



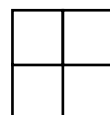
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

# Χρηματοοικονομική Αξιολόγηση του Κλάδου των Εταιρειών Κοινής Ωφέλειας



ΠΜΣ: ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ





# Χρηματοοικονομική Αξιολόγηση του Κλάδου των Εταιρειών Κοινής Ωφέλειας

ΜΑΡΑΓΚΑΚΗ ΣΤΑΜΑΤΙΝΑ

Σημαντικοί Όροι: Αριθμοδείκτες, Λογιστικές Καταστάσεις, Ενεργητικό, Παθητικό

## Περίληψη

Ο χώρος της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης στην Ελλάδα παρουσιάζει έντονες ζυμώσεις τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα των μεταβολών στο παγκόσμιο οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον. Σύμφωνα με τα νέα δεδομένα, η επίτευξη της εύρυθμης χρηματοοικονομικής λειτουργίας είναι απαραίτητη για κάθε επιχείρηση, προκειμένου να εξασφαλίσει την βιωσιμότητά της. Τα σύγχρονα προβλήματα των οργανισμών, τα οποία γίνονται όλο και πιο πολύπλοκα, καθιστούν αναγκαία την εμπάθυνση της επιστήμης της Χρηματοοικονομικής ανάλυσης, αλλά και την ανάπτυξη μεθοδολογιών για την επίλυσή τους με ρεαλιστικό και εφικτό τρόπο. (Λυμπερόπουλος Αντώνιος, 2009)

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να παρουσιάσει τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης και να εξετάσει τα σύγχρονα χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούν σήμερα οι αναλυτές για να λάβουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Στο πρώτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται οι Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις που δημοσιεύουν οι Ελληνικές επιχειρήσεις καθώς και οι κυριότεροι Αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται από τους Οικονομολόγους. Στο δεύτερο κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα πιο διαδεδομένα εργαλεία αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης τα οποία χρησιμοποιούνται τόσο από τους μετόχους, όσο και από τους υποψήφιους επενδυτές. Στο τρίτο κεφάλαιο, εξετάζεται ο κλάδος της Ηλεκτρικής Ενέργειας στην Ελλάδα και πραγματοποιείται μια SWOT ανάλυση του κλάδου. Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο, εξετάζονται οι κυριότεροι δείκτες τριών μεγάλων Ελληνικών επιχειρήσεων, της ΔΕΗ ΑΕ, ΕΥΔΑΠ ΑΕ και ΕΥΑΘ Α.Ε. Για τις επιχειρήσεις ΕΥΔΑΠ ΑΕ και ΕΥΑΘ Α.Ε εξετάζεται η πενταετία 2011-2015 ενώ για την επιχείρηση ΔΕΗ ΑΕ εξετάζονται τα έτη 2010-2014 καθώς την στιγμή που εκπονήθηκε η παρούσα εργασία, η επιχείρηση δεν είχε δημοσιεύσει τις Οικονομικές Καταστάσεις του έτους 2015.

# Abstract

The area of Financial Analysis in Greece show intense changes in recent years as a result of changes in global economic and business environment. According to new data, the robust financial operation is essential for any business to ensure its viability. Current problems of the organizations, which are all more complex nowadays, call for the deepening of the science of financial analysis and the development of methodologies to solve them in a realistic and feasible way. (Liberopoulos Anthony, 2009)

Purpose of this thesis is to present the financial statements of an enterprise and to examine the modern financial tools that are now used by analysts to make its investment decisions. The first chapter presents the Financial Statements published by the Greek company and the main ratios used by economists nowadays. The second chapter presents the most common valuation tools of the value of an enterprise which are used both by the shareholders and by prospective investors. The third chapter deals with the sector of Electricity in Greece and carried out a SWOT analysis for the latter. Finally, the fourth chapter examines the main indicators of three major Greek businesses, DEH A.E, EYDAP AE and EYATH AE. For companies EYDAP and EYATH SA we examine five years between 2011 and 2015, while for the DEH A.E we examine the years 2010-2014 as the time this thesis was drafted, the company did not publish its Financial Statements for the year 2015.

## Contents

<u>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> : Γενική Θεώρηση της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης</u> .....	1
<u>1.1 Εισαγωγή</u> .....	1
<u>1.2 Ζήτηση για Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις</u> .....	3
<u>1.2.1 Οικονομικές Καταστάσεις</u> .....	3
<u>1.2.2 Σκοπός Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων</u> .....	8
<u>1.2.3 Βασικοί Αναλυτές Οικονομικών Καταστάσεων</u> .....	8
<u>1.3 Είδη ανάλυσης των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων</u> .....	10
<u>1.3.1 Διάκριση ανάλογα με τα στάδια διενέργειας της ανάλυσης</u> .....	10
<u>1.3.2 Διάκριση ανάλογα με τη Θέση του Αναλυτή</u> .....	10
<u>1.4 Μέθοδοι ανάλυσης των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων</u> .....	11
<u>1.5 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων με Αριθμοδείκτες</u> .....	13
<u>1.5.1 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios)</u> .....	14
<u>1.5.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)</u> .....	16
<u>1.5.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratio)</u> .....	18
<u>1.5.4 Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας (Operating Expense Ratios)</u> .....	19
<u>1.5.5 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων &amp; Βιωσιμότητας (Financial Structure and Viability Ratios)</u> .....	19
<u>1.5.6 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες (Investment Ratios)</u> .....	22
<u>1.5.7 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Ανάλυσης με Αριθμοδείκτες</u> .....	23
<u>1.6 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων μέσω του προσδιορισμού Νεκρού Σημείου</u> ..	24
<u>1.7 Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards –IFRS)</u> .....	26
<u>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Βασικές Έννοιες Αποτίμησης Επιχειρήσεων</u> .....	29
<u>2.1 Η Έννοια της Αποτίμησης</u> .....	29
<u>2.2 Λόγοι Αποτίμησης Της Αξίας Μιας Επιχείρησης</u> .....	31
<u>2.3 Η Διαδικασία της Αποτίμησης</u> .....	33
<u>2.4 Μοντέλα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων</u> .....	34
<u>2.4.1 Κόστος Κεφαλαίου</u> .....	34
<u>2.4.2 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαίου - Capital Asset Pricing Model – CAPM</u> .....	35
<u>2.4.3 Το υπόδειγμα Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Κεφαλαίων Στοιχείων - Arbitrage Pricing Model (APM)</u> .....	38
<u>2.4.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost Of Capital- WACC)</u> ..	40
<u>2.5 Μοντέλα Που Στηρίζονται Στην Προεξόφληση Των Μερισμάτων - Discount Dividend Models</u> .....	42

<a href="#">2.6 Μοντέλα Που Στηρίζονται Στην Προεξόφληση Της Ελεύθερης Ταμειακής Ροής - Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών (DCF)</a> .....	44
<a href="#">Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>: Ανάλυση του Κλάδου της Ηλεκτρικής Ενέργειας και της Ύδρευσης</a> .....	46
<a href="#">3.1 Ο Κλάδος της Ηλεκτρικής Ενέργειας</a> .....	46
<a href="#">3.1.1 Οι Κυριότεροι Παραγωγοί και Προμηθευτές Ηλεκτρικής Ενέργειας</a> .....	47
<a href="#">3.1.2 Μεταφορά και διανομή Ηλεκτρικής Ενέργειας</a> .....	49
<a href="#">3.2 Η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού – ΔΕΗ Α.Ε.</a> .....	50
<a href="#">3.3 Ο Ανταγωνισμός</a> .....	52
<a href="#">3.4 SWOT Analysis του Κλάδου της Ηλεκτρικής Ενέργειας</a> .....	55
<a href="#">3.5 Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας – ΑΠΕ</a> .....	56
<a href="#">3.6 Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Πρωτεύουσας –ΕΥΔΑΠ Α.Ε.</a> .....	58
<a href="#">3.7 Η Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε- ΕΥΑΘ Α.Ε.</a> .....	61
<a href="#">3.8 Το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ)</a> .....	63
<a href="#">Κεφάλαιο 4ο: Χρηματοοικονομική Ανάλυση ΔΕΗ Α.Ε, ΕΥΔΑΠ Α.Ε, ΕΥΑΘ Α.Ε</a> .....	64
<a href="#">4.1 Ανάλυση Ισολογισμών ΔΕΗ Α.Ε για τα έτη 2010-2014</a> .....	64
<a href="#">4.2 Ανάλυση Ισολογισμών ΕΥΔΑΠ Α.Ε για τα έτη 2011-2015</a> .....	71
<a href="#">4.3 Ανάλυση Ισολογισμών ΕΥΑΘ Α.Ε για τα έτη 2011-2015</a> .....	77
<a href="#">4.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών</a> .....	83
<a href="#">4.5.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ή Γενικής Ρευστότητας</a> .....	83
<a href="#">4.5.2 Αριθμοδείκτης Ιδία Κεφάλαια Προς Ξένα</a> .....	87
<a href="#">4.5.3 Αριθμοδείκτης Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</a> .....	90
<a href="#">4.5.4 Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθώριο Κέρδους</a> .....	94
<a href="#">4.5.5 Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Net Worth)</a> .....	97
<a href="#">4.5.5 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης</a> .....	101
<a href="#">4.5.6 Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας</a> .....	104
<a href="#">4.5.7 Αριθμοδείκτης Εδικής Ρευστότητας</a> .....	107
<a href="#">4.5.8 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας</a> .....	110
<a href="#">4.5.9 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως απαιτήσεων</a> .....	113
<a href="#">4.5.10 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού</a> .....	116
<a href="#">4.5.11 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων</a> .....	119
<a href="#">4.5.12 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων</a> .....	122
<a href="#">4.5.13 Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας (Overall Rate of Return)</a> .....	125
<a href="#">ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</a> .....	128
<a href="#">Βιβλιογραφία</a> .....	130

<a href="#">ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ</a> .....	130
<a href="#">ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ</a> .....	133

# Ευχαριστίες

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα της παρούσας διπλωματικής εργασίας κ. Αρτίκη Παναγιώτη για την πολύτιμη καθοδήγηση του και την εμπιστοσύνη που μου έδειξε.*

*Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου που με υπομονή και κουράγιο πρόσφεραν την απαραίτητη ηθική συμπαράσταση για την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής μου εργασίας.*



## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Αυξ. Αριθμός	Τίτλος	Σελ
1	Πίνακας 1 : Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	15
2	Πίνακας 2 : Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	16
3	Πίνακας 3 : Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας	17
4	Πίνακας 4 : Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας	18
5	Πίνακας 5: Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας	19
6	Πίνακας 6: Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες	21
7	Πίνακας 7: Παρουσίαση ΔΛΠ	27
8	Πίνακας 8: Μετοχική Σύνθεση ΔΕΗ Α.Ε	50
9	Πίνακας 9: SWOT Analysis του Κλάδου της Ηλεκτρικής Ενέργειας	54
10	Πίνακας 10: Μετοχική Σύνθεση ΕΥΔΑΠ Α.Ε	59
11	Πίνακας 11: Μετοχική Σύνθεση ΕΥΑΘ Α.Ε	61
12	Πίνακας 12: Ανάλυση Εξόδων	79
13	Πίνακας 13: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	83
14	Πίνακας 14: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	84
15	Πίνακας 15: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	84
16	Πίνακας 16: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	86
17	Πίνακας 17: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	87
18	Πίνακας 18: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	88
19	Πίνακας 19: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	90
20	Πίνακας 20: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	91
21	Πίνακας 21: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	92
22	Πίνακας 22: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	93
23	Πίνακας 23: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	94
24	Πίνακας 24: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	95
25	Πίνακας 25: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	97
26	Πίνακας 26: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	98
27	Πίνακας 27: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	99
28	Πίνακας 28: Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	101

29	Πίνακας 29: Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	102
30	Πίνακας 30: Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	103
31	Πίνακας 31: Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	104
32	Πίνακας 32: Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	105
33	Πίνακας 33: Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	106
34	Πίνακας 34: Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	107
35	Πίνακας 35: Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	108
36	Πίνακας 36: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	109
37	Πίνακας 37: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	110
38	Πίνακας 38: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	111
39	Πίνακας 39: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης	112
40	Πίνακας 40: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	113
41	Πίνακας 41: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	114
42	Πίνακας 42 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	115
43	Πίνακας 43 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	116
44	Πίνακας 44 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	117
45	Πίνακας 45 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	118
46	Πίνακας 46 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	119
47	Πίνακας 47 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	120
48	Πίνακας 48 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	121
49	Πίνακας 49 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	122
50	Πίνακας 50 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	123
51	Πίνακας 51 : Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	124
52	Πίνακας 52 : Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	125
53	Πίνακας 53 : Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	126

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Αυξ. Αριθμός	Τίτλος	Σελ
1	Διάγραμμα 1: Διάρθρωση Ενεργητικού ΔΕΗ ΑΕ	64
2	Διάγραμμα 2: Σύνολο Ενεργητικού ΔΕΗ ΑΕ	65
3	Διάγραμμα 3: Στοιχεία Παθητικού ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014	66
4	Διάγραμμα 4: Κύκλος Εργασιών ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014	67
5	Διάγραμμα 5: Λειτουργικά & Χρηματοοικονομικά Έξοδα ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014	68
6	Διάγραμμα 6: ΕΒΙΤΔΑ ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014	69
7	Διάγραμμα 7 Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014	69
8	Διάγραμμα 8: Διάρθρωση Ενεργητικού ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015	70
9	Διάγραμμα 9: Διάρθρωση Παθητικού ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015	71
10	Διάγραμμα 10: Σύγκριση Υποχρεώσεων - Παθητικού ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015	72
11	Διάγραμμα 11: Κύκλος Εργασιών ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015	73
12	Διάγραμμα 12: Λειτουργικά & Χρημ. Έξοδα ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015	74
13	Διάγραμμα 13: Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015	75
14	Διάγραμμα 14: Στοιχεία Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	76
15	Διάγραμμα 15: Στοιχεία Παθητικού της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	77
16	Διάγραμμα 16: Κύκλος Εργασιών της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	78
17	Διάγραμμα 17: Λειτουργικές & Χρηματοοικονομικές Δαπάνες της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	79
18	Διάγραμμα 18: Δείκτης ΕΒΙΤΔΑ της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	80
19	Διάγραμμα 19: Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	81
20	Διάγραμμα 20: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	83
21	Διάγραμμα 21: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	84
22	Διάγραμμα 22: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	85
23	Διάγραμμα 23 Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	86
24	Διάγραμμα 24: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	87
25	Διάγραμμα 25: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	88
26	Διάγραμμα 26: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	90
27	Διάγραμμα 27: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	91
28	Διάγραμμα 28: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	92
29	Διάγραμμα 28: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	93
30	Διάγραμμα 30: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	94
31	Διάγραμμα 31: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	
32	Διάγραμμα 32: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	97
33	Διάγραμμα 33: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	98
34	Διάγραμμα 34: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	99
35	Διάγραμμα 35: : Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	100
36	Διάγραμμα 36: : Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	101

37	Διάγραμμα 37: : Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	102
38	Διάγραμμα 38: : Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	103
39	Διάγραμμα 39: : Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ	104
40	Διάγραμμα 40: : Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ	105
41	Διάγραμμα 41: : Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	106
42	Διάγραμμα 42: : Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	107
43	Διάγραμμα 43: : Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	108
44	Διάγραμμα 44: : Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	109
45	Διάγραμμα 45: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	110
46	Διάγραμμα 46: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	111
47	Διάγραμμα 47: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	112
48	Διάγραμμα 48: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	113
49	Διάγραμμα 49: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	114
50	Διάγραμμα 50: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	115
51	Διάγραμμα 51: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	116
52	Διάγραμμα 52: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	117
53	Διάγραμμα 53: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	118
54	Διάγραμμα 54: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	119
55	Διάγραμμα 55: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	120
56	Διάγραμμα 56: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	121
57	Διάγραμμα 57: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	122
58	Διάγραμμα 58: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	123
59	Διάγραμμα 59: Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε	124
60	Διάγραμμα 60: Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε	125
61	Διάγραμμα 61 Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε	126

# Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> : Γενική Θεώρηση της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

## 1.1 Εισαγωγή

Ο χώρος της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης στην Ελλάδα παρουσιάζει έντονες ζυμώσεις τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα των μεταβολών στο παγκόσμιο οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον. Σύμφωνα με τα νέα δεδομένα, η επίτευξη της εύρυθμης χρηματοοικονομικής λειτουργίας είναι απαραίτητη για κάθε επιχείρηση, προκειμένου να εξασφαλίσει την βιωσιμότητά της. Τα σύγχρονα προβλήματα των οργανισμών, τα οποία γίνονται όλο και πιο πολύπλοκα, καθιστούν αναγκαία την εμβάθυνση της επιστήμης της Χρηματοοικονομικής ανάλυσης, αλλά και την ανάπτυξη μεθοδολογιών για την επίλυσή τους με ρεαλιστικό και εφικτό τρόπο. (Λυμπερόπουλος Αντώνιος, 2009)

Η Χρηματοοικονομική δραστηριότητα σε επιχειρήσεις και οργανισμούς παραδοσιακά υποστηρίζεται από τα εξής τρία βασικά στοιχεία : την αύξηση των οικονομικών μέσων, την διαχείριση των πληρωμών και τέλος την ανάλυση της οικονομικής κατάστασης της ίδιας της επιχείρησης. Η αναλυτική πτυχή της χρηματοοικονομικής διαχείρισης καταλαμβάνει ολοένα και περισσότερο το ενδιαφέρον των μελετητών και των επαγγελματιών. Των μεν μελετητών διότι πρέπει να προσαρμοστούν στις προκλήσεις που προκαλούνται από μεταβαλλόμενη πραγματικότητα και των δε επαγγελματιών καθώς υπάρχει η ανάγκη να βρουν λύσεις στα αναδυόμενα προβλήματα που προκύπτουν από μια κοινωνία η οποία βρίσκεται συνεχώς σε κίνηση. (Jaime Gil-Aluja, 2004)

