

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ-MANAGEMENT ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ  
ΑΘΗΝΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΗ  
ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

ΑΛΕΞΑΚΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ / ΜΔΕ - ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ 0901

Πειραιάς 2013

***“Αποτίμηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών Ξενοδοχειακών Επιχειρήσεων με τη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας”***

**Σημαντικοί όροι:** Αξία επιχείρησης, Αξιολόγηση Εταιρικής Απόδοσης, Επενδυμένα κεφάλαια, Καθαρό Κέρδος Επιχείρησης, Λογιστική Αξία επιχείρησης, Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Πραγματική Αξία επιχείρησης.

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Στην παρούσα εργασία επιχειρείται η αποτίμηση τεσσάρων εισηγμένων εταιρειών του ξενοδοχειακού κλάδου χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Στα πρώτα κεφάλαια παρουσιάζεται η έννοιά της ως δείκτης μέτρησης της αξίας μιας επιχείρησης. Παράλληλα, σε επόμενο κεφάλαιο καταγράφονται συνοπτικά και λοιπά μέτρα εταιρικής απόδοσης, όπως δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και περιουσιακής διάρθρωσης, δείκτες ρευστότητας, δείκτες απόδοσης ή αποτελέσματος, δείκτες δραστηριότητας και δείκτες αγοραίας αξίας ή αποτίμησης. Έπειτα, γίνεται μία ανάλυση των λογιστικών μετατροπών που επιβάλλει το συγκεκριμένο μέτρο απόδοσης ενώ τέλος γίνεται η παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών των τεσσάρων εταιρειών και ο υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας αυτών.

**ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Με την ευκαιρία της ολοκλήρωσης αυτής της διπλωματικής εργασίας δράττομαι της ευκαιρίας να ευχαριστήσω κατ' αρχήν την οικογένεια μου για την στήριξη που μου παρείχε καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου όπως επίσης και τον καθηγητή μου κύριο Παναγιώτη Αρτίκη, του οποίου οι συμβουλές και η καθοδήγηση με βοήθησαν στην ολοκλήρωση της εν λόγω εργασίας.

**Πειραιάς, 21/02/2013**

**Αλεξάκης Δημήτριος**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1:</b> Υπολογισμός Επενδυμένων Κεφαλαίων .....	45
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2:</b> Υπολογισμός Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων .....	46
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 3:</b> Υπολογισμός συντελεστή ΒΕΤΑ των επιχειρήσεων .....	69
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 4:</b> Υπολογισμός ΟΠΑ για την Αστήρ Παλλάς Βουλιαγμένης Α.Ξ.Ε. ....	71
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 5:</b> Υπολογισμός ΟΠΑ για την ΓΕΚΕ Α.Ε. ....	72
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 6:</b> Υπολογισμός ΟΠΑ για την ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ....	73
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 7:</b> Υπολογισμός ΟΠΑ για την Ιονική Ξενοδοχεια και Επιχειρήσεις Α.Ε. ...	74

**ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ**

<b>Σημαντικοί όροι:</b> .....	2
<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	2
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b> .....	4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	8
1.1 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ.....	8
1.2 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	9
1.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	10
1.4 ΕΝΔΕΔΕΙΓΜΕΝΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	11
1.5 ΑΠΟ ΠΟΙΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΤΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ.....	13
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 1.....	15
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ Ο.Π.Α</b> .....	16
2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	16
2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	16
2.2.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	16
2.2.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	17
2.3 ΧΡΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	17
2.3.1 ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	18
2.3.2 ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	18
2.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ.....	19
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 2.....	21
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΛΟΙΠΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ</b> .....	22
3.1 ΛΟΙΠΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	22
3.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ.....	23
3.2.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....	23
3.2.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ.....	24
3.2.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ.....	24
3.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	24
3.3.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....	25
3.3.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	26
3.3.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	27
3.3.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΤΡΗΤΩΝ.....	27

3.3.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ.....	27
3.4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ Ή ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ.....	28
3.4.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ .....	28
3.4.2 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	29
3.4.3 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ.....	29
3.4.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ .....	29
3.5 ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ .....	30
3.5.1 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ .....	30
3.5.2 ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ .....	31
3.5.3 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ .....	31
3.5.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ .....	31
3.5.5 ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ .....	31
3.5.6 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΠΑΓΙΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ .....	32
3.5.7 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ .....	32
3.6 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΓΟΡΑΙΑΣ ΑΞΙΑΣ Ή ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	32
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 3 .....	33
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ .....</b>	<b>34</b>
4.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ .....	34
4.2 Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ .....	34
4.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ .....	34
4.4 ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ .....	36
4.5 ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΙ ΦΟΡΟΙ.....	37
4.6 ΥΠΕΡΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΑΠΟ ΕΞΑΓΟΡΑ .....	38
4.7 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ .....	38
4.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	39
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 4 .....	40
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ Ο.Π.Α. ....</b>	<b>41</b>
5.1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ .....	41
5.2 Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	43
5.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	43
5.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	44
5.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ .....	45
5.6 ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ .....	46
5.7 ΕΦΑΡΜΟΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ .....	47
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 5 .....	48

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ</b> .....	49
6.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	49
6.2 ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ .....	49
6.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ .....	52
6.4 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ .....	55
6.5 Η ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ ΣΤΟΝ ΤΟΥΡΙΣΜΟ .....	56
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 6 .....	57
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΛΑΔΟΥ</b> .....	58
7.1 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε. ....	58
7.2 ΓΕΚΕ Α.Ε. ....	60
7.3 ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε. ....	60
7.4 ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ .....	63
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 7 .....	65
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ Ο.Π.Α</b> .....	67
8.1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ .....	67
8.1.1 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ .....	68
8.1.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε. ....	70
8.1.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΓΕΚΕ Α.Ε. ....	71
8.1.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ....	72
8.1.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε. ....	73
8.2 ΣΥΝΟΨΗ .....	74
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 8 .....	77
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b> .....	78

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Οι στόχοι της παρούσας εργασίας είναι οι εξής: στο πρώτο σκέλος (κεφάλαια 2 έως 6) θα παρουσιαστούν τα σημαντικότερα μέτρα εταιρικής απόδοσης. Θα συγκριθούν τα παραδοσιακά μέτρα εταιρικής απόδοσης με τη σύγχρονη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Θα ακολουθήσει λεπτομερής ανάλυση των σημαντικότερων λογιστικών προσαρμογών, οι οποίες είναι απαραίτητες ώστε να αντικατοπτριστεί η πραγματική αξία της επιχείρησης. Αφού γίνει ενδελεχής ανάλυση του θεωρητικού πλαισίου της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, στο δεύτερο σκέλος θα υπολογιστεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία για τις τέσσερις εταιρίες του κλάδου των ξενοδοχείων. Τέλος, στο τελευταίο μέρος της εργασίας θα εξεταστούν τα συμπεράσματα και οι προτάσεις. Συγκεκριμένα:

Στο κεφάλαιο 2 θα παρουσιαστεί το θεωρητικό πλαίσιο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και η εξέλιξη της έννοιας τον τελευταίο αιώνα. Εν συνεχεία, θα καταμετρηθούν οι σημαντικότερες χρήσεις της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, έτσι όπως αυτή προσδιορίστηκε από την εταιρία συμβούλων **“Stern Stewart & Company”**.

Στο κεφάλαιο 3 θα γίνει παρουσίαση των σημαντικότερων μέτρων αξιολόγησης της πορείας μιας επιχείρησης πριν από τη δημιουργία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (**Economic Value Added**). Τα μέτρα αξιολόγησης θα χωριστούν σε δύο κατηγορίες. Στα μέτρα που είναι βασισμένα στο λογιστικό κέρδος και στα μέτρα που βασίζονται στο οικονομικό κέρδος ενώ παράλληλα θα διαφανούν τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα και οι σημαντικότερες αδυναμίες της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

Στο κεφάλαιο 4 αναλύονται οι κυριότερες λογιστικές προσαρμογές με σκοπό το αποτέλεσμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας να ανταποκρίνεται καλύτερα στην πραγματική αξία της επιχείρησης. Στόχος είναι να συνδυαστούν οι προσαρμογές που προτείνει η **“Stern Stewart & Company”** με την ελληνική πραγματικότητα.



Η ποσοτικοποίηση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας αναλύεται στο κεφάλαιο 5. Συγκεκριμένα, αναφέρονται όλα τα μεγέθη που πρέπει να είναι γνωστά ώστε να υπολογιστεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία και τελικά να αξιολογηθεί η πορεία μιας επιχείρησης. Αυτή η προσπάθεια θα βασιστεί στις λογιστικές προσαρμογές που προτείνονται στο κεφάλαιο 4.

Στο κεφάλαιο 6 θα γίνει παρουσίαση του κλάδου των ξενοδοχείων στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία, ενώ στο κεφάλαιο 7 θα γίνει παρουσίαση των βασικότερων στοιχείων για τις εταιρίες του δείγματος της εργασίας. Το δείγμα μας θα είναι οι τέσσερις προαναφερθείσες εταιρίες από το κλάδο των ξενοδοχείων.

Ο υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας για τις επιχειρήσεις και η σύνοψη της μελέτης θα είναι το αντικείμενο που θα εξεταστεί στο κεφάλαιο 8.

## **1.2 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Οι οικονομικοί στόχοι των επιχειρήσεων, κατά ένα μεγάλο ποσοστό, εκφράζονται μέσα από μια σειρά μέτρων. Τα στρατηγικά σχέδια κυρίως βασίζονται στην αύξηση των κερδών ή του μεριδίου αγοράς. Οι επιχειρήσεις μπορούν να αξιολογήσουν τα μεμονωμένα προϊόντα ή τις γραμμές παραγωγής τους βάσει των ακαθάριστων περιθωρίων ή των ταμειακών ροών. Επιπλέον, το κόστος του κεφαλαίου που απαιτήθηκε για την επένδυση σπάνια λαμβάνεται υπόψη στα περισσότερα μέτρα που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των επενδύσεων. Για όλους τους παραπάνω λόγους, έχει επικρατήσει η άποψη από τα ανώτερα στελέχη πως η αγορά ενδιαφέρεται μόνο για τα άμεσα κέρδη, αν και δεν αποδεικνύεται πουθενά πως η επιτυχία μιας διοίκησης φαίνεται από τα κέρδη που παρουσιάζονται στις λογιστικές καταστάσεις.

Το βασικότερο όλων όμως είναι πως η αύξηση κερδών στηρίζεται στην υπερεπένδυση σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο ωρίμανσης και όχι σε εταιρίες αστέρια. Το παράδοξο βέβαια είναι πως αρκετά συχνά τα ανώτερα εταιρικά στελέχη πληρώνονται για αυτό το σκοπό ενώ και οι ίδιοι οι ιδιοκτήτες αδιαφορούν άθελά τους για τη δημιουργία αξίας που ίσως αποτελεί το βασικότερο αξίωμα της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Αποτέλεσμα όλων αυτών είναι πολύ συχνά η αξία να καταστρέφεται.

Ένας μεγάλος αριθμός χρηματοοικονομικών δεικτών που βασίζονται μόνο στα λογιστικά κέρδη έχουν υιοθετηθεί τα τελευταία χρόνια από τα στελέχη, όπως η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (**Return On Equity**), η Αποδοτικότητα του συνόλου των κεφαλαίων (**Return On Assets**), κέρδη ανά μετοχή και άλλα. Αν και οι υπερασπιστές ενός ιδιαίτερου μέτρου βεβαιώνουν την ανωτερότητά του, όλοι οι δείκτες οργανώνονται γύρω από τον ίδιο σκοπό. Κανένας όμως δεν λαμβάνει

υπόψη το κόστος κεφαλαίων τόσο των ξένων όσο και των ιδίων. Τα θεωρούν ουσιαστικά «Δωρεάν». Έτσι, δυο επιχειρήσεις που εμφανίζουν την ίδια κερδοφορία με τα παραπάνω μέτρα αποδοτικότητας θεωρούνται εξίσου επιτυχημένες, αδιαφορώντας για το εάν το κόστος κεφαλαίου που επενδύθηκε στη μία είναι κατά πολύ μεγαλύτερο από την άλλη.

Οι τιμές των μετοχών, άρα και η αξία μιας επιχείρησης, καθορίζονται πραγματικά (για τις ώριμες αγορές) από τα μετρητά που δημιουργούνται από τα επενδυμένα κεφάλαια λαμβανομένου του κινδύνου που εμπεριέχουν και του χρόνου πραγματοποίησης της επένδυσης. Η αγορά δεν αναζητά λογιστικά κέρδη σήμερα, αλλά δημιουργία αξίας. Το ερώτημα που τίθεται λοιπόν είναι πώς μπορούν οι παρούσες αξίες ροών, οι οποίες είναι αληθινά η καρδιά της χρηματοοικονομικής αξιολόγησης, να γίνουν ο σωστός οδηγός για το χρηματοοικονομικό σύστημα διαχείρισης. Η απάντηση είναι αρκετά απλή, βάσει της αμερικάνικης εταιρίας συμβούλων **Stern Stewart & Company**, και λέγεται Οικονομική Προστιθέμενη Αξία με βασικό σκεπτικό ότι το κέρδος μιας επένδυσης είναι το χρηματικό ποσό που δημιουργείται πάνω από το κόστος της επένδυσης. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία αποτρέπει τους διευθυντές από τη σκέψη ότι το κεφάλαιο είναι ελεύθερο (είτε ίδιο είτε ξένο). Στο κεφάλαιο 2 γίνεται αναλυτική παρουσίαση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

### **1.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Το θεωρητικό πλαίσιο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας στην εν λόγω εργασία βασίστηκε κυρίως στη βιβλιογραφία. Αν και η έννοια της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξία έχει τις ρίζες της πίσω στο 1890 και στον **Alfred Marshall**,

εντούτοις τα τελευταία χρόνια η εταιρία συμβούλων **“Stern Stewart & Company”** χρησιμοποίησε τον όρο και αποσαφήνισε την όλη θεωρία. Για αυτόν το λόγο υπάρχει μόνο ξένη βιβλιογραφία η οποία φυσικά είναι βασισμένη κυρίως στα Αμερικάνικα λογιστικά πρότυπα.

Για την παρουσίαση των απαραίτητων λογιστικών μετατροπών (κεφάλαιο 4) σύμφωνα με την ελληνική πραγματικότητα έγινε συνδυασμός της ξένης βιβλιογραφίας και προσεκτικής μελέτης του Ελληνικού Λογιστικού Σχεδίου. Οι μετατροπές που παρουσιάζονται έχουν ως στόχο να καλύψουν τα κενά από το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο. Η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών

Για την εφαρμογή της θεωρίας της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας στην πράξη επιλέχθηκε ο κλάδος των ξενοδοχείων εισηγμένων στο Χ.Α., ένας παραδοσιακά διαχρονικός και σημαντικός κλάδος για την ελληνική οικονομία, ο οποίος είναι ίσως ο ιδανικότερος για την καταρχήν αξιολόγηση των εταιριών με τη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Πιο συγκεκριμένα από τον ξενοδοχειακό κλάδο οι προς μελέτη επιχειρήσεις είναι οι εξής:

- Η εταιρία **ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.**
- Η εταιρία **ΓΕΚΕ Α.Ε.**
- Η εταιρία **ΙΟΝΙΚΗ ξενοδοχειακές επιχειρήσεις**
- Η εταιρία **ΛΑΜΨΑ Α.Ε.**

#### **1.4 ΕΝΔΕΔΕΙΓΜΕΝΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Τα χαρακτηριστικά που καθιστούν την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία τον ενδεδειγμένο δείκτη μέτρησης της απόδοσης σε μια επιχείρηση είναι τα εξής:

- **Οι λογιστικοί και οικονομικοί δείκτες μέτρησης της απόδοσης της επιχείρησης οι οποίοι είτε εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη και τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, που είναι στοιχεία που μπορούν να χειραγωγηθούν από τη Διοίκηση της επιχείρησης, είτε εξαρτώνται από την αγοραία τιμή της μετοχής, η οποία μπορεί να επηρεάζεται**

από παράγοντες που είναι άσχετοι με την απόδοση της εταιρίας. Η οικονομική προστιθέμενη αξία, στηριζόμενη στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων, δεν εξαρτάται από την αγορά ενώ δεν επηρεάζεται και από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης.

- Η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να μετρηθεί για κάθε επίπεδο και κάθε οντότητα της επιχείρησης, όπως τμήματα, θυγατρικές, γεωγραφική περιοχή, μάρκα, προϊόν κ.λπ. με εξαίρεση ορισμένους δείκτες, όπως η αγοραία προστιθέμενη αξία που εξαρτάται από τις αγοραίες τιμές της μετοχής και κατά συνέπεια μπορεί να υπολογισθεί μόνο για τα τμήματα (όπως για θυγατρικές) της επιχείρησης που διαπραγματεύονται σε αγορά κεφαλαίου. Παράλληλα, αθροίζοντας τις ΟΠΑ των επιμέρους στοιχείων, προκύπτει η ΟΠΑ του συνόλου. Έτσι, αν υπολογισθούν οι ΟΠΑ για κάθε γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, μπορεί να προκύψει η ΟΠΑ ολόκληρης της επιχείρησης.
- Η οικονομική προστιθέμενη αξία στηρίζεται στο οικονομικό και όχι στο λογιστικό κέρδος, που σημαίνει πως λαμβάνει υπόψη και το κόστος που έχουν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.
- Η αξία της επιχείρησης βασίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών και με τη μέθοδο αυτή οι αναλυτές και οι αγορές στηρίζονται για να υπολογίσουν την εσωτερική αξία της επιχείρησης. Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι απόλυτα συμβατή με τα αποτελέσματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών και δίνουν ακριβώς την ίδια αξία για την επιχείρηση.
- Η ισοδυναμία της μεθόδου της προεξόφλησης ταμειακών ροών με την προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι πάρα πολύ σημαντική διότι δείχνει ακριβώς πως ο δείκτης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας βρίσκεται σε απόλυτη ευθυγράμμιση με την αξία της επιχείρησης, με αποτέλεσμα κατά τον υπολογισμό του να εξάγεται

*και η αξία που παρήχθη από την επιχείρηση στη διάρκεια της οικονομικής χρήσης.*

- *Η συμβατότητα των δύο δεικτών με την αξία της επιχείρησης έρχεται σε αντίθεση με την μέτρηση της απόδοσης της επιχείρησης διότι σε αυτήν την περίπτωση ενδείκνυται η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας καθώς η ελεύθερη ταμειακή ροή μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί από τη Διοίκηση της επιχείρησης. Αρκεί η αναβολή μιας επένδυσης, ώστε να μην πραγματοποιηθεί ταμειακή εκροή και κατά συνέπεια να εμφανισθεί βελτιωμένη η απόδοση της επιχείρησης.*

### **1.5 ΑΠΟ ΠΟΙΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΤΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

Βασικό πλεονέκτημα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας αποτελεί ο εντοπισμός των κύριων οδηγών αξίας σε μία επιχείρηση, χωρίς ιδιαίτερη χρήση των μαθηματικών, με αποτέλεσμα να θεωρείται ένα σημαντικό μέγεθος αποτίμησης της παραγόμενης αξίας από την επιχείρηση. Έτσι, αν τα στελέχη εστιάσουν τη προσοχή τους στους παράγοντες που προσδιορίζουν τους οδηγούς αξίας, εξασφαλίζουν πως μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Οι οδηγοί αξίας είναι:

- *Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, των κερδών και του λειτουργικού ενεργητικού.*
- *Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)*
- *Το κόστος κεφαλαίου (WACC)*

Από τα παραπάνω εξάγεται το συμπέρασμα πως αν μια επιχείρηση για κάθε ευρώ που έχει επενδύσει κερδίζει υψηλότερο κέρδος, θα αξίζει περισσότερο από κάποια άλλη με μικρότερη απόδοση. Αντίστοιχα, μια εταιρία με μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης θα αξίζει λιγότερο από κάποια άλλη με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης (βασική προϋπόθεση αποτελεί οι εταιρίες να έχουν ίδιο πριμ **(ROIC - WACC)** το οποίο είναι μεγαλύτερο του μηδενός).

Εν κατακλείδι, οι παράγοντες που καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης είναι η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου) και ο ρυθμός ανάπτυξης. Για να αυξηθεί λοιπόν ο πλούτος των μετόχων, η διοίκηση μιας επιχείρησης πρέπει να κάνει τα ακόλουθα:

- *Να αυξήσει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της.*
- *Να μειώσει το κόστος του κεφαλαίου της.*
- *Να διασφαλίσει την μεγαλύτερη απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου της.*
- *Να αυξάνει τον ρυθμό ανάπτυξης της μόνο όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου. Στην αντίθετη περίπτωση, η αύξηση των μεγεθών θα καταστρέφει τον πλούτο των μετόχων.*

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 1**

**ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Joel M Stern & John S Shiely 2001 **The EVA Challenge**,
- Stewart, G. Bennett . 1991 **The Quest for Value**,

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ Ο.Π.Α

### 2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η ουσία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας εκφράζεται για πρώτη φορά από τον βρετανό οικονομολόγο *Alfred Marshall* με την ακόλουθη δήλωση:

*What remains of his profits after deducting interest on his capital at the current rate may be called his earnings of undertaking or management [1890, p. 142].*

Σύμφωνα με τον Marshall, την έννοια του οικονομικού κέρδους αποτελεί η διαφορά των εσόδων και των γενικών δαπανών. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία μπορεί να ερμηνευθεί ως το υπολειμματικό εισόδημα αφού συμπεριλάβουμε τα κεφάλαια που θα δοθούν στους δανειστές και στους ιδιοκτήτες της εταιρίας (*Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004*). Άρα η ΟΠΑ, σαν έννοια, προϋπάρχει εδώ και 115 χρόνια. Μόλις το 1982 η εταιρία συμβούλων *Stern Stewart & Company* παρουσίασε την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία κατέχοντας από τότε και τα πνευματικά δικαιώματα της ΟΠΑ.

