual reports 2005-2007. www.itertanko.com/
αποτελεί μετάφραση τμημάτων των reports της Intertanko

(17) www.tenn.gr / λήψη πληροφοριών

(18) www.tenn.gr / λήψη πληροφοριών

(19) Tsakos Energy Navigation Ltd annual report 2008

(20) www.tenn.gr / λήψη πληροφοριών

(21) www.tenn.gr / λήψη πληροφοριών

(22) Μανώλης Ξανθάκης – Χρήστος Αλεξάκης – Χρηματοοικονομική ανάλυση
Επιχειρήσεων – εκδόσεις Σταμούλης

(23) www.tenn.gr / λήψη πληροφοριών

(24) Tsakos Energy Navigation Ltd Annual report 2008

(25) www.wikipedia.org / τμήμα από άρθρο, πρωτότυπος τίτλος άρθρου financial crisis of 2007-2009 / μετάφραση, επιλογή τμημάτων του γράφοντος / βιβλιογραφία άρθρου : *Wall Street Journal*. "TED Spread spikes in July 2007". *Wall Street Journal*. <http://www.princeton.edu/~pkrugman/ted-spread-wsj.gif/> Norris, Floyd (August 10, 2007), "A New Kind of Bank Run Tests Old Safeguards", The New York Times, <http://www.nytimes.com/2007/08/10/business/10liquidity.html>, retrieved on 2009-03-08 / Elliott, Larry (August 5, 2008), "Credit crisis - how it all began", The Guardian, <http://www.guardian.co.uk/business/2008/aug/05/northernrock.banking>, retrieved on 2009-03-08 / "3 year chart" TED spread Bloomberg.com "Investment Tools" / Goodman, Peter S. (September 26, 2008), "Credit Enters a Lockdown", The New York Times: A1, <http://www.nytimes.com/2008/09/26/business/26assess.html>, retrieved on 2009-03-08 /

Cho, David; Appelbaum, Binyamin (2008-10-07), "Unfolding Worldwide Turmoil Could Reverse Years of Prosperity", The Washington Post: A01, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/10/06/AR2008100603249.html>, retrieved on 2009-03-08 / Since 1934, FDIC has closed more than 3,500 banks. More than 82% failed during the savings-and-loan crisis (chart)."Bank on this: bank failures will rise in next year". *Associated Press*. 2008-10-05. http://biz.yahoo.com/ap/081005/shaky_banks.html?&pf=banking-budgeting. /UBS AG. "Recession". There is no alternative. Daily roundup for 2008-10-06. Retrieved 2008-10-12. 'global growth at 2.2% yoy (previously 2.8%). The IMF brands 2.5% yoy a "recession". 'global collapse is inevitable' ... 'at least two years before we can talk of a normalisation in economic activity' / UBS AG. A plan to save the world. Daily roundup for 2008-10-09. Retrieved 2008-10-13. "The actions yesterday can not stop a significant economic downturn." / UBS AG. Fears of recession loom. Daily roundup for 2008-10-09. Retrieved 2008-10-17. "short by historical standards" / UBS AG. The IMF in March, 2009 forecast that it would be the first occasion since the great depression that the world economy as a whole would contract. Be afraid. Be very afraid . Daily roundup for 2008-10-31. Retrieved 2008-11-02. "NEGATIVE growth in 2009 for the US, UK, Euro area and Canada. Japan is the fastest growing G7 economy at 0.1% growth. Global growth in 2009 forecast at 1.3%."

(26) www.tankerworld.com / λήψη πληροφοριών

(27) www.shipchartering.blogspot.com / λήψη πληροφοριών

(28) **Μανώλης Ξανθάκης – Χρήστος Αλεξιάκης** – Χρηματοοικονομική ανάλυση Επιχειρήσεων – εκδόσεις Σταμούλης

(29) Εφημερίδα το ΒΗΜΑonline Οι 10 σημαντικότεροι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες Κυριακή 19 Δεκεμβρίου 1999

(30) Οι πληροφορίες αντλήθηκαν και αποδόθηκαν –μεταφράστηκαν από το annual report to shareholders 2006 της Tsakos Energy Navigation Ltd

(31) Οι πληροφορίες αντλήθηκαν και αποδόθηκαν –μεταφράστηκαν από το annual report to shareholders 2007 της Tsakos Energy Navigation Ltd

(32) Οι πληροφορίες αντλήθηκαν και αποδόθηκαν –μεταφράστηκαν από το annual report to shareholders 2008 της Tsakos Energy Navigation Ltd

(33) Για το κομμάτι που αφορά την αποτίμηση της μετοχής χρησιμοποιήθηκε η παρακάτω βιβλιογραφία :

1. DAMODARAN, A., 1996. *Investment Valuation*. University edition. John Wiley & Sons, Inc
1. KOLB, R., 1996. *Investments*. Blackwell Publishers.
2. PENMAN, S., 2003. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 2nd ed. McGraw Hill.
3. Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5th ed.. Irwin/McGraw-Hill

(34) Τμήμα από άρθρο από www.wikipedia.org , πρωτότυπος τίτλος άρθρου Free cash flow. **Βιβλιογραφία άρθρου :** Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; Allen, Franklin (2005). *Principles of Corporate Finance* (8th edition ed.) / Boston: McGraw-Hill/Irwin. ISBN 0072957239. / Jensen, Michael C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review* **76** (2): 323–329. doi:10.2139/ssrn.99580. / Stewart, G. Bennett, III (1991). *The Quest for Value*. New York: HarperBusiness. ISBN 0887304184

(35) Για το μοντέλο Discounted cash flow χρησιμοποιήθηκε το αρχείο excel με τίτλο free cash flow valuation το οποίο λήφθηκε από το site www.exinfm.com . Αριθμός αρχείου 62 στη λίστα Το αρχείο free cash flow valuation , τροποποιήθηκε από τον γράφοντα . Τα αρχεία διανέμονται δωρεάν.

Βιβλιογραφία

Βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης -J Fred Weston , Eugene F.Brigham , εκδόσεις παπαζήση

Financial Markets & corporate strategy – Mark Grinblatt , Sheridan Titman , εκδόσεις Irwin McGraw – Hill

Επίσης στην μελέτη βοήθησε η εργασία TSAKOS ENERGY NAVIGATION INC VALUATION - Τόλης Χρήστος, Χατζοπούλου Ελένη, Καπράνη Αγγελική, Πέτρου Θεοδώρα, Σπυριδόπουλος Μιλτιάδης, Διαμαντίδης Δημήτρης, Τρέπας Μανώλης, Λύρας Γιώργος, Γεραπετρίτης Γιώργος / Πανεπιστήμιο Πειραιώς τμήμα μεταπτυχιακών σπουδών στην ναυτιλία / λήφθηκε από το site maritime.unipi.gr / πεδίο e-class

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