Η απόδοση μιας εταιρείας μπορεί να αποτελεί το ενδιαφέρον αρκετών, όπως των διαχειριστών της επιχείρησης, των μετόχων, των δανειστών, των πιστωτών, των συμβούλων επενδύσεων καθώς και των επενδυτικών τραπεζών. Ωστόσο, στην χώρα μας υπάρχει μια έλλειψη στην καθιέρωση ενός πλαισίου αξιολόγησης των επιδόσεων που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε καθημερινή βάση για την αξιολόγηση μιας επιχείρησης. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τον μεγάλο όγκο πληροφοριών και δεδομένων που είναι συχνά διαθέσιμα, καθιστά την εταιρική αξιολόγηση των επιδόσεων ένα πολύ-σύνθετο πρόβλημα. Η δυσκολία στην διεξαγωγή μιας

διεξοδικής εταιρικής αξιολόγησης είναι ακόμα πιο έντονη σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) των οποίων τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στην αξιολόγηση. Ένα βασικό μέρος της ενδελεχούς αξιολόγησης της εταιρικής απόδοσης περιλαμβάνει την εξέταση της οικονομικής θέσης των επιχειρήσεων. Αυτό συνεπάγεται μια ποσοτική ανάλυση όλων των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης με σκοπό να αντλήσει συμπεράσματα σχετικά με την κερδοφορία της, την κεφαλαιακή της δομή, την πολιτική χρηματοδότησης, την ρευστότητά της, κ.λπ. Η ικανότητα ενός οικονομικού οργανισμού να εκτελέσει μια τέτοια χρηματοοικονομική ανάλυση, είναι συχνά ζωτικής σημασίας, ειδικά σε περιπτώσεις όπου οι εναλλακτικές ποιοτικές πληροφορίες σχετικά με τη διαχείριση της επιχείρησης, του οργανισμού, τις τεχνικές εγκαταστάσεις, κλπ, είναι δύσκολο να αποκτηθούν. (Fotini Voulgaris et al., 2000)

### **1.1.1 Η Έννοια της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων**

Ο όρος “Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων” υποδεικνύει ένα σύστημα πληροφόρησης το οποίο, αφού αντλήσει δεδομένα (χρηματοοικονομικές πληροφορίες), τα επεξεργάζεται, τα μελετά και τα αναλύει με σκοπό την αξιοποίησή τους στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων – πραγματοποιιώντας λογικές επιλογές μεταξύ εναλλακτικών λύσεων– από εκείνους οι οποίοι έχουν εύλογα δικαιώματα σε μια τέτοια πληροφόρηση. Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες περιέχονται είτε στις υποχρεωτικά δημοσιευόμενες Λογιστικές-Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις (Ισολογισμό, Αποτελέσματα Χρήσης, κ.λπ.) είτε παρέχονται στις μη υποχρεωτικά δημοσιευόμενες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις ή σε άλλες πηγές χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, οι οποίες είτε προκύπτουν από τις Λογιστικές Καταστάσεις είτε από τα λογιστικά βιβλία είτε καταρτίζονται ειδικά ενόψει μιας συγκεκριμένης μελέτης, είτε παρέχονται από το εξωτερικό περιβάλλον (οικονομικό τύπο, διάφορα Ινστιτούτα κ.λπ.) των επιχειρήσεων. Με την αξιοποίηση των στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων εκτιμώνται και ερμηνεύονται οι τάσεις μεταξύ των διαφόρων οικονομικών δεδομένων. (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

## 1.2 Ζήτηση για Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις

Η ζήτηση για τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχει υπάρξει εδώ και αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα ως ένα μέσο για να διευκολυνθεί η αποτελεσματική διαχείριση και ο επιμερισμός του κινδύνου μέσα στο περιβάλλον των επιχειρήσεων. Οι λήπτες αποφάσεων, παραδείγματος χάριν οι CEOs, και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη απαιτούν πληροφορίες σχετικά με το παρελθόν την επιχείρησης και τις προοπτικές των αποδόσεων. Η παροχή οικονομικών καταστάσεων είναι μια ανάγκη που προκύπτει από τις επιχειρήσεις ως μια προσπάθεια να μειώσουν το χρηματοοικονομικό κόστος τους, όπως το κόστος εργασίας και οι δαπάνες συντήρησης κτλ. (Peter D. Easton et all, 2015).

### 1.2.1 Οικονομικές Καταστάσεις

Οι οικονομικές καταστάσεις ικανοποιούν τις ανάγκες διαφόρων χρηστών. Η λειτουργία του λογιστικού συστήματος περιλαμβάνει την εφαρμογή των λογιστικών προτύπων κάθε χώρας για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων. Κάθε επιχείρηση χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα δεδομένα που προκύπτουν από τα λογιστικά της προγράμματα για να παράξει τις Οικονομικές καταστάσεις.(Peter D. Easton et all, 2015).

Ιστορικά, οι οικονομικές καταστάσεις παρέχουν πληροφορίες για το κατά πόσο το στρατηγικό σχέδιο της εταιρείας είναι επιτυχημένο, και αποτελούν μια σημαντική συμβολή στη διαδικασία σχεδιασμού του. Οι συγκεκριμένες καταστάσεις δίνουν έμφαση στο τμήμα του στρατηγικού σχεδιασμού που αποδεικνύεται κερδοφόρο για την επιχείρηση και με αυτόν τον τρόπο προσελκύουν επενδύσεις. Αποκαλύπτουν επίσης κομμάτια που είναι λιγότερο αποτελεσματικά, και παρέχουν πληροφορίες με σκοπό να βοηθήσουν τους διαχειριστές να αναπτύξουν διορθωτικά μέτρα.(Peter D. Easton et all, 2015).

Οι κυριότερες Οικονομικές Καταστάσεις αναλύονται ως εξής:

## Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως (Income Statement)

Η πιο κοινή και η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη οικονομική κατάσταση είναι η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως (ΚΑΧ) η οποία ως ιδέα είναι αρκετά απλή. Ξεκινά με τα έσοδα ή γενικότερα με τις εισροές μετρητών τα οποία αποκτά η επιχείρηση σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Στη συνέχεια, αφού όλες οι δαπάνες που σχετίζονται με τις πωλήσεις αφαιρούνται, η τελική γραμμή είναι το ποσό που αποκτάται. Το τελικό νούμερο αποτελεί το καθαρό εισόδημα. Ως εκ τούτου, η κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως επιχειρεί να προσφέρει μια λογική εκτίμηση για το μέρος των εσόδων της εταιρείας που διατηρήθηκε ως εισόδημα κατά τη διάρκεια της λογιστικής περιόδου. (M.K. Pyles, 2013)

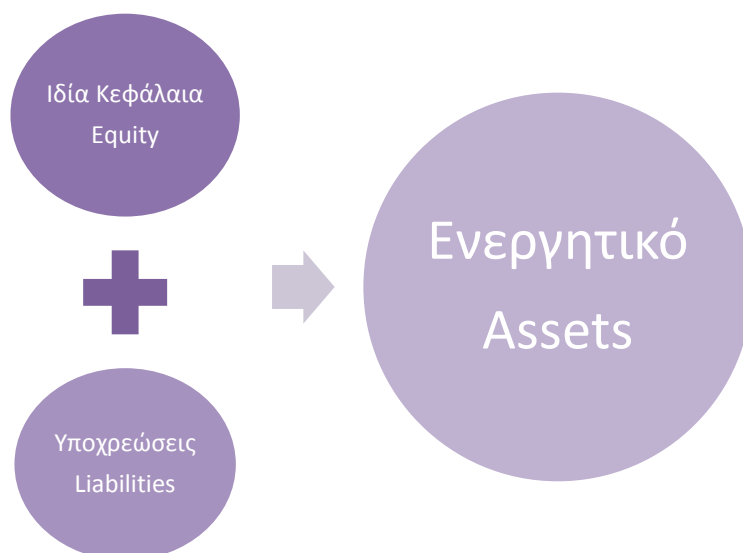
ABC Corp.	
Income statement for the year ending Dec. 31, 2012 (values in 000s)	
Sales	\$89,000
Cost of goods sold	49,000
Depreciation	7,600
<i>EBIT</i>	32,400
Interest	2,500
Taxable income	29,900
Taxes (35 %)	10,465
Net income	19,435
Dividends	14,550
Addition to retained earnings	4,885

Εικ : Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης επιχείρησης ABC. Πηγή: M.K. Pyle



## Ισολογισμός (Balance Sheet)

Ο ισολογισμός είναι μια περίληψη της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή, που δείχνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις και ίδια κεφάλαια. Αντιπροσωπεύει τη λογιστική εξίσωση: ενεργητικό ισούται με υποχρεώσεις συν ίδια μετοχικά κεφάλαια. (Tom Y. Sawyer, 2009)



Ο ισολογισμός αποτελείται από δυο διαφορετικά τμήματα, το Ενεργητικό (Assets) και το Παθητικό (Liabilities). Το ενεργητικό αποτελεί τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία κατέχει και το παθητικό το σύνολο των υποχρεώσεων προς τρίτους. (Αδαμίδης Αργύρης, 1998)

ABC Corp.					
Balance sheet as of December 31, 2011 and 2012 (values in 000s)					
Assets			Liabilities		
	2011	2012		2011	2012
Current assets			Current liabilities		
Cash	9,300	7,800	A/P	6,500	9,000
A/R	2,600	3,500	N/P	8,200	4,500
Inventory	5,000	3,000	Total current	14,700	13,500
Total current	16,900	14,300	Long-term debt	7,800	14,000
Fixed assets	31,600	34,000	Total debt	22,500	27,500
Total assets	48,500	48,300			
			Equity	2011	2012
			Common stock	21,500	11,415
			Retained earnings	4,500	9,385
			Total equity	26,000	20,800
			Total debt and equity	48,500	48,300

Εικ : Ισολογισμός επιχείρησης ABC. Πηγή: M.K. Pyle

## Κατάσταση Ταμειακών Ροών (Cashflow Statement)

Η κατάσταση ταμειακών ροών είναι η επίσημη δήλωση των πληρωμών σε μετρητά και των εισπράξεων για την περίοδο αναφοράς. Η κατάσταση ταμειακών ροών αντιπροσωπεύει τα μετρητά που παράγονται ή δαπανώνται στις κύριες δραστηριότητες, τις επενδυτικές και τέλος τις οικονομικές δραστηριότητες της επιχείρησης. (F.K. Crundwell 2008)

Cash Flow Statement for year ended 31 March 2008		
	31-Mar-08	31-Mar-07
<b>OPERATING ACTIVITIES</b>		
Income from operating activities	1,399,815	1,465,504
Adjusted for increase in working capital	183,038	161,684
Taxation paid	<u>82,489</u>	<u>98,665</u>
Net cash provided by operating activities	1,134,288	1,205,155
<b>INVESTMENT ACTIVITIES</b>		
Cash used to acquire fixed tangible assets	66,777	50,000
<b>FINANCING ACTIVITIES</b>		
Decrease in long term liabilities	12,912	16,095
Interest paid	47,269	65,281
Dividends paid	<u>679,232</u>	<u>984,328</u>
Net cash used by financing activities	739,413	1,065,704
<b>NET CASH AND EQUIVALENTS PROVIDED</b>	<u>328,098</u>	<u>89,450</u>
Cash at beginning of year	112,450	23,000
Cash at end of year	440,548	112,450
Net change in cash position	328,098	89,450

Εικ : Κατάσταση Ταμειακών Ροών της επιχείρησης ABC. Πηγή: F.K. Crundwell

## Ετήσια Έκθεση (Annual Report)

Η νομοθεσία των περισσότερων κρατών, και ειδικότερα η νομοθεσία των Χρηματιστηρίων, απαιτεί την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και εκθέσεων των εταιρειών στα αρμόδια όργανα, που είναι υπεύθυνα τόσο για την αποδοχή τους όσο και για τον διορισμό και την εναλλαγή των εκλεγόμενων Διοικητικών Συμβουλίων των εταιρειών. Εκτός από την παρουσίαση των λογαριασμών, τα έγγραφα αυτά βοηθούν στην επιτέλεση και άλλων λειτουργιών όπως η πρόσκληση ενδιαφέροντος για επενδύσεις, η προστασία των πιστωτών, η γνωστοποίηση ενδο-επιχειρησιακών πληροφοριών κ.λπ. Αυτά τα βασισμένα σε έγγραφα γεγονότα συνδυάζονται με την έκδοση από τις εταιρείες του εντύπου "Ετήσια Έκθεση" (Annual Report). Η Ετήσια Έκθεση αποτελεί ένα έγγραφο που περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία της επικοινωνίας, αλλά επιπρόσθετα προσδίδει, ως επίσημο έγγραφο, αξιοπιστία στην εταιρεία, καθόσον με αυτό κοινοποιούνται από τη

διοίκησή της, στοιχεία της εικόνας της εταιρείας, κατά σημαντικό μέρος επιβεβαιωμένα και από Ελεγκτές. Για να παραμείνουν δηλαδή στη δημόσια «θέα», οι επιχειρήσεις υποχρεώθηκαν να ενημερώνουν αυτούς που λαμβάνουν αποφάσεις, εξω-επιχειρησιακά, για την ταυτότητα και την εξέλιξή τους σε όλους τους τομείς (οικονομικό, εμπορικό, τεχνολογικό κ.λπ.). (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

Το περιεχόμενο και η ποικιλία των στοιχείων που περιλαμβάνονται κατ' ελάχιστον σε μία Ετήσια Έκθεση ορίζονται από εξωγενείς παράγοντες, όπως η ισχύουσα σε κάθε χώρα εμπορική και φορολογική νομοθεσία, τα διεθνή ή τοπικά λογιστικά πρότυπα ή, για εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρείες, οι σχετικές χρηματιστηριακές διατάξεις που ισχύουν σε κάθε περίπτωση. Όλες αυτές οι εξωγενείς ρυθμίσεις προδιαγράφουν την ελάχιστη –και υποχρεωτική– πληροφόρηση, που πρέπει να αποκαλύπτεται αναφορικά με την οικονομική δραστηριότητα και τα αποτελέσματα μίας επιχείρησης στο πλαίσιο της ετήσιας Έκθεσής της. (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

<p><b>Έκθεση ελέγχου ορκωτού ελεγκτή-λογιστή με σύμφωνη γνώμη – έμφαση διόρθωσης ενδιάμεσων καταστάσεων – ανέλεγκτες φορολογικά χρήσεις</b></p> <p>Προς τους Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας</p> <p>Ελέγξαμε τις συνημμένες οικονομικές καταστάσεις, καθώς και τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της ΑΕ ..... της εταιρικής χρήσης που έληξε την 31 Δεκεμβρίου ..... Η ευθύνη της σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων βαρύνει τη διοίκηση της εταιρείας. Η δική μας ευθύνη περιορίζεται στη διαμόρφωση και τη διατύπωση γνώμης επί των οικονομικών καταστάσεων, εδραιωμένης στον διενεργηθέντα έλεγχο.</p> <p>Ο έλεγχός μας διενεργήθηκε σύμφωνα με τα Ελληνικά Ελεγκτικά Πρότυπα, που είναι εναρμονισμένα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα. Τα Πρότυπα αυτά απαιτούν τον σχεδιασμό και την εκτέλεση του ελεγκτικού έργου κατά τρόπο που διασφαλίζει με εύλογη βεβαιότητα ότι οι οικονομικές καταστάσεις είναι απαλλαγμένες από ουσιώδεις ανακρίβειες και παραλείψεις. Ο έλεγχος περιλαμβάνει την εξέταση, σε δειγματοληπτική βάση, αποδεικτικών στοιχείων που υποστηρίζουν τα ποσά και τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις. Ο έλεγχος επίσης περιλαμβάνει την αξιολόγηση των λογιστικών αρχών που ακολουθήθηκαν, των εκτιμήσεων της διοίκησης της εταιρείας και, γενικότερα, της παρουσίας των δεδομένων στις οικονομικές καταστάσεις, καθώς και τη συμφωνία του περιεχομένου της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου με τις οικονομικές καταστάσεις. Πιστεύουμε ότι ο έλεγχος που διενεργήθηκε παρέχει επαρκή βάση για τη διαμόρφωση της γνώμης μας.</p> <p>Κατά τη γνώμη μας, οι προαναφερόμενες οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν ακριβδoδικα την οικονομική θέση της εταιρείας και την ενοποιημένη οικoλογική θέση του Ομίλου (του οποίου η εταιρεία είναι μητρική), κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου ....., και τα αποτελέσματα των εργασιών της και του Ομίλου, καθώς και τις μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων και τις ταμειακές ροές της εταιρείας και του Ομίλου, της χρήσης που έληξε αυτή την ημερομηνία, σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, που έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση, και το περιεχόμενο της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου συμφωνεί με τις προαναφερόμενες οικονομικές καταστάσεις.</p> <p>Χωρίς να διατυπώνουμε επιφύλαξη ως προς τα συμπεράσματα του ελέγχου, επιστούμε την προσοχή σας στις σημειώσεις που παρατίθενται στο Προσάρτημα των οικονομικών καταστάσεων: α) ..... β).....</p>
---

Εικ : Ετήσια Έκθεση επιχείρησης. Πηγή: Απόστολος Αποστόλου

### 1.2.2 Σκοπός Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων

Όπως έχει αναφερθεί ήδη, οι λογιστικές Καταστάσεις αποτελούν σημαντική πηγή πληροφοριών και παρέχουν σημαντικά στοιχεία για κάθε ενδιαφερόμενο που θέλει να πάρει μια απόφαση σχετικά με την οικονομική μονάδα. Ανάλογα με το ενδιαφέρον και τις επιδιώξεις των αναλυτών εξαρτάται και το είδος την ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων. Παραδείγματος χάριν, οι βραχυχρόνιοι πιστωτές της επιχείρησης ενδιαφέρονται για τις τρέχουσες υποχρεώσεις της επιχείρησης και για το γεγονός αν μπορεί να ανταποκριθεί σε αυτές. Αντίθετα, οι μακροχρόνιοι δανειστές δίνουν έμφαση σε μακροχρόνιους οικονομικούς δείκτες όπως τα μελλοντικά της κέρδη. Τέλος, οι εργαζόμενοι από την δική τους σκοπιά, ενδιαφέρονται για μακροχρόνια σταθερότητα της επιχείρησης στην οποία εργάζονται κάτι το οποίο είναι συνυφασμένο με την ικανότητα της τελευταίας να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των μισθών. Όλες οι παραπάνω ομάδες, προχωρούν στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της οικονομικής μονάδας για την οποία ενδιαφέρονται, κάνοντας συγκρίσεις και υπολογίζοντας σχέσεις πάνω στις οποίες θα βασίσουν τις αποφάσεις τους. (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

### 1.2.3 Βασικοί Αναλυτές Οικονομικών Καταστάσεων

Τα άτομα που ενδιαφέρονται για την ανάλυση της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης μπορούν να διακριθούν στις εξής ομάδες: (Peter D. Easton et all, 2015)

- **Οι διευθυντές και οι εργαζόμενοι.** Για τη δική τους ευημερία και τα μελλοντικά τους κέρδη απαιτούν λογιστικές πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση, την κερδοφορία και τις προοπτικές της εταιρείας τους, καθώς και συγκριτικές οικονομικές πληροφορίες σχετικά με τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Αυτό επιτρέπει να συγκρίνουν τις επιδόσεις και την κατάσταση της εταιρείας στην οποία απασχολούνται. Μια άλλη αιτία ζήτησης των οικονομικών καταστάσεων των εργαζομένων είναι οι μισθολογικές διαπραγματεύσεις και ο έλεγχος αν η επιχείρηση μπορεί να ανταποκριθεί στα συνταξιοδοτικά προγράμματα.
- **Επενδυτές.** Οι αναλυτές επενδύσεων ενδιαφέρονται για την πρόβλεψη των μελλοντικών επιδόσεων των εταιρειών. Η προσδοκώμενη Κερδοφορία και η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει μετρητά, επηρεάζει την ικανότητά της να αντλεί κεφάλαια με ευνοϊκούς όρους.