### 2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Σύμφωνα με την *Stern Stewart & Company* η EVA ορίζεται ως η διαφορά των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων και του συνολικού κεφαλαιακού κόστους της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα υπάρχουν δύο τρόποι να οριστεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία: ο λογιστικός και ο χρηματοοικονομικός.

#### 2.2.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Από λογιστικής πλευράς, η EVA είναι απλά το καθαρό λειτουργούν κέρδος μετά από τους φόρους μείον το κόστος κεφαλαίου:

$$EVA = NOPAT - WACC \times Ke$$

Όπου WACC είναι το σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου από την εταιρική χρηματοδότηση, το *Ke* δείχνει το ποσό καθαρού επενδυμένου κεφαλαίου και το



NORPAT δείχνει το καθαρό λειτουργικό κέρδος προ φόρων (***Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004***).

Πιο απλά, η EVA είναι το καθαρό λειτουργικό κέρδος μείον της κατάλληλης εκείνης δαπάνης για το κόστος ευκαιρίας όλου του κεφαλαίου που επενδύεται σε μια επιχείρηση. Υπό αυτήν τη μορφή, η EVA είναι το ποσό που υπερβαίνει το ελάχιστο ποσό που οι μέτοχοι και οι δανειστές θα μπορούσαν να πάρουν από μια επένδυση σε άλλους τίτλους συγκρίσιμου κινδύνου. Όταν το EVA είναι θετικό έχουμε δημιουργία αξίας και όταν το EVA είναι αρνητικό απορρίπτουμε την επένδυση (μείωση αξίας).

### **2.2.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η χρηματοοικονομική ερμηνεία της EVA για τους αναλυτές και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Εν γένει, η EVA συσχετίζεται άμεσα με τη δημιουργία πλούτου μέσω της καθαρής παρούσας αξίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η καθαρή παρούσα αξία (ή MVA, για την προστιθέμενη αγοραία αξία,) μπορεί να εκφραστεί ως παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών EVA:

***NPV = MVA = Παρούσα αξία της αναμενόμενης EVA (Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004)***

### **2.3 ΧΡΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Πρώτη φορά χρησιμοποιήθηκε η ΟΠΑ το 1982 από τη ***Stern Stewart & Company*** ως συμβουλευτικό μέσο για τις επιχειρήσεις πελάτες της, για αυτό και έχει κατοχυρώσει τα πνευματικά δικαιώματα του όρου ΟΠΑ. Έκτοτε, πολλές επιχειρήσεις έχουν υιοθετήσει την προσέγγιση της ΟΠΑ, που αναφέρεται στο γεγονός πως μια επιχείρηση δεν είναι αληθινά κερδοφόρα εκτός αν η, μετά τη φορολόγηση, εισροή της στο κεφάλαιο είναι μεγαλύτερη από το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου (***WACC***). Σήμερα η διάκριση μπορεί να γίνει ανάμεσα σε δύο βασικές χρήσεις της ΟΠΑ την ***εσωτερική*** και την ***εξωτερική***. Οι διευθυντές χρησιμοποιούν την ΟΠΑ εσωτερικά ως ένα εργαλείο λήψης αποφάσεων, ενώ η εξωτερική χρήση γίνεται από τους οικονομικούς αναλυτές και επενδυτές που

χρησιμοποιούν την ΟΠΑ για να λάβουν τις αποφάσεις τοποθέτησης ή μη κεφαλαίων σε μία εταιρία.

### **2.3.1 ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Σαν διοικητικό εργαλείο, σκοπό έχει η ΟΠΑ να πείσει τους διευθυντές να συμπεριφερθούν σαν να ήταν ιδιοκτήτες. Η παρότρυνση των εργαζομένων που ενδιαφέρονται για την παραγωγή αξίας με παροχή οικονομικών κινήτρων, αποτελεί ένα σημαντικό συστατικό επιτυχίας της μεθόδου. Η χορήγηση μετοχών της εταιρίας αποτελεί έναν ακόμα ικανό τρόπο για να μπορέσουν κυρίως οι υπάλληλοι να αισθανθούν πιο κοντά στην επιχείρηση και να δημιουργήσουν αξία (**Lefkowitz 1999 σελ 7**).

Απώτερος σκοπός της εφαρμογής της ΟΠΑ είναι να κάνει όλους τους εργαζόμενους μιας επιχείρησης, να ενεργήσουν προς όφελος της ίδιας της επιχείρησης και όχι τόσο για προσωπικό τους όφελος. Η σύγκρουση συμφερόντων μπορεί να απαλειφθεί μόνο αν οι ιδιοκτήτες δώσουν την δυνατότητα στους διευθυντές να αισθανθούν ως ιδιοκτήτες και όταν τα επιδόματα που δίνονται είναι σύμφωνα μόνο με τη δημιουργία αξίας (**Stewart.1991σελ.12**). Αυτή η φιλοσοφία έρχεται να διορθώσει τις εσφαλμένες αποφάσεις που έπαιρναν τα τελευταία χρόνια ανώτερα διοικητικά στελέχη, που ενδιαφέρονταν μόνο για την αύξηση του κύκλου εργασιών και των λογιστικών κερδών. Ενέργεια που δεν οδηγεί πάντα μια επιχείρηση στην επιτυχία.

### **2.3.2 ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Η εξωτερική χρήση της ΟΠΑ έγκειται στην σωστή αξιολόγηση της αξίας μιας επιχείρησης. Τα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης είναι επιρρεπή στις διαστρεβλώσεις που δημιουργούνται από τον νομοθέτη και από τα ανώτερα στελέχη, και μπορούν πολύ εύκολα να κρύψουν την πραγματικότητα μέσω κάποιων μικρών αλλά σημαντικών αλλαγών (**Lefkowitz 1999 σελ 9**).

Οι επενδυτές και οι αναλυτές, μέσω της σύγκρισης εταιριών στη βάση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, μπορούν να «αποφύγουν» εταιρίες που μειώνουν αξία και να επενδύσουν τα χρήματά τους σε εταιρίες με ελπιδοφόρο μέλλον. Η μέθοδος της ΟΠΑ έχει το πλεονέκτημα ότι αποβλέπει σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα σε σύγκριση με το βραχυπρόθεσμο ορίζοντα των υπολοίπων μεθόδων (**E/S, ROI**).

Η «κύρια» δαπάνη είναι η πιο διακριτική και σημαντική πτυχή της ΟΠΑ. Λογιστικά οι περισσότερες επιχειρήσεις εμφανίζονται κερδοφόρες αλλά πολλές δεν είναι στην πραγματικότητα. Ο **Peter Drucker** έθεσε το θέμα ως εξής:

***Έως ότου επιστραφεί σε μια επιχείρηση ένα κέρδος που είναι μεγαλύτερο από το κόστος κεφαλαίου του, λειτουργεί με απώλεια. Μην απασχολήστε ποτέ με ότι πληρώνει τους φόρους σαν να είναι ένα γνήσιο κέρδος. Η επιχείρηση επιστρέφει ακόμα λιγότερο στην οικονομία και καταβροχθίζει τους πόρους. Μέχρι τότε δεν δημιουργεί πλούτο αλλά τον καταστρέφει.***

Η ΟΠΑ διορθώνει αυτό το λάθος και αναγνωρίζει ότι όταν χρησιμοποιούν οι διευθυντές το κεφάλαιο πρέπει να πληρώσουν μια αμοιβή. Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι είναι αυτοί που καθορίζουν το κέρδος της επιχείρησης. Εάν οι μέτοχοι αναμένουν, για παράδειγμα, μια επιστροφή 10% στην επένδυσή τους, θα "βγάλουν τα χρήματα" μόνο μέχρι το σημείο που το μερίδιο μετά τη φορολόγηση λειτουργικών κερδών τους υπερβαίνει 10% του κεφαλαίου που επένδυσαν.

Η **Stern Stewart & Company** ανέπτυξε την μεθοδολογία της EVA για να βοηθήσει τους διευθυντές να ενσωματώσουν δύο βασικές αρχές της χρηματοδότησης στη λήψη απόφασής τους.

- Η πρώτη είναι ότι ο αρχικός οικονομικός στόχος οποιασδήποτε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων του,
- Η δεύτερη είναι ότι η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από το βαθμό στον οποίο οι επενδυτές αναμένουν τα μελλοντικά κέρδη να υπερβούν και όχι να υποληφθούν του κόστους του κεφαλαίου.

## **2.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι:

- ***Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, κερδών και λειτουργικού ενεργητικού,***
- ***Τα επενδυμένα κεφάλαια,***
- ***Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου,***

- ***Το κόστος κεφαλαίου.***

Προφανώς, μια επιχείρηση που αποδίδει υψηλότερο κέρδος σε κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί σε αυτή, θα αξίζει περισσότερο από κάποια άλλη μικρότερης απόδοσης. Αντίστοιχα, μια εταιρία με μικρούς ρυθμούς κερδοφορίας θα αξίζει λιγότερο από κάποια άλλη με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης.

Εάν μια επιχείρηση επιλέξει να εφαρμόσει την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία πρέπει η λήψη αποφάσεων να βασίζεται πρωταρχικά στη δημιουργία αξίας. Για να αυξηθεί λοιπόν ο πλούτος των μετοχών, η διοίκηση μιας επιχείρησης πρέπει να κάνει τα ακόλουθα:

- ***Να αυξήσει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της.***
- ***Να εξασφαλίζει πως η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της, είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της.***
- ***Να αυξάνει τον ρυθμό ανάπτυξης της μόνο όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου. Στην αντίθετη περίπτωση, η αύξηση των μεγεθών θα καταστρέφει τον πλούτο των μετόχων.***
- ***Να μειώσει το κόστος του κεφαλαίου της.***

*(Κελεπούρης 2005 σελ78)*

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 2**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Κελεπούρης Ευθύμιος Διπλωματική Εργασία 2005 **Διοίκηση Επιχειρήσεων με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία,**

### **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Stewart, G. Bennett . 1991 **The Quest for Value,**

### **ΑΡΘΡΑ**

- Scott Devin Lefkowitz 1999. **Correlation between economic value added and the market value of companies,**
- Euromoney Institutional Investor PLC Summer 2004,

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΛΟΙΠΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

### 3.1 ΛΟΙΠΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελούν μια αποτελεσματική μέθοδο έτσι ώστε ένας μεγάλος αριθμός χρηματοοικονομικών δεδομένων να αξιολογηθεί με στόχο να συγκριθούν οι επιδόσεις των επιχειρήσεων.

Οι αναλυτές και οι επενδυτές χρησιμοποιούν τους δείκτες με απώτερο σκοπό την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής δομής, της ρευστότητας, της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων.

Επομένως, τα ποσά που επενδύονται στα διάφορα στοιχεία του ισολογισμού ενδεχομένως να μεταβάλλονται, με τις σχέσεις όμως μεταξύ των διαφόρων ομάδων περιουσιακών στοιχείων και στοιχείων του παθητικού να πρέπει να παραμείνουν σταθερές ως ένα σημείο, έτσι ώστε σε περίπτωση αλλαγών στις παραπάνω σχέσεις, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες να δίνουν στον εκάστοτε ενδιαφερόμενο την απαιτούμενη πληροφόρηση.

Για να αναλυθούν οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, χρησιμοποιούνται τέσσερις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

- ***Τα αποτελέσματα χρήσεως***
- ***Ο ισολογισμός***
- ***Η κατάσταση μεταβολών χρηματοοικονομικής θέσης***
- ***Η κατάσταση των αποθεμάτων***

Ουσιαστικά, η χρηματοοικονομική ανάλυση εξυπηρετεί στον προσδιορισμό των δυνάμεων και αδυναμιών της επιχείρησης και βοηθά στο να διαπιστωθεί σε τι βαθμό μια επιχείρηση είναι χρηματοοικονομικά ισχυρή και κερδοφόρα συγκριτικά με άλλες επιχειρήσεις του χώρου της και κατά πόσο διαχρονικά βελτιώνεται ή επιδεινώνεται η χρηματοοικονομική της θέση.

Παράλληλα, οι επενδυτές εκμεταλλεύονται αυτές τις πληροφορίες για να μπορέσουν να εκτιμήσουν τις μελλοντικές χρηματικές ροές της επιχείρησης αλλά και τους αντίστοιχους κίνδυνους που εγκυμονούν αυτές.

**Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες διακρίνονται σε πέντε κατηγορίες.**

- **Δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και περιουσιακής διάρθρωσης.**
- **Δείκτες ρευστότητας**
- **Δείκτες απόδοσης ή αποτελέσματος**
- **Δείκτες δραστηριότητας**
- **Δείκτες αγοραίας αξίας ή αποτίμησης.**

### **3.2 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ**

Ο σκοπός ύπαρξης αυτών των δεικτών είναι η μέτρηση του βαθμού της χρηματοδότησης της επιχείρησης με ξένα κεφάλαια. Έτσι, η διοίκηση και οι δανειστές της επιχείρησης μπορούν να έχουν την απαραίτητη πληροφόρηση για να εξακριβώσουν το περιθώριο ασφάλειας που παρέχεται από το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

**Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι:**

- **Δείκτης συνολικού μακροπρόθεσμου χρέους**
- **Δείκτης παγιοποίησης της περιουσίας**
- **Δείκτης κάλυψης τόκων.**

#### **3.2.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΥ ΧΡΕΟΥΣ**

Βασικός τρόπος μέτρησης του δείκτη συνολικού μακροπρόθεσμου χρέους είναι ο λόγος του μακροπρόθεσμου χρέους προς το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων της. Εναλλακτικά, μπορεί να ορισθεί και σε όρους χρέους προς ίδια κεφάλαια. Τέλος, το χρέος μπορεί να υπολογισθεί και με τέτοιο τρόπο που να περιλαμβάνει όλα τα ξένα κεφάλαια.

Στην περίπτωση που η αναλογία χρέους είναι μεγαλύτερη της μονάδας η επιχείρηση έχει περισσότερο χρέος από τα κεφάλαια της, ενώ μια αναλογία χρέους μικρότερη της μονάδας δείχνει ότι μια επιχείρηση έχει περισσότερα κεφάλαια από το χρέος. Χρησιμοποιημένη σε συνδυασμό με άλλα μέτρα της οικονομικής υγείας της επιχείρησης, ο δείκτης μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να καθορίσουν το επίπεδο του κινδύνου μιας επιχείρησης.

### **3.2.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ**

Ο λόγος της αξίας των παγίων προς την συνολική αξία του ενεργητικού της επιχείρησης εκφράζει αυτόν τον δείκτη και ανάλογα με την τιμή του υπάρχει η εξής διάκριση των επιχειρήσεων σε :

- *Έντασης παγίων περιουσιακών στοιχείων*
- *Έντασης κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων*

### **3.2.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ**

Ο δείκτης αυτός εμφανίζει σε τι βαθμό οι τόκοι καλύπτονται από το άθροισμα των κερδών της επιχείρησης προ φόρων και τόκων και των αποσβέσεων. Άρα, παρέχεται η πληροφόρηση σχετικά με το κατά πόσο είναι σε θέση η επιχείρηση να εξοφλεί τους χρεωστικούς της τόκους από τους χρηματοοικονομικούς πόρους που δημιουργούνται από την οικονομική της δραστηριότητα. Βέβαια, ο δείκτης δεν δίνει πλήρως όλη την απαιτούμενη πληροφόρηση καθώς θα έπρεπε να υπολογιστούν και άλλες πληρωμές της επιχείρησης, όπως τα ενοίκια και τα μισθώματα.

### **3.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Η ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταπεξέρχεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της παρουσιάζεται μέσα από αυτούς τους δείκτες. Η χρηματοοικονομική θέση μιας επιχείρησης θεωρείται ισχυρή, όταν :



- Έχει την δυνατότητα να εξοφλεί τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της και να καταβάλλει τους τρέχοντες τόκους και μερίσματα που οφείλει.
- Διατηρεί συνθήκες χρηματοοικονομικής διαχείρισης που της εξασφαλίζουν ευνοϊκή πιστοληπτική κατάσταση.

Γενικά, όσο υψηλότερη η αξία των δεικτών αυτής της κατηγορίας, τόσο μεγαλύτερη η ασφάλεια που παρέχεται για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων χρεών. Στους δείκτες ρευστότητας περιλαμβάνονται ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας.

### **3.3.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ**

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το κεφάλαιο κίνησης ισούται με την διαφορά μεταξύ του κυκλοφοριακού ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Το κυκλοφοριακό ενεργητικό αποτελείται από τα μεν περιουσιακά στοιχεία που η επιχείρηση προβλέπει ότι θα ρευστοποιήσει και από εκείνα που έχει τη δυνατότητα να ρευστοποιήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι οι υποχρεώσεις που η επιχείρηση πρέπει να εξοφλήσει σε ένα σύντομο χρονικό διάστημα.

Συνήθως και για το κυκλοφοριακό ενεργητικό αλλά και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις λαμβάνεται σαν χρόνος το ένα έτος.

Το κεφάλαιο κίνησης, που αποτελείται από τη διαφορά των 2 παραπάνω, εμφανίζει το απόθεμα ρευστότητας της επιχείρησης και συχνά εκφράζεται ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού.

### **3.3.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Το δυνητικό απόθεμα ρευστότητας της επιχείρησης αναλύεται μέσα από το δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας. Οι τιμές του δείκτη πρέπει να είναι μεγαλύτερες της μονάδας και συγκεκριμένα όσο μεγαλύτερες της μονάδας είναι, τόσο πιο επαρκής είναι η ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Η κύρια χρήση του δείκτη είναι να αποδώσει τη δυνατότητα της επιχείρησης να αποπληρώσει τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία του παθητικού της με τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία του ενεργητικού της.

Όσο υψηλότερη η τρέχουσα αναλογία, τόσο ικανότερη η επιχείρηση να καλύπτει τις υποχρεώσεις της. Αντιθέτως, μια αναλογία κάτω της μονάδας οδηγεί στο συμπέρασμα πως η επιχείρηση ίσως δεν είναι ικανή να πληρώσει μακροχρόνια τις υποχρεώσεις της. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει απαραίτητα πως θα χρεοκοπήσει, παρά το γεγονός πως είναι ένα σημάδι απόδειξης μιας μη υγιούς οικονομικά επιχείρησης, δεδομένου ότι υπάρχουν πολλοί τρόποι για να χρηματοδοτηθεί, αλλά σίγουρα δεν είναι ένα καλό σημάδι.

Με την χρήση της τρέχουσας αναλογίας μπορεί κανείς να αποκτήσει μια αίσθηση της αποδοτικότητας του λειτουργικού κύκλου μιας επιχείρησης και της δυνατότητάς της να μετατρέψει το προϊόν που παράγει σε μετρητά. Όταν όμως υπάρχει πρόβλημα έγκαιρης είσπραξης και οι επιχειρήσεις δεν έχουν την διαπραγματευτική δύναμη να μεταφέρουν το πρόβλημά τους στους προμηθευτές τους, επιτυγχάνοντας αντίστοιχα μεγαλύτερη χρονική διάρκεια στην αποπληρωμή υποχρεώσεων, θα συναντήσουν προβλήματα ρευστότητας. Επειδή οι επιχειρηματικές λειτουργίες διαφέρουν σε κάθε βιομηχανία, είναι πάντα πιο χρήσιμο να συγκριθούν οι επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο ή με τις αντίστοιχες τιμές των κυριότερων ανταγωνιστών της επιχείρησης.

Για την καλύτερη αξιολόγηση του δείκτη πρέπει να ληφθούν υπόψη και ποιοτικής φύσης παράγοντες, όπως η σύνθεση στοιχείων που προσδιορίζουν τον δείκτη και η διάρκεια λήξης των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της επιχείρησης.

### **3.3.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι παρόμοιος με αυτόν της κυκλοφοριακής ρευστότητας με μία βασική διαφορά η οποία έγκειται στο γεγονός ότι στον δείκτη άμεσης ρευστότητας υπολογίζονται τα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού που ρευστοποιούνται ευκολότερα δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα και οι διάφορες απαιτήσεις. Ουσιαστικά, δεν υπολογίζονται τα αποθέματα λόγω της μικρότερης ταχύτητας ρευστοποίησης η οποία πιθανόν να επιφέρει και ζημίες. Και σε αυτόν τον δείκτη θα πρέπει να εμφανίζονται τιμές μεγαλύτερες την μονάδα για να θεωρείται ικανοποιητικός. Οι επιχειρήσεις που ο δείκτης τους είναι μικρότερος της μονάδας δεν μπορούν να πληρώσουν τα τρέχοντα στοιχεία του παθητικού τους και πρέπει να εξεταστούν με προσοχή.

### **3.3.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΤΡΗΤΩΝ**

Ο δείκτης μετρητών υπολογίζεται από την αναλογία μεταξύ των μετρητών και του συνόλου των κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Οι τιμές του κυμαίνονται από το μηδέν μέχρι τη μονάδα.