- **Πιστωτές και προμηθευτές.** Οι τράπεζες και άλλοι δανειστές απαιτούν οικονομικές πληροφορίες οι οποίες θα βοηθήσουν στον καθορισμό των όρων του δανείου, του ποσού καθώς και του επιτοκίου δανεισμού. Από την μεριά τους, οι προμηθευτές ζητούν από τις συνεργαζόμενες επιχειρήσεις χρηματοοικονομικές πληροφορίες για να ορίσουν τα όρια πίστωσης.
- **Μέτοχοι.** Οι Μετόχοι απαιτούν οικονομικά στοιχεία για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας και του κινδύνου των εταιρειών. Οι πληροφορίες αυτές τους είναι απαραίτητες για να πάρουν επενδυτικές αποφάσεις.
- **Οι Ρυθμιστικές Αρχές και Φορολογικές υπηρεσίες.** Οι Ρυθμιστικές αρχές (όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγορά κτλ) σε περιπτώσεις εξαγορών, για την ρύθμιση των τιμών, για την ανάλυση των εισαγωγών-εξαγωγών, και για την θέσπιση των φορολογικών πολιτικών. Η Έγκαιρη και αξιόπιστη πληροφόρηση είναι ζωτικής σημασίας για την θέσπιση αποτελεσματικών ρυθμιστικών πολιτικών που αποβαίνουν σε όφελος του πολίτη. Για παράδειγμα, κυβερνήσεις χορηγούν συχνά μονοπωλιακά δικαιώματα σε επιχειρήσεις που παράγουν ηλεκτρισμό και φυσικό αέριο με αντάλλαγμα τη ρύθμιση των τιμών που χρεώνουν στους καταναλωτές. Οι τιμές αυτές καθορίζονται κυρίως μετά από ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης.

## 1.3 Είδη ανάλυσης των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων διακρίνεται σε διάφορα είδη, ανάλογα με τη θέση του αναλυτή και ανάλογα με τα στάδια διενέργειάς της.

### 1.3.1 Διάκριση ανάλογα με τα στάδια διενέργειας της ανάλυσης

Ανάλογα με τα στάδια διενέργειας, διακρίνουμε δυο κατηγορίες την Τυπική και την Ουσιαστική. (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

- ✓ Με τον όρο **Τυπική Ανάλυση**, εννοούμε τον έλεγχο της εξωτερικής διάρθρωσης του ισολογισμού και του λογαριασμού των αποτελεσμάτων χρήσης. Προηγείται της ουσιαστικής και προβαίνει σε τυχόν διορθώσεις, ομαδοποιήσεις, στρογγυλοποιήσεις, ανακατατάξεις, καθώς επίσης και σε ανασχηματισμούς συμπληρώνοντας σε απόλυτους αριθμούς κονδύλια με σχετικούς αριθμούς.
- ✓ Η **Ουσιαστική Ανάλυση** αν και στηρίζεται στα δεδομένα της τυπικής ανάλυσης, ωστόσο επεκτείνεται και στην δημιουργία και επεξεργασία κάποιων αριθμοδεικτών, οι οποίοι δείχνουν την πραγματική εικόνα της οικονομικής μονάδας

### 1.3.2 Διάκριση ανάλογα με τη θέση του Αναλυτή.

Διακρίνουμε δυο διαφορετικά είδη αναλύσεως ανάλογα με την θέση του ατόμου που διενεργεί την ανάλυση, την Εσωτερική και την Εξωτερική. (Πούτος Ευάγγελος, 2008)

- ✓ Η **Εσωτερική Ανάλυση** γίνεται από πρόσωπα τα οποία έχουν άμεση σχέση με την οικονομική μονάδα και μπορούν ανά πάσα στιγμή να έχουν πρόσβαση στα λογιστικά της βιβλία και να ελέγχουν στους χρησιμοποιούμενους λογαριασμούς και τα λογιστικά της έγγραφα. Το βασικότερο πλεονέκτημα όσον αφορά το συγκεκριμένο είδος ανάλυσης είναι ότι δίνει τη δυνατότητα σε εκείνον που τη διενεργεί να ελέγξει τις διάφορες μεθόδους που εφαρμόστηκαν και συνεπώς η ανάλυση αποκτά περισσότερη διαύγεια και επιτρέπει στον αναλυτή να εμβαθύνει σε αυτήν. Η συγκεκριμένη ανάλυση γίνεται από πρόσωπα της οικονομικής μονάδας, τα οποία κυρίως ενδιαφέρονται για τον προσδιορισμό της αποδοτικότητας της οικονομικής μονάδας και την ερμηνεία των μεταβολών της οικονομικής της κατάστασης. Συγχρόνως, η εσωτερική

ανάλυση προσπαθεί να ερμηνεύσει κάποια οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης τα οποία είναι απαραίτητα στην διοίκησή της προκειμένου να μπορέσει να ελέγξει την πρόοδο που επιτελέστηκε, σε σχέση με τα υπάρχοντα προγράμματα.

- ✓ **Εξωτερική Ανάλυση** είναι η ανάλυση η οποία πραγματοποιείται από πρόσωπα τρίτα, που βρίσκονται δηλαδή έξω από την οικονομική μονάδα και βασίζονται σε εκείνα μόνο τα στοιχεία που δημοσιεύονται από τις λογιστικές καταστάσεις και τις εκθέσεις του διοικητικού συμβουλίου και των ελεγκτών. Αυτό συνεπάγεται ότι στην συγκεκριμένη περίπτωση ο αναλυτής δεν μπορεί να προχωρήσει την ανάλυσή του σε βάθος ενώ συγχρόνως τα στοιχεία που διαθέτει είναι κατά γενικό κανόνα συνοπτικά. Η εξωτερική ανάλυση γίνεται κυρίως από πρόσωπα που σαν σκοπό τους έχουν τον προσδιορισμό της οικονομικής θέσης της οικονομικής μονάδας.

## **1.4 Μέθοδοι ανάλυσης των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων**

Οι δημοσιευόμενες οικονομικές καταστάσεις αποτελούν ουσιαστική πηγή πληροφόρησης παρόλα αυτά δεν παρέχουν έτοιμες πληροφορίες αλλά δίνουν στους αναλυτές απλά την «πρώτη ύλη». Η ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων διαθέτει μια σειρά από μεθόδους, από τις οποίες ο αναλυτής μπορεί να επιλέξει όποια εξυπηρετεί καλύτερα τον επιδιωκόμενο σκοπό του (Κατεργαράκης Στέλιος, Γιακουμάκης Γιώργος, 2011)

### **1.4.1 Διαστρωματική ή Κάθετη Ανάλυση**

Στην διαστρωματική ή κάθετη ανάλυση περιλαμβάνονται η κατάρτιση της χρηματοοικονομικής κατάστασης «κοινού μεγέθους» και ο υπολογισμός διαφόρων αριθμοδεικτών. (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

Προκειμένου να διευκολυνθούν οι συγκρίσεις που γίνονται μεταξύ των στοιχείων μίας οικονομικής μονάδας, για μία σειρά ετών, καθώς επίσης και οι συγκρίσεις μεταξύ οικονομικών μονάδων, που όμως έχουν διαφορετικό μέγεθος, οι ισολογισμοί και οι καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως συντάσσονται σε ποσοστά επί τοις εκατό του συνόλου των μεγεθών τους.

Η κάθετη ανάλυση συνιστά μια μέθοδο κατά την οποία ένα σημαντικό μέγεθος ή στοιχείο μιας οικονομικής κατάστασης (π.χ. για τον ισολογισμό, για τα αποτελέσματα χρήσης) χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού. Τα υπόλοιπα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης συγκρίνονται με αυτή τη βάση. Αποτέλεσμα αυτής της σύγκρισης, είναι ότι όλα τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης εκφράζονται πλέον ως ποσοστά της βάσης υπολογισμού. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που παρουσιάζουν τα στοιχεία τους σε απόλυτους αριθμούς και σε ποσοστά λέγονται είτε καταστάσεις «κοινού μεγέθους», γιατί τα ποσοστά υπολογίζονται πάνω σε κοινή βάση, είτε καταστάσεις του «100%», είτε ακόμα καταστάσεις «συστατικού ποσοστού», γιατί κάθε κατάσταση ανάγεται στο σύνολο του 100 και κάθε στοιχείο της εκφράζεται ως ποσοστό του. Η κάθετη ανάλυση «κοινού μεγέθους» μπορεί να περιγράψει την εσωτερική δομή των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. (Κανάκης Σπυρίδων, Βασιλόπουλος Παναγιώτης, 2014).

Οι καταστάσεις «Κοινού Μεγέθους» ενδέχεται να αναφέρονται σε μία συγκεκριμένη οικονομική μονάδα σε διαφορετικές χρονικές περιόδους ή να αναφέρονται σε δύο ή περισσότερες οικονομικές μονάδες μέσα στην ίδια χρονική περίοδο. Όταν η κάθετη ανάλυση έχει να κάνει με στοιχεία του ισολογισμού εστιάζεται σε δύο σημεία, κυρίως, τα οποία είναι τα εξής: (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

- I. Στις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων μίας επιχείρησης ή διαφορετικά στον τρόπο που κατανέμονται τα κεφάλαια της ανάμεσα στα ίδια κεφάλαια, καθώς επίσης και τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- II. Στον τρόπο που κατανέμονται τα κεφάλαια της οικονομικής μονάδας ανάμεσα στα επιμέρους περιουσιακά της στοιχεία (κυκλοφορούν, πάγιο, διαθέσιμο).



## 1.5 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων με Αριθμοδείκτες.

Σύμφωνα με τον Rees (1995) οι Αριθμοδείκτες είναι η απάντηση στην πολύ μεγάλη πληροφορία που περιέχεται σε ένα σύνολο οικονομικών καταστάσεων και στο πρόβλημα της συγκρισιμότητας το οποίο δημιουργείται μεταξύ εταιρειών διαφορετικών μεγεθών. (José L. Gallizo, Manuel Salvador, 2002)

Οι Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες είναι ένας τρόπος ανάλυσης της “οικονομικής υγείας” της επιχείρησης. Η κατάσταση αποτελεσμάτων και ο ισολογισμός χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία δεικτών και στατιστικών στοιχείων προκειμένου να αξιολογηθεί πώς η εταιρεία σας αποδίδει οικονομικά. (R.V. Bucci, 2014)

Οι Αριθμοδείκτες είναι τα πλέον κοινώς χρησιμοποιούμενα μέτρα για την ανάλυση της εταιρικής απόδοσης. Αν και έχουν υποστεί έντονη κριτική στην λογιστική βιβλιογραφία, η χρησιμότητα των οικονομικών της λογιστικής, σε γενικές γραμμές, στηρίζεται στους δείκτες αυτούς. Οι Αριθμοδείκτες παρέχουν μια ουσιαστική και αμερόληπτη ποσοτική αναπαράσταση των αποτελεσμάτων των εσωτερικών αποφάσεων και των εξωτερικών συνθηκών. Χρησιμεύουν ως εργαλεία για την ανίχνευση ανωμαλιών σε διευθυντικές συμπεριφορές και στην εταιρική παρουσία (Fotini Voulgaris et al., 2000).

Η διαμόρφωση των δεικτών επηρεάζεται τόσο από τους αντικειμενικούς σκοπούς που επιδιώκει η επιχείρηση, όσο και από τις γενικές οικονομικές, συναλλακτικές και λοιπές συνθήκες που επικρατούν κατά την περίοδο ανάλυσης. ( Γεώργιος Π. Αρτίκης, 2003)

Όσον αφορά την απόδοση των επιχειρήσεων μικρότερου μεγέθους, η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων είναι ένα βασικό ζήτημα. Η απόκτηση πληροφοριών που σχετίζονται με την εσωτερική λειτουργία των μικρότερων επιχειρήσεων και η σχέση τους με την αγορά (π.χ., διαχείριση, οργάνωση, κ.λπ.) είναι ακόμη πιο δύσκολη από την απόκτηση των εν λόγω πληροφοριών για τις μεγάλες επιχειρήσεις (Fotini Voulgaris et al., 2000).

Σύμφωνα με τους Cheng-Few Lee & Alice C. Lee (2006), η Ανάλυση με την χρήση Αριθμοδεικτών (Ratio Analysis) είναι το μέσο το οποίο μας βοηθά να αποκτήσουν διορατικότητα σχετικά με τα πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες μιας επιχείρησης. Οι δείκτες κατασκευάζονται διαιρώντας διάφορα χρηματοοικονομικά νούμερα των

οικονομικών καταστάσεων μεταξύ τους. Οι Αριθμοδείκτες στην συνέχεια εξετάζονται για να καθορίσουν την τάση, τις αιτίες και τις διάφορες αλλαγές στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Οι ίδιοι είναι πολύτιμα εργαλεία καθώς έχουν την ικανότητα να τυποποιούν τον Ισολογισμό μιας επιχείρησης καθώς και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων, έτσι ώστε οι διαφορές στα μεγέθη των εταιρειών να μην επηρεάζουν την ανάλυση. Ένας σημαντικός λόγος για τη χρήση οικονομικών μεταβλητών με τη μορφή Αριθμοδεικτών είναι ο έλεγχος για τη συστηματική επίδραση του μεγέθους των εταιρειών επί των μεταβλητών που βρίσκονται υπό εξέταση. (Baruch Lev, Shyam Sunder, 1979)

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι οι συγκρίσεις των δεικτών έχουν σημασία μόνο όταν οι δείκτες αυτοί προέρχονται από ομοειδής επιχειρήσεις, δηλαδή ίδια προϊόντα, ίδιο μέγεθος επιχείρησης, ίδιο στάδιο στο χρηματοοικονομικό κύκλο της επιχείρησης κ.α. ( Γεώργιος Π. Αρτίκης, 2003)

Σύμφωνα με το Κεφάλαιο των Αριθμοδεικτών του Ελληνικού Λογιστικού Σχεδίου, οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προελεύσεως, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων της οικονομικής μονάδας και, σε τελική ανάλυση, της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή. Με τους αριθμοδείκτες προσδιορίζεται η σχέση μεταξύ βασικών επιχειρηματικών μεγεθών, διευκολύνεται η επιχειρηματική δράση και επεξηγούνται τα αποτελέσματα που προκύπτουν απ' αυτή. Με το σύστημα των αριθμοδεικτών προσδιορίζεται, επίσης, ο βαθμός αποδόσεως των διάφορων δραστηριοτήτων της οικονομικής μονάδας, με σκοπό την ορθολογικότερη εκμετάλλευση των μέσων δράσεών της. (Taxheaven)

### **1.5.1 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios)**

Οι Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας είναι ο τρόπος με τον οποίο μια επιχείρηση εξετάζει τα κέρδη της σε σύγκριση με τις πωλήσεις, τα περιουσιακά της στοιχεία και την ιδιοκτησία της. Είναι σε θέση να ελέγξει αν τελικά έχει καλό κέρδος σε σύγκριση με αυτά των άλλων οικονομικών μεγεθών. Ο υπολογισμός της Αποδοτικότητας της επιχείρησης γίνεται λαμβάνοντας υπόψη τον όγκο των πωλήσεων, την παραγωγή κτλ. Οι Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας εξετάζονται ενδελεχώς από τις τράπεζες,

τους δανειστές και τους επενδυτές για τους σκοπούς της ανάλυσης.( R.V. Bucci, 2014).

Ενδεικτικά, οι κυριότεροι Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας είναι οι εξής (Πούτος

<b>Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας</b>	
<b>Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin)</b>	$\frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Net worth)</b>	$\frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return of Total Assets-ROA)</b>	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρημ. Έξοδα}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
<b>Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μόχλευσης (Financial Leverage Ratio)</b>	$\frac{\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων}}$
<b>Αριθμοδείκτης Αποσβέσεων Παγίων (Ratio of depreciation of fixed assets)</b>	$\frac{\text{Αποσβέσεις Χρήσης}}{\text{Πάγια Προς Απόσβεση}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin)</b>	$\frac{\text{Μεικτά Κέρδη Χρήσης}}{\text{Μεικτές Πωλήσεις}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων (Return to total Capital Employed)</b>	$\frac{\text{Καθαρά κέρδη Εκμτλ.} + \text{Χρημ. Έξοδα}}{\text{Σύνολο Απασχολούμενων Κεφαλαίων}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Δαπανών Συντηρήσεως και Επισκευών προς Πάγια (Ratio of maintenance and Repairs to fixed Assets)</b>	$\frac{\text{Δαπανες συντηρήσεως και επισκευών}}{\text{Πάγια Προ Απόσβεσεων}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Δαπανών Συντηρήσεως και Επισκευών προς Πωλήσεις (Ratio of maintenance and Repairs to Net Sales)</b>	$\frac{\text{Δαπανες συντηρήσεως και επισκευών}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Αποσβέσεων προς Πωλήσεις (Ratio of Depreciation to Net Sales)</b>	$\frac{\text{Αποσβέσεις Χρήσης}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} * 100$

Ευάγγελος, 2008):

Πίνακας 1 : Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας. Πηγή: Πούτος Ευάγγελος

Δυο σημαντικοί Αριθμοδείκτες δραστηριότητας είναι ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return of Total Assets/ ROA) ο και Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Net worth/ROE). Ο πρώτος αποτελεί ένα μέτρο της απόδοσης μια επιχείρησης - δεδομένου ότι είναι ο λόγος του λειτουργικού κέρδους για τα περιουσιακά στοιχεία. Ο δεύτερος είναι ένα μέτρο της απόδοσης της εταιρείας από την οπτική πλευρά των μετόχων. Οι συγκεκριμένοι Αριθμοδείκτες είναι σημαντικά εργαλεία για διαφορετικά τμήματα της διοίκησης της εταιρείας. Ως μέτρο της απόδοσης της λειτουργίας, ο ROA είναι υψίστης σημασίας για τον γενικό διευθυντή ενώ τα ανώτερα στελέχη που ασχολούνται με τη χρηματοδότηση, με θέματα φορολογικά ή θέματα που αφορούν την Κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης εξετάζουν πάντα προσεκτικά τον δείκτη ROE. (F.K. Crundwell 2008)

Τέλος, πρέπει να αναφερθεί και ο Αριθμοδείκτης Οικονομικής μόχλευσης, ως εξίσου σημαντικός, καθώς εξετάζει αν η επίδραση των δανειακών κεφαλαίων στα κέρδη μιας επιχείρησης είναι θετική και επωφελής. (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

### 1.5.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)

Κύριος σκοπός της χρηματοοικονομικής Ανάλυσης της επιχείρησης είναι να προσδιορίσει αν η τελευταία έχει την ικανότητα να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Κάτι το οποίο απαιτεί την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας. Η ύπαρξη ρευστότητας σε μια επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της καθώς αν τα στοιχεία του κυκλοφορούν ενεργητικού δεν μετατρέπονται σε ρευστό, τότε δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

Οι Αριθμοδείκτες Ρευστότητας προορίζονται να δώσουν της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Η οικονομική κατάσταση ενδιαφέρει τη διοίκηση μιας εταιρίας επιπλέον όμως είναι πολύτιμη πληροφορία για τους πιστωτές καθώς και τους μετόχους. (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

<b>Αριθμοδείκτες Ρευστότητας</b>	
<b>Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)</b>	$\frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$
<b>Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας (Acid test Ratio)</b>	$\frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$

<b>Αριθμοδείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος (Defensive Interval Ratio)</b>	$\frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Προβλ. Ημερήσιες Δαπάνες}}$
<b>Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash Ratio)</b>	$\frac{\text{Διαθέσιμο Ενεργητικό}}{\text{Ληξιπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$

Στη συνέχεια συνοψίζονται οι κύριοι Αριθμοδείκτες Ρευστότητας:

Πίνακας 2 : Αριθμοδείκτες Ρευστότητας. Πηγή: Πούτος Ευάγγελος

### 1.5.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratio)

Η παραγωγικότητα μιας οικονομικής μονάδας και ο βαθμός στον οποίο χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία μπορεί να υπολογιστεί με ποικίλους τρόπους. Ο γενικός κανόνας που ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις είναι ότι όσο πιο εντατικά χρησιμοποιεί η ίδια τα περιουσιακά της στοιχεία, τόσο προς όφελος της αποδεικνύεται. Μέσα από την χρησιμοποίηση των Αριθμοδεικτών Δραστηριότητας οι οικονομικοί αναλυτές έχουν την ικανότητα να αξιολογήσουν σε πιο βαθμό η επιχείρηση μετατρέπει τα περιουσιακά της στοιχεία (αποθέματα, απαιτήσεις) σε ρευστό. (Πούτος Ευάγγελος, 2008)

Οι συγκεκριμένοι αριθμοδείκτες θέτουν το ερώτημα του κατά πόσον ή όχι το είδος και το ποσό των στοιχείων του ενεργητικού στον ισολογισμό της εταιρείας έχει λογική ή όχι, ειδικά στα μάτια των δανειοδοτικών ιδρυμάτων, όταν οι επιχειρήσεις ετοιμάζονται να δανειστούν χρήματα για να επεκταθούν. (Ronald V. Bucci, 2014)

Στον παρακάτω πίνακα αναφέρονται οι Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας:

<b>Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας</b>	
<b>Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Trade Creditors Purchase Ratio)</b>	$\frac{\text{Αγορές Εμπορευμάτων}}{\text{Μέσο Υψος Βραχ. Υποχρεώσεις}}$
<b>Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio)</b>	$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσο Απόθεμα Προϊόντων}}$
<b>Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεων Απαιτήσεων (Receivable turnover Ratio)</b>	$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$
<b>Αριθμοδείκτης Κυκλοφορίας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Net Working capital Turnover Ratio)</b>	$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}}$
<b>Αριθμοδείκτης Κυκλοφορία Ενεργητικού (Assets Turnover Ratio)</b>	$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
<b>Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων (Owner's Equity Turnover Ratio)</b>	$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$
<b>Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Παγίων (Fixed Assets Turnover Ratio)</b>	$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Ενεργητικό Πάγιο}}$

Πίνακας 3 : Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας. Πηγή: Πούτος Ευάγγελος

### 1.5.4 Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας (Operating Expense Ratios)

Οι συγκεκριμένοι Αριθμοδείκτες παρέχουν στους ενδιαφερόμενους ενδείξεις της πολιτικής που χρησιμοποιεί η διοίκηση της επιχείρησης απέναντι στις διάφορες δαπάνες. Μια ξαφνική ανοδική πορεία των λειτουργικών δαπανών πρέπει να διερευνηθεί καθώς πρέπει να εξεταστεί αν καταβάλλονται απαραίτητες προσπάθειες να συμπιεστούν ή αυξάνονται δυσανάλογα των απαιτήσεων. (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

Ο παρακάτω πίνακας αναφέρει τους Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας:

<b>Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας</b>	
<b>Αριθμοδείκτης καθαρών κερδών προς τις αμοιβές των απασχολουμένων (Trading profit to wages)</b>	$\frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Αμοιβές απασχολουμένων}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις (Operating expenses to net sales ratio)</b>	$\frac{\text{Λειτουργικά έξοδα}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης παγίων προς μέσο αριθμό απασχολουμένων (Ratio fixed assets to average number of employees)</b>	$\frac{\text{Καθαρά πάγια}}{\text{Μέσος αριθμός απασχολουμένων}}$
<b>Αριθμοδείκτης καλύψεως επενδύσεων (Ratio of accumulated depreciation to new investments)</b>	$\frac{\text{Συνολικές αποσβέσεις περιόδου}}{\text{Μεταβολή αξίας ακαθ. παγ. στην περίοδο}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων (Operating ratio)</b>	$\frac{\text{Κόστος πωληθέντων} + \text{Λειτουργ. έξοδα}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} * 100$

Πίνακας 4 : Αριθμοδείκτες Δαπανών Λειτουργίας. Πηγή: Πούτος Ευάγγελος

### 1.5.5 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας (Financial Structure and Viability Ratios)

Με τον όρο διάρθρωση κεφαλαίων μιας οικονομικής μονάδας εννοούμε τα διάφορα είδη και τις μορφές των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότησή της. Επομένως, υπάρχουν τα μόνιμα ή ίδια κεφάλαια και τις βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Μερικές από αυτές τις υποχρεώσεις εξασφαλίζονται με την παροχή υποθήκης, προσημειώσεως, ή ενεχύρου ενώ για κάποιες άλλες δεν παρέχεται καμία εμπράγματη ασφάλεια στους πιστωτές. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω οι διάφορες μορφές δανειακών κεφαλαίων μίας οικονομικής μονάδας περιέχουν διαφορετικά ποσοστά κινδύνου για τους πιστωτές. Οι Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

χρησιμοποιούνται για την εξέταση την μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης της οικονομικής μονάδας. (Πούτος Ευάγγελος, 2008).

Στην συνέχεια παραθέτονται οι Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας:

<b>Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων &amp; Βιωσιμότητας</b>	
<b>Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια (Ratio of owner's to fixed assets)</b>	$\frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Καθαρά Πάγια}}$
<b>Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικά κεφάλαια (Ratio owner's equity to total assets)</b>	$\frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς δανειακά κεφάλαια (Ratio of owner's equity to total liabilities)</b>	$\frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$
<b>Αριθμοδείκτης κυκλοφορούντος ενεργητικού προς συνολικές υποχρεώσεις (Ratio of current assets to total liabilities)</b>	$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης καλύψεως τόκων (Number of times interest earned)</b>	$\frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμεταλλευσης προ φόρων & τόκων}}{\text{Σύνολο Τόκων}}$
<b>Αριθμοδείκτης παγίων προς μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (Ratio of fixed assets to long term liabilities)</b>	$\frac{\text{Καθαρά Πάγια}}{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας. Πηγή: Πούτος Ευάγγελος



Η επιχείρηση καλείται να πάρει σωστές αποφάσεις, όσο αφορά την διάρθρωση της κεφαλαιακής της δομής, έτσι ώστε να επιφέρει ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανόμενου κινδύνου και της απόδοσης της επιχείρησης, η οποία μεγιστοποιεί και την αξία της μετοχής της στην αγορά. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση αυτή της επιχείρησης είναι οι εξής: (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

- ❖ Ο Επιχειρηματικός Κίνδυνος. Όσο πιο υψηλός είναι για την επιχείρηση, τόσο μικρότερος πρέπει να είναι ο Αριθμοδείκτης δανειακής επιβάρυνσης.
- ❖ Η Θέση της Επιχείρησης από άποψη Φορολογίας. Οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων αποτελούν σημαντική φοροαπαλλαγή για τις επιχειρήσεις με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να καταφεύγουν στον δανεισμό για την χρηματοδότηση τους. Το πλεονέκτημα αυτό όμως εξαλείφεται στην περίπτωση που τα κέρδη μιας επιχείρησης υπόκεινται σε πολύ χαμηλή ή μηδενική φορολόγηση.
- ❖ Η Ικανότητα της Επιχείρησης να αντλεί Κεφάλαια, με ευνοϊκούς προς αυτήν όρους. Οι τράπεζες επιλέγουν με πολύ αυστηρά κριτήρια τις επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν και προτιμούν εκείνες που παρουσιάζουν ένα δυναμικό ισολογισμό.

### 1.5.6 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες (Investment Ratios)

Οι συγκεκριμένοι Αριθμοδείκτες αποτελούν το εργαλείο των επενδυτών, όταν καλούνται να αποφασίσουν εάν θα πρέπει να αγοράσουν, να πωλήσουν ή να διατηρήσουν την επένδυσή τους σε μετοχικούς τίτλους. Οι σπουδαιότεροι Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες είναι οι εξής: (Νιάρχος Νικήτας, 2004)

<b>Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες</b>	
<b>Αριθμοδείκτης Μερισματος ανά μετοχή (Dividends per share- D.P.S)</b>	$\frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
<b>Αριθμοδείκτης Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per share – E.P.S.)</b>	$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
<b>Αριθμοδείκτης Μερισματικής Απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (Dividend yield on equity capital)</b>	$\frac{\text{Συνολικά καταβαλλόμενα μερίσματα}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης Εσωτερικής Αξίας της Μετοχής (Book value per share)</b>	$\frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
<b>Το ποσοστό των διανεμομένων κερδών (Percentage of distributed profits)</b>	$\frac{\text{Σύνολο μερισμάτων χρήσεως}}{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}} * 100$
<b>Η ταμειακή ροή ανά μετοχή (Cash flow per share)</b>	$\frac{\text{Καθαρά κέρδη χρήσεως} + \text{Αποσβέσεις χρήσεως}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
<b>Η απόσβεση ανά μετοχή (Depreciation per share)</b>	$\frac{\text{Σύνολο αποσβέσεων χρήσεως}}{\text{Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$
<b>Αριθμοδείκτης αποδόσεως μετοχής σε ταμειακή ροή (Cash flow)</b>	$\frac{\text{Ταμειακή ροή ανά μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}} * 100$
<b>Αριθμοδείκτης ποσοστού αυτοχρηματοδοτήσεως</b>	$\frac{\text{Ταμειακή ροή}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}} * 100$
<b>Ο λόγος της τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (Price earnings ratio)</b>	$\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}} * 100$

Πίνακας 6: Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες. Πηγή: Πούτος Ευάγγελος

### 1.5.7 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Ανάλυσης με Αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες αποτελούν μια σημαντική τεχνική της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της ανάλυσης μέσω αριθμοδεικτών είναι τα εξής : (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

- ✚ Απλοποίηση των οικονομικών καταστάσεων: Η ανάλυση με αριθμοδείκτες απλουστεύει την κατανόηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και μπορούν να απεικονίσουν όλη την ιστορία των αλλαγών στη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης.
- ✚ Βοήθεια στον σχεδιασμό: Η ανάλυση με αριθμοδείκτες βοηθά στον σχεδιασμό και την πρόβλεψη. Οι αριθμοδείκτες διαχείρισης συμβάλλουν, με την πρόβλεψη των βασικών λειτουργιών του σχεδιασμού, στον συντονισμό, στον έλεγχο και στην επικοινωνία.
- ✚ Βοήθεια στις επενδυτικές αποφάσεις: Η ανάλυση με αριθμοδείκτες βοηθά στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων στην περίπτωση των επενδυτών, και στη λήψη αποφάσεων δανειοδότησης στην περίπτωση των τραπεζών κ.λπ.

Παρά την χρησιμότητα των αριθμοδεικτών, οι αναλυτές πρέπει να γνωρίζουν πως υπάρχουν και μειονεκτήματα, τα οποία πρέπει να τα λαμβάνουν υπόψη προτού προβούν στην ανάλυση. Περιγράφονται τα κυριότερα: (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

- ✚ Η έλλειψη «ιδανικών» προτύπων. Δεν μπορεί να υπάρξει σταθερό πρότυπο που αφορά τους ιδανικούς αριθμοδείκτες. Συνεπώς, δεν υπάρχουν αποδεκτά πρότυπα για όλους τους συντελεστές που μπορούν να γίνουν αποδεκτοί. Η ερμηνεία, λοιπόν, αυτών καθίσταται δύσκολη.
- ✚ Συγκρισιμότητα: Οι επιχειρήσεις διαφέρουν ως προς τη φύση αλλά και παρόμοιες επιχειρήσεις συχνά διαφέρουν ως προς το μέγεθος, τις λογιστικές διαδικασίες που ακολουθούν κ.λπ. Η σύγκριση, λοιπόν, των αριθμοδεικτών τους είναι δύσκολη και πολλές φορές παραπλανητική.
- ✚ Προσωπική μεροληψία: Οι αριθμοδείκτες είναι μέσα οικονομικής ανάλυσης και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν αυτοσκοπό. Συνεπώς, ένας αριθμοδείκτης μπορεί να ερμηνευτεί με διαφορετικό τρόπο όταν αναλύεται από διαφορετικά άτομα.