### **3.3.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ**

Ο δείκτης μέσης διάρκειας αποπληρωμής καθαρών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων χρησιμοποιείται στην περίπτωση που οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης είναι μεγαλύτερες από το κυκλοφοριακό ενεργητικό της και θα ήταν χρήσιμο να υπήρχε η γνώση πόσο γρήγορα μπορεί να βελτιωθεί αυτή η κατάσταση. Ο λόγος που είναι απαραίτητος ο δείκτης είναι διότι οι προαναφερθέντες δείκτες έως τώρα είναι στατικοί και δίνουν τη θέση της επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Έτσι, ο δείκτης αυτός δίνει τον αριθμό των ημερών που χρειάζεται η επιχείρηση για να αποπληρώσει τις καθαρές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, η έννοια των οποίων καθορίζεται από τη διαφορά μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και των ρευστών διαθέσιμων της επιχείρησης.

### **3.4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ Ή ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ**

Αυτή η κατηγορία δεικτών χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η αποδοτικότητα μια επιχείρησης η οποία δεν υπολογίζεται μόνο με έναν τρόπο, αλλά ποικίλει στους παρακάτω δείκτες.

- *Δείκτης περιθωρίου κέρδους*
- *Δείκτης αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων.*
- *Δείκτης αποδοτικότητας καθαρής θέσης.*
- *Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού.*

Για όλους τους παραπάνω δείκτες, στην περίπτωση που υπάρξει μια αύξηση στη τιμή της αναλογίας, η επιχείρηση χάνει ένα μεγάλο ποσοστό του εισοδήματός της στις δαπάνες. Εάν οι δείκτες αποδοτικότητας παίρνουν χαμηλότερες τιμές, τότε αυτό είναι ένα καλό σημάδι για τις τράπεζες και τους μετόχους της επιχείρησης. Επίσης, η αποδοτικότητα είναι και ένα καλό σημάδι κερδοφορίας.

#### **3.4.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ**

Υπολογίζοντας το ποσοστό του μεικτού ή καθαρού περιθωρίου κέρδους επί των πωλήσεων εξάγεται ο δείκτης του περιθωρίου κέρδους και εν συνεχεία παρέχεται η πληροφόρηση σχετικά με την αποτελεσματικότητα της δραστηριότητας της επιχείρησης και την ακολουθούμενη πολιτική τιμών. Για τον υπολογισμό του μεικτού περιθωρίου κέρδους χρησιμοποιείται η διαφορά των πωλήσεων με το κόστος πωληθέντων.

Πιο αναλυτικά, το μικό περιθώριο κέρδους είναι το ποσοστό των συνολικών εισπράξεων των πωλήσεων αφού αφαιρεθούν οι άμεσες δαπάνες που έχουν να κάνουν με την παραγωγή των αγαθών και υπηρεσιών που πωλούνται από την επιχείρηση. Όσο πιο ψηλό το ποσοστό, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσό που η επιχείρηση διατηρεί από τις πωλήσεις της για να καλύψει τις άλλες δαπάνες και τις υποχρεώσεις της. Η χρησιμότητα του αριθμοδείκτη αυτού είναι ότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, ενώ παράλληλα εμφανίζει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης και την πολιτική τιμών

της. Όσο υψηλότερος είναι ο αριθμοδείκτης μεικτού κέρδους τόσο περισσότερα είναι και τα κέρδη της επιχείρησης.

Ένας υψηλός δείκτης μεικτού κέρδους, δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να αγοράζει φθηνά και παράλληλα να πουλάει σε υψηλές τιμές. Το μέγεθος του μικτού περιθωρίου κέρδους μπορεί να ποικίλει από μια επιχείρηση σε μια άλλη ανάλογα με τον κλάδο που αυτή κινείται.

#### **3.4.2 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Ο δείκτης αυτός υπολογίζει το επιτόκιο απόδοσης των επενδυμένων στοιχείων της επιχείρησης και υποδεικνύεται από τον λόγο των κερδών προ τόκων και φόρων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

#### **3.4.3 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ**

Η καθαρή θέση της επιχείρησης αναλύεται στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μειωμένα κατά το πραγματικό παθητικό. Άρα, ο λόγος των καθαρών κερδών προς την καθαρή θέση της επιχείρησης υποδεικνύει την αποδοτικότητα της καθαρής θέσης και απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης παρέχοντας ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου.

Με άλλα λόγια, αποτελεί τον βασικό δείκτη που η διοίκηση μιας εταιρείας, σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος, τείνει να προβάλλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης διότι μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν.

Ο δείκτης υπολογίζει την απόδοση της καθαρής θέσης βάση των καθαρών κερδών της επιχείρησης. Εναλλακτικά, υπολογίζεται με βάση τα κέρδη προ τόκων και φόρων το οποίο είναι χρήσιμο σε περίπτωση συχνών μεταβολών των συντελεστών φορολογίας.

#### **3.4.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ**

Τα οφέλη του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι η μέτρηση της απόδοσης των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, η αξιολόγηση της

αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της, αποδεικνύεται η ικανότητά της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και τέλος η δυνατότητα της επιχείρησης να προσελκύει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, πριμοδοτώντας τα ανάλογα.

### **3.5 ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ**

Σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν εκείνοι οι δείκτες που μετρούν σε τι βαθμό είναι αποτελεσματική η χρήση των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και προκύπτουν από τα επίπεδα των πωλήσεων με τα επενδυμένα κεφάλαια στα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία. Επί της ουσίας, δηλαδή, φανερώνεται κατά πόσο είναι ικανή η επιχείρηση να μετατρέπει τα περιουσιακά της στοιχεία, προϊόντα και αποθέματα σε πωλήσεις και ρευστά διαθέσιμα διότι οι επιχειρήσεις καταβάλουν προσπάθεια να μετατρέψουν την παραγωγή τους σε μετρητά ή πωλήσεις το ταχύτερο δυνατό επειδή αυτό θα οδηγήσει γενικά σε υψηλότερες εισπράξεις και κέρδη. Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν οι παρακάτω δείκτες.

#### **3.5.1 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ**

Η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα των εμπορευμάτων μιας επιχείρησης μετατρέπονται σε πωλήσεις και εισπρακτέους λογαριασμούς υποδεικνύεται από το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη.

Αναλυτικά, ο δείκτης αυτός δηλώνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση, δηλαδή χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Αν κανείς θελήσει να εξακριβώσει πόσες ημέρες παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση προτού πωληθούν, δεν έχει παρά να διαιρέσει τις συνολικές ημέρες του έτους (365) με τον αριθμό αυτό.

Παράλληλα, μπορεί να ο δείκτης αυτός να γίνει πιο συγκεκριμένος και να χρησιμοποιηθεί για την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων των πρώτων υλών και υλικών. Για την καλύτερη αξιολόγηση των τιμών των παραπάνω δεικτών θα

πρέπει να γίνει σύγκριση με τους μέσους δείκτες του κλάδου ή με τους δείκτες των κυριότερων ανταγωνιστών.

### **3.5.2 ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ**

Διαιρώντας τις 365 ημέρες του έτους με τον παραπάνω αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων εξάγεται η μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων. Συγκεκριμένα, με αυτό τον δείκτη μετριέται η χρονική περίοδος που πρέπει να περιμένει η επιχείρηση για την πώληση και την αντικατάσταση των εμπορευμάτων της.

### **3.5.3 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

Ο λόγος των πωλήσεων με το μέσο ύψος των απαιτήσεων, δηλαδή των εισπρακτέων λογαριασμών, δίνει τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων.

### **3.5.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

Η παρακολούθηση της τάσης αυτού του δείκτη είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων καθώς ο συγκεκριμένος δείκτης καταδεικνύει αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες.

### **3.5.5 ΜΕΣΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

Παρόμοια με τον δείκτη μέσης διάρκειας παραμονής των αποθεμάτων υπολογίζεται και η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων. Ο χρόνος υπολογίζεται με βάση τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων, ο οποίος διαιρείται με τις 365 ημέρες του χρόνου.

**3.5.6 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΠΑΓΙΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

Η χρησιμότητα του δείκτη αυτού παρέχει την απαραίτητη πληροφόρηση στον χρηματοοικονομικό διευθυντή της επιχείρησης για την ανάληψη αναλόγων αποφάσεων που αφορούν την πραγματοποίηση νέων επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

**3.5.7 ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων υπολογίζεται από τη διαίρεση των ετήσιων πωλήσεων με το μέσο ύψος του συνόλου της περιουσίας της επιχείρησης.

**3.6 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΓΟΡΑΙΑΣ ΑΞΙΑΣ Ή ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

Οι βασικότεροι δείκτες αποτίμησης είναι οι εξής :

- *(Μέση) Αγοραία Τιμή Μετοχής / Καθαρά Κέρδη ανά Μετοχή*
- *(Μέση) Αγοραία Τιμή Μετοχής / (Μέση) Λογιστική Τιμή Μετοχής*

Τα πιο ολοκληρωμένα κριτήρια μέτρησης της επίδοσης μιας επιχείρησης αποτελούν οι δείκτες αποτίμησης διότι αντικατοπτρίζουν τη συνδυασμένη επίδραση των δεικτών μέτρησης του κινδύνου, δηλαδή των δεικτών ρευστότητας και διάρθρωσης κεφαλαίου ή μόχλευσης και των δεικτών απόδοσης, δηλαδή δραστηριότητας, αποδοτικότητας και μεγέθυνσης. Εκτενέστερα, οι δείκτες αυτοί υποδεικνύουν την αξία που προσδίδουν οι χρηματιστηριακές αγορές στη διοίκηση και στην οργάνωση της εταιρίας σαν μια ζωντανή, ενεργή οικονομική μονάδα. Κατά μια έννοια, η λογιστική αξία αντιπροσωπεύει το απολογιστικό κόστος των φυσικών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Μια εταιρία που διοικείται σωστά από μια ικανή και έμπειρη διοίκηση και που η οργάνωσή της λειτουργεί αποτελεσματικά, πρέπει να έχει αγοραία αξία μεγαλύτερη ή τουλάχιστον ίση με τη λογιστική αξία των φυσικών περιουσιακών της στοιχείων.

*( Τσακλαγκάνου Α. Αγγέλου. 1980)*



### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 3**

#### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Χρηματοοικονομική Διοίκηση Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής
- Πανεπιστήμιο Μακεδονίας: Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός Και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνηση Τόμος Α Θεσσαλονίκη
- Πανεπιστήμιο Μακεδονίας: Χρηματοοικονομική Διοίκηση Μακροχρόνιος Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός Και Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων Πάγιου Κεφαλαίου Της Επιχείρησης. Τόμος Β Θεσσαλονίκη
- Ευθυμόγλου, Πρόδρομος Γ (1999) Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως Τεύχος Α Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων Πειραιάς: Πανεπιστήμιο Πειραιά

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ

### 4.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ

Η θεωρία την οποία έχει αναπτύξει η **Stern Stewart** λέει πως για να υπολογιστεί η ΟΠΑ θα πρέπει πρώτα να γίνουν κάποιες λογιστικές προσαρμογές (στα επενδυμένα κεφάλαια και στα λειτουργικά κέρδη. Το σύνολο των λογιστικών προσαρμογών δύναται να φτάσει τις 160, όμως σκοπός του κεφαλαίου είναι να παρουσιαστούν οι πλέον απαραίτητες για την εν λόγω εργασία.

### 4.2 Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα η λειτουργική μίσθωση ορίζεται ως η μίσθωση με την οποία ουσιαστικά δε μεταβιβάζονται όλοι οι κίνδυνοι και οι ωφέλειες που έχουν να κάνουν με την κυριότητα. Σύμφωνα με το πρότυπο, από την πλευρά του μισθωτή το μίσθιο εμφανίζεται στον ισολογισμό στο λογαριασμό **εκμισθωμένα πάγια**, μαζί με τις υποχρεώσεις φέρουν αυτά. Το μίσθωμα χωρίζεται στα εξής. Τόκους, έξοδα και κεφάλαιο. Ο τόκος εγγράφεται στην **κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης** ενώ το κεφάλαιο στον ισολογισμό και ενεργεί αφαιρετικά των υποχρεώσεων που προκύπτουν από εκμισθωμένα πάγια. Από την πλευρά του εκμισθωτή το μίσθιο εμφανίζεται στον ισολογισμό ως περιουσιακό στοιχείο που προορίζεται για λειτουργική μίσθωση. Επιπλέον, ο λογαριασμός **απαιτήσεις από εκμισθωμένα πάγια** εμφανίζεται στον ισολογισμό ενώ το μίσθωμα το χωρίζουμε σε τόκους-έσοδα και σε κεφάλαιο. Ο τόκος πηγαίνει στην **κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως** και το κεφάλαιο ενεργεί αφαιρετικά του λογαριασμού **απαιτήσεις από εκμισθωμένα πάγια**. Στη λειτουργική μίσθωση οι αποσβέσεις βαραίνουν τον εκμισθωτή (**Σακέλλης 2002, σελ. 464**).

### 4.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Με βάση το ΕΓΛΣ οι έννοιες της έρευνας και της ανάπτυξης δεν ξεχωρίζονται. Αντιθέτως αυτές οι δαπάνες περιλαμβάνονται στο λογαριασμό του ισολογισμού **έξοδα ερευνών και ανάπτυξης**, όπου παρακολουθούνται τα έξοδα που γίνονται για έρευνες σε άλλους κλάδους και τομείς δραστηριότητας μιας οικονομικής μονάδας, εκτός από τις περιπτώσεις των ορυχείων, των μεταλλείων και τα λατομεία

(Σακέλλης 2002, σελ. 799).

Ένα επιμέρους κομμάτι των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης βαραίνει την **κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης** και εγγράφεται στο λογαριασμό **έξοδα έρευνας και ανάπτυξης**. Το έτος 1984 καθοριστήκαν οι δραστηριότητες που αποτελούν επιστημονική και τεχνολογική έρευνα από τους υπουργούς βιομηχανίας ενέργειας και τεχνολογίας και οικονομικών. Ο τρόπος απόσβεσης των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης γίνεται είτε εφάπαξ την στιγμή που τα έξοδα αυτά πραγματοποιούνται είτε τμηματικά και ισόποσα μέσα σε μια περίοδο 5 ετών.

Κατά το ΔΛΠ που αφορά το χειρισμό των άυλων περιουσιακών στοιχείων οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης χωρίζονται σε δαπάνες έρευνας και δαπάνες ανάπτυξης, όπου οι πρώτες βαρύνουν τα **αποτελέσματα χρήσης**, ενώ οι δεύτερες βαρύνουν τον ισολογισμό και συγκεκριμένα τα **έξοδα πολυετούς απόσβεσης**, πάντα εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις του προτύπου. Σύμφωνα με τα ΔΛΠ έρευνα είναι: **“η πρωτότυπη και προγραμματισμένη συστηματική εξέταση που γίνεται με την ελπίδα απόκτησης νέας επιστημονικής ή τεχνικής γνώσης και αντίληψης”**. Οι δαπάνες έρευνας καταχωρούνται στα έξοδα με την πραγματοποίησή τους. Ενώ, για τα ΔΛΠ **“ανάπτυξη είναι η εφαρμογή των ευρημάτων της έρευνας ή άλλης γνώσης σε ένα πρόγραμμα ή σχέδιο για την παραγωγή νέων ή ουσιωδώς βελτιωμένων υλικών, συσκευών προϊόντων, διαδικασιών, συστημάτων ή υπηρεσιών πριν την έναρξη της εμπορικής παραγωγής ή χρήσης”** (Σακέλλης 2002, σελ. 756).

Σύμφωνα με το λογιστικό πρότυπο, τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης αποσβένονται κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους η οποία δεν πρέπει να ξεπερνάει τα 20 έτη. Στην περίπτωση που η ωφέλιμη ζωή τους ξεπερνάει τα 20 χρόνια περιέχονται ειδικές ρυθμίσεις για αυτήν την περίπτωση.

Ακολουθώντας την θεωρία της **Stern Stewart**, η δαπάνη για **R & D** θα πρέπει να κεφαλαιοποιείται και να αποσβένεται σύμφωνα με την περίοδο που αναμένεται να παράγει κέρδη. Γι' αυτό στον υπολογισμό της ΟΠΑ τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης

και η ετήσια μεταβολή τους θα πρέπει να προστίθενται στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο. Έτσι, επιτυγχάνεται η εμφάνιση μεγαλύτερων λειτουργικών κερδών, με αποτέλεσμα την ύπαρξη περισσότερων κεφαλαίων για επενδύσεις.

#### **4.4 ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ**

Οι επιχειρήσεις δύνανται να επιλέξουν ανάμεσα σε διάφορα συστήματα κοστολόγησης, όπως μεταξύ άλλων των μεθόδων **FIFO**, **LIFO**, **μέσο σταθμικό όρο**, **κυκλοφοριακού μέσου όρου ή διαδοχικών υπολοίπων**, **βασικού αποθέματος**, **εξατομικευμένου κόστους και πρότυπου κόστους** καθώς και οποιαδήποτε άλλη παραδεγμένη μέθοδο. Βέβαια, συχνά οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη **LIFO** λόγω των φορολογικών απαλλαγών που προσφέρει αλλά και λόγω του ότι όταν οι επιχειρήσεις επιλέγουν την **LIFO** παρατηρείται περίπου **5%** αύξηση στη τιμή της μετοχής την ημέρα ανακοίνωσης της αλλαγής. (*Stewart 1991, σελ. 24*).

Σύμφωνα με τα ΔΛΠ οι επιχειρήσεις θα πρέπει να υιοθετήσουν τη μέθοδο **FIFO** ή εκείνη του **μέσου σταθμικού κόστους** και σε δεύτερη φάση τη μέθοδο **LIFO**. Στην περίπτωση που μια επιχείρηση επιλέξει να υιοθετήσει τη **LIFO** θα πρέπει να κάνει γνωστά πρόσθετα στοιχεία που απαιτεί το συγκεκριμένο πρότυπο. (*Σακέλλης 2002, σελ. 144*).

Επιλέγοντας την **FIFO** τα αποθέματα τέλους χρήσεως αποτιμούνται σε τιμές κοντά στις τρέχουσες και έτσι η αξία των αποθεμάτων που εμφανίζεται στον υπολογισμό είναι ακριβέστερη σε σχέση με τη **LIFO** αλλά και με άλλες μεθόδους. Η **FIFO** όμως έχει ως μειονέκτημα το ότι σε περιόδους πληθωρισμού τα λογιστικά κέρδη εμφανίζονται υπερεκτιμημένα σε αντίθεση με τη **LIFO** και άλλες μεθόδους. Αυτό έχει ως συνέπεια την πληρωμή υψηλότερου φόρου εισοδήματος για μια επιχείρηση, όπως επίσης ότι η επιχείρηση αυτή δεν θα έχει φορολογικές απαλλαγές όπως θα συνέβαινε εάν εφαρμόζε τη **LIFO**. Όταν υπάρχει μείωση τιμών τα λογιστικά κέρδη εμφανίζονται υποεκτιμημένα και συνεπώς ο φόρος εισοδήματος είναι χαμηλότερος. Το μειονέκτημα της **FIFO** καλύπτεται από την ευκολία εφαρμογής της μεθόδου, μιας

και το κόστος αποθεμάτων είναι συμβαδίζει με το τρέχων κόστος, η ροή του κόστους συμβαδίζει με τη ροή των αποθεμάτων. Αυτή η μέθοδος εφαρμόζεται με το σύστημα της διαρκούς, ή της περιοδικής απογραφής επειδή υπάρχει αντικειμενικότητα, μιας και η κοστολόγηση με βάση αυτή τη μέθοδο δεν επηρεάζεται από υποκειμενικούς υπολογισμούς. Όσο αναφορά τη μέθοδο του **σταθμικού μέσου όρου**, είναι και αυτή εύκολη στην εφαρμογή της, γιατί προσδιορίζει το κόστος των αποθεμάτων χωρίς να επηρεάζεται από υποκειμενικούς υπολογισμούς και ελαχιστοποιεί την επίδραση που έχουν οι ελάχιστες τιμές στην αγορά. Το μειονέκτημα είναι ότι σε περίοδο πληθωρισμού το κόστος αποθεμάτων τέλους είναι υψηλότερο από το τρέχον κόστος, ενώ όταν υπάρξει μείωση τιμών το κόστος αποθεμάτων τέλους είναι χαμηλότερο από το τρέχον κόστος. Η κοστολόγηση μέσω της μεθόδου του μέσου σταθμικού κόστους χρησιμοποιείται με το σύστημα της περιοδικής απογραφής αποθεμάτων. Βέβαια η πρόταση της **Stern Stewart** για την καλύτερη μέτρηση της ΟΠΑ είναι η μέθοδος **FIFO**.

#### **4.5 ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟΙ ΦΟΡΟΙ**

Οι αναβαλλόμενοι φόροι εισοδήματος είναι τμήμα φόρων εκείνο το οποίο πρόκειται να πληρωθεί σε επόμενες χρήσεις. Ο αναβαλλόμενος φόρος δηλαδή είναι ο φόρος εισοδήματος επί των λογιστικών εξόδων που βάρυναν το λογιστικό αποτέλεσμα της χρήσης, τα οποία όμως έξοδα θα χρεωθούν σε επόμενη χρήση. Ο φόρος αυτός δεν εγγράφεται στα έξοδα χρήσεως, αλλά στον ισολογισμό. Σύμφωνα με τα **ΔΛΠ** οι αναβαλλόμενοι φόροι μπορεί να είναι λογαριασμός ενεργητικού ή παθητικού. (**Σακέλλης 2002, σελ. 265**).

Οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις είναι τα ποσά των φόρων εισοδήματος που θα επιστραφούν σε επόμενες χρήσεις και αφορούν προσωρινές διαφορές, μεταφερόμενες αχρησιμοποίητες φορολογικές ζημίες και μεταφερόμενους αχρησιμοποίητους πιστωτικούς φόρους. Αντίθετα όταν οι αναβαλλόμενοι φόροι λογίζονται ως λογαριασμός παθητικού τότε αφορούν αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις. Οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις είναι τα ποσά των πληρωτέων φόρων εισοδήματος σε μελλοντικές περιόδους, που αφορούν σε φορολογητέες χρονικές διαφορές. Για να υπολογιστεί ο αναβαλλόμενος φόρος θα πρέπει να χρησιμοποιείται ο φορολογικός συντελεστής που θα ισχύει στην χρήση,

στην οποία και θα λάβει χώρα η πληρωμή του φόρου.

#### **4.6 ΥΠΕΡΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΑΠΟ ΕΞΑΓΟΡΑ**

Σύμφωνα με το **ΕΓΛΣ** η υπεραξία μιας οικονομικής μονάδας στηρίζεται στην εκτίμηση όσο αναφορά την ικανότητα της να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη. Η υπεραξία μιας επιχείρησης που δημιουργείται κατά την εξαγορά ή συγχώνευση ολόκληρης εταιρείας, αποσβένεται είτε εφάπαξ είτε τμηματικά και ισόποσα σε περισσότερες από μια χρήσεις, οι οποίες δε γίνεται να υπερβαίνουν τα πέντε έτη. (*Σακέλλης 2003, σελ. 406*).

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

#### **4.7 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ**

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

Με βάση τα **ΔΛΠ** η απόσβεση των πάγιων ενσώματων ακινητοποιήσεων πρέπει να γίνεται με τρόπο συστηματικό κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους. Οι μέθοδοι απόσβεσεων που προτείνουν τα **ΔΛΠ** είναι η σταθερή μέθοδος, η μέθοδος του φθίνοντος υπολοίπου και η κατά παραγόμενη μονάδα μέθοδος. Η ωφέλιμη ζωή των παγίων επανεξετάζεται κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους και μπορούν να

προκύψουν αλλαγές στους συντελεστές απόσβεσης.

#### **4.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η **Stern Stewart** προτείνει ένα σύνολο λογιστικών προσαρμογών. Σε αυτό το κεφάλαιο εμφανίζονται οι πιο συχνά εμφανιζόμενες προσαρμογές. Οι προσαρμογές αυτές αφορούν τη λειτουργική μίσθωση, τις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, την κοστολόγηση αποθεμάτων, τους αναβαλλόμενους φόρους, την υπεραξία επιχείρησης από εξαγορά και τις αποσβέσεις.

Για να υπολογιστεί η **ΟΠΑ** η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθώσεων προστίθεται στο λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο και το γινόμενο της παρούσας αξίας των μελλοντικών μισθωμάτων επί το κόστος δανεισμού προστίθεται στα λειτουργικά κέρδη. Επίσης τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης και η ετήσια μεταβολή τους θα πρέπει να προστίθενται στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο. Για τον καλύτερο υπολογισμό της **ΟΠΑ** ή προτεινόμενη μέθοδος κοστολόγησης είναι η **FIFO**. Επιπρόσθετα, αν ο λογαριασμός των αναβαλλόμενων φόρων είναι λογαριασμός ενεργητικού οι αυξήσεις του αφαιρούνται από τα λειτουργικά κέρδη και οι μειώσεις του προστίθενται. Αν οι αναβαλλόμενοι φόροι είναι λογαριασμός παθητικού οι αυξήσεις του προστίθενται στα λειτουργικά κέρδη και οι μειώσεις του αφαιρούνται. Επίσης, αν ο λογαριασμός αναβαλλόμενης φορολογίας είναι λογαριασμός ενεργητικού θα πρέπει οι αναβαλλόμενοι φόροι που προστέθηκαν στο παρελθόν να αφαιρούνται από το επενδυμένο κεφάλαιο, ενώ αντίθετα όταν είναι λογαριασμός παθητικού θα πρέπει οι φόροι που αφαιρέθηκαν στο παρελθόν να προστίθενται στο επενδυμένο κεφάλαιο. Ακόμα, στον υπολογισμό του EVA όσες αποσβέσεις υπεραξίας έχουν γίνει στο παρελθόν αλλά και οι τρέχουσες αποσβέσεις προστίθενται ξανά στο επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 4

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Κελεπούρης Ευθύμιος Διπλωματική Εργασία 2005 Διοίκηση Επιχειρήσεων με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία,
- Σακέλλη, Ε. Ι. (2002), «Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα: Ανάλυση και Εφαρμογή σε Συνδυασμό με το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο και την Εμπορική και Φορολογική Νομοθεσία», Εκδόσεις Ε. Σακέλλη, Τόμος Α', Αθήνα

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- James I. Grant 2003 **Foundations of Economic value added**,
- Young S David –Stephen O'Byrne 2000 **EVA and Value-Based**



**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ Ο.Π.Α.****5.1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Η οικονομική προστιθέμενη αξία υπολογίζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Η σχέση υπολογισμού της, είναι:

$$EVA = Operating\ Capital \times (ROIC - WACC)$$

Εναλλακτικά μπορεί να υπολογισθεί:

$$EVA = Operating\ Capital \times (ROIC - WACC) \rightarrow$$

$$EVA = Operating\ Capital \times ROIC - Operating\ Capital \times WACC$$

$$Ισχύει\ όμως,\ πως\ ROIC = NOPAT / Operating\ Capital$$

$$Έτσι:\ EVA = Operating\ Capital \times NOPAT / Operating\ Capital - Operating\ Capital \times WACC$$

Δηλαδή:

$$EVA = NOPAT - Operating\ Capital \times WACC$$

$$Όμως:\ NOPAT = EBIT \times (1 - corporate\ tax\ rate)$$

Οπότε:

$$EVA = EBIT \times (1 - corporate\ tax\ rate) - (Operating\ Capital) \times (WACC)$$

Από την παραπάνω σχέση φαίνεται πως μία επιχείρηση παράγει αξία (έχει δηλαδή θετική οικονομική προστιθέμενη αξία) όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (**ROIC**) είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (**WACC**). Στην περίπτωση που το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου, νέες επενδύσεις (με ίδια οριακή απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου) θα επιδράσουν με μείωση αξίας για την επιχείρηση.

Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι η εκτίμηση του πραγματικού οικονομικού κέρδους της επιχείρησης για την οικονομική περίοδο και διαφέρει σημαντικά από τα λογιστικά κέρδη. Συγκεκριμένα, η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι το

υπολειμματικό κέρδος που μένει για τους επενδυτές αφού όλο το κόστος κεφαλαίου, συμπεριλαμβανόμενου του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Τα ίδια κεφάλαια έχουν κόστος με το σκεπτικό ότι οι μέτοχοι θα μπορούσαν να είχαν επενδύσει τα κεφάλαια τους σε κάποια άλλη επένδυση ίδιου κινδύνου και από την οποία θα είχαν αποκομίσει κάποια συγκεκριμένη απόδοση. Δηλαδή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι το κόστος ευκαιρίας των μετόχων.

Σύμφωνα με τις παραπάνω σχέσεις υπολογισμού της ΟΠΑ δεν προστίθενται στο **NOPAT** οι αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις παρότι δεν είναι χρηματικό έξοδο (ταμειακή εκροή), είναι κόστος και κατά συνέπεια αφαιρούνται κατά τον προσδιορισμό των καθαρών κερδών και της ΟΠΑ. Αυτός ο τρόπος υπολογισμού, βασίζεται στο ότι η πραγματική οικονομική απόσβεση των πάγιων στοιχείων της επιχείρησης ισούται ακριβώς με την απόσβεση που χρησιμοποιείται για λογιστικούς και φορολογικούς σκοπούς. Σε αντίθετη περίπτωση πρέπει να γίνουν τροποποιήσεις ώστε να υπολογισθεί η ΟΠΑ με μεγαλύτερη ακρίβεια.

Ο κυριότερος λόγος διαφοράς μεταξύ ΟΠΑ και λογιστικών κερδών είναι πως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αφαιρείται κατά τον υπολογισμό της ΟΠΑ. Άλλοι παράγοντες διαφοροποίησης είναι μετατροπές που μπορεί να πρέπει να γίνουν στις αποσβέσεις, σε έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, σε εκτίμηση αποθεματικών κλπ. Το κέρδος προσδιορίζεται χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η χρέωση για τα απασχολούμενα ίδια κεφάλαια. Έτσι είναι πιθανό η επιχείρηση να παράγει θετικά κέρδη και ταυτόχρονα να καταστρέφει την αξία για τους μετόχους.

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι πως μπορεί να χρησιμοποιηθεί και συνολικά για την επιχείρηση και τμηματικά. Έτσι γίνεται ένα χρήσιμο εργαλείο για τον υπολογισμό της απόδοσης των στελεχών σε όλα τα επίπεδα. Για τον λόγο αυτό, ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις συνδέουν τις παροχές προς τα στελέχη τους με την οικονομική προστιθέμενη αξία που παράγουν οι μονάδες των τμημάτων που προΐστανται.

## 5.2 Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (**ROIC**), ισούται με τον λόγο των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (**NOPAT**) προς το ολικό λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης (**Operating capital**). Δηλαδή:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{OPERATING CAPITAL}}$$

Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου δείχνει πόσο καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων παράγεται από κάθε μονάδα που έχει επενδυθεί στο ολικό λειτουργικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

Ο δείκτης αυτός αντανακλά την παραγωγικότητα του λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Δηλαδή όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων, τόσο υψηλότερη είναι η λειτουργική παραγωγικότητα της επιχείρησης.

## 5.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Οι εταιρίες δημιουργούν αξία για τους μετόχους όταν δημιουργούν περισσότερα έσοδα από ό,τι τα κεφάλαια που επένδυσαν συμπεριλαμβανομένου και του κόστους κεφαλαίου. Με τον όρο κόστος κεφαλαίου μίας επένδυσης εννοείται το επιτόκιο επιστροφής που αναμένει να λάβει ο επενδυτής από άλλη επένδυση παρόμοιου κινδύνου.

Το κόστος του συνολικού κεφαλαίου της εταιρίας βγαίνει από τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{WACC} = \text{Κμ} * \text{MK} / \text{MK} + \text{ΔΚ} + \text{κδ}(1 - \text{ΦΣ}) * \text{ΔΚ} / \text{MK} + \text{ΔΚ}$$

όπου:

**WACC** = το συνολικό κόστος της εταιρίας (*Weighted-averaged cost of capital*)

**κμ** = το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου

**κδ** = το κόστος του ομολογιακού κεφαλαίου

**MK** = η αξία του μετοχικού κεφαλαίου

**ΔΚ** = η αξία του δανειακού κεφαλαίου

**ΦΣ** = ο φορολογικός συντελεστής των κερδών

(Καραθανάσης 325 Σελ. 2000)

Το κόστος δανεισμού εύκολα υπολογίζεται από τα δάνεια που έχει πάρει η επιχείρηση. Εάν έχει πάρει ένα δάνειο είναι το επιτόκιο του δανείου. Αν έχει πάρει περισσότερα, τότε πρέπει να υπολογιστεί το μέσο σταθμικό επιτόκιο των επιμέρους δανείων. Κάθε δάνειο ανάλογα με το ύψος του θα έχει και διαφορετική στάθμιση στο συνολικό κόστος.

Για τον υπολογισμό του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα CAPM που βασίστηκε στη θεωρία του **Harry Markowitz** και του **James Tobin**.

Έτσι λοιπόν

$$E(R) = R_f + \beta [(E(R_m) - R_f)]$$

Όπου

*E(R)* είναι η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης ,

*R<sub>f</sub>* η απόδοση μιας *risk-free* επένδυσης (π.χ. ομόλογο ελληνικού δημοσίου )

*Beta* ο συσχετισμένος κίνδυνος της εταιρίας

*E(R<sub>m</sub>)* η αναμενόμενη απόδοση αγοράς

(Young, O'Byrne 2000 σελ 165)

Όταν η αγορά ισορροπεί, η απόδοση κάθε επένδυσης πρέπει να είναι ανάλογη του συντελεστή **beta**, δηλαδή του συστηματικού κινδύνου της επένδυσης. Ο συστηματικός κίνδυνος μίας μετοχής μπορεί εύκολα να υπολογιστεί από μία παλινδρόμηση των αποδόσεων της μετοχής πάνω στην απόδοση της αγοράς.

#### **5.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΕΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Για να υπολογιστούν τα επενδυμένα κεφάλαια υπάρχουν δύο τρόποι (**Foundations of EVA. 2003, σελ. 176**)

Εφαρμόζοντας τις λογιστικές μετατροπές που παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο υπάρχει η **Asset approach** και η **financing approach** για τον υπολογισμό των επενδυμένων κεφαλαίων.

1. ASSET APPROACH	2. FINANCING APPROACH
<p>Πάγιο ενεργητικό</p> <p>+κυκλοφορούν ενεργητικό</p> <p>+Κεφαλαιοποιημένα έξοδα R&amp;A</p> <p>+Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων</p> <p>+Προβλέψεις</p> <p>- Έξοδα πληρωτέα</p> <p>-Ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη</p> <p>-Δεδουλευμένα Έξοδα</p> <p>=Επενδυμένα Κεφάλαια</p>	<p>Μετοχικό κεφάλαιο (λογιστική αξία )</p> <p>Μακροπρόθεσμο χρέος (λογιστική αξία )</p> <p>Βραχυπρόθεσμο χρέος ( λογιστική αξία )</p> <p>+Κεφαλαιοποιημένα έξοδα E&amp;A</p> <p>+ Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων</p> <p>+Προβλέψεις</p> <p>- Έξοδα πληρωτέα</p> <p>-Ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη</p> <p>-Δεδουλευμένα Έξοδα</p> <p>= Επενδυμένα Κεφάλαια</p>

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Υπολογισμός Επενδυμένων Κεφαλαίων

### 5.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ

Για να υπολογιστούν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά Φόρων υπάρχουν δύο τρόποι (*Foundations of EVA 2003.σελ. 176*) Η *bottom-up approach* και η *top down approach*.

1. <u>Bottom-up approach</u>	2. Top down approach
<p>Καθαρά κέρδη προ φόρων                      + Έξοδα R&amp;D τρέχουσας χρήσης                      +Απόσβεση Goodwill                      - Φόροι λειτουργικοί                      Οι οποίοι Φόροι ισούνται                      =Φόροι χρήσης –φόροι μη                      λειτουργικών δραστηριοτήτων                      +Φοροαπαλλαγές από τόκους,                      James I .Grant(Foundations of EVA 2003                      σελ. 173)                       =NOPAT</p>	<p>Πωλήσεις                      -Κόστος πωληθέντων                      - Έξοδα διοίκησης                      - Αποσβέσεις                      + Άλλα λειτουργικά κέρδη                      + Έξοδα R&amp;D τρέχουσας χρήσης                      + Απόσβεση Goodwill                      - Φόροι λειτουργικοί                       = NOPAT</p>

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Υπολογισμός Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων.

### 5.6 ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Για να επιτευχθεί βελτίωση του δείκτη της οικονομικής προστιθέμενης αξίας πρέπει

- *Να μειωθεί το κόστος κεφαλαίου*
  - *Να αυξηθούν τα έσοδα*
  - *Να αυξηθεί η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων*
  - *Να αυξηθεί το επενδυμένο κεφάλαιο*
  - *Να μειωθεί το επενδυμένο κεφάλαιο*
- (Grant 2003 σελ77).

### **5.7 ΕΦΑΡΜΟΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

Για να επιτευχθεί η χρησιμοποίηση και εφαρμογή της οικονομικής προστιθέμενης αξίας πρέπει να υφίστανται κάποιες προϋποθέσεις. Παρακάτω αναφέρονται κάποιες από αυτές.

- 1. Δύο βασικές προϋποθέσεις αυτές της στρατηγικής και της δομής πρέπει να υφίστανται σε μία επιχείρηση πριν την εφαρμογή της ΟΠΑ.*
- 2. Σκοπός της ΟΠΑ δεν είναι να χρησιμοποιείται μόνο ως μετρητής αξίας αλλά θα πρέπει να αξιοποιούνται συγχρόνως όλα τα επιμέρους στοιχεία της.*
- 3. Η δημιουργία ενός πλάνου παροχής κινήτρων για τα στελέχη είναι απαραίτητο στοιχείο για την επιτυχή εφαρμογή της ΟΠΑ.*
- 4. Ένα πρόγραμμα εκπαίδευσης είναι αναγκαίο για την σωστή καθοδήγηση των εργαζομένων της επιχείρησης. Μάλιστα η εκπαίδευση δεν πρέπει να απευθύνεται μόνο στα στελέχη αλλά θα πρέπει να αφορά το σύνολο του εργατικού δυναμικού της επιχείρησης.*

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 5**

**ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Young S David –Stephen O’Byrne2000 **EVA and Value-Based Management,**
- James I.Grant 2003 **Foundations of Economic value added,**

**ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Παπάς Αντώνης1998**Χρηματοοικονομική Λογιστική Τόμος Α,**
- Παπάς Αντώνης1998 **Χρηματοοικονομική Λογιστική Τόμος Β,**
- Α.Καραθανάσης Γεωργίου 1999 **Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές,**
- Α.Καραθανάσης Γεωργίου2000 **Χρηματοοικονομικά Θέματα,**



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

### **6.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Ο ελληνικός τουρισμός το 2009 κατείχε το 15,2% του Α.Ε.Π. ενώ το 18,5% της συνολικής απασχόλησης αφορούσε εργασία στον κλάδο του τουρισμού (774.200 απασχολούμενοι στον τουρισμό). Αντίστοιχα, στην ευρωπαϊκή αγορά το 2009 το μερίδιο του ελληνικού τουρισμού ανήλθε σε ποσοστό 3,2%, ενώ στην παγκόσμια αγορά σε 1,7%. Τέλος, με βάση τον αριθμό αφίξεων, σε παγκόσμια κατάταξη, η Ελλάδα το 2009 κατείχε την 16<sup>η</sup> θέση, ενώ με βάση τις τουριστικές εισπράξεις βρέθηκε στην 15<sup>η</sup> θέση.

Παρότι ο τουρισμός είναι φαινόμενο πολλών δεκαετιών, ενδιαφέρον παρατηρείται σε νέες έννοιες και φαινόμενα όπως το μέγεθος του σύγχρονου μαζικού τουρισμού, η φύση και το είδος των τουριστικών υπηρεσιών, η οργάνωση και λειτουργία των επιχειρήσεων που προσφέρουν τουριστικές υπηρεσίες και η έμφαση που έχει δοθεί στην τουριστική βιομηχανία, τόσο από κρατικής πλευράς όσο και από πλευράς ιδιωτών επιχειρηματιών.

### **6.2 ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ**

Η έννοια του «Τουρισμού» αναλύεται στην πολυσύνθετη εκείνη επιχειρηματική δραστηριότητα της μεταφοράς, διαμονής, εξυπηρέτησης και διασκέδασης των τουριστών. Πρόκειται για μια τεράστια βιομηχανία, παράγοντες της οποίας είναι:

- *Οι μονάδες καταλυμάτων π.χ. ξενοδοχεία, μοτέλ, ενοικιαζόμενα δωμάτια, διαμερίσματα, ξενώνες κλπ. και οι επισιτιστικές μονάδες, που καλύπτουν τις διατροφικές ανάγκες των ταξιδιωτών, όπως είναι τα εστιατόρια, οι ταβέρνες, τα μπαρ, τα εστιατόρια*
- *Οι επιχειρήσεις μεταφοράς, οι οποίες καλύπτουν τις ανάγκες μετακίνησης των ταξιδιωτών, όπως είναι οι αεροπορικές και οι ναυτιλιακές εταιρείες,*

- *Οι εταιρείες μεταφοράς επί χερσαίου εδάφους (τρένα, λεωφορεία) καθώς και οι επιχειρήσεις ενοικίασης αυτοκινήτων.*
- *Τα τουριστικά / ταξιδιωτικά γραφεία. Οι οικονομικές μονάδες που συγκαταλέγονται σε αυτό το τμήμα είναι εγκατεστημένες στο σημείο εκκίνησης του ταξιδιώτη (τόπος προέλευσης) και όχι στον τόπο προορισμού του, εν αντιθέσει με τους άλλους κλάδους της τουριστικής βιομηχανίας, και σκοπός των ταξιδιωτικών πρακτόρων είναι η προσφορά απαντήσεων και λύσεων σε απορίες που ενδεχομένως να έχει ο ταξιδιώτης. Παράλληλα, ο ρόλος του είναι βοηθητικός αλλά και καταλυτικός όσον αφορά στο σχεδιασμό του ταξιδιού και στις απαραίτητες εκ των προτέρων ενέργειες που πρέπει να γίνουν για λογαριασμό του πελάτη (π.χ. κράτηση εισιτηρίου και καταλύματος, έκδοση εισιτηρίων και διαβατηρίων, άδειες παραμονής, εξασφάλιση ενοικιαζόμενου αυτοκινήτου, λοιπές μετακινήσεις κλπ.).*
- *Οι μονάδες - εγκαταστάσεις αναψυχής. Ένας συνδυασμός επιχειρήσεων και δραστηριοτήτων αποτελεί τον συγκεκριμένο τομέα, π.χ. πάρκα και ειδικά διαμορφωμένοι φυσικοί χώροι για αναψυχή (υδροπάρκα, γήπεδα γκολφ), χιονοδρομικά κέντρα, εκδρομές με ειδικά διαμορφωμένα πλοίαρια, πολιτιστικές εκδηλώσεις κλπ. Διάφορες άλλες επιχειρήσεις, οι οποίες ικανοποιούν δευτερεύουσες ανάγκες των ταξιδιωτών, όπως π.χ. καταστήματα που πωλούν διάφορα είδη εθνικού ή τοπικού χαρακτήρα ως αναμνηστικά, καταστήματα φωτογραφικών ειδών και εμφάνισης φιλμ κλπ.*

Διάφορες υπηρεσίες και αγαθά προσφέρονται στους τουρίστες για χρήση και κατανάλωση αντίστοιχα, πέραν των προϊόντων και των υπηρεσιών των παραπάνω τομέων, που κατά βάση παρέχονται στους κατοίκους των περιοχών που επισκέπτονται όπως π.χ. ταχυδρομεία, πρακτορεία τύπου, κομμωτήρια, κινηματοθέατρα, καταστήματα πώλησης τροφίμων κλπ.