## 1.6 Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων μέσω του προσδιορισμού Νεκρού Σημείου.

Η ανάλυση οικονομικών καταστάσεων με τον προσδιορισμό του Νεκρού σημείου χρησιμοποιείται για να δώσει απάντηση στο ερώτημα “ ποιο είναι το ελάχιστο επίπεδο πωλήσεων που εξασφαλίζει ότι η επιχείρηση δεν θα υποστεί απώλειες;” Το Νεκρό σημείο (B.E.P.) προσδιορίζεται ως το σημείο όπου συνολικά έσοδα από τις πωλήσεις της επιχείρησης ισούνται με τα συνολικά έξοδα (σταθερά και μεταβλητά). (Nikolaos Tsorakidis et all. 2008)

Το νεκρό σημείο αποτελεί ένα πολύ βασικό και σημαντικό στοιχείο για την επιχείρηση και του εντός της εταιρείας αναλυτή. Το νεκρό σημείο είναι εκείνο το επίπεδο δραστηριότητας στο οποίο η επιχείρηση έχει συνολικό κόστος (έξοδα) όσο ακριβώς είναι και τα συνολικά της έσοδα. Σε αυτό το επίπεδο δραστηριότητας η εταιρεία έχει μηδενικό αποτέλεσμα, δηλαδή ούτε κέρδος ούτε ζημία. Για δραστηριότητα κάτω του επιπέδου αυτού (νεκρού σημείου) η επιχείρηση έχει ζημία, ενώ αντίθετα όταν η δραστηριότητα είναι πάνω από το νεκρό σημείο η εταιρεία έχει κέρδος. (Κυριάκος Λιβεράκος, 2012)

Με άλλα λόγια, το νεκρό σημείο υποδηλώνει πόσες μονάδες πρέπει να παραχθούν και να πωληθούν για να μπορέσει η επιχείρηση να καλύψει το σταθερό και μεταβλητό κόστος. Σε επίπεδα δραστηριότητας μικρότερα από το νεκρό σημείο, η επιχείρηση δείχνει ζημιές γιατί το συνολικό κόστος (total cost) είναι μεγαλύτερο από τα συνολικά έσοδα (total revenues). (Γεώργιος Αρτίκης, 2003)

Παρά τις χρήσιμες εφαρμογές της, η ανάλυση Νεκρού Σημείου υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς. Σε κάθε εκτίμηση του νεκρού επιπέδου, χρησιμοποιούμε την παραδοχή ότι η οικονομική μονάδα διαθέτει μόνο ένα προϊόν. Ένα δεύτερο μειονέκτημα έχει να κάνει με την μεταβλητή «συνολικό κόστος», δεδομένου ότι, στην

πράξη, οι εν λόγω δαπάνες είναι δύσκολο να προσδιοριστούν. (Nikolaos Tsorakidis et all. 2008).

Τα τελευταία χρόνια η ανάλυση του νεκρού σημείου εργασιών χρησιμοποιείται από στελέχη επιχειρήσεων, αναλυτές επενδύσεων και κυβερνητικούς φορείς. Και αυτό γιατί η ανάλυση του Νεκρού Σημείου μπορεί να προσφέρει πολύτιμες πληροφορίες σχετικά με τα εξής: (Αρτίκης Γεώργιος, 2002)

- i. Προσφέρει πληροφορίες σχετικά με το άριστο επίπεδο δραστηριότητας. Ως Άριστο Επίπεδο δραστηριότητας (Optimum level of Activity) θεωρείται το επίπεδο δραστηριότητας στο οποίο η κάθετη απόσταση μεταξύ εσόδων και συνολικού κόστους είναι η μεγαλύτερη δυνατή, δηλαδή το επίπεδο όπου η επιχείρηση μεγιστοποιεί τα κέρδη της.
- ii. Το Νεκρό σημείο δίνει πληροφορίες για το κόστος, τα έσοδα άρα και για τα κέρδη και τις ζημιές της επιχείρησης στα διάφορα επίπεδα δραστηριότητας.
- iii. Το Νεκρό Σημείο μας δείχνει το περιθώριο ασφαλείας, το οποίο αντιπροσωπεύει το βαθμό μέχρι τον οποίο η επιχείρηση μπορεί να μειώσει την παραγωγή και τις πωλήσεις της χωρίς να υποστεί ζημιές.
- iv. Τέλος, μας δείχνει την διάρθρωση του κόστους (cost structure) μιας επιχείρησης, δηλαδή την αναλογία σταθερού και μεταβλητού κόστους στη σύνθεση του συνολικού κόστους της επιχείρησης.

## 1.7 Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards -IFRS)

Ο επίσημος ορισμός σύμφωνα με το άρθρο 2 του κανονισμού αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 το οποίο αναφέρει: «Ως Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα νοούνται τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), τα Διεθνή Πρότυπα χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) και οι συναφείς ερμηνείες (ερμηνείες της SIC- ΔΠΧΠ), οι μεταγενέστερες τροποποιήσεις των εν λόγω προτύπων και συναφών ερμηνειών καθώς και τα μελλοντικά πρότυπα και συναφείς ερμηνείες που θα εκδώσει ή θα δημοσιεύσει στο μέλλον ο Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΟΔΛΠ)». ([www.taxheaven.gr/laws](http://www.taxheaven.gr/laws))

Σύμφωνα με το νόμο 2992/2002 άρθρο 1, τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) εφαρμόζονται στη χώρα μας από 1/1/2003 υποχρεωτικά από τις Ανώνυμες Εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και προαιρετικά από τις λοιπές επιχειρήσεις που έχουν την μορφή Α.Ε. και επιλέγουν τους τακτικούς από το νόμο ελεγκτές τους από το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (Σ.Ο.Ε.Λ.). (Θεόδωρος Γ. Γρηγοράκος, 2013)

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) αναπτύχθηκαν από την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων - IASC<sup>1</sup> (International Accounting Standards Committee), και τον μετέπειτα διάδοχο της την IASB<sup>2</sup> (International Accounting Standards Board). Στόχος τους ήταν να αναπτυχθεί ένα διεθνώς αποδεκτό σύνολο οικονομικών καταστάσεων υψηλών προδιαγραφών. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, η IASC και η IASB έχουν εκδώσει αρχές που βασίζονται σε πρότυπα και οι οποίες αντανακλούν καλύτερα την οικονομική θέση και απόδοση της επιχείρησης. (IASB, 1989)

---

<sup>1</sup> Η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) ιδρύθηκε το 1973, μέσω μιας συμφωνίας που πραγματοποιήθηκε από επαγγελματίες φορείς λογιστικής από την Αυστραλία, τον Καναδά, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιαπωνία, το Μεξικό, την Ολλανδία, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιρλανδία, και των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. (<http://www.iasplus.com/>)

<sup>2</sup> Το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων είναι ο ανεξάρτητος οργανισμός καθορισμού προτύπων του Ιδρύματος ΔΠΧΑ. Όλες οι συνεδριάσεις της IASB πραγματοποιούνται δημόσια. Το Συμβούλιο εμπλέκεται στενά με τα ενδιαφερόμενα μέρη σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένων των επενδυτών, των αναλυτών, των ρυθμιστικών αρχών, των CEO και τέλος και των λογιστών. (<http://www.ifrs.org/>)

Τα ΔΛΠ επικεντρώνονται στην αντιμετώπιση ουσιαστικών θεμάτων και δεν αποσκοπούν στην ρύθμιση επουσιωδών. Τα πρότυπα αυτά πρέπει να εφαρμόζονται στο σύνολό τους και η εφαρμογή αρχίζει ρητά το Πρότυπο και δεν έχει αναδρομική ισχύ. (Σακέλλης Εμμανουήλ,2002)

Ουσιαστικά, σκοπός των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων είναι η καθοριστική και ουσιαστική συμβολή τους σε μια πραγματική και αμερόληπτη απεικόνιση της χρηματοοικονομικής κατάστασης και των αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης κατά την εφαρμογή τους. Τα μέχρι σήμερα δημοσιευμένα ΔΛΠ είναι 34 και ορίζουν τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να παρακολουθούνται και κατά συνέπεια να παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, οι υποχρεώσεις της, τα ίδια κεφάλαια, τα έσοδα και τα έξοδα. (Mary E. Barth et all.,2007)

<b>Παρουσίαση Διεθνών Λογιστικών Προτύπων</b>	
<b>ΔΛΠ 1</b>	Παρουσίαση Οικονομικών Καταστάσεων
<b>ΔΛΠ 2</b>	Αποθέματα
<b>ΔΛΠ 7</b>	Καταστάσεις Ταμειακών Ροών
<b>ΔΛΠ 8</b>	Λογιστικές Πολιτικές, Αλλαγές στις Λογιστικές Εκτιμήσεις και Λάθη
<b>ΔΛΠ 10</b>	Γεγονότα μετά την ημερομηνία του Ισολογισμού
<b>ΔΛΠ 11</b>	Κατασκευαστικές Συμβάσεις
<b>ΔΛΠ 12</b>	Φόροι Εισοδήματος
<b>ΔΛΠ 14</b>	Οικονομικές Πληροφορίες Κατά Τομέα
<b>ΔΛΠ 16</b>	Ενσώματα Πάγια
<b>ΔΛΠ 17</b>	Μισθώσεις
<b>ΔΛΠ 18</b>	Έσοδα
<b>ΔΛΠ 19</b>	Παροχές σε Εργαζόμενους
<b>ΔΛΠ 26</b>	Λογιστική και Πληροφόρηση Προγραμμάτων Παροχών Αποχώρησης από την Υπηρεσία
<b>ΔΛΠ 20</b>	Λογιστική των Επιχορηγήσεων και Γνωστοποίηση της Κρατικής Υποστήριξης
<b>ΔΛΠ 21</b>	Οι Επιδράσεις των Μεταβολών στις Τιμές Συναλλάγματος
<b>ΔΛΠ 23</b>	Κόστος Δανεισμού
<b>ΔΛΠ 24</b>	Γνωστοποιήσεις Συνδεδεμένων Μερών
<b>ΔΛΠ 27</b>	Ενοποιημένες και Ατομικές Οικονομικές Καταστάσεις
<b>ΔΛΠ 28</b>	Επενδύσεις σε Συγγενείς Επιχειρήσεις
<b>ΔΛΠ 29</b>	Παρουσίαση Οικονομικών Στοιχείων σε Υπερπληθωριστικές Οικονομίες
<b>ΔΛΠ 30</b>	Γνωστοποιήσεις στις Οικονομικές Καταστάσεις Τραπεζών και Όμοιων Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων
<b>ΔΛΠ 31</b>	Επενδύσεις σε Κοινοπραξίες
<b>ΔΛΠ 32</b>	Χρηματοοικονομικά Μέσα: Αναγνώριση και Αποτίμηση
<b>ΔΛΠ 33</b>	Κέρδη ανά Μετοχή
<b>ΔΛΠ 34</b>	Ενδιάμεσες Οικονομικές Καταστάσεις
<b>ΔΛΠ 36</b>	Μείωση της Αξίας Στοιχείων του Ενεργητικού
<b>ΔΛΠ 37</b>	Προβλέψεις, Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις και Ενδιάμεσες Απαιτήσεις
<b>ΔΛΠ 38</b>	Άυλα Στοιχεία του Ενεργητικού
<b>ΔΛΠ 40</b>	Επενδύσεις σε Ακίνητα
<b>ΔΛΠ 41</b>	Γεωργία

Πίνακας 7: Παρουσίαση ΔΛΠ. Πηγή: Σακέλλης Εμμανουήλ,



# Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> : Βασικές Έννοιες

## Αποτίμησης Επιχειρήσεων

### 2.1 Η Έννοια της Αποτίμησης

Η αποτίμηση εταιριών και κυρίως μετοχών εισηγμένων σε χρηματιστήρια, αποτελεί μία διαδεδομένη πρακτική στην αναζήτηση των ελκυστικότερων επενδυτικών επιλογών από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές. Είναι γνωστό, στον οικονομικό χώρο, ότι δεν υπάρχει μόνο ένας ενιαίος και αποδεκτός τρόπος υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης. Οι αναλυτές που ασχολούνται με αυτόν τον τομέα χρησιμοποιούν διαφορετικά εργαλεία και μεθόδους ανάλογα με την γνώση τους ή το συμφέρον τους. Η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί ικανό και αναγκαίο εργαλείο για τη διενέργεια αξιολόγησης επιχειρηματικών γεγονότων και ειδικότερα όσον αφορά τις επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε ενέργειες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ακόμη, η εφαρμογή των τεχνικών της αποτίμησης αποτελεί έναν σπουδαίο μηχανισμό επικοινωνίας ανάμεσα στη Διοίκηση μιας εταιρείας, στους μετόχους αυτής ή στους αναλυτές για θέματα που επιδρούν στην αξία της και στις στρατηγικές της ενέργειες. (Τζανακάκης Εμμανουήλ, 2010)

Σύμφωνα με τους Paley Healy & Bernard, ορίζεται ότι «Η αποτίμηση (valuation) είναι η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου της».

Η αποτίμηση της εταιρείας ήταν και παραμένει ακόμα και σήμερα, μια θεμελιώδης και πολύπλοκη διαδικασία. Η εξέλιξη του οικονομικού πλαισίου και ταυτόχρονα η εμφάνιση διαφορετικών θεωρητικών και μεθοδολογικών εργαλείων έχουν οδηγήσει στην ύπαρξη διαφορετικών αξίας συστημάτων, όπου το καθένα από αυτά έχει ως στόχο την επίλυση συγκεκριμένων θεμάτων κατά τη διάρκεια του χρόνου. (Anna M. Gil-Lafuente et al., 2012).

Πιο αναλυτικά, με τον όρο Αποτίμηση (valuation) ορίζεται η διαδικασία εκτίμησης της πραγματικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου, μίας επιχείρησης ή ενός αξιόγραφου που βασίζεται σε δεδομένα σχετικά με αυτά τα περιουσιακά στοιχεία αλλά και των μελλοντικών απολαβών που θα έχει κάποιος από την απόκτηση και κατοχή τους. (Τσάμης Δημήτριος, 2011).

Στόχος της Αποτίμησης είναι να αποδώσει μια “αξία” στην επιχείρηση. Στο πλαίσιο αυτό, ο όρος «αξία» πρέπει να νοείται ως ο βαθμός χρησιμότητας των πιθανών κερδών των επενδυτών από την ιδιοκτησία μιας εταιρείας. Ένα στοιχείο που όλοι οι τύποι αποτίμησης των επιχειρήσεων έχουν κοινό είναι ότι εκτελούνται από την προοπτική ενός εκ των δύο πλευρών της συναλλαγής: είτε από την μεριά του πωλητή είτε από την μεριά του αγοραστή. (ZEW Economic Studies, 2006)

Ο όρος “αξία” είναι αρκετά ασαφής, καθώς οποιοσδήποτε δίνει μια διαφορετική έννοια στον όρο αυτόν. Επιπλέον, στον χρηματοοικονομικό κλάδο, υπάρχουν πέντε διαφορετικές έννοιες της αξίας, οι οποίες περιγράφονται στην συνέχεια: (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

**Λογιστική Αξία (Book value):** Η λογιστική αξία μιας εταιρείας ή η καθαρή της θέση είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων (ΚΘ) που αναφέρεται στον ισολογισμό (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Η αξία αυτή είναι και η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού (Ε) και του παθητικού (Π), δηλαδή το πλεόνασμα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των δικαιωμάτων της εταιρείας επί του συνόλου των υποχρεώσεών της προς τρίτους.

**Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted value):** Όταν οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων προσαρμόζονται στην αγοραία αξία τους, λαμβάνεται η προσαρμοσμένη καθαρή αξία. Η μέθοδος αυτή υπολογισμού της αξίας επιδιώκει να ξεπεραστούν οι αδυναμίες που εμφανίζονται όταν τα καθαρά κριτήρια της λογιστικής και κυρίως των «σταθερών και ιστορικών τιμών» εφαρμόζονται στην αποτίμησή τους.

**Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value):** Είναι η αξία της εταιρείας η οποία προκύπτει μετά την εκκαθάριση της. Στη διαδικασία της εκκαθάρισης πωλούνται τα στοιχεία του ενεργητικού και εξοφλούνται οι υποχρεώσεις της εταιρείας. Η ρευστοποιήσιμη αξία υπολογίζεται με την αφαίρεση των εξόδων εκκαθάρισης της επιχείρησης (αποζημιώσεις απόλυσης μισθωτών, φορολογικές δαπάνες και άλλα τυπικά έξοδα εκκαθάρισης) από την προσαρμοσμένη καθαρή θέση.

**Πραγματική Αξία (Substantial value):** Η πραγματική ή ουσιαστική αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για να σχηματιστεί μια εταιρεία με τις ίδιες συνθήκες με αυτής της εταιρείας που αποτιμάται. Μπορεί, επίσης, να ορίζεται ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, αν υποθεθεί ότι η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί, σε αντίθεση με την αξία ρευστοποίησής τους.

Για να εκτελεστεί με ακρίβεια η αποτίμηση μιας εταιρείας οι εκτιμητές πρέπει να συμμορφώνονται με ορισμένες βασικές απαιτήσεις : (ZEW Economic Studies, 2006)

- ✓ Η αποτίμηση πρέπει να είναι προσανατολισμένη προς το μέλλον.
- ✓ Πρόβλεψη αβεβαιότητας για το μέλλον: τα μοντέλα πρόβλεψης θα πρέπει επαρκώς να εξετάσουν τις ευκαιρίες (περιθώριο ανόδου), αλλά και τους κινδύνους (καθοδικό κίνδυνο).
- ✓ Προσανατολισμός Επένδυσης: Ο εκτιμητής πρέπει να λάβει υπόψη, για ποιους και για ποιο λόγο γίνεται η αποτίμηση της επιχείρησης.

## 2.2 Λόγοι Αποτίμησης Της Αξίας Μιας Επιχείρησης

Η οικονομική κρίση έχει δημιουργήσει έντονες ανησυχίες στους κύκλους των επενδυτών σχετικά με την επενδυτική τους δραστηριότητα και τα μελλοντικά της έσοδα. Επιπλέον, τα μεγάλα χρηματιστηριακά “σκάνδαλα” τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό έχουν κλονίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Τέλος, ο διαρκώς αυξανόμενος ανταγωνισμός σε ένα καθαρά παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον ωθεί αρκετές μονάδες σε εξαγορές επιχειρήσεων με σκοπό να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους και να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. (Τσάμης Δημήτριος, 2011). Οι εταιρείες επιχειρούν να εξαγοράσουν άλλες εταιρείες για διάφορους λόγους οι οποίοι συνήθως έχουν να κάνουν περισσότερο με κέρδη μακροπρόθεσμων στρατηγικών παρά με βραχυπρόθεσμες ενισχύσεις κερδών. Ωστόσο, άσχετα από τον λόγο της εξαγοράς, μια δομημένη ανάλυση της παρελθούσας και τρέχουσας απόδοσης μιας εταιρείας παρέχει πολύτιμη πληροφόρηση τόσο για τη διαδικασία επιλογής όσο και για τη διαδικασία των διαπραγματεύσεων. (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

Η αποτίμηση, είτε των επιχειρήσεων (business valuation), είτε των αξιόγραφων (securities valuation) είναι ένας σχετικά νέος κλάδος της οικονομικής των επιχειρήσεων. Υπάρχουν πολλές απόψεις και συνεχώς διατυπώνονται όλο και περισσότερο νέες, προσπαθώντας να καλύψουν τις ανάγκες που παρουσιάζονται. Δεν υπάρχει ένα γενικά αποδεκτό μοντέλο ή μέθοδος αποτίμησης καθώς οι επιστήμονες ερευνητές αλλά και οι οικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν για κάθε ξεχωριστή περίπτωση τη μέθοδο την οποία κρίνουν ως περισσότερο αποδοτική. (Τσάμης Δημήτριος, 2011).

Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιείται μια αποτίμηση μιας επιχείρησης αναλύονται ως εξής: (Τζανακάκης Εμμανουήλ, 2010)

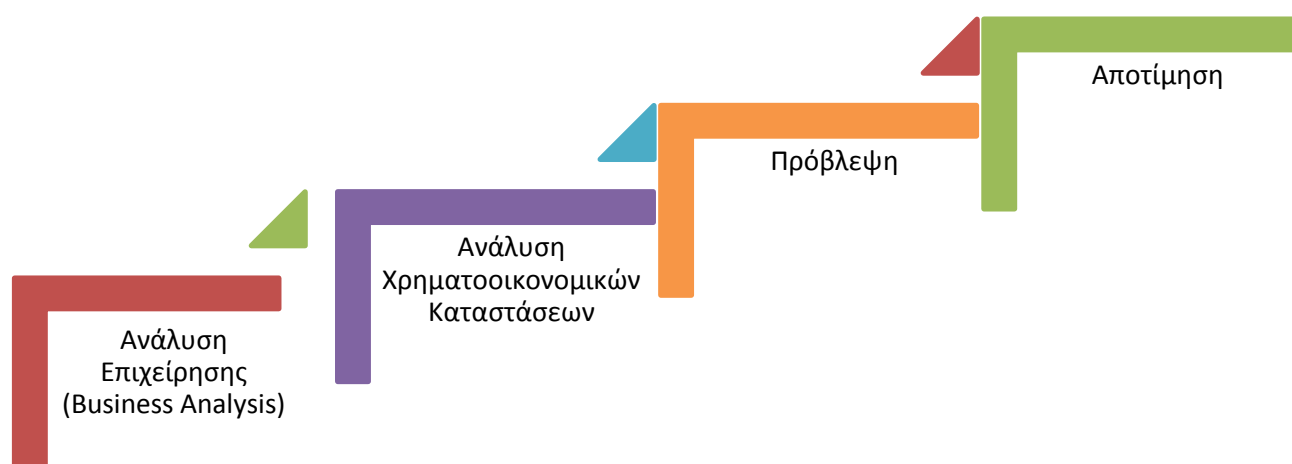
- Η αποτελεσματικότητα των αγορών ουσιαστικά δεν υφίσταται για τις ιδιωτικές, μη εισηγμένες επιχειρήσεις με αποτέλεσμα ο προσδιορισμός της αξίας τους να είναι δύσκολος.
- Αποτελεί ένα μέσον που διευκολύνει σημαντικά τον επιχειρησιακό σχεδιασμό.
- Στις περιπτώσεις εξαγορών η κάθε πλευρά θα πρέπει να γνωρίζει ακριβώς την αξία της επιχείρησης του, ούτως ώστε η συμφωνία να είναι συμφέρουσα για αυτόν και να εξασφαλίσει ότι η τιμή πώλησης (ή αγοράς αντίστοιχα), που θα επιτύχει δεν θα είναι μικρότερη (ή μεγαλύτερη) από την πραγματική.
- Αποτελεί τον κυριότερο παράγοντα προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων.

## 2.3 Η Διαδικασία της Αποτίμησης

Βασικό και πρωταρχικό στάδιο στην διαδικασία της αποτίμησης είναι η κατανόηση της επιχείρησης. Πιο αναλυτικά, ο υποψήφιος επενδυτής πρέπει να γνωρίζει το είδος της επιχείρησης, πως χρηματοδοτείται, πως δημιουργεί αξία αλλά και πως επιστρέφει αξία στους επενδυτές. (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

Η διαδικασία της αποτίμησης προϋποθέτει την πρόβλεψη αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών εισροών (future expected payoffs), επομένως είναι απαραίτητο ένα μοντέλο πρόβλεψης το οποίο θα βασιστεί σε συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές πληροφορίες οι οποίες θα προκύψουν κυρίως από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Αυτή η διαδικασία είναι αντικείμενο της θεμελιώδους ανάλυσης. (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

Στο σχήμα, αναφέρονται συνοπτικά τα τέσσερα βασικά στάδια της διαδικασίας της Αποτίμησης.



Σχήμα : Τα 4 Στάδια της Αποτίμησης

Στο πρώτο στάδιο ο αναλυτής ή ο υποψήφιος επενδυτής προσπαθεί να εμβαθύνει σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και στην συνέχεια του κλάδου ολόκληρου. Χωρίς βαθιά γνώση του περιβάλλοντος λειτουργίας και της στρατηγικής

της επιχείρησης η ανάλυση μόνο των ιστορικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να αποδειχθεί άχρηστη. Κατά το δεύτερο στάδιο, ο αναλυτής ερευνά τις λογιστικές μεθόδους και παραδοχές με βάση τις οποίες συντάχθηκαν οι οικονομικές καταστάσεις και να διαπιστώσει κατά πόσο αυτές οι μέθοδοι δίνουν σαφή και ακριβή εικόνα της επιχείρησης. Αξιοποιώντας τις πληροφορίες και τα στοιχεία από τα δύο προηγούμενα στάδια ο αναλυτής προχωράει στο στάδιο της πρόβλεψης οικονομικών αποτελεσμάτων σε μελλοντικές περιόδους. Το τελικό στάδιο είναι η αποτίμηση. Στο συγκεκριμένο βήμα ο αναλυτής – το πιο κατάλληλο για τις ανάγκες της ανάλυσης - εργαλείο αποτίμησης (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

## 2.4 Μοντέλα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

### 2.4.1 Κόστος Κεφαλαίου

Για τη διεξαγωγή νέων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων ή την επέκταση των ήδη υπάρχουσών, οι εταιρείες χρειάζονται περιουσιακά στοιχεία όπως ο εξοπλισμός και τα γραφεία, ή τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας και τα εμπορικά σήματα. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να πληρώνονται, και γι 'αυτό το Κεφάλαιο μιας επιχείρησης πρέπει να αυξάνεται. Είτε το κεφάλαιο αυτό συγκεντρώθηκε από πηγές εσωτερικά στην επιχείρηση ή από άλλες εξωτερικές για την επιχείρηση πηγές, τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης πρέπει να παράγουν επαρκείς αποδόσεις για την κάλυψη του κόστους των απαιτήσεων αυτών. Αυτό είναι το Κόστος Κεφαλαίου. Κατά συνέπεια, το κόστος του κεφαλαίου είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με τον κίνδυνο του επενδυτικού σχεδίου. Όσο πιο επικίνδυνη η επένδυση, τόσο μεγαλύτερη αναμένεται να είναι η ανταμοιβή του επενδυτή. (Eva R. Porras, 2011)

Το Κόστος Κεφαλαίου αναφέρεται στο κόστος όλων των νέων κεφαλαίων που αντλούνται από μία επιχείρηση. Κάθε συστατικό της μόνιμης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης έχει ένα ορισμένο κόστος. Το κόστος όλων αυτών των συστατικών μαζί αποτελεί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. (Τζανακάκης Εμμανουήλ, 2010).

Κάθε επιχείρηση πρέπει να πραγματοποιεί κέρδη ικανά να καλύψουν το κόστος των ξένων και ίδιων κεφαλαίων. Τόσο οι επενδυτές όσο και μέτοχοι ελπίζουν να εισπράξουν μια αμοιβή για την συμμετοχή τους στην επιχείρηση. Κατά συνέπεια το κόστος κεφαλαίου μπορεί να οριστεί ως η ελάχιστη απόδοση του ενεργητικού, την οποία πρέπει η επιχείρηση να επιτύχει προκειμένου να ικανοποιήσει τους επενδυτές της. (Αρτίκης Γεώργιος, 2002)

Μια επιχείρηση μπορεί να αντλήσει Κεφάλαια με διάφορους τρόπους και από ποικίλες πηγές. Οι κυριότερες πηγές Κεφαλαίων μιας επιχείρησης είναι: (Τζανακάκης Εμμανουήλ, 2010)

- ❖ Μετοχικό κεφάλαιο
- ❖ Προνομιούχες μετοχές (η διάκριση γίνεται γιατί οι προνομιούχες μετοχές θεωρούνται από πολλούς ως δανειακό κεφάλαιο)
- ❖ Αποθεματικά κεφάλαια (υπέρ το άρτιο, γενικά και ειδικά αποθεματικά)

- ❖ Δανεισμός από τράπεζες
- ❖ Δανεισμός μέσω χρεογράφων – αξιόγραφων
- ❖ Προμηθευτές
- ❖ Εργαζόμενοι
- ❖ Φορείς του δημοσίου - ασφαλιστικοί φορείς, κλπ.
- ❖ Εταιρίες λειτουργικής και χρηματοδοτικής μίσθωσης

#### **2.4.2 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαίου - Capital Asset Pricing Model – CAPM**

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαίου βρίσκεται στο επίκεντρο της σύγχρονης ανάλυσης των επενδύσεων και της χρηματοδότησης. Και αυτό, διότι διεισδύει βαθιά στο θέμα των επιλογών του επενδυτή και διευκολύνει τις εκτιμήσεις και τις αξιολογήσεις διαφορετικών επενδυτικών καταστάσεων. Μια σημαντική πρακτική συμβολή του υποδείγματος είναι ότι παρέχει μια οριοθετική απόδοση, βάσει της οποίας μπορεί να γίνει αξιολόγηση συγκεκριμένων εφικτών επενδύσεων. Μια επιπλέον αξιολογητική συμβολή είναι ότι διευκολύνει την αποτίμηση και την εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης περιουσιακών στοιχείων, τα οποία δεν έχουν εισέλθει ακόμα στην αγορά. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό και πρακτικό στις περιπτώσεις προσφοράς τίτλων και ειδικότερα στις αποκρατικοποιήσεις των ΔΕΚΟ, στις περιπτώσεις μεγάλων επενδυτικών σχεδίων τα οποία επηρεάζουν την αναμενόμενη απόδοση της εταιρείας κτλ (Βασιλική Μαλινδρέτου, 2000)

Το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM) ή το μοντέλο Sharpe-Lintner ξεχωρίζει από τα υπόλοιπα μοντέλα αποτίμησης. Το συγκεκριμένο μοντέλο αντικατοπτρίζει τον τρόπο με τον οποίο η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου είναι συνάρτηση των αναμενόμενων αποδόσεων στην αγορά, των risk-free περιουσιακών στοιχείων και του συστηματικού κίνδυνου αυτού του περιουσιακού στοιχείου. Αν το CAPM τηρείται, σε ισορροπία, όλα τα περιουσιακά στοιχεία προσαρμόζουν τις τιμές τους, ώστε να προσφέρουν την απόδοση που αντιστοιχεί σε αυτά, επιτρέποντας έτσι στους επενδυτές να καθορίσουν εάν ένα περιουσιακό στοιχείο είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο. (Luis Ferruz et al., 2010)

Αυτό το μοντέλο δημιουργήθηκε με την πρωτοποριακή εργασία των Sharpe (1961, 1964), Lintner (1965), μεταξύ άλλων, και έχει προσαρμοστεί με την πάροδο του χρόνου ώστε να αντικατοπτρίζει τις διαφορετικές πτυχές του πραγματικού οικονομικού κόσμου. (Luis Ferruz et al., 2010).

Το CAPM εισήγαγε για πρώτη φορά τις έννοιες του συστηματικού και ειδικού ή του μη συστηματικού κινδύνου: (Αρτίκης Γεώργιος, 2002)

**Συστηματικός** (systematic risk) είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζεται στο σύνολο των μετοχών της επιχείρησης. Ουσιαστικά είναι η διασπορά η οποία οφείλεται σε μακροοικονομικούς παράγοντες (πχ μεταβολές στον δείκτη πληθωρισμού, μεταβολή στις δημόσιες δαπάνες) οι οποίοι επηρεάζουν τις αποδόσεις όλων των επικίνδυνων επενδύσεων. Για αυτόν τον λόγο, ο συστηματικός κίνδυνος ονομάζεται κίνδυνος αγοράς (market risk).

**Ειδικός** (μη συστηματικός ή κίνδυνος μεμονωμένου αξιόγραφου unsystematic risk) είναι ο κίνδυνος που εμφανίζεται στο συγκεκριμένο αξιόγραφο, και αντιστοιχεί στο τμήμα της απόδοσης του αξιόγραφου που είναι ασυσχέτιστο με τις συνολικές κινήσεις της αγοράς. Σε αυτή την περίπτωση, η διασπορά των αποδόσεων οφείλεται σε συγκεκριμένους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τον συγκεκριμένο κλάδο ή την επιχείρηση.

Κατά το CAPM, το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο ταυτίζεται με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (market portfolio). Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελείται από όλα τα αξιόγραφα που υπάρχουν στην αγορά, και σε αναλογία αντίστοιχη με την συνολική αξία κάθε αξιόγραφου. Όλοι οι ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν ένα ποσοστό των χρημάτων τους στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το υπόλοιπο στο αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου. (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

Επιπλέον, σύμφωνα με το μοντέλο, η αγορά ανταμείβει τους επενδυτές για το συστηματικό ρίσκο που αναλαμβάνουν, και όχι για το ειδικό ρίσκο που ενδεχομένως έχουν αναλάβει, γιατί αυτό το ειδικό ρίσκο μπορεί να απαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (diversified portfolio). Κάθε αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου της αγοράς εμπεριέχει ειδικό κίνδυνο, αλλά μέσω της διαφοροποίησης ο επενδυτής αντιλαμβάνεται μόνο τον συστηματικό κίνδυνο (non-diversifiable risk) του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Το μοντέλο αυτό επιχειρεί να κάνει μια εκτίμηση της απαιτούμενης απόδοσης ενός αξιόγραφου βάσει του συστηματικού κινδύνου που έχει λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση χωρίς κίνδυνο σε μια οικονομία και την αναμενόμενη απόδοση των επικίνδυνων τοποθετήσεων γενικότερα (απόδοση χρηματιστηρίου). (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

Το υπόδειγμα CAPM αναδεικνύει ένα στατιστικό δείκτη (μέτρο) της σχετικής μεταβλητότητας της αναμενόμενης απόδοσης μίας μετοχής ως προς το “χαρτοφυλάκιο αγοράς” (market portfolio), που είναι γνωστός ως συντελεστής “β”



(beta-coefficient). Ο συντελεστής “β” μετρά τη σχετική μεταβλητότητα στην αναμενόμενη απόδοση της υποκείμενης μετοχής ως την συνδιακύμανση (covariance) μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση με τη διακύμανση (variance) της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς. (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

Οι βασικές παραδοχές της θεωρίας των επενδύσεων, και συγκεκριμένα του CAPM, είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, και οι οποίοι έχουν ως στόχο να μεγιστοποιηθούν την οικονομική τους χρησιμότητα, και ότι αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk-averse). (Eva R. Porras, 2011)

Πιο αναλυτικά, το CAPM βασίζεται σε δέκα υποθέσεις : (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

- i. Η πρώτη από αυτές είναι ότι δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών (transaction costs).
- ii. Η δεύτερη υπόθεση είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία είναι απείρως διαιρετά, δηλαδή ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει οποιοδήποτε ποσό σε μία μετοχή, ακόμη και ποσά μικρότερα από την τιμή της.
- iii. Η τρίτη είναι η απουσία της προσωπικής φορολογίας εισοδήματος, επομένως ο επενδυτής είναι αδιάφορος ως προς τη μορφή δηλαδή είναι το ίδιο είτε επιλέξει μερίσματα είτε κέρδη κεφαλαίου της απόδοσης μίας επένδυσης.
- iv. Η τέταρτη υπόθεση στην οποία βασίζεται το CAPM είναι ότι κανένας επενδυτής δεν μπορεί από μόνος του να επηρεάσει την τιμή μίας μετοχής πωλώντας ή αγοράζοντάς την. Η υπόθεση αυτή είναι ανάλογη με την υπόθεση περί πλήρους ανταγωνισμού: ενώ ένας επενδυτής από μόνος του δεν μπορεί να επηρεάσει την τιμή μίας μετοχής, το σύνολο των επενδυτών καθορίζει τις τιμές με τις πράξεις του.
- v. Η πέμπτη υπόθεση είναι ότι οι επενδυτές αποφασίζουν βασιζόμενοι μόνο σε αναμενόμενες τιμές και τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων τους.
- vi. Σύμφωνα με την έκτη υπόθεση, επιτρέπονται οι απεριόριστες ανοικτές πωλήσεις
- vii. Η έβδομη υπόθεση του CAPM είναι ότι επιτρέπεται ο απεριόριστος δανεισμός σε ένα ακίνδυνο επιτόκιο, το οποίο ισούται με την απόδοση ακίνδυνων χρεογράφων.
- viii. Η όγδοη και η ένατη υπόθεση σχετίζονται με την ομοιογένεια των προσδοκιών. Σύμφωνα με την όγδοη υπόθεση, όλοι οι επενδυτές λαμβάνουν

υπ' όψιν τον μέσο και την διασπορά των αποδόσεων που ορίζονται σε μία κοινή σχετική.