Οι τουρίστες και τα καταλύματα προς τα οποία πρόκειται να μετακινηθούν αποτελούν τους 2 βασικούς πόλους του τουριστικού κυκλώματος, ενώ τα καταλύματα και οι συμπληρωματικές υπηρεσίες διαμορφώνουν το τουριστικό προϊόν που προσφέρει ο προορισμός.

Σε μεγαλύτερη ανάλυση, οι τουρίστες, που αποτελούν το παραπάνω κύκλωμα, επιμερίζονται σε δύο είδη και συγκεκριμένα τους «μεμονωμένους» και σε εκείνους που επιλέγουν να ενταχθούν σε κάποιο γκρουπ. Οι «μεμονωμένοι» τουρίστες (όσοι ταξιδεύουν εκτός γκρουπ), επιλέγουν οι ίδιοι το κατάλυμα στο οποίο πρόκειται να διαμείνουν, οι δε συμπληρωματικές υπηρεσίες επιλέγονται συνήθως κατά τη διάρκεια της παραμονής στον τόπο του προορισμού. Εν αντιθέσει, οι τουρίστες που μετακινούνται ομαδικώς, καταφεύγουν στις υπηρεσίες κάποιου ταξιδιωτικού γραφείου που είναι υπεύθυνο για να διαμορφώσει το προϊόν, γνωστό ως τουριστικό πακέτο. Το πακέτο, συνήθως, περιλαμβάνει τις υπηρεσίες μεταφοράς, διαμονής και ημιδιατροφής ή πλήρους διατροφής, ενώ συχνά συμπληρώνεται και με υπηρεσίες ψυχαγωγίας και ξενάγησης. Η ευθύνη της επιλογής των επιμέρους υπηρεσιών που συνθέτουν το πακέτο, ανήκει στον τουριστικό πράκτορα, καθώς ο τουρίστας αγοράζει ένα ολοκληρωμένο, αλλά και παράλληλα τυποποιημένο προϊόν. Σύμφωνα με εκπροσώπους του τουριστικού τομέα, για ένα μέσο τουριστικό πακέτο εισερχόμενου τουρισμού εκτιμάται ότι η διανυκτέρευση (ξενοδοχείο) αντιπροσωπεύει το 40% περίπου της συνολικής αξίας του πακέτου.

Κυρίαρχο παράγοντα της τουριστικής βιομηχανίας αποτελεί ο τουριστικός πράκτορας λόγω της ολιγοπωλιακής διάρθρωσης της παγκόσμιας αγοράς τουριστικών υπηρεσιών. Σε αυτή τη διάρθρωση οδήγησε η γνώση των πρακτόρων των εναλλακτικών δυνατοτήτων που προσφέρει ένας προορισμός καθώς και η διαπραγματευτική δύναμή τους να επιτυγχάνουν πολύ χαμηλές τιμές, λόγω των μαζικών αγορών, επιβάλλοντας πολλές φορές τους δικούς τους κανόνες σε ολόκληρο το τουριστικό κύκλωμα.

Στη σημερινή εποχή, της πλήρους πληροφόρησης, το διαδίκτυο έχει αντικαταστήσει σε σημαντικό βαθμό την εργασία των τουριστικών πρακτορείων διότι ο τουρίστας δεν είναι πλέον υποχρεωμένος να καταφύγει στις υπηρεσίες τους. Μέσω του διαδικτύου μπορεί να επιλέξει το ξενοδοχείο της αρεσκείας του, το μέσο μεταφοράς που επιθυμεί, καθώς και πλήθος άλλων συμπληρωματικών υπηρεσιών με αποτέλεσμα ο κάθε πελάτης να διαμορφώνει το δικό του τουριστικό πακέτο. Από την άλλη πλευρά, και οι ίδιες οι τουριστικές επιχειρήσεις διατηρούν τις δικές τους ιστοσελίδες και κατά συνέπεια το τουριστικό προϊόν μορφοποιείται και προβάλλεται στον κυβερνοχώρο. Με τον τρόπο αυτό εκτιμάται ότι ενισχύεται ο ρόλος του καταλύματος στην τουριστική βιομηχανία, ενώ ο υποψήφιος τουρίστας αποκτά τη δυνατότητα να επικοινωνεί απευθείας με τους παραγωγούς τουριστικών υπηρεσιών.

### **6.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ**

Η κατηγοριοποίηση των ξενοδοχειακών μονάδων πραγματοποιείται ανάλογα με το επίπεδο του συνδυασμού αγαθών και υπηρεσιών που προσφέρουν, τον τύπο ιδιοκτησίας (ελληνικών ή ξένων συμφερόντων, αλυσίδα, όμιλος κλπ.) και τη γεωγραφική περιοχή στην οποία λειτουργούν. Δύο διαχωρισμοί υπάρχουν ανάλογα με την περιοχή και τη δραστηριότητα των ξενοδοχείων, σε αστικά, τα οποία είναι εγκατεστημένα στα αστικά κέντρα και λειτουργούν σε δωδεκάμηνη βάση, και στα εποχιακής λειτουργίας ξενοδοχεία διακοπών (resorts), τα οποία είναι γεωγραφικά διάσπαρτα στην ευρύτερη περιφέρεια και στην πλειοψηφία τους βρίσκονται σε παραθαλάσσιες και κυρίως νησιωτικές περιοχές.

Τα τελευταία κυρίως χρόνια, όλο και αυξάνονται οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν το σύστημα **«all inclusive»**, το πακέτο διακοπών στο οποίο συμπεριλαμβάνονται όλες οι υπηρεσίες και δραστηριότητες (διαμονή, εστίαση, αναψυχή) εντός του ξενοδοχειακού συγκροτήματος στην ίδια τιμή. Συνέπεια αυτού του συστήματος βέβαια αποτελεί η δυσαρέσκεια των τοπικών κοινωνιών στις περιοχές που εδρεύουν τα **all inclusive** ξενοδοχεία, καθώς οι πελάτες απομονώνονται μέσα σε αυτά και δεν πραγματοποιούν δαπάνες εκτός ξενοδοχείου. Παρόμοια όμως λειτουργούν και οι κάτοικοι των περιοχών

οι οποίοι κάνουν χρήση συνήθως αυτών των παροχών δημιουργώντας κενό στην αγορά των ιδίων περιοχών.

Περίπου το 50% του ξενοδοχειακού δυναμικού της χώρας βρίσκεται συγκεντρωμένο στις λεγόμενες ως περιοχές **«Ελέγχου Τουριστικής Ανάπτυξης»** στις οποίες ο τουρισμός αποτελεί κύριο τμήμα. Στις ξενοδοχειακές μονάδες που είναι εγκατεστημένες στις περιοχές αυτές παρατηρούνται σημαντικές διαφορές στα χαρακτηριστικά τους, τόσο όσον αφορά τη δομή λειτουργίας τους όσο και την οικονομική τους απόδοση.

Επιπρόσθετα, στις περισσότερες τουριστικά ανεπτυγμένες περιοχές δεν υπάρχει η δυνατότητα ανέγερσης και επέκτασης ξενοδοχειακών μονάδων όπως ορίζει ο αναπτυξιακός νόμος λόγω πολλών περιορισμών. Ακόμη ένα, λοιπόν, αντικίνητρο αναβάθμισης πολλών περιοχών.

Το μέγεθος της τουριστικής ανάπτυξης μιας περιοχής χαρακτηρίζεται ως ένα βαθμό με βάση τη διαθέσιμη ξενοδοχειακή υποδομή, γεγονός που μαρτυρεί ότι ο ξενοδοχειακός κλάδος αποτελεί το σημαντικότερο τμήμα της τουριστικής βιομηχανίας. Ο τουρισμός, από την άλλη, κατά ένα μεγάλο ποσοστό συμβάλλει στην περιφερειακή ανάπτυξη της χώρας λόγω της ύπαρξης πολλών ξενοδοχειακών επιχειρήσεων. Μάλιστα, η ποιότητα των χώρων και των υπηρεσιών που προσφέρουν τα τοπικά ξενοδοχεία, σε συνδυασμό με την ευρύτερη υπάρχουσα υποδομή, όπως το δίκτυο μεταφορών/συγκοινωνιών, οι υπηρεσίες υγείας, τα κέντρα ψυχαγωγίας, αλλά και το φυσικό περιβάλλον επηρεάζουν σημαντικά την ποιότητα, αλλά και το μέγεθος της τουριστικής δραστηριότητας σε μία περιοχή, η οποία διαφοροποιείται μεταξύ των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων που είναι εγκατεστημένες στις νησιωτικές και παραθαλάσσιες περιοχές της χώρας και εκείνων που βρίσκονται σε ορεινές περιοχές. Η διαφοροποίηση αυτή οφείλεται στο πρότυπο του μαζικού / παραθεριστικού τουρισμού που έχει επικρατήσει στις περισσότερες ελληνικές περιφέρειες και έχει ως αποτέλεσμα να επωφελούνται, κυρίως, οι περιοχές που διαθέτουν θάλασσα παρά το γεγονός πως οι ορεινές περιοχές παρουσιάζουν σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης εναλλακτικών μορφών

τουρισμού, οι οποίες αν αξιοποιηθούν κατάλληλα, είναι βέβαιο πως θα υπερνικηθούν πολλά προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις και γενικότερα οι περιφέρειες στις οποίες αυτές δραστηριοποιούνται.

Βασικός άξονας της ισχύουσας τουριστικής πολιτικής είναι η παρεμπόδιση δημιουργίας νέων κλινών, εξαιρουμένων των Περιοχών Ειδικά Ρυθμιζόμενης Πολεοδόμησης και των μη ανεπτυγμένως τουριστικά περιοχών, καθώς και η έναρξη μετατροπής παραδοσιακών καταλυμάτων σε ξενοδοχεία, με στόχο να περιοριστούν οι αρνητικές επιπτώσεις της υπερσυγκέντρωσης κλινών στις κύρια ανεπτυγμένες τουριστικά περιοχές. Αυτό άλλωστε αποτελεί και χαρακτηριστικό μελανό σημείο του μοντέλου ανάπτυξης που ακολούθησε ο ελληνικός τουρισμός, καθώς ένα μεγάλο μέρος των προβλημάτων του εντοπίζεται στη συγκέντρωση τουριστικών δραστηριοτήτων σε ορισμένες περιοχές.

Στην Ελλάδα, μέχρι πρότινος, η κατηγοριοποίηση των ξενοδοχείων γινόταν με βάση κριτήρια που είχαν σχέση περισσότερο με την κατασκευή τους και λιγότερο με την ποιότητα των παρεχομένων υπηρεσιών. Επρόκειτο για τις κατηγορίες Πολυτελείας (Lux), Α' τάξης, Β' τάξης, Γ' τάξης, Δ' τάξης και Ε' τάξης. Πρόσφατα προωθήθηκε η διαδικασία αλλαγής της κατάταξης των ξενοδοχείων σε Αστερία, με σκοπό την καθιέρωση κλίμακας αστεριών από 1 έως 5, στην οποία κατατάσσονται σε συνάρτηση όχι μόνο με παράγοντες που έχουν σχέση με την κατασκευή, αλλά και με το επίπεδο και την ποιότητα των παρεχομένων υπηρεσιών. Η τροποποίηση του συστήματος κατάταξης των ξενοδοχειακών μονάδων εκτιμάται ότι μελλοντικά θα προσδώσει μια νέα και περισσότερο πραγματική εικόνα στην ξενοδοχειακή υποδομή, με οφέλη τόσο για τους καταναλωτές όσο και τους επιχειρηματίες.

Καθοριστικές επιπτώσεις αναμένεται να επιφέρουν οι αλλαγές αυτές στην τιμολογιακή πολιτική των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων. Κάθε χρόνο ο ΕΟΤ σε συνεργασία με το Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος εκδίδουν πίνακες με τις ελάχιστες τιμές που μπορεί μια ξενοδοχειακή επιχείρηση να επιβάλει. Με

δεδομένο πως οι πίνακες αυτοί δεν διαδραματίζουν κάποιο σπουδαίο ρόλο, η τιμολογιακή πολιτική που ακολουθεί ο κάθε επιχειρηματίας καθορίζεται κυρίως από τη διαπραγματευτική ικανότητα της εκάστοτε ξενοδοχειακής επιχείρησης με βάση το προϊόν που εμπορεύεται, την οικονομική της κατάσταση, τη χώρα προέλευσης της πελατείας της και γενικότερα τους μακροπρόθεσμους στόχους που θέτει στον τομέα των συνεργασιών με τους τουριστικούς οργανισμούς που καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος της πελατείας της ελληνικής ξενοδοχειακής υποδομής.

Παράλληλα, σημαντικό παράγοντα διαμόρφωσης της τιμολογιακής πολιτικής διαδραματίζει η θέση και η δυναμική την οποία έχει ο ελληνικός προορισμός στις διεθνείς αγορές. λαμβάνοντας σοβαρά υπόψη το επίπεδο των υποδομών, το είδος των καταλυμάτων, την απόσταση από τις χώρες προέλευσης, τη διαφημιστική προβολή, τις δημόσιες σχέσεις, καθώς και το είδος του τουρισμού που προωθείται.

#### **6.4 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΚΛΑΔΟ**

Σύμφωνα με νεότερα στοιχεία της Διεύθυνσης Μελετών και Επενδύσεων του Ε.Ο.Τ. όπως αυτά προκύπτουν από τις αποφάσεις υπαγωγής των επενδυτικών σχεδίων στους Ν. 2601/98 και Ν.3299/04, κατά την περίοδο Μάιος 1998 -Αύγουστος 2007, στους συγκεκριμένους αναπτυξιακούς νόμους υπήχθησαν συνολικά 1.897 τουριστικά επενδυτικά σχέδια από όλη την επικράτεια, συνολικού προϋπολογισμού €3.846 εκατ., συνολικής επιχορήγησης €1.528,7 εκατ. (ποσοστό 39,7%) επί του προϋπολογισμού και συνολικών ιδίων κεφαλαίων €1.880,7 εκατομμύρια. Κατά κατηγορία επένδυσης, η πλειοψηφία και συγκεκριμένα 1.110 επενδυτικά σχέδια, αφορά τον εκσυγχρονισμό ξενοδοχειακών μονάδων (μερίδιο 42,7% επί του συνολικού προϋπολογισμού), 363 επενδυτικά σχέδια αφορούν τη μετατροπή διατηρητέων - παραδοσιακών κτιρίων σε κύρια τουριστικά καταλύματα (μερίδιο 5,9%), ενώ 319 επενδυτικά σχέδια αφορούν την ίδρυση / επέκταση ξενοδοχείων (μερίδιο 40,7%). Τα υπόλοιπα επενδυτικά σχέδια εντάσσονται στην κατηγορία των λοιπών τουριστικών επενδύσεων όπως του



εκσυγχρονισμού κάμπινγκ, των συμπληρωματικών εγκαταστάσεων καθώς και επενδύσεων ειδικής τουριστικής υποδομής.

### **6.5 Η ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ ΣΤΟΝ ΤΟΥΡΙΣΜΟ**

Το σύνολο της διαφημιστικής δαπάνης του κλάδου παρουσίασε μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 6,5% κατά την περίοδο 2005-2009, ενώ όσον αφορά το 2009 η δαπάνη μειώθηκε σε €34.928 χιλ., από €37.943 χιλ. το 2008. Τα τελευταία πέντε χρόνια τα περιοδικά απορροφούν το μεγαλύτερο μερίδιο της ετήσιας διαφημιστικής δαπάνης (μερίδιο 68,3% για το 2009). Από πλευράς διαφημιζομένων, το **REGENCY CASINO MONT PARNES** κατείχε (το 2009) το μεγαλύτερο μερίδιο στο σύνολο της διαφημιστικής δαπάνης (12,7% - €4,4 εκ.) και ακολουθεί ο ξενοδοχειακός όμιλος ΜΗΤΣΗ (μερίδιο 5,3% - €1,9 εκ.).



**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 6**

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, «**Στρατηγικό Μάνατζμεντ**», εκδόσεις Γ. Μπένου, **Αθήνα 2004**
- Κλαδική Μελέτη «Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις», πηγή ICAP, **Αθήνα Νοέμβριος 2010**
- Κλαδική Μελέτη «Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις» πηγή ICAP, **Αθήνα Οκτώβριος 2007**

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

### **7.1 ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.**

Η ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε. ιδρύθηκε με την από 31.12.1997 απόσχιση του κλάδου του Συγκροτήματος Βουλιαγμένης της ΑΣΤΗΡ Α.Ξ.Ε. (Φ.Ε.Κ. Τεύχος Α.Ε. & Ε.Π.Ε. 10045/31.12.98). Είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών της Γενικής Γραμματείας Εμπορίου του Υπουργείου Ανάπτυξης, με αριθμό μητρώου Α.Ε. 41850/06/Β/98/78 και λειτουργεί με την επωνυμία ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ.

Από 1ης Ιανουαρίου 2009, έδρα της εταιρείας έχει οριστεί ο Δήμος Βουλιαγμένης βάσει της από 30.06.2008 απόφασης της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της εταιρείας.

Το ξενοδοχειακό συγκρότημα της Βουλιαγμένης περιλαμβάνει:

- ***Τα ξενοδοχεία "Arion Resort & Spa, The Luxury Collection", και "The Westin Athens" όπως μετονομάστηκαν, δυναμικότητας 123 και 162 δωματίων αντίστοιχα, τα οποία περιλαμβάνουν συνεδριακές αίθουσες και χώρους εκδηλώσεων πλήρως εξοπλισμένους,***
- ***Το συγκρότημα των 58 bungalows***
- ***Το εστιατόριο πολυτελείας «Matsuhisa Athens»***
- ***Το εστιατόριο «Ταβέρνα 37»***
- ***Το «Arion Beach bar» και «Westin Pool bar»***
- ***Κτίριο διοίκησης και χώρους αθλοπαιδιών***
- ***Χώρους στάθμευσης αυτοκινήτων***
- ***Ελικοδρόμιο***
- ***Την παραλία ASTIR BEACH***
- ***Το κτίριο ασφάλειας και υποδοχής-Κεντρική Πύλη***

Ενώ υπό ανακαίνιση βρίσκεται:

- ***Το ξενοδοχείο «Αφροδίτη» όπου μετά την ολοκλήρωσή του, θα μετονομαστεί σε «W Athens»***
- ***Το συνεδριακό κέντρο με υπόγειους χώρους στάθμευσης***
- ***Το εστιατόριο-club «9 Μούσες»***

- **Ο υπαίθριος χώρος εκδηλώσεων με δυνατότητα φιλοξενίας 600 ατόμων**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας αποτελούν έντεκα (11) μέλη με κύρια αρμοδιότητα τη σύνταξη απλών οικονομικών καταστάσεων οι οποίες περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε. και παρουσιάζονται σε Ευρώ, που είναι το νόμισμα του πρωτεύοντος οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρεία. Η μετοχή της Εταιρείας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2000.

Από το 2006 έγιναν εκτεταμένες προσπάθειες αναβάθμισης της Εταιρείας με βασική ενέργεια την αλλαγή των ονομάτων των χώρων. Η εταιρεία **Starwood Hotels and Resorts Worldwide Inc.**, από την 1η Ιουλίου 2006, ανέλαβε τη διαχείριση του ξενοδοχειακού συγκροτήματος και μετονόμασε το ξενοδοχείο Αρίων και τα παρακείμενα **bungalows** σε **Arion Resort & Spa, The Luxury Collection**. Παράλληλα, το ξενοδοχείο «**Ναυσικά**» μετονομάσθηκε σε **The Westin Athens**, ενώ το ξενοδοχείο **Αφροδίτη** συνέχισε να λειτουργεί με την ίδια επωνυμία έως τα τέλη Οκτωβρίου 2006 περίπου όπου ξεκίνησε εκτεταμένη ανακαίνιση ώστε να μετατραπεί σε «**W Athens**».