Το CAPM περιγράφεται μαθηματικά από τον παρακάτω τύπο: (Eva R. Porras,2011)

$$E(R) = E(Rf) + \beta(Rm - Rf)$$

Όπου

$E(r)$  : Αναμενόμενη Απόδοση

$E(Rf)$  : Απόδοση χωρίς κίνδυνο

$B$  : ο συντελεστής Beta

$R(m)$  : Απόδοση χαρτοφυλακίου Αγοράς

Στις αρχές της δεκαετίας του 1970, το CAPM αντιμετωπίστηκε αισιόδοξα. Παρόλα αυτά από τα τέλη του 1970 ξεκίνησε να δέχεται τις πρώτες επικρίσεις, οι οποίες έγιναν εντονότερες στη δεκαετία του 1980. (Luis Ferruz et al., 2010)

Υπάρχουν πολυάριθμες μελέτες που επικρίνουν τις υποθέσεις εκκίνησης του CAPM και αναλύουν τις επιπτώσεις των υποθέσεων αυτών. Σε γενικές γραμμές, τόσο για τους επαγγελματίες του χρηματοοικονομικού κόσμου, που θεωρούν ότι το CAPM είναι ως μοντέλο πολύ θεωρητικό, όσο και για τον ακαδημαϊκό κόσμο, το μοντέλο δεν αντανakλά επαρκώς την πραγματικότητα που είναι πολύ πιο περίπλοκη. Ωστόσο, το πιο σημαντικό είναι να καθοριστεί αν το CAPM μπορεί να προσαρμοστεί στην πραγματικότητα - δηλαδή, κατά πόσον είναι επαρκώς ευσταθής θεωρία. (Luis Ferruz et al., 2010)

#### **2.4.3 Το υπόδειγμα Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων - Arbitrage Pricing Model (APM)**

Το υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαίου εκφράζει την απόδοση ως συνάρτηση ενός μόνο παράγοντα, των αποδόσεων της αγοράς, δηλαδή του συντελεστή  $\beta$ . Ο Stephen Ross θεώρησε ότι η σχέση κινδύνου και απόδοσης είναι αρκετά πιο πολύπλοκη και εισήγαγε το μοντέλο της Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων το οποίο καθορίζει την απόδοση μιας μετοχής ως συνάρτηση διάφορων σημαντικών παραγόντων. (Αρτίκης Γεώργιος, 2002)

Η βασική ιδέα του μοντέλου APM είναι το ότι η απόδοση μιας μετοχής δεν εξαρτάται αποκλειστικά από την πορεία της αγοράς (δηλ. ενός γενικού δείκτη) αλλά εξαρτάται

επιπλέον και από ένα άλλο πλήθος παραγόντων. Αποτελεί δηλαδή μία γενίκευση του CAPM. Η μαθηματική διατύπωση του μοντέλου είναι η εξής :

$$E(R_i) = R_f + (risk\ premium)_1 + (risk\ premium)_2 + \dots + (risk\ premium)_n$$

όπου το **risk premium** ισούται με το γινόμενο της ευαισθησίας του κάθε παράγοντα επί το πριμ κινδύνου για τον κάθε συγκεκριμένο παράγοντα δηλαδή ευαισθησία ενός παράγοντα είναι η ευαισθησία της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής ως προς ένα παράγοντα ,ενώ πριμ κινδύνου για έναν παράγοντα είναι η επιπλέον αναμενόμενη απόδοση της μετοχής πέραν του ακίνδυνου επιτοκίου εξαιτίας της επίδρασης αυτού του παράγοντα. Σε επίπεδο συμπεριφοράς, το APT είναι βασισμένο επάνω στη λογική της αντιστάθμισης, σύμφωνα με την οποία, δύο τίτλοι-μετοχές που εμφανίζουν τα ίδια χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης δεν μπορούν να ανταλλαχθούν σε διαφορετικές τιμές. (Τσάμης Δημήτριος, 2011).

Το κυρίαρχο θεωρητικό πλεονέκτημα του μοντέλου APM είναι ότι επιτρέπει διάφορους οικονομικούς παράγοντες να επηρεάσουν τις αποδόσεις μεμονωμένων επενδύσεων, ενώ αντίθετα το υπόδειγμα CAPM υποθέτει ότι η επίδραση όλων των άλλων παραγόντων. Εκτός από αυτούς που επηρεάζουν την συγκεκριμένη επιχείρηση, μπορούν να συνοψιστούν σε μια μονάδα μέτρησης, τη μεταβλητότητα της επένδυσης. Επιπλέον, το υπόδειγμα της Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων απαιτεί λιγότερες υποθέσεις σε σχέση με το CAPM. Τέλος, το μοντέλο APM δεν υποθέτει ότι οι επενδυτές επενδύουν στο χαρτοφυλάκιο αγοράς, κάτι το οποίο αποτελεί υπόθεση του CAPM, μια υπόθεση η οποία δεν ικανοποιείται στην πράξη. (Αρτίκης Γεώργιος, 2002)

Στην πραγματικότητα όμως, το μοντέλο Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα στην εφαρμογή του. Αρχικά, δεν προσδιορίζει τους σχετικούς οικονομικούς παράγοντες εκ των προτέρων και επιπλέον δεν προσδιορίζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις, ούτε υποδεικνύει πόσοι παράγοντες πρέπει να συμπεριληφθούν στην ανάλυση. (Αρτίκης Γεώργιος, 2002)

#### 2.4.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost Of Capital- WACC)

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost Of Capital - WACC) αποτελεί το μέσο κόστος των μόνιμων οικονομικών πόρων μιας επιχείρησης. Ο τύπος του WACC φτάνει το μέσο όρο εκτελώντας μια «σταθμισμένη προσθήκη» των συστατικών της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας πολλαπλασιασμένη με το κόστος τους. Το μοντέλο στοχεύει στον προσδιορισμό των συστατικών της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης, τα σχετικά τους βάρη, και το κόστος της κάθε μίας από τις πηγές των κεφαλαίων. Δεδομένου ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση κάθε επιχείρησης είναι διαφορετική το WACC της επιχείρησης μπορεί να έχει οποιοδήποτε διαφορετικό αριθμό όρων, ο καθένας από τους οποίους αντιπροσωπεύει τις διάφορες πηγές χρηματοδότησης. (Eva R. Porras,2011).

Προκειμένου να υπολογιστεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) είναι σημαντικό να γίνει η υπόθεση ότι πηγές χρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης είναι τόσο τα δανειακά όσο και από τα ίδια κεφάλαια. Ανεξάρτητα από τους φόρους, το κόστος των δανείων αντιστοιχεί το επιτόκιο δανεισμού. Με δεδομένους τους φόρους που πληρώνει η εταιρία, το κόστος του χρέους που αναλογεί είναι το μετά τον φόρο κόστος χρέους. (Τζανακάκης Εμμανουήλ, 2010)

Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του WACC περιγράφεται στην συνέχεια (Τσάμης Δημήτριος, 2011).

$$W.A.C.C : K_e \times (W_e/TC) + K_p \times (W_p/TC) + K_d(1-t) \times (W_d/TC).$$

Όπου

$K_e$  : κόστος ιδίων κεφαλαίων

$W_e$  : ποσό ιδίων κεφαλαίων

$K_p$  : κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$W_d$  : ποσό προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$K_d$  : κόστος δανειακών κεφαλαίων

$W_d$  : ποσό δανειακών κεφαλαίων

$TC$  : συνολικό κεφάλαιο

$t$  : φορολογικός συντελεστής.

Για τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου αρχικά προσδιορίζουμε το σχετικό βάρος της κάθε πηγής στο συνολικό κεφάλαιο και στην συνέχεια προσδιορίζουμε το μετά φόρου κόστους κάθε πηγής (στην περίπτωση που υπάρχουν δανειακά κεφάλαια) (Τσάμης Δημήτριος, 2011).

## 2.5 Μοντέλα Που Στηρίζονται Στην Προεξόφληση Των Μερισμάτων - Discount Dividend Models

Η μέθοδος αυτή είναι η πιο απλή αλλά συνάμα και πιο παλιά μέθοδος για την αποτίμηση μετοχών στηριζόμενη στην χρονική αξία του χρήματος και στην προεξόφληση των ταμειακών ροών. Το μοντέλο αυτό προτάθηκε από John Burr Williams το 1938. Γενικότερα, τα μοντέλα αυτά (discounted dividend models) στηρίζονται πάνω στην γενική ιδέα σύμφωνα με την οποία η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών (present value models) που κατά πάσα πιθανότητα θα εισπράξει έναν δυνητικός επενδυτής. Παίρνοντας δηλαδή υπόψη το γεγονός ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει περισσότερη αξία από το ίδιο ποσό που πρόκειται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε αναμενόμενης ταμειακής ροής ανάλογα με το πόσο μακριά στο μέλλον πρόκειται να εισπραχθεί, βρίσκει την παρούσα αξία της μετοχής. Στα συγκεκριμένα μοντέλα αποτίμησης με τον όρο μελλοντική ταμειακή ροή εννοούμε τα μερίσματα που πρόκειται να μοιράσει στους επενδυτές μια εταιρία ύστερα από απόφαση του διοικητικού της συμβουλίου. Το μοντέλο αυτό προτάθηκε για πρώτη φορά από τον John Burr Williams το 1938. Τα μοντέλα αυτά (discounted dividend models) στηρίζονται πάνω στην γενική ιδέα σύμφωνα με την οποία η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών (present value models) που πιθανόν να εισπράξει έναν δυνητικός επενδυτής. Λαμβάνοντας υπόψη, το γεγονός ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει περισσότερη αξία από το ίδιο ποσό που πρόκειται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε αναμενόμενης ταμειακής ροής ανάλογα με το πόσο μακριά στο μέλλον πρόκειται να εισπραχθεί, βρίσκει την παρούσα αξία της μετοχής. Στα συγκεκριμένα μοντέλα αποτίμησης με τον όρο μελλοντική ταμειακή ροή εννοούμε τα μερίσματα που πρόκειται να μοιράσει στους επενδυτές μια εταιρία ύστερα από απόφαση του διοικητικού της συμβουλίου. Δηλαδή τα μερίσματα δεν είναι τίποτε άλλο παρά μία μεταβλητή των κερδών –και μάλιστα ένα υποσύνολο των λογιστικών κερδών γιατί μόνο αυτά μπορεί να μοιράσει μία επιχείρηση στους μετόχους. Έτσι χρησιμοποιώντας αυτά τα μοντέλα ένας οποιοσδήποτε αναλυτής θα μπορεί να αποφανθεί εάν η συγκεκριμένη κάθε φορά μετοχή είναι υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη (fairly valued). (Τσάμης Δημήτριος, 2011).

Η μαθηματική εξίσωση πάνω στην οποία στηρίζονται τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount models) είναι η εξής : (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1}$$

όπου

$V_0$ : η παρούσα αξία του περιουσιακού στοιχείου στο χρόνο μηδέν,  $D_1$ : η χρηματική ροή (μέρισμα) για τον συγκεκριμένο κάθε φορά χρόνο  $t$

$r$ : το επιτόκιο προεξόφλησης ή πιο σωστά το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης

$P_1$ : η αναμενόμενη τιμή πώλησης σε ένα έτος.

## 2.6 Μοντέλα Που Στηρίζονται Στην Προεξόφληση Της Ελεύθερης Ταμειακής Ροής - Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (DCF)

Το μοντέλο DCF αποτελεί το πλέον διαδεδομένο εργαλείο στους κύκλους των χρηματοοικονομικών αναλυτών, στις περιπτώσεις αποτίμησης επιχειρήσεων. Είναι αποδεδειγμένο ότι τουλάχιστον το 50% των αναλυτών χρησιμοποιούν την εν λόγω μέθοδο αποτίμησης, προκειμένου να λάβουν αποφάσεις αγοράς αγαθών (Τζανακάκης Εμμανουήλ, 2010)

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται για την αποτίμηση τόσο εισηγμένων όσο και μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Βασίζεται στην προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης βάσει του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. (Investment Research & Analysis Journal, 2005)

Σε επίπεδο θεωρίας, η αξία κάθε εταιρείας είναι η παρούσα αξία της αποτίμησης των ελεύθερων ταμειακών ροών της στο διηνεκές. Εάν κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας εφαρμόσουμε τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, υπολογίζουμε γενικώς τις ελεύθερες ταμειακές ροές για μια βραχεία περίοδο και τις προεξοφλούμε με το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

Αν και οι αποτιμήσεις με προεξοφλημένες ταμειακές ροές φαίνονται ακριβείς, δεν είναι περισσότερο ακριβείς από κάθε άλλη μέθοδο αποτίμησης, αφού στηρίζονται στις ίδιες προβλέψεις. Η τερματική αξία συνήθως αντιπροσωπεύει την περισσότερη από την αξία της εταιρείας, και ο τύπος της αύξησης στο διηνεκές στηρίζεται σε ορισμένες μη ρεαλιστικές υποθέσεις. (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

Η εξίσωση που ακολουθούν οι μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών περιγράφεται ως εξής : (Απόστολος Αποστόλου, 2015)

$$V = [CF]_1 / (1 + k) + CF_2 / [(1 + k)]^2 + CF_3 / [(1 + k)]^3 + \dots + [CF_n + VR_n] / [(1 + k)]^n$$

Όπου,

$CF_i$  = οι ταμειακές ροές μιας εταιρείας σε μια περίοδο  $i$ ,

$V_n$  = υπολειμματική αξία της εταιρείας σε έτη  $n$ ,

$k$  = κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο.



Είναι γεγονός, ότι οι περισσότεροι οικονομολόγοι θεωρούν τις ταμιακές ροές ως ένα από τα πιο αξιόπιστα μέσα για τη σύγκριση και την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Οι λόγοι για τους οποίους έχουν οδηγηθεί σε αυτό το συμπέρασμα είναι το γεγονός πως η μέθοδος αυτή είναι κατανοητό ως μέτρο αποτίμησης, δίνει ένα καλύτερο αποτέλεσμα στα ενδιαφερόμενα μέρη για το εάν πραγματοποιήθηκαν οι στόχοι και οι προσδοκίες τους. Επιπλέον, δεν επηρεάζεται από στρεβλώσεις στην οικονομία ή την φορολογία και τέλος δεν «αλλοιώνονται» εύκολα από λογιστικούς χειρισμούς (Τσάμης Δημήτριος, 2011)

# Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>: Ανάλυση του Κλάδου της Ηλεκτρικής Ενέργειας και της Ύδρευσης

## 3.1 Ο Κλάδος της Ηλεκτρικής Ενέργειας.

Ο τομέας της ενέργειας καλύπτει το 4% του ελληνικού ΑΕΠ, με το ποσοστό αυτό να είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Ο ελληνικός τομέας ενέργειας χαρακτηρίζεται από χαμηλή αποδοτικότητα στη χρήση καυσίμων, χαμηλή παραγωγικότητα εργασίας και κεφαλαίων και υψηλό κόστος του μίγματος παραγωγής. Σε σύγκριση με τις αγορές της Νοτίου Ευρώπης και της Γερμανίας, η κατανάλωση ενέργειας στην Ελλάδα από τα νοικοκυριά και το εμπόριο είναι κατά 10%-40% υψηλότερη. Επιπλέον, ο τομέας χαρακτηρίζεται από περιορισμένη εξωστρέφεια, καθώς είναι σχετικά μικρή η ελληνική παρουσία στις αγορές του εξωτερικού, και περιορισμένη η δραστηριοποίηση ελληνικών επιχειρήσεων σε όλο το μήκος της παραγωγικής αλυσίδας. Παρά την ύπαρξη εγχώριων κοιτασμάτων δε χρησιμοποιείται ούτε πετρέλαιο ούτε φυσικό αέριο στην κορυφή της παραγωγικής αλυσίδας (upstream), ενώ υπάρχει μικρή μόνο συμμετοχή στη δημιουργία υποδομών. Τόσο η έλλειψη εξωστρέφειας όσο και η μικρή συμμετοχή στην κορυφή της αλυσίδας περιορίζουν την προοπτική ανάπτυξης του τομέα. (McKinsey&Company, 2011)

Η παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα προέρχεται κυρίως από θερμοηλεκτρικούς σταθμούς. Στην Περιφέρεια Δυτικής Μακεδονίας παράγεται περίπου το 50% της συνολικής ηλεκτρικής ενέργειας. Η συγκέντρωση των θερμοηλεκτρικών σταθμών στο Βορρά της χώρας δημιουργεί αυξημένες απώλειες κατά τη μεταφορά της ηλεκτρικής ενέργειας στα κέντρα κατανάλωσης και ανισορροπία στη λειτουργία (Ρυθμιστική Αρχή Ενέργειας - <http://www.rae.gr>)

Η προσφορά ηλεκτρικής ενέργειας στην χώρα μας αφορά κατά 30% σε εγχώρια παραγωγή και κατά 70% σε εισαγωγές. Όσον αφορά στην εγχώρια παραγωγή, το 78% αποτελεί στερεά καύσιμα και το 21% ενέργεια από Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας (ΑΠΕ). Ως προς τις εισαγωγές, ποσοστό 80% αφορά πετρελαιοειδή και 15% φυσικό αέριο. (Ιωάννα Χριστοδουλάκη, Ευάγγελος Στάθης, 2013)

Οι κυριότερες χώρες από τις οποίες εισάγεται ηλεκτρική ενέργεια στην Ελλάδα είναι η Βουλγαρία, η Τουρκία, η ΠΓΔΜ, ενώ οι κύριες χώρες εξαγωγής ηλεκτρικής ενέργειας είναι η Αλβανία και τα Σκόπια. (Κλαδική Μελέτη Στόχασις Α.Ε, 2011).

Η ζήτηση ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα, εμφανίζεται ανελαστική ως προς την τιμή και ελαστική ως προς το εισόδημα. Το μικρό σχετικά μέγεθος της ελαστικότητας ως προς την τιμή του ηλεκτρισμού αντανακλά, όπως και στην περίπτωση των πετρελαιοειδών, το χαμηλό βαθμό υποκατάστασης μεταξύ των εναλλακτικών μορφών ενέργειας (φυσικό αέριο, πετρέλαιο κτλ). Επιπλέον, η ηλεκτρική ενέργεια εμφανίζει έντονες περιοδικές διακυμάνσεις ανά εποχή (χαμηλότερη ζήτηση τους φθινοπωρινούς και εαρινούς μήνες), ανά ημέρα της εβδομάδας (χαμηλότερη ζήτηση τις μη εργάσιμες ημέρες) και ανά ώρα (χαμηλότερη ζήτηση τις βραδινές ώρες) (Μ. Πολέμη, 2014)

Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την ζήτηση ηλεκτρικής ενέργειας είναι :

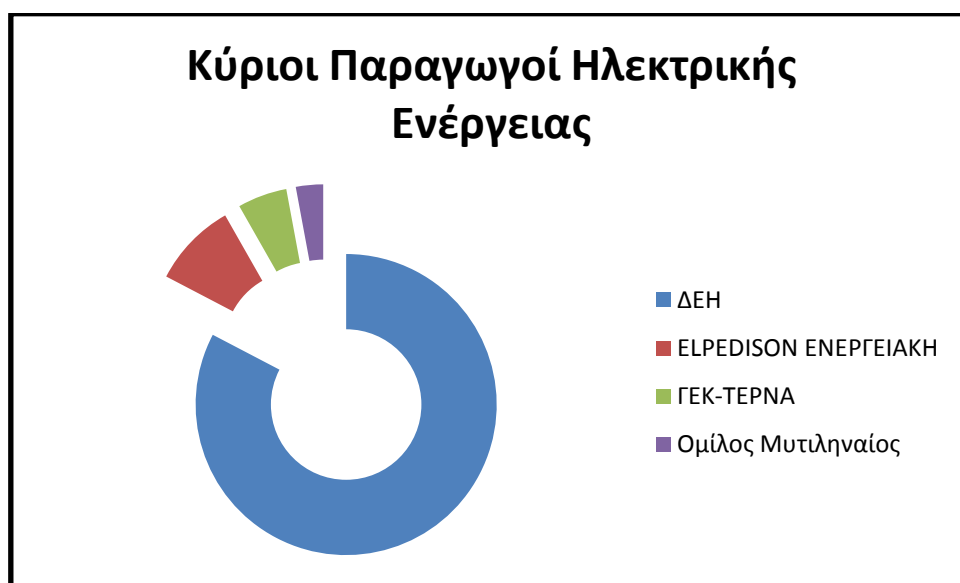
(Κλαδική Μελέτη Στόχασις Α.Ε, 2011)

- Οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην χώρα
- Η αλλαγή στον πληθυσμό
- Η λιανική τιμή πώλησης που φτάνει στον καταναλωτή
- Η ευαισθητοποίηση σε θέματα εξοικονόμησης ενέργειας

### **3.1.1 Οι Κυριότεροι Παραγωγοί και Προμηθευτές Ηλεκτρικής Ενέργειας**

Η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. παραμένει πρωταγωνιστής στον τομέα της ηλεκτροπαραγωγής, όντας η μεγαλύτερη εταιρία παραγωγής και προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα, με περίπου 7,4 εκατομμύρια πελάτες. Διαθέτει μια μεγάλη υποδομή σε εγκαταστάσεις ορυχείων λιγνίτη, παραγωγής, μεταφοράς και διανομής ηλεκτρικής ενέργειας. Η εγκατεστημένη ισχύς των μονάδων παραγωγής της ΔΕΗ το 2012 ανήλθε σε 12,5 GW, που αντιστοιχεί στο 68% της εγκατεστημένης ισχύος των σταθμών ηλεκτροπαραγωγής στην Ελλάδα. Το ενεργειακό της μείγμα περιλαμβάνει λιγνιτικούς, υδροηλεκτρικούς, σταθμούς φυσικού αερίου, αλλά και μονάδες ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΑΠΕ), ενώ μεγάλος αριθμός πετρελαϊκών σταθμών λειτουργεί στα νησιά. (Αργυρώ Ροϊνιώτη, κ.α, 2013)

Η ΔΕΗ αποτελεί τον κύριο παραγωγό ηλεκτρικής ενέργειας στην χώρα μας με μερίδια αγοράς μεταξύ 95% και 76% κατά το διάστημα 2008-2011, ενώ οι υπόλοιποι παραγωγοί κατέχουν σημαντικά χαμηλότερα μερίδια διαχρονικά. Σύμφωνα με στοιχεία της ΡΑΕ, κατά το έτος 2011, η ΔΕΗ απορροφούσε το 76,3% της συνολικής ποσότητας ηλεκτρικής ενέργειας, η ELPEDISON ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΕ το 8,4%, οι εταιρείες του ομίλου ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ (Ήρων Ι και Ήρων ΙΙ) το 4,9% και τέλος οι εταιρείες του ομίλου Μυτιληναίος (ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΑΕ, Protergia και Korinthos Power) μόλις το 2,7%. (Μ. Πολέμη, 2014)



Όσο αφορά στην λιανική προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας, οι πρώτες ιδιωτικές εταιρείες προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας εμφανίστηκαν στα μέσα της δεκαετίας του 2000. Πιο συγκεκριμένα, το 2011 το μερίδιο της ΔΕΗ (92%) κυμάνθηκε στα χαμηλότερα επίπεδα της πενταετίας (2008-2012) λόγω της έντονης δραστηριοποίησης των ιδιωτών προμηθευτών ιδίως των εταιρειών Enerna και Hellas Power (πρώην Aegean Power) που απέσπασαν από κοινού περίπου το 7,5% της αγοράς. Ωστόσο, στις αρχές του 2012, μετά την αναστολή λειτουργίας του συνόλου σχεδόν των εναλλακτικών προμηθευτών, η ΔΕΗ έχει ανακτήσει τα παλαιότερα ποσοστά της. Στο ποσοστό αυτό περιλαμβάνονται τα ποσοστά του «Προμηθευτή Τελευταίου Καταφυγίου» (Last Resort Supplier) καθώς και του «Προμηθευτή Καθολικής Υπηρεσίας» (Universal Service Supplier) των οποίων οι υπηρεσίες έχουν ανατεθεί στη ΔΕΗ σύμφωνα με το ν.4001/2011. (Μ. Πολέμη, 2014)

### 3.1.2 Μεταφορά και διανομή Ηλεκτρικής Ενέργειας

Η αγορά ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές στην τελευταία δεκαετία. Η πρώτη προσπάθεια για την απελευθέρωση της αγοράς έγινε με τον νόμο Ν.2773/1999, ο οποίος δημιουργήθηκε με βάση την Οδηγία 96/92/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Ένωσης και επέφερε σημαντικές αλλαγές στη λειτουργία της ελληνικής αγοράς ηλεκτρισμού, έχοντας ως στόχο την ομαλή είσοδο σε περιβάλλον ελεύθερου ανταγωνισμού. Η ευρωπαϊκή οδηγία 2009/72/ΕΚ έθεσε κοινούς κανόνες για την εσωτερική αγορά ηλεκτρισμού και απαίτησε το νομικό και λειτουργικό διαχωρισμό των μονοπωλιακών δραστηριοτήτων Μεταφοράς και Διανομής. (Αργυρώ Ροϊνιώτη, κ.α, 2013)

Με σκοπό την συμμόρφωση με τις διατάξεις της Οδηγίας 2009/72/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Ένωσης που αφορούν το νομικό και λειτουργικό διαχωρισμό των μονοπωλιακών δραστηριοτήτων Μεταφοράς και Διανομής των καθετοποιημένων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της ηλεκτρικής ενέργειας, πραγματοποιήθηκε η απόσχιση των κλάδων Μεταφοράς και Διανομής και δημιουργήθηκαν δύο νέες, 100% θυγατρικές εταιρείες της ΔΕΗ Α.Ε., ο ΑΔΜΗΕ Α.Ε. (Ανεξάρτητος Διαχειριστής Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας Α.Ε.) και ο ΔΕΔΔΗΕ Α.Ε. (Διαχειριστής Ελληνικού Δικτύου Διανομής Ηλεκτρικής Ενέργειας Α.Ε.). (Αργυρώ Ροϊνιώτη, κ.α, 2013)

Ο ΑΔΜΗΕ έχει αναλάβει το ρόλο του Διαχειριστή του Ελληνικού Συστήματος Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας (ΕΣΜΗΕ) και συγκεκριμένα τα καθήκοντα λειτουργίας, συντήρησης και ανάπτυξης του Ελληνικού Συστήματος Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας (ΕΣΜΗΕ). Ο ΑΔΜΗΕ είναι 100% θυγατρική εταιρεία της ΔΕΗ σύμφωνα με το μοντέλο του Ανεξάρτητου Διαχειριστή Μεταφοράς (ΑΔΜ). Οι αρμοδιότητές του περιλαμβάνουν την κυριότητα, συντήρηση, διαχείριση, εκμετάλλευση και ανάπτυξη του Συστήματος Μεταφοράς, καθώς και τη συνεργασία του με άλλους Διαχειριστές και λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας.

Ο ΔΕΔΔΗΕ είναι υπεύθυνος για τη διαχείριση, ανάπτυξη, λειτουργία και συντήρηση του Ελληνικού Δικτύου Διανομής Ηλεκτρικής Ενέργειας, ενώ και αυτός αποτελεί 100% θυγατρική εταιρεία της ΔΕΗ Α.Ε. Έχει αναλάβει την ανάπτυξη, λειτουργία και συντήρηση του Δικτύου Διανομής Ηλεκτρικής Ενέργειας, ώστε να διασφαλίζεται η αξιόπιστη, αποδοτική και ασφαλής λειτουργία του. Ειδικότερα, οι αρμοδιότητές του αφορούν την ικανοποίηση αιτημάτων των χρηστών, την ανάπτυξη και τις εργασίες

εκμετάλλευσης του δικτύου, την αποδοτική λειτουργία της αγοράς της αγοράς σε επίπεδο δικτύων, αλλά και των αυτόνομων νησιωτικών ηλεκτρικών συστημάτων. (Αργυρώ Ροϊνιώτη, κ.α, 2013)

### **3. 2 Η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού - ΔΕΗ Α.Ε**

Η ΔΕΗ ιδρύθηκε το 1950 με αντικείμενο την παραγωγή, μεταφορά και διανομή ηλεκτρικής ενέργειας σε όλη την Ελληνική επικράτεια. Πριν την ίδρυση της ΔΕΗ, το δικαίωμα της παραγωγής, μεταφοράς και διανομής ηλεκτρικής ενέργειας είχε παραχωρηθεί από την Ελληνική Κυβέρνηση σε ιδιωτικές εταιρείες και δημοτικές επιχειρήσεις. (Ετήσια Έκθεση ΔΕΗ Α.Ε, 2011)

Η ΔΕΗ ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1953 παράγοντας και πουλώντας ηλεκτρική ενέργεια σε ιδιωτικές εταιρείες και δημοτικές επιχειρήσεις. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1957 - 1963, η Εταιρεία προέβη σε εξαγορά των παραπάνω εταιρειών παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος, συμπεριλαμβανομένης και της Ηλεκτρικής Εταιρείας Αθηνών - Πειραιώς Ε.Π.Ε., η οποία εξυπηρετούσε την μεγαλύτερη αστική περιοχή της Ελλάδας και παρήγαγε ένα σημαντικό ποσοστό της συνολικής ηλεκτρικής ενέργειας που καταναλωνόταν στην Ελληνική αγορά. Βάσει του νόμου 2773/1999 περί απελευθέρωσης της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και σε εφαρμογή του Προεδρικού Διατάγματος 333/2000, η ΔΕΗ από την 1η Ιανουαρίου 2001 μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία με μοναδικό μέτοχο το Δημόσιο και κύριο σκοπό την παραγωγή και προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας. Το Δεκέμβριο του 2001, μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας και διάθεση υφισταμένων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου, οι μετοχές της ΔΕΗ εισηχθήσαν προς διαπραγμάτευση στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Παράλληλα ξεκίνησε η διαπραγμάτευση Διεθνών Αποθετηρίων Εγγράφων (GDRs) στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Το Δεκέμβριο 2002 και τον Οκτώβριο 2003 διατέθηκαν υφιστάμενες μετοχές, κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου, με Δημόσια Εγγραφή στο ευρύ επενδυτικό κοινό, με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών σε θεσμικούς επενδυτές στην Ελλάδα και το εξωτερικό και με Ιδιωτική Τοποθέτηση στους εργαζόμενους της Εταιρείας. (Ετήσια Έκθεση ΔΕΗ Α.Ε, 2011)

Η ΔΕΗ Α.Ε είναι η μεγαλύτερη εταιρεία παραγωγής και προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα. Διαθέτει μια πολύ μεγάλη υποδομή σε εγκαταστάσεις ορυχείων λιγνίτη, παραγωγής, μεταφοράς, και διανομής ηλεκτρικής ενέργειας.

Κατέχει περίπου το 64% της εγκατεστημένης ισχύος των σταθμών ηλεκτροπαραγωγής στην Ελλάδα συμπεριλαμβάνοντας στον ενεργειακό χαρτοφυλάκιο της λιγνιτικούς, υδροηλεκτρικούς, πετρελαϊκούς σταθμούς καθώς και σταθμούς φυσικού αερίου αλλά και μονάδες Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ). (Ετήσια Έκθεση ΔΕΗ Α.Ε, 2014).

Το Μετοχικό της Κεφάλαιο ανέρχεται σε ένα δισεκατομμύριο εξήντα επτά εκατομμύρια διακόσες χιλιάδες ευρώ (1.067.200.000 ευρώ) διαιρούμενο σε διακόσια τριάντα δύο εκατομμύρια (232.000.000) κοινές μετοχές. Η μετοχική της σύνθεση αναλύεται ως εξής: (Ετήσια Έκθεση ΔΕΗ Α.Ε, 2014).

Μετοχική Σύνθεση	Ποσοστό
<b>Ελληνικό Δημόσιο</b>	34,12%
<b>Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ)</b>	17,00%
<b>ΙΚΑ-ΕΤΑΜ/ ΤΑΠ-ΔΕΗ και ΤΑΥΤΕΚΩ</b>	3,81%
<b>Ευρύ Επενδυτικό Κοινό</b>	45,07%
<b>Σύνολο</b>	100%

Πίνακας 8: Μετοχική Σύνθεση ΔΕΗ Α.Ε

Η ίδια η εταιρεία ΔΕΗ Α.Ε συμμετέχει ως μέτοχος σε ένα πλήθος επιχειρήσεων που αναφέρονται αναλυτικά: (Ετήσια Έκθεση ΔΕΗ Α.Ε, 2014).

ΔΕΗ Α.Ε.	Ποσοστό Συμμετοχής 31/12/2014
ΑΔΜΗΕ Α.Ε.	100%
ΔΕΔΔΗΕ Α.Ε.	100%
ΔΕΗ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ Α.Ε.	100%
PPC FINANCE PLC	100%
PPC QUANTUM ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ LTD	51%
PPC Bulgaria JSCo	85%
PPC Elektrik ve Tedarik Anonim Sirketi	100%
ΛΑΡΚΟ Γ.Μ.Α.Ε.	11,45%
WASTE SYCLO Α.Ε.	49%
SOLAR SOLUTIONS Α.Ε.	49%

### 3.3 Ο Ανταγωνισμός

Σε πολλές χώρες της Ευρώπης, όπως και στη χώρα μας, η ενίσχυση του ανταγωνισμού και η άρση του καθεστώτος μονοπωλίου αποδείχτηκε μια αργή και δύσκολη διαδικασία. Σε ορισμένες περιπτώσεις, για τη διευκόλυνση νέων ανταγωνιστών στην αγορά, παρατηρήθηκαν μέτρα ενεργού και ασύμμετρης στήριξης των επιχειρήσεων που επρόκειτο να εισέλθουν στην αγορά της ηλεκτρικής ενέργειας. (Ιωάννα Χριστοδουλάκη, Ευάγγελος Στάθης, 2013)

Σε εθνικό επίπεδο, η διαδικασία της απελευθέρωσης της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας ξεκίνησε με τις διατάξεις του Ν 2773/1999 και οι οποίες τροποποιήθηκαν στη συνέχεια με τις διατάξεις του ν. 3175/2003. Το 2011 θεσπίστηκε ο ν. 4001/2001, ενόψει της προσαρμογής προς τις διατάξεις της τρίτης δέσμης μέτρων του 2009. Η απελευθέρωση της εγχώριας αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και η λειτουργία της χονδρεμπορικής αγοράς έχει τα τελευταία έτη οδηγήσει σε αρκετά σημαντικές επενδύσεις στο στάδιο της παραγωγής από ιδιώτες παραγωγούς, οι οποίοι όμως δεν έχουν κίνητρο να δραστηριοποιηθούν στην προμήθεια σε επίπεδο λιανικής. Οι διάφοροι μεταβατικοί μηχανισμοί που έχουν θεσπιστεί κατά καιρούς από τη ΡΑΕ και το Υπουργείο Περιβάλλοντος Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής (ΥΠΕΚΑ) έχουν ως στόχο να περιορίσουν τη σημαντική οικονομική ισχύ που έχει η ΔΕΗ στη σχετική αγορά της παραγωγής και προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας σε επίπεδο χονδρικής. (Μ. Πολέμη, 2014)

Παρά την εφαρμογή των ευρωπαϊκών οδηγιών για την απελευθέρωση της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας στην ΕΕ, η