Οι στόχοι της εταιρείας έχουν επικεντρωθεί στην αναβάθμισή της μέσα από ένα πλήθος ενεργειών όπως είναι η καθιέρωση του **ΑΣΤΕΡΑ** σε ένα συνεδριακό κέντρο υψηλού επιπέδου με την κατασκευή νέων χώρων που να ικανοποιούν στο έπακρο τις σύγχρονες ανάγκες των συνέδρων. Επιπλέον, η δημιουργία υπαίθριου χώρου εκδηλώσεων υψηλών προδιαγραφών με δυνατότητα φιλοξενίας 600 ατόμων καθώς και η πλήρης ανακαίνιση και μετατροπή του ξενοδοχείου **ΑΦΡΟΔΙΤΗ** σε «**W Athens**» της διαχειρίστριας εταιρείας **STARWOOD**. Άλλος ένας στόχος της εταιρείας είναι η επίτευξη συμφωνιών με διακεκριμένους επαγγελματίες στο χώρο των τροφίμων και ποτών, για ίδρυση και λειτουργία επισιτιστικών χώρων με αναβαθμισμένες υπηρεσίες και υψηλή ποιότητα. Τέλος, η πλήρης ανακαίνιση και παράλληλα αναγέννηση του γνωστού χώρου εστίασης και ψυχαγωγίας «**9 Μούσες**» και η δημιουργία

κεντρικών δεξαμενών νερού για την πυρασφάλεια του Ξενοδοχειακού συγκροτήματος.

### **7.2 ΓΕΚΕ Α.Ε.**

Η εταιρία «ΓΕΚΕ Α.Ε.» ιδρύθηκε το 1972 με έδρα τον Δήμο Αθηναίων. Η εταιρεία έχει ως κύρια ενασχόληση την ανέγερση, οργάνωση, λειτουργία και εκμετάλλευση ξενοδοχειακών συγκροτημάτων, τουριστικών περιπτερών και ξενώνων τύπου μπανγκαλόου στην Αθήνα ή στην ελληνική επικράτεια. Δευτερεύουσες δραστηριότητες είναι η ενοικίαση – εκμίσθωση ξενοδοχειακών ιδιόκτητων συγκροτημάτων σε ημεδαπούς και αλλοδαπούς καθώς και η αντιπροσώπευση ξενοδοχειακών οίκων του εξωτερικού και συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις με τον ίδιο ή παρεμφερή σκοπό.

Βασική δραστηριότητα της εταιρείας Γ.Ε.Κ.Ε. είναι η εκμετάλλευση του ξενοδοχείου **President**, μιας ξενοδοχειακής μονάδας Α κατηγορίας. Το ξενοδοχείο αποτελεί ένα από τα υψηλότερα κτίρια στην Αττική και λειτουργεί καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, διαθέτοντας 516 πλήρως ανακαινισμένα δωμάτια και 17 ειδικά διαμορφωμένα δωμάτια για άτομα με κινητικές ιδιαιτερότητες. Τρεις είναι οι κύριες πηγές εσόδων της, η παροχή υπηρεσιών ένδυσης και εστίασης (ενοικίαση και εστίαση) στους πελάτες της και η εξυπηρέτηση επαγγελματικών σκοπών και αναψυχής καθώς το ξενοδοχείο **President** διαθέτει συνεδριακούς χώρους και διάφορους άλλους χώρους για εκδηλώσεις και δεξιώσεις.

### **7.3 ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.**

Η εταιρία "ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε." ιδρύθηκε το 1957 (ΦΕΚ 497/21.10.57) με Αριθμό Μητρώου Ανωνύμων Εταιριών (Α.Μ.Α.Ε.) 459/06/Β/86/07 και αρχική ονομασία "**Ξενοδοχειακά Επιχειρήσεις ΠΕΖΑ Α.Ε.**". Έδρα της Εταιρίας έχει ορισθεί ο Δήμος Αθηναίων, όπου βρίσκονται τα ενοικιαζόμενα γραφεία της επί της οδού Λεωφόρου Αθηνών 103, 104 47 Αθήνα ενώ η διάρκεια της Εταιρίας έχει ορισθεί στα εβδομήντα (70) έτη μέχρι το 2027.

Σκοπό της εταιρείας, σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού της, αποτελεί κάθε κερδοφόρα εργασία που συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με κάθε κερδοσκοπική επιχείρηση ξενοδοχείου και τουριστικών περιπτώσεων. Συγκεκριμένα, είναι η ανέγερση και λειτουργία τουριστικών ξενοδοχείων πολυτελείας και κάθε άλλης ξενοδοχειακής επιχειρήσεως, είτε από την ίδια, είτε σε συνεργασία με άλλους ξενοδοχειακούς οργανισμούς ημεδαπούς ή αλλοδαπούς και η ενδεχόμενη παραχώρηση της εκμεταλλεύσεως ξενοδοχείων προς οποιοδήποτε τρίτο. Επιπρόσθετα, η ενέργεια κάθε πιστωτικής εργασίας με κερδοσκοπικό σκοπό στο ξενοδοχειακό κλάδο και η ίδρυση τουριστικών και διαφημιστικών γραφείων, γραφείων ταξιδιών και γραφείων προσέλκυσης και εξυπηρέτησης τουριστών.

Παράλληλα, λοιπές δραστηριότητες είναι κάθε παράπλευρη και / ή παραπληρωματική δραστηριότητα αναγκαία ή χρήσιμη για την επωφελέστερη εκμετάλλευση των ξενοδοχειακών μονάδων της Εταιρίας και προς εξυπηρέτηση της λειτουργικότητας αυτών, επίσης δε προς εξυπηρέτηση των πελατών, όπως, κατά ενδεικτική αναφορά, εκμίσθωση ή παραχώρηση εκμεταλλεύσεως χώρων των ξενοδοχειακών μονάδων σε τρίτους με αντάλλαγμα, λειτουργία εντός των ξενοδοχειακών μονάδων σταθμών αυτοκινήτων, εστιατορίων, ζαχαροπλαστείων, κέντρων αναψυχής και ψυχαγωγίας, κέντρων άθλησης και υγιεινής, φυσιοθεραπείας, πλυντηρίων αυτοκινήτων, πλυντηρίων και καθαριστηρίων ενδυμάτων και κλινοστρωμνών, η παραγωγή και εκμετάλλευση ηλεκτρικής ενέργειας, η εκμετάλλευση κολυμβητικών δεξαμενών και οργανωμένων ακτών, η παροχή υπηρεσιών ανταλλακτηρίου συναλλάγματος, υπηρεσιών τροφοδοσίας (**catering**) εντός ή εκτός των ξενοδοχειακών μονάδων, η παροχή υπηρεσιών τηλεπικοινωνίας, τηρουμένων των ανά δραστηριότητα απαιτούμενων διατυπώσεων, οι οποίες ενδεχομένως προβλέπονται από τις ειδικές κατά περίπτωση εκάστοτε υφιστάμενες διατάξεις.

Ο σκοπός της Εταιρίας μεταβλήθηκε από την ίδρυσή της κατά το έτος 2003 και βάσει της Στατιστικής Ταξινόμησης των Κλάδων Οικονομικής Δραστηριότητας (ΣΤΑΚΟΔ 2003) της Ε.Σ.Υ.Ε., η δραστηριότητα της Εταιρίας υπάγεται στον

κλάδο 55 «Ξενοδοχεία και Εστιατόρια» και ειδικότερα στον υποκλάδο 551.1 «Ξενοδοχεία και Μοτέλ με Εστιατόριο», 702.0 «Εκμίσθωση Ιδιοκτητων Ακινήτων», 632.1 «Άλλες βοηθητικές χερσαίες μεταφορικές δραστηριότητες», 502.0 «Συντήρηση και επισκευή αυτοκινήτων οχημάτων» .

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας ανέρχεται σε 115.680.317,20 Euro και είναι διαιρούμενο σε 13.404.440 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 8,63 Euro η καθεμία ενώ είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1987. Η εταιρία είναι θυγατρική της **ALPHA GROUP INVESTMENTS LTD**, με έδρα την Κύπρο, η οποία είναι με τη σειρά της 100% θυγατρική της **ALPHA BANK A.E.** Η **Alpha GROUP INVESTMENTS LTD** κατείχε ποσοστό συμμετοχής 97,039% την 30 Ιουνίου 2010.

Η Εταιρία έχει στην κατοχή της την ιδιόκτητη ξενοδοχειακή μονάδα στην Αθήνα **ATHENS HILTON** που αποτελεί την κύρια πηγή άντλησης των εσόδων της από την εκμετάλλευσή της. Η μονάδα αποτελεί πόλο έλξης πελατείας υψηλού εισοδηματικού επιπέδου, όπως επίσης επιχειρηματικών ή κοινωνικών δραστηριοτήτων και εκδηλώσεων υψηλών απαιτήσεων. Είναι εξοπλισμένο με την τελευταία λέξη της ξενοδοχειακής τεχνολογίας και τεχνογνωσίας, με άριστη εσωτερική οργάνωση και ελκυστικό περιβάλλον ενώ καλύπτει όλο το φάσμα των ξενοδοχειακών υπηρεσιών που απαιτεί το σύγχρονο πνεύμα στον τομέα της προσφοράς υπηρεσιών.

Η πρώτη ξενοδοχειακή μονάδα που λειτούργησε στην Ελλάδα με διεθνή πρότυπα είναι το **ATHENS HILTON**. Αποτελεί σημείο αναφοράς πλέον για την Αθηναϊκή κοινωνία, καθώς υιοθέτησε τη φιλοσοφία της διεθνούς αλυσίδας **HILTON** και συνέβαλε στην ανάπτυξη του Ελληνικού τουρισμού, όχι μόνο στον τομέα των υπηρεσιών, αλλά παράλληλα στη δημιουργία αξιόλογων επαγγελματιών, οι οποίοι στελέχωσαν τις μετέπειτα ξενοδοχειακές μονάδες.

Από την 1η Οκτωβρίου 2001 τη λειτουργία και τη διαχείριση ανέλαβε η **Hilton ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.**, η οποία είναι ο διαχειριστής της εκμεταλλεύσεως και της διευθύνσεως του ξενοδοχείου εξ' ονόματος και για

λογαριασμό της «ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.». Από τον Νοέμβριο του ίδιου έτους και μέχρι το 2003 διέκοψε τη λειτουργία του λόγω ανακαινίσεως, ενώ σήμερα λειτουργεί πλήρως ανακαινισμένο και το 2004 απετέλεσε την έδρα της Διεθνούς Ολυμπιακής Επιτροπής στην Αθήνα την περίοδο των Ολυμπιακών Αγώνων.

#### **7.4 ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ**

Τη δημιουργία και διαχείριση του ξενοδοχείου "Μεγάλη Βρετανία", με συνεχή λειτουργία που αγγίζει τα 135 χρόνια ζωής, έχει αναλάβει η ιστορική Εταιρία ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ ΛΑΜΨΑ Α.Ε., δραστηριότητα της οποίας αποτελεί η εκμετάλλευση ξενοδοχείων στην Αθήνα και όλη την Ελλάδα, καθώς επίσης και η εκμετάλλευση επιχειρήσεων σχετικών με τα ξενοδοχεία.

Το 1878 ο **Σάββας Κέντρος** και ο **Στάθης Λάμψας** δημιουργούν το ξενοδοχείο "**Μεγάλη Βρετανία**", το οποίο στεγάζεται σ' ένα από τα πιο όμορφα αρχοντικά της πόλης των Αθηνών. Δέκα χρόνια αργότερα, μετά το θάνατο του Κέντρου, ο **Λάμψας** αποκτά την πλήρη κυριότητα του ξενοδοχείου που, με την πάροδο του χρόνου, γίνεται γνωστό σ' όλη την Ελλάδα ενώ το 1919 η "**Μεγάλη Βρετανία**" περνά στα χέρια του γαμπρού του **Λάμψα, Θεόδωρου Πετρακόπουλου**, ο οποίος ιδρύει την **ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ ΛΑΜΨΑ Α.Ε.** και προγραμματίζει την πρώτη μεγάλη ανακαίνιση και επέκτασή της.

Η επιχειρηματική πολιτική που έχει υιοθετήσει και εφαρμόζει σταθερά η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ ΛΑΜΨΑ Α.Ε. χαρακτηρίζεται ως αποδοτική και αποβλέπει στο δημιουργικό συνδυασμό της παράδοσης με την καινοτομία. Οι κύριοι στόχοι της εταιρείας, εναρμονισμένοι με τις αρχές αυτής της πολιτικής, αποβλέπουν:

- **Στην ενίσχυση της θέσης της στον ξενοδοχειακό κλάδο και την αύξηση του μεριδίου της στην αγορά**
- **Στη διατήρηση της ηγετικής θέσης του ξενοδοχείου "Μεγάλη Βρετανία"**



- *Στον κλάδο των πολυτελών ξενοδοχείων της Ελλάδας και την ανάδειξή του σε ένα από τα κορυφαία πολυτελή ξενοδοχεία σε όλο τον κόσμο*
- *Στη διεύρυνση της επιχειρηματικής παρουσίας της εταιρείας στο διεθνή τουριστικό χώρο, με αφετηρία την απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών του ξενοδοχείου "Hyatt Regency" στο Βελιγράδι*
- *Στην αναζήτηση νέων επενδυτικών ευκαιριών, με την είσοδο στις νέες αγορές των Βαλκανίων, την απόκτηση ή δημιουργία νέων ξενοδοχείων πόλεων (City Hotels) και την αξιοποίηση των δυνατοτήτων του Real Estate*
- *Στη συνεργασία με τους εθνικούς φορείς για την υποστήριξη της εθνικής στρατηγικής για τον τουρισμό και την προβολή της χώρας στο εξωτερικό*
- *Στη διαρκή απόδοση ουσιαστικής αξίας στους μετόχους, τους εργαζόμενους, αλλά και τους επισκέπτες των ξενοδοχείων της εταιρείας.*

Όραμα της ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ ΛΑΜΨΑ Α.Ε αποτελεί η διατήρηση των αξιών της θερμής παραδοσιακής φιλοξενίας που έχουν αποτυπωθεί στη σύγχρονη μακρόχρονη ιστορία της εταιρείας και η καλύτερη δυνατή αξιοποίησή τους στο πλαίσιο των ραγδαίων εξελίξεων που χαρακτηρίζουν την τουριστική αγορά. Ένα όραμα το οποίο η εταιρεία υπηρετεί σταθερά, συνδυάζοντας την πολύχρονη εμπειρία της με τη σύγχρονη τεχνογνωσία που διαθέτει και τα υψηλά επαγγελματικά πρότυπα τα οποία έχει υιοθετήσει.

Επιπλέον, στις κυριότερες αρχές της συγκαταλέγονται η διασφάλιση του επιδιωκόμενου επιχειρηματικού οφέλους, η συμβολή στην τουριστική ανάπτυξη της χώρας καθώς και το να διαδραματίσει τον οφειλόμενο ρόλο της στο πλαίσιο ενός μεθοδικού προγράμματος κοινωνικής ευθύνης. Κατευθυντήριο δρόμος για να επιτευχθούν οι παραπάνω αρχές είναι η έμφαση στην ικανοποίηση κάθε επισκέπτη, η εφαρμογή μιας ανοικτής και



ειλικρινούς επικοινωνιακής πολιτικής, οι επενδύσεις στη βελτίωση των κτιριακών εγκαταστάσεων, η αναβάθμιση του επιπέδου των παρεχόμενων υπηρεσιών και η φροντίδα για τη συνεχή επιμόρφωση του προσωπικού .

Ο διαρκώς μεταβαλλόμενος τουριστικός κλάδος και οι όλο αυξανόμενες απαιτήσεις του επιβάλλουν μια δυναμική και μεθοδική στρατηγική εκ μέρους της Διοίκησης η οποία βασίζεται στην αξιοποίηση της σημαντικής εμπειρίας της στον τουριστικό χώρο, της βαθιάς γνώσης της ξενοδοχειακής αγοράς, αλλά και του ισχυρού ονόματος του ιστορικού ξενοδοχείου **"Μεγάλη Βρετανία"** στην εγχώρια και τη διεθνή αγορά. Βασικές επιδιώξεις της επιχειρηματικής αυτής στρατηγικής είναι:

- *Η περαιτέρω ενίσχυση της φήμης του ξενοδοχείου "Μεγάλη Βρετανία" και η παραμονή του στην κορυφή των Ξενοδοχείων Πολυτελείας της χώρας*
- *Η προώθηση του ξενοδοχείου "Μεγάλη Βρετανία" ως ιδανικού για incentives, στην ευρωπαϊκή και αμερικάνικη αγορά*
- *Η ενίσχυση της θέσης του ξενοδοχείου "Hyatt Regency" στο Βελιγράδι στην ανερχόμενη τουριστική αγορά των Βαλκανίων*
- *Η προσφορά ανταγωνιστικών παροχών για την κατηγορία των Ξενοδοχείων Πολυτελείας και για τις δύο αυτές τουριστικές μονάδες*
- *Η επέκταση του χαρτοφυλακίου των υπηρεσιών της εταιρείας με ποιοτικά και καινοτόμα προγράμματα φιλοξενίας*
- *Η ενίσχυση των σχέσεων με ένα ευρύ δίκτυο στρατηγικών συνεργατών (εταιρείες, αερογραμμές, γραφεία ταξιδίων κ.ά.)*
- *Η ορθή επιλογή, διαρκής εκπαίδευση ανθρώπινου δυναμικού της εταιρείας και η συνετή αξιοποίηση του*

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 7

### INTERNET

- Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρίας ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε. [www.ionianhe.gr](http://www.ionianhe.gr)

- Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρίας ΓΕΚΕ Α.Ε. [www.president.gr](http://www.president.gr)
- Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρίας ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε. [www.ase.gr](http://www.ase.gr)
- Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρίας ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΩΝ [www.lampsa.gr](http://www.lampsa.gr)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ Ο.Π.Α

### 8.1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.1 πως η οικονομική προστιθέμενη αξία υπολογίζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και πως η σχέση υπολογισμού της, είναι:

$$EVA = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Όπου **Operating capital** είναι το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο της επιχείρησης, **ROIC** είναι η απόδοση στο επενδυμένο κεφάλαιο, ενώ το **WACC** είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Για τον υπολογισμό των επενδυμένων κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθεί η Asset approach.

Σύμφωνα με την οποία :

**Επενδυμένα Κεφάλαια=**

*Πάγιο ενεργητικό*

*+κυκλοφορούν ενεργητικό*

*+Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης*

*+Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων*

*+Προβλέψεις*

*- Έξοδα πληρωτέα*

*-Ακινητοποιήσεις υπό εξέλιξη*

*-Δεδουλευμένα Έξοδα*

Για τον υπολογισμό των Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων θα χρησιμοποιηθεί η Bottom-up approach. Έτσι λοιπόν :

**NORAT =**

*Καθαρά κέρδη μετά φόρων*

*+ Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης*

*+ Απόσβεση goodwill*

*- Φόροι λειτουργικοί*

Τέλος για να υπολογιστεί το κόστος κεφαλαίου θα χρησιμοποιηθεί ο εξής τύπος.

$$WACC = K_{\mu} * MK / MK + \Delta K + \kappa\delta(1-\Phi\Sigma) * \Delta K / MK + \Delta K$$

Όπου : *WACC* = το συνολικό κόστος της εταιρίας (*Weighted-averaged cost of capital*)

*K<sub>μ</sub>* = το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου

*κδ* = το κόστος του ομολογιακού κεφαλαίου

*MK* = η αξία του μετοχικού κεφαλαίου

*ΔK* = η αξία του δανειακού κεφαλαίου

*ΦΣ* = ο φορολογικός συντελεστής των κερδών

Για να υπολογιστεί το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα *CAPM*.

Έτσι λοιπόν

$$E(R) = R_f + \text{beta} [(E(R_m) - R_f)]$$

Όπου *E(R)* είναι η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης ,

*R<sub>f</sub>* η απόδοση μιας *risk-free* επένδυσης (π.χ. ομόλογο ελληνικού δημοσίου )

*Beta* ο συσχετισμένος κίνδυνος της εταιρίας

*E(R<sub>m</sub>)* η αναμενόμενη απόδοση αγοράς

### 8.1.1 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Οι εταιρίες που επελέγησαν είναι οι τέσσερις εισηγμένες εταιρίες με το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών.

Για τον υπολογισμό των Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Φόρων, χρησιμοποιήθηκαν τα καθαρά κέρδη χρήσης προ φόρων. Στις Αμερικάνικες Λογιστικές Καταστάσεις υπάρχει αντίστοιχος λογαριασμός για τα λειτουργικά κέρδη (*Operating Profits*). Στο Ελληνικό Λογιστικό σχέδιο όμως δε συμβαίνει το ίδιο. Για τον υπολογισμό λοιπόν των λειτουργικών κερδών μπορεί να χρησιμοποιηθεί είτε το ολικό αποτέλεσμα εκμετάλλευσης, είτε τα καθαρά κέρδη χρήσης.

Έτσι λοιπόν ο υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας επηρεάζεται και από τα έκτακτα κέρδη ή ζημιές. Ο λόγος για την συγκεκριμένη επιλογή δε μπορεί να είναι άλλος από το ότι τα ποσά των έκτακτων αποτελεσμάτων επηρεάζουν, έντονα πολλές φορές τα αποτελέσματα χρήσεως και ακολούθως και όλες τις επενδυτικές δραστηριότητες. Εξάλλου τα έκτακτα αποτελέσματα αφορούν αποφάσεις της ανώτερης διοίκησης, για τις οποίες πρέπει να αξιολογηθεί η εκάστοτε διοίκηση.

Για τον υπολογισμό του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα **CAPM** που βασίστηκε στη θεωρία του **Harry Markowitz** και του **James Tobin**.

Η εκτίμηση του Beta πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία για την απόδοση των μετοχών και του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για τις ανάγκες της εργασίας χρησιμοποιήθηκαν οι εβδομαδιαίες αποδόσεις των τιμών των μετοχών για το διάστημα της τελευταίας τριετίας. Έτσι λοιπόν ο συντελεστής Beta για τις εταιρίες είναι:

	2009	2010	2011
<b>ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>
<b>ΓΕΚΕ Α.Ε</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
<b>ΛΑΜΨΑ Α.Ε.</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
<b>ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Υπολογισμός συντελεστή ΒΕΤΑ των επιχειρήσεων**

Τέλος όπως έγινε σαφές κάποιες από τις λογιστικές προσαρμογές που προτάθηκαν στο κεφάλαιο 4 δεν εφαρμόστηκαν κατά τον υπολογισμό της Οικονομικής προστιθέμενης αξίας για τις εταιρίες του κλάδου των ξενοδοχείων. Οι λόγοι είναι ότι η πληροφόρηση που απαιτείται για κάποιες από αυτές τις προσαρμογές δεν είναι διαθέσιμη στο ευρύ κοινό. Οι μεταβολές κάποιων προσαρμογών στην οικονομική προστιθέμενη αξία είναι πολύ μικρές, και η εύρεση όλων των

μετατροπών καθιστά το μέτρο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας δύσχρηστο και χρονοβόρο.

Αξία δημιουργείται όταν τα παραγόμενα κέρδη καλύπτουν το κόστος των κεφαλαίων καθώς και τα υπόλοιπα λειτουργικά έξοδα ( $EVA > 0$ ).

### **8.1.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΜΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ**

#### **Α.Ξ.Ε**

Η εταιρεία το 2009 έχασε αξία ίση με 25.209.960 ενώ το 2010 36.565.009 και αντίστοιχα 52.502.528 το 2011. Εξετάζοντας τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας φαίνεται ότι οι σημαντικότεροι λόγοι μείωσης της αξίας ήταν ότι το κόστος πωληθέντων ήταν μεγαλύτερο του κύκλου εργασιών με αποτέλεσμα η εταιρεία να εμφανίζει ζημίες και τις τρεις υπό εξέταση περιόδους. Επιπλέον η συνεχής μείωση του κύκλου εργασιών έφερε μεγαλύτερες ζημίες για την εταιρεία και αυτό αποτυπώνεται και στον υπολογισμό της Ο.Π.Α. όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα.

<b>Ο.Π.Α. ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Πάγιο ενεργητικό	208.684.000	203.266.000	194.880.000
+ Κυκλοφορούν ενεργητικό	12.456.000	13.095.000	11.936.000
+ Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0	0	0
+ Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων	0	0	0
+ Προβλέψεις	0	0	0
- Έξοδα πληρωτέα	0	0	0
- Ακίνητοποιήσεις υπό εξέλιξη	0	0	0
- Δεδουλευμένα Έξοδα	0	0	0
<b>ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>221.140.000</b>	<b>216.361.000</b>	<b>226.304.000</b>
Καθαρά κέρδη προ φόρων	-8.032.000	-8.219.000	-9.517.000
+ Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	0	0	0
+Απόσβεση goodwill	0	0	0
- Φόροι λειτουργικοί	-2.259.000	-752.000	-3.073.000
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>-10.291.000</b>	<b>-8.971.000</b>	<b>-12.590.000</b>
ROIC=NOPAT/OPERATING CAPITAL	-4,6%	-4,2%	-5,5%
WACC=Κμ *ΜΚ/ΜΚ+ΔΚ+κδ(1-ΦΣ)-ΔΚ/ ΜΚ+ΔΚ	6,8%	12,7%	17,7%
<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>	<b>-25.209.960</b>	<b>-36.565.009</b>	<b>-52.502.528</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Υπολογισμός ΟΠΑ για την Αστήρ Παλλάς Βουλιαγμένης Α.Ξ.Ε.**

### **8.1.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΓΕΚΕ Α.Ε.**

Για το 2009 η εταιρεία δημιούργησε αξία 350.370,012 κυρίως λόγω του αυξημένου κύκλου εργασιών της σε σχέση με τις επόμενες χρονιές αλλά επίσης λόγω και της κεφαλαιακής της διάρθρωσης η οποία ήταν τέτοια ώστε να καθιστά το κόστος κεφαλαίου βιώσιμο, κάτι που δεν συνέβη τις επόμενες χρονιές με την εταιρεία να χάνει αξία 11.649.452 για το 2010 και 7.955.000 το 2011 αποτέλεσμα κυρίως του γεγονότος ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αυξήθηκε σε τέτοιο νούμερο που έγινε μη βιώσιμο για την επιχείρηση.

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

<b>Ο.Π.Α. ΓΕΚΕ Α.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Πάγιο ενεργητικό	69.196.131	69.018.712	67.995.079
+ Κυκλοφορούν ενεργητικό	18.396.372	14.790.298	18.812.018
+ Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0	0	0
+ Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων	0	0	0
+ Προβλέψεις	0	0	0
- Έξοδα πληρωτέα	0	0	0
- Ακινήτοποιήσεις υπό εξέλιξη	0	0	0
- Δεδουλευμένα Έξοδα	0	0	0
<b>ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>87.592.503</b>	<b>83.809.010</b>	<b>86.844.988</b>
Καθαρά κέρδη προ φόρων	6.849.769	- 154.613	6.766.812
+ Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	0	0	0
+Απόσβεση goodwill	0	0	0
- Φόροι λειτουργικοί	5.034.204	-1.077.334	5.359.867
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>5.034.205</b>	<b>-1.231.946</b>	<b>5.359.867</b>
ROIC=NOPAT/OPERATING CAPITAL	<b>5,7%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>6,1%</b>
WACC=Κμ *ΜΚ/ΜΚ+ΔΚ+κδ(1-ΦΣ)-ΔΚ/ ΜΚ+ΔΚ	5,3%	<b>12,5%</b>	<b>15,26%</b>
<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>	<b>350.370,012</b>	<b>-11.649.452</b>	<b>-7.955.000</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Υπολογισμός ΟΠΑ για την ΓΕΚΕ Α.Ε.**

**8.1.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΛΑΜΨΑ Α.Ε.**

Όπως και στην προηγούμενη υπό εξέταση εταιρεία έτσι και σε αυτήν ο συνεχώς μειούμενος κύκλος εργασιών με την παράλληλη ενίσχυση της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης κατέστησαν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μη βιώσιμο με αποτέλεσμα να εμφανίζει ζημιές στα αποτελέσματα χρήσης και σύμφωνα με την ΟΠΑ να έχει καταστρέψει αξία 11.001.060, 20.757.374 και 31.192.600 για τις χρονιές 2009,2010 και 2011 αντίστοιχα.



<b>Ο.Π.Α. ΛΑΜΨΑ Α.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Πάγιο ενεργητικό	165.767.000	164.271.000	163.230.000
+ Κυκλοφορούν ενεργητικό	17.583.000	11.489.000	6.296.000
+ Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0	0	0
+ Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων	0	0	0
+ Προβλέψεις	0	0	0
- Έξοδα πληρωτέα	0	0	0
- Ακινητοποιήσεις υπό εξέλιξη	0	0	0
- Δεδουλευμένα Έξοδα	0	0	0
<b>ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>183.351.000</b>	<b>175.761.000</b>	<b>169.525.000</b>
Καθαρά κέρδη προ φόρων	3.992.000	31.000	-2.110.000
+ Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	0	0	0
+Απόσβεση goodwill	0	0	0
- Φόροι λειτουργικοί	989.000	139.000	-1.319.000
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>3.004.000</b>	<b>171.000</b>	<b>-3.428.000</b>
ROIC=NOPAT/OPERATING CAPITAL	<b>1,6%</b>	<b>0,09%</b>	<b>-2%</b>
WACC=Κμ *ΜΚ/ΜΚ+ΔΚ+κδ(1-ΦΣ)-ΔΚ/ ΜΚ+ΔΚ	<b>7,6%</b>	<b>11,9%</b>	<b>16,4%</b>
<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>	<b>- 11.001.060</b>	<b>-20.757.374</b>	<b>-31.192.600</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Υπολογισμός ΟΠΑ για την ΛΑΜΨΑ Α.Ε.**

### **8.1.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΠΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.**

Η εταιρεία καταστρέφει αξία για το 2009 12.890.893 ενώ για το 2010 και το 2011 20.962.136 και 36.012.570 αντίστοιχα. Το πρόβλημα όπως και στις προηγούμενες επιχειρήσεις είναι ότι λόγω του κλάδου στον οποίο αυτές δραστηριοποιούνται ο οποίος εμφανίζει μεγάλη ελαστικότητα ως προς την ζήτηση και είναι ευάλωτος από εξωτερικούς παράγοντες η οικονομική κρίση που βιώνει η χώρα επηρέασε βαθιά και τον κλάδο και τις εταιρείες. Η προσπάθεια να καλύψουν την μείωση του κύκλου εργασιών και των καθαρών κερδών με ξένα κεφάλαια έφερε σε όλες σχεδόν το πρόβλημα βιωσιμότητας

## ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

του κόστους κεφαλαίου όπως αυτό αποτυπώνεται στον υπολογισμό της ΟΠΑ για τις εν λόγω επιχειρήσεις.

<b>Ο.Π.Α. ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Πάγιο ενεργητικό	193.721.000	191.456.000	189.344.000
+ Κυκλοφορούν ενεργητικό	11.548.000	10.103.000	7.446.000
+ Κεφαλαιοποιημένα έξοδα Έρευνας και Ανάπτυξης	0	0	0
+ Παρούσα Αξία Λειτουργικών μισθώσεων	0	0	0
+ Προβλέψεις	0	0	0
- Έξοδα πληρωτέα	0	0	0
- Ακινητοποιήσεις υπό εξέλιξη	0	0	0
- Δεδουλευμένα Έξοδα	0	0	0
<b>ΕΠΕΝΔΕΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>	<b>205.269.000</b>	<b>201.559.000</b>	<b>196.790.000</b>
Καθαρά κέρδη προ φόρων	1.142.000	2.419.000	-2.466.000
+ Έξοδα R&D τρέχουσας χρήσης	0	0	0
+ Απόσβεση goodwill	0	0	0
- Φόροι λειτουργικοί	348.000	577.000	291.000
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>794.000</b>	<b>1.842.000</b>	<b>-2.175.000</b>
ROIC=NOPAT/OPERATING CAPITAL	<b>0,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-1,1%</b>
WACC=Κμ *ΜΚ/ΜΚ+ΔΚ+κδ(1-ΦΣ)-ΔΚ/ ΜΚ+ΔΚ	<b>6,68%</b>	<b>11,3%</b>	<b>17,2%</b>
<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>	<b>- 12.890.893</b>	<b>- 20.962.136</b>	<b>- 36.012.570</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Υπολογισμός ΟΠΑ για την Ιονική Ξενοδοχεια και Επιχειρήσεις Α.Ε.**

### **8.2 ΣΥΝΟΨΗ**

Στο πρώτο και δεύτερο κεφάλαιο έγινε μια λεπτομερή ανάλυση για τη μέθοδο της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Παρουσιάστηκαν οι αντικειμενικοί σκοποί για την χρησιμοποίηση της και οι δύο βασικές χρήσεις της ΟΠΑ η εσωτερική και η εξωτερική. Η ΟΠΑ χρησιμοποιείται εσωτερικά

ως εργαλείο λήψης αποφάσεων ενώ εξωτερικά χρησιμοποιείται από τους οικονομικούς αναλυτές και τους επενδυτές για τη λήψη αποφάσεων για την τοποθέτηση ή όχι κεφαλαίων σε μία εταιρία. Επίσης παρουσιάστηκαν οι παράγοντες που επηρεάζουν την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

Στο τρίτο κεφάλαιο έγινε μια παρουσίαση των κυριότερων μεθόδων εταιρικής αξιολόγησης. Οι μέθοδοι χωρίστηκαν σε εκείνες που στηρίζονται στα λογιστικά κέρδη και σε εκείνες που βασίζονται στο οικονομικό κέρδος. Στη δεύτερη κατηγορία ανήκει και η οικονομική προστιθέμενη Αξία. Επίσης έγινε παράθεση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της ΟΠΑ τόσο σε σύγκριση με τις υπόλοιπες μεθόδους, όσο και κατά την εφαρμογή της ΟΠΑ.

Σε 4 κεφάλαιο παρατέθηκε η αναγκαιότητα των λογιστικών μετατροπών για τον υπολογισμό της ΟΠΑ, Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι ότι οι λογιστικές μετατροπές που παρουσιάστηκαν δε πρέπει να θεωρηθούν ως δεδομένες σε κάθε επιχείρηση. Κάθε επιχείρηση πρέπει να αντιμετωπίζεται διαφορετικά με γνώμονα το κλάδο που βρίσκεται καθώς και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της. Οι λογιστικές μετατροπές που παρουσιάστηκαν είναι οι σημαντικότερες για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάστηκαν όλοι οι τύποι που χρησιμοποιήθηκαν κατά τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας στην εργασία. Οι τύποι που παρουσιάστηκαν βασίστηκαν στη τυπολογία που εφαρμόζουν οι ξένες εταιρίες με τις λογιστικές μετατροπές που παρουσιάστηκαν στο κεφάλαιο 4 και είναι σύμφωνες με το Ελληνικό Λογιστικό σχέδιο.

Στα κεφάλαια 6 και 7 έγινε μια παρουσίαση του κλάδου μέσα στον οποίο η υπό εξέταση εταιρείες δραστηριοποιούνται όπως επίσης και μια παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών των εταιρειών του δείγματος και κάποιων πληροφοριών τους.

Στο τελευταίο κεφάλαιο έγινε η εφαρμογή της μεθόδου της ΟΠΑ στον κλάδο των ξενοδοχείων παίρνοντας σαν δείγμα τις τέσσερις εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες. Υπολογίστηκε η αξία που δημιούργησαν ή καταστρέψανε οι εταιρείες τα έτη 2009,2010 και 2011. Μέσα από αυτήν την

διαδικασία αναγνωρίστηκε η αξία της ΟΠΑ ως εργαλείο για τη λήψη αποφάσεων πάντα σε συνεργασία με τη χρησιμοποίηση και κάποιων άλλων αριθμοδεικτών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 8**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Κελεπούρης Ευθύμιος Διπλωματική Εργασία2005 **Διοίκηση Επιχειρήσεων με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία,**
- Παπάς Αντώνης1998**Χρηματοοικονομική Λογιστική Τόμος Α,**
- Παπάς Αντώνης1998 **Χρηματοοικονομική Λογιστική Τόμος Β,**

### **ΑΡΘΡΑ**

- Joel M Stern & John S Shiely 2001 **The EVA Challenge,**
- Young S David –Stephen O’Byrne2000**EVA and Value-Based Management,**

### **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- D Scott Devin Lefkowitz 1999. **Correlation between economic value added and the market value of companies,**
- Burkette, Gary and Timothy P. Hedley. 1997. **The truth about economic value added. The CPA Journal 67, no, 7, 46-50,**

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.			
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	2009	2010	2011
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Ασώματες ακινητοποιήσεις	31	17	9
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	203.574	198.880	193.575
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	5.079	4.369	1.296
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>208.684</b>	<b>203.266</b>	<b>194.880</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	564	420	426
Πελάτες	1.592	2.327	1.856
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	4.024	6.642	3.593
Λοιπές απαιτήσεις	6.276	3.706	6.061
<b>Σύνολο κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>12.456</b>	<b>13.095</b>	<b>11.936</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>221.140</b>	<b>216.361</b>	<b>206.816</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Τραπεζικά δάνεια	9.776	7.610	5.512
Υποχρεώσεις από παροχές στο προσωπικό	1.728	1.976	2.100
Επιχορηγήσεις παγίων	612	580	548
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	37	0	0
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	58	0	0
Προβλέψεις	400	500	500
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>12.611</b>	<b>10.666</b>	<b>8.660</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Τραπεζικά δάνεια	7.763	15.775	19.642
Επιχορηγήσεις παγίων	35	32	32
Υποχρεώσεις από χρηματοδοτικές μισθώσεις	54	37	0
Προμηθευτές	4.856	3.362	4.025
Μερίσματα πληρωτέα	0	0	0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.832	5.471	6.029
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>18.540</b>	<b>24.677</b>	<b>29.728</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	191.700	191.700	191.700
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	56.841	56.841	56.841
Αποθεματικά	4.770	4.770	4.770
Αποτελέσματα εις νέο	-63.322	-72.293	-84.883
Καθαρή θέση μετόχων	189.989	181.018	168.428
<b>Σύνολο παθητικού και ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>221.140</b>	<b>216.361</b>	<b>206.816</b>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.			
	2009	2010	2011
Κύκλος εργασιών	31.880	31.257	28.680
Κόστος πωλήσεων	32.857	32.941	31.765
<b>Μικτά αποτελέσματα κέρδη (ζημίες)</b>	<b>-977</b>	<b>-1.684</b>	<b>-3.085</b>
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	1.768	1.681	1.481
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-4.740	-4.236	-3.633
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-3.024	-2.575	-2.338
<b>Αποτελ.εκμεταλ.προ τελων ακιν.περιουσιας&amp;εξοδ.αναδιοργ.(ζημίες)</b>	<b>-6.973</b>	<b>-6.814</b>	<b>-7.575</b>
Τέλη ακίνητης περιουσίας	-332	-394	-583
Έξοδα αναδιοργάνωσης	0	0	0
<b>Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως</b>	<b>-7.305</b>	<b>-7.208</b>	<b>-8.158</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	75	43	185
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-802	-1.054	-1.544
<b>Αποτελέσματα προ φόρων (ζημίες)</b>	<b>-8.032</b>	<b>-8.219</b>	<b>-9.517</b>
Φόρος εισοδήματος	-2.259	-752	-3.073
Καθαρές ζημίες μετά από φόρους (Α)	10.291	-8.971	12.590
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	0	0	0
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα (έξοδα) μετά φόρων (Α)+(Β)</b>	<b>10.291</b>	<b>-8.971</b>	<b>12.590</b>

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗ Α.Ε.Ε.</b>			
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗ Α.Ε.Ε.	2009	2010	2011
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων	-	-	-
Αποτέλεσμα περιόδου προ φόρων	8.032	8.219	9.517
Αποσβέσεις παγίων στοιχείων	7.702	7.811	6.935
Συναλλαγματικές διαφορές	0	11	-33
Έσοδα από επιχορηγήσεις	-42	-35	-32
(Μείωση)/αύξηση παροχών προς το προσωπικό	324	248	124
Λοιπές προβλέψεις	0	203	350
Εκποιήσεις και διαγραφές περιουσιακών στοιχείων	17	0	17
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	802	1.054	1.544
Πιστωτικοί τόκοι	-75	-43	-185
<b>Πλέον/μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</b>			
Μείωση/(αύξηση) αποθεμάτων	204	144	-6
Μείωση/(αύξηση) απαιτήσεων	362	1.632	2.234
(Μείωση)/αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανείων)	-	-	-
	1.864	-793	1.067
<b>Μείον:</b>			
Φόροι καταβλημένοι	0	0	0
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα	1.322	-823	1.257
	-	-	-
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>1.924</b>	<b>1.190</b>	<b>3.227</b>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες:</b>			
Πληρωμές για αγορά παγίων περιουσιακών στοιχείων	8.131	4.407	1.739
Εισροές από εκποίηση παγίων	81	0	0
Τόκοι εισπραχθέντες	78	26	185
	-	-	-
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>7.972</b>	<b>4.381</b>	<b>1.554</b>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Εισπράξεις από αναληφθέντα δάνεια	6.177	8.042	2.351
Εξοφλήσεις δανείων	1.639	2.196	-582
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	0	0	0
Εξοφλήσεις υποχρεώσεων από χρηματοδοτικές μισθώσεις	-54	-37	-37
Μερίσματα καταβλημένα	-98	0	0
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>4.386</b>	<b>5.809</b>	<b>1.732</b>
	-	-	-
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) ταμείου και ταμειακών διαθεσίμων (α)+(β)+(γ)</b>	<b>5.510</b>	<b>2.618</b>	<b>3.049</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα έναρξης περιόδου</b>	<b>9.534</b>	<b>4.024</b>	<b>6.642</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα τέλους περιόδου</b>	<b>4.024</b>	<b>6.642</b>	<b>3.593</b>



## ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΓΕΚΕ Α.Ε.</b>			
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	2009	2010	2011
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	3.859,50 €	30.009,52 €	32.314,02 €
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	69.186.696,49 €	68.983.127,43 €	67.995.079,58 €
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	5.575,94 €	5.575,94 €	5.575,94 €
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>69.196.131,93 €</b>	<b>69.018.712,89 €</b>	<b>68.032.969,54 €</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	117.469,12 €	124.773,86 €	114.922,39 €
Πελάτες	369.070,36 €	224.865,23 €	323.900,99 €
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	826.236,48 €	1.198.111,34 €	16.383.109,31 €
Λοιπές απαιτήσεις	2.423.462,05 €	1.641.596,53 €	1.990.085,95 €
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	14.660.134,00 €	11.600.952,00 €	0,00 €
<b>Σύνολο κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>18.396.372,01 €</b>	<b>14.790.298,96 €</b>	<b>18.812.018,64 €</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>87.592.503,94 €</b>	<b>83.809.011,85 €</b>	<b>86.844.988,18 €</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος	15.219.141,97 €	15.204.984,97 €	12.254.038,87 €
Προβλέψεις για παροχές στους εργαζόμενους	428.989,39 €	471.289,39 €	470.713,00 €
Λοιπές προβλέψεις	812.569,28 €	812.569,28 €	237.138,56 €
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>16.460.700,64 €</b>	<b>16.488.843,64 €</b>	<b>12.961.890,43 €</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	528.460,30 €	401.047,11 €	831.430,30 €
Υποχρεώσεις από φόρους	1.511.060,04 €	827.483,76 €	2.523.606,95 €
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.400.836,15 €	4.515.012,43 €	568.755,31 €
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>3.440.356,49 €</b>	<b>5.743.543,30 €</b>	<b>3.923.792,56 €</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	14.817.000,00 €	14.817.000,00 €	14.817.000,00 €
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	61.581,02 €	61.581,02 €	61.581,02 €
Τακτικό αποθεματικό	2.266.047,09 €	2.531.613,68 €	2.531.613,68 €
Αποθεματικά εύλογης αξίας	45.342.193,84 €	45.342.193,84 €	48.365.006,76 €
Αποτελέσματα εις νέο	5.204.624,86 €	-1.175.763,63 €	4.184.103,73 €
<b>Σύνολο παθητικού και ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>87.592.503,94 €</b>	<b>83.809.011,85 €</b>	<b>86.844.988,18 €</b>

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΓΕΚΕ Α.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Κύκλος εργασιών	12.486.769,10 €	11.095.386,60 €	11.646.564,80 €
Κόστος πωλήσεων	-7.554.524,39 €	-7.318.198,48 €	-7.756.303,06 €
<b>Μικτά αποτελέσματα κέρδη (ζημίες)</b>	<b>4.932.244,71 €</b>	<b>3.777.188,12 €</b>	<b>3.890.261,74 €</b>
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	30.238,29 €	96.748,36 €	760.937,81 €
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-409.291,31 €	-512.956,08 €	-449.877,51 €
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-70.237,62 €	-42.937,06 €	-17.863,87 €
Άλλα έξοδα	-194.170,80 €	-111.056,85 €	-29.469,08 €
<b>Αποτελέσματα προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων</b>	<b>4.288.783,27 €</b>	<b>3.206.986,49 €</b>	<b>4.153.989,09 €</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	4.469.735,42 €	1.524.735,35 €	3.747.627,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-90.911,46 €	-82.360,64 €	-57.519,44 €
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	-1.817.837,42 €	-4.803.974,39 €	-1.077.284,49 €
<b>Αποτελέσματα προ φόρων</b>	<b>6.849.769,81 €</b>	<b>-154.613,19 €</b>	<b>6.766.812,16 €</b>
Φόρος εισοδήματος	-1.815.565,62 €	-1.077.333,71 €	-1.406.944,79 €
<b>Καθαρά αποτελέσματα μετά από φόρους (Α)</b>	<b>5.034.204,19 €</b>	<b>-1.231.946,90 €</b>	<b>5.359.867,37 €</b>
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	0,00 €	0,00 €	3.022.812,92 €
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα (έξοδα) μετά φόρων (Α)+(Β)</b>	<b>5.034.204,19 €</b>	<b>-1.231.946,90 €</b>	<b>8.382.680,29 €</b>
<b>Αποτελέσματα προ φόρων και χρηματοοικονομικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων</b>	<b>5.330.881,57 €</b>	<b>4.359.926,33 €</b>	<b>5.394.422,51 €</b>
<b>Αποτελέσματα μετά από φόρους ανά μετοχή σε €</b>	<b>0,5980 €</b>	<b>-0,1463 €</b>	<b>0,6367 €</b>

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΕΚΕ Α.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων			
Αποτέλεσμα περιόδου προ φόρων	6.849.769,81 €	-154.613,19 €	6.766.812,16 €
Αποσβέσεις	1.042.098,30 €	1.152.939,84 €	1.240.433,42 €
Προβλέψεις	-19.797,96 €	64.831,25 €	-558.310,25 €
Αποτίμηση χαρτοφυλακίου	-587.005,67 €	-824.904,38 €	0,00 €
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	90.911,46 €	82.360,64 €	57.519,44 €
Κέρδη πώλησης παγίων	0,00 €	-2.200,07 €	0,00 €
Συναλλαγματικές διαφορές	-3.428.918,14 €	4.813.686,52 €	-3.214.862,05 €
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας	1.364.025,82 €	-699.830,90 €	518.991,16 €
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα προ των μεταβολών στο κεφάλαιο κίνησης</b>	<b>5.311.083,62 €</b>	<b>4.432.269,71 €</b>	<b>4.810.583,88 €</b>
<b>Πλέον/μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</b>			
Μείωση/(αύξηση) αποθεμάτων	6.447,52 €	-7.304,74 €	9.851,47 €
Μείωση/(αύξηση) απαιτήσεων	76.159,43 €	903.539,40 €	-359.573,04 €
(Μείωση)/αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	-782.796,76 €	1.812.790,20 €	1.652.236,60 €
Φόροι καταβλημένοι	-1.805.101,25 €	-1.091.490,71 €	-1.335.077,97 €
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα	-90.911,46 €	-82.360,64 €	-57.519,44 €
<b>Σύνολο καθαρών εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>2.714.881,10 €</b>	<b>5.967.443,22 €</b>	<b>4.720.501,50 €</b>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες:</b>			
Απόκτηση λοιπών επενδύσεων	-19.571.930,27 €	-26.204.458,26 €	0
Αγορά ενσωμάτων και άυλων περιουσιακών στοιχείων	-771.811,84 €	-1.064.325,45 €	-254.690,09 €
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσωμάτων και άυλων παγίων	0,00 €	5.181,06 €	0,00 €
Εισπράξεις από πωλήσεις λοιπών επενδύσεων	20.127.129,82 €	29.477.440,70 €	7.597.841,77 €
Συναλλαγματικές διαφορές (πληρωμές) εισπράξεις	2.792.760,14 €	-4.238.718,52 €	3.109.213,05 €
Εισπραχθέντες τόκοι επενδύσεων	1.466.869,11 €	1.310.934,91 €	22.659,08 €
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>4.043.016,96 €</b>	<b>-713.945,56 €</b>	<b>10.475.023,81 €</b>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Μερίσματα πληρωθέντα	-6.817.540,60 €	-4.881.622,73 €	-10.527,42 €
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>-6.817.540,60 €</b>	<b>-4.881.622,73 €</b>	<b>-10.527,42 €</b>
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) ταμείου και ταμειακών διαθεσίμων (α)+(β)+(γ)</b>	<b>-59.642,54 €</b>	<b>371.874,93 €</b>	<b>15.184.997,89 €</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα έναρξης περιόδου</b>	<b>885.879,02 €</b>	<b>826.236,48 €</b>	<b>1.198.111,34 €</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα τέλους περιόδου</b>	<b>826.236,48 €</b>	<b>1.198.111,41 €</b>	<b>16.383.109,23 €</b>

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΑΜΨΑ</b>			
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	2009	2010	2011
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Ενώματες ακινητοποιήσεις	153.628.000,00 €	151.125.000,00 €	149.319.000,00 €
Ασώματες ακινητοποιήσεις	249.000,00 €	298.000,00 €	282.000,00 €
Υπεραξία	6.062.000,00 €	6.062.000,00 €	6.062.000,00 €
Επενδύσεις σε θυγατρικές	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	4.217.000,00 €	4.800.000,00 €	4.972.000,00 €
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	1.611.000,00 €	1.986.000,00 €	2.594.000,00 €
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>165.767.000,00 €</b>	<b>164.271.000,00 €</b>	<b>163.230.000,00 €</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	1.079.000,00 €	910.000,00 €	824.000,00 €
Πελάτες	2.588.000,00 €	2.477.000,00 €	1.804.000,00 €
Λοιπές απαιτήσεις	2.627.000,00 €	2.237.000,00 €	806.000,00 €
Λοιπά κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού	686.000,00 €	588.000,00 €	629.000,00 €
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	10.603.000,00 €	5.277.000,00 €	2.234.000,00 €
<b>Σύνολο κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>17.583.000,00 €</b>	<b>11.489.000,00 €</b>	<b>6.296.000,00 €</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>183.351.000,00 €</b>	<b>175.761.000,00 €</b>	<b>169.525.000,00 €</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	1.491.000,00 €	1.652.000,00 €	1.826.000,00 €
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	56.007.000,00 €	67.667.000,00 €	61.397.000,00 €
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	1.046.000,00 €	1.004.000,00 €	2.514.000,00 €
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	991.000,00 €	672.000,00 €	648.000,00 €
Λοιπές προβλέψεις	653.000,00 €	621.000,00 €	260.000,00 €
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>60.188.000,00 €</b>	<b>71.616.000,00 €</b>	<b>66.645.000,00 €</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	1.720.000,00 €	1.896.000,00 €	1.552.000,00 €
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	570.000,00 €	181.000,00 €	140.000,00 €
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	925.000,00 €	925.000,00 €	2.795.000,00 €
Βραχυπρόθεσμο τμήμα ομολογιακών και τραπεζικών δανείων	22.788.000,00 €	5.395.000,00 €	6.443.000,00 €
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.759.000,00 €	4.003.000,00 €	3.453.000,00 €
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>31.762.000,00 €</b>	<b>12.399.000,00 €</b>	<b>14.383.000,00 €</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	23.928.000,00 €	23.928.000,00 €	23.928.000,00 €
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	38.641.000,00 €	38.641.000,00 €	38.641.000,00 €
Τακτικό αποθεματικό	835.000,00 €	882.000,00 €	882.000,00 €
Άλλα αποθεματικά	4.731.000,00 €	4.731.000,00 €	4.731.000,00 €
Αποτελέσματα εις νέο	20.107.000,00 €	19.395.000,00 €	15.899.000,00 €
Αποθεματικό συναλλαγματικών διαφορών	-910.000,00 €	-136.000,00 €	44.000,00 €
<b>Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες της μητρικής</b>	<b>87.332.000,00 €</b>	<b>87.440.000,00 €</b>	<b>84.124.000,00 €</b>
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	4.067.000,00 €	4.305.000,00 €	4.373.000,00 €
<b>Σύνολο παθητικού και ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>183.351.000,00 €</b>	<b>175.761.000,00 €</b>	<b>169.525.000,00 €</b>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΛΑΜΨΑ			
	2009	2010	2011
Κύκλος εργασιών	47.021.000,00 €	45.079.000,00 €	41.525.000,00 €
Κόστος πωλήσεων	-31.607.000,00 €	-31.709.000,00 €	-31.153.000,00 €
<b>Μικτά αποτελέσματα κέρδη (ζημίες)</b>	<b>15.414.000,00 €</b>	<b>13.370.000,00 €</b>	<b>10.372.000,00 €</b>
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	2.578.000,00 €	2.483.000,00 €	2.917.000,00 €
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-8.149.000,00 €	-8.583.000,00 €	-8.532.000,00 €
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-2.841.000,00 €	-2.922.000,00 €	-2.805.000,00 €
Λοιπά έξοδα εκμεταλλεύσεως	-1.039.000,00 €	-945.000,00 €	-1.107.000,00 €
<b>Κέρδη εκμετάλλευσης</b>	<b>5.963.000,00 €</b>	<b>3.403.000,00 €</b>	<b>844.000,00 €</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	319.000,00 €	285.000,00 €	155.000,00 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-3.203.000,00 €	-2.357.000,00 €	-3.058.000,00 €
Λοιπά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	914.000,00 €	-1.300.000,00 €	-51.000,00 €
<b>Αποτελέσματα προ φόρων (ζημίες)</b>	<b>3.992.000,00 €</b>	<b>31.000,00 €</b>	<b>-2.110.000,00 €</b>
Φόρος εισοδήματος	-989.000,00 €	139.000,00 €	-1.319.000,00 €
<b>Καθαρά αποτελέσματα μετά από φόρους (Α)</b>	<b>3.004.000,00 €</b>	<b>171.000,00 €</b>	<b>-3.428.000,00 €</b>
Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους / Συναλλαγματικές διαφορές από τη μετατροπή των οικονομικών καταστάσεων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του εξωτερικού(Β)	-983.000,00 €	774.000,00 €	180.000,00 €
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα (έξοδα) μετά φόρων (Α)+(Β)</b>	<b>2.020.000,00 €</b>	<b>944.000,00 €</b>	<b>-3.248.000,00 €</b>
<b>Κέρδη περιόδου αποδιδόμενα σε:</b>	<b>3.004.000,00 €</b>	<b>171.000,00 €</b>	<b>-3.428.000,00 €</b>
Ιδιοκτήτες της μητρικής	2.759.000,00 €	-67.000,00 €	-3.496.000,00 €
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	244.000,00 €	238.000,00 €	67.000,00 €
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα αποδιδόμενα σε:</b>	<b>1.879.000,00 €</b>	<b>706.000,00 €</b>	<b>-3.248.000,00 €</b>
Ιδιοκτήτες της μητρικής	141.000,00 €	238.000,00 €	-3.316.000,00 €
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	2.020.000,00 €	944.000,00 €	67.000,00 €
Κέρδη ανά μετοχή για κέρδη αποδιδόμενα σε ιδιοκτήτες της μητρικής	0,1292	-0,0032	-0,1636

## ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΩΩΝ ΛΑΜΨΑ</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων Αποτέλεσμα περιόδου προ φόρων	3.992.000,00 €	31.000,00 €	-2.110.000,00 €
Αποσβέσεις παγίων στοιχείων	5.628,00 €	5.342.000,00 €	5.499.000,00 €
Αποσβέσεις επιχορηγήσεων	-57.000,00 €	-57.000,00 €	-57.000,00 €
Κέρδη/Ζημίες από πώληση παγίων	-	3.000,00 €	10.000,00 €
Προβλέψεις	229.000,00 €	215.000,00 €	324.000,00 €
Υποτίμηση συμμετοχών	-	-	-
Συναλλαγματικές διαφορές	-914.000,00 €	1.300.000,00 €	51.000,00 €
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	-319.000,00 €	-285.000,00 €	-155.000,00 €
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	3.203.000,00 €	2.357.000,00 €	3.058.000,00 €
<b>Πλέον/μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</b>			
Μείωση/(αύξηση) αποθεμάτων	20.000,00 €	169.000,00 €	86.000,00 €
Μείωση/(αύξηση) απαιτήσεων	702.000,00 €	483.000,00 €	1.891.000,00 €
(Μείωση)/αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανείων)	-2.618.000,00 €	-2.572.000,00 €	-838.000,00 €
<b>Μείον:</b>			
Φόροι καταβλητέοι	-1.116.000,00 €	-180.000,00 €	-436.000,00 €
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλητέα	-3.421.000,00 €	-1.565.000,00 €	-2.851.000,00 €
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>5.330.000,00 €</b>	<b>5.241.000,00 €</b>	<b>4.472.000,00 €</b>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες:</b>			
Πληρωμές για αγορά παγίων περιουσιακών στοιχείων	-4.023.000,00 €	-2.836.000,00 €	-4.002.000,00 €
Εισροές από εκποίηση παγίων	-	24.000,00 €	19.000,00 €
Εισπράξεις επιχορηγήσεων	824.000,00 €	-	-
Δάνεια χορηγηθέντα	-4.152.000,00 €	-	-
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και ποσά κατατεθειμένα για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ενοποιούμενης εταιρείας	-	-50.000,00 €	-
Τόκοι εισπραχθέντες	251.000,00 €	232.000,00 €	113.000,00 €
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>-7.100.000,00 €</b>	<b>-2.631.000,00 €</b>	<b>-3.869.000,00 €</b>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Εισπράξεις από αναληφθέντα δάνεια	2.307.000,00 €	2.247.000,00 €	1.750.000,00 €
Εξοφλήσεις δανείων	-3.894.000,00 €	-9.586.000,00 €	-5.396.000,00 €
Μερίσματα καταβλητέα	-1.187.000,00 €	-597.000,00 €	-
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>-2.774.000,00 €</b>	<b>-7.936.000,00 €</b>	<b>-3.646.000,00 €</b>
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) ταμείου και ταμειακών διαθεσίμων (α)+(β)+(γ)</b>	<b>-4.544.000,00 €</b>	<b>-5.326.000,00 €</b>	<b>-3.043.000,00 €</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα έναρξης περιόδου</b>	<b>15.147.000,00 €</b>	<b>10.603.000,00 €</b>	<b>5.277.000,00 €</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα τέλους περιόδου</b>	<b>10.603.000,00 €</b>	<b>5.277.000,00 €</b>	<b>2.234.000,00 €</b>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.</b>			
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	2009	2010	2011
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Ασώματες ακινητοποιήσεις	126	91	88
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	184.403	182.747	180.277
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	9.163	8.586	8.948
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	29	32	31
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>193.721</b>	<b>191.456</b>	<b>189.344</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	855	807	787
Πελάτες	3.364	2.925	2.054
Λοιπές απαιτήσεις	968	1.133	1.148
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	6.361	5.238	3.457
<b>Σύνολο κυκλοφορούν ενεργητικού</b>	<b>11.548</b>	<b>10.103</b>	<b>7.446</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>205.269</b>	<b>201.559</b>	<b>196.790</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Ομολογιακό δάνειο	80.000	75.000	70.000
Υποχρεώσεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	2.075	2.115	2.117
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	262	242	221
Προβλέψεις	54	54	2.854
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>82.391</b>	<b>77.411</b>	<b>75.192</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	3.014	2.402	2.029
Οφειλές από φόρους και εισφορές	1.117	939	1.087
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.045	3.331	3.181
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>7.176</b>	<b>6.672</b>	<b>6.297</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	115.680	115.680	115.680
Αποθεματικά	1.210	1.210	1.210
Αποτελέσματα εις νέο	-1.188	586	-1.589
Καθαρή θέση μετόχων	115.702	117.476	115.301
<b>Σύνολο παθητικού και ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>205.269</b>	<b>201.559</b>	<b>196.790</b>

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΑΣΤΗΡ ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Κύκλος εργασιών	35.498	31.191	30.471
Κόστος πωλήσεων	-	-	-
	30.335	26.793	27.063
<b>Μικτά αποτελέσματα κέρδη (ζημιές)</b>	<b>5.163</b>	<b>4.398</b>	<b>3.408</b>
Λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	701	491	1.100
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-945	-858	-1.039
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-1.463	-1.538	-1.552
Φόροι - τέλη ακίνητης περιουσίας	-87	-85	-392
Λοιπά έξοδα	-98	-97	-2.889
<b>Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων</b>	<b>3.271</b>	<b>2.311</b>	<b>-1.364</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	78	1.636	944
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-2.207	-1.528	-2.046
<b>Αποτελέσματα προ φόρων (ζημιές)</b>	<b>1.142</b>	<b>2.419</b>	<b>-2.466</b>
Φόρος εισοδήματος	-348	-577	291
Καθαρές ζημιές μετά από φόρους	794	1.842	-2.175
Έκτακτη εισφορά (ν. 3845/2010)	0	-68	0
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα μετά από φόρους και έκτακτη εισφορά</b>	<b>794</b>	<b>1.774</b>	<b>-2.175</b>



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.</b>			
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Ταμειακές ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων			-
Αποτέλεσμα περιόδου προ φόρων	1.142	2.419	2.466
Αποσβέσεις παγίων στοιχείων	6.057	4.182	4.103
Προβλέψεις	24	40	2.802
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας	-78	1.636	-944
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	2.207	1.528	2.046
<b>Πλέον/μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</b>			
Μείωση/(αύξηση) αποθεμάτων	20	48	20
Μείωση/(αύξηση) απαιτήσεων	3.572	271	858
(Μείωση)/αύξηση υποχρεώσεων (πλην δανείων)	1.711	-597	-605
<b>Μείον:</b>			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα	3.165	1.487	1.819
Καταβεβλημένοι φόροι	0	0	-68
<b>Σύνολο εισροών / (εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</b>	<b>8.068</b>	<b>4.768</b>	<b>3.927</b>
<b>Επενδυτικές δραστηριότητες:</b>			
Πληρωμές για αγορά παγίων περιουσιακών στοιχείων	3.734	2.528	1.652
Τόκοι εισπραχθέντες	78	1.637	944
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</b>	<b>3.656</b>	<b>-891</b>	<b>-708</b>
<b>Χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>			
Εξοφλήσεις δανείων	5.000	0	5.000
<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</b>	<b>5.000</b>	<b>0</b>	<b>5.000</b>
<b>Καθαρή αύξηση/(μείωση) ταμείου και ταμειακών διαθεσίμων (α)+(β)+(γ)</b>	<b>4.412</b>	<b>1.123</b>	<b>1.781</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα έναρξης περιόδου</b>	<b>1.949</b>	<b>6.361</b>	<b>5.238</b>
<b>Ταμείο και ταμειακά διαθέσιμα τέλους περιόδου</b>	<b>6.361</b>	<b>5.238</b>	<b>3.457</b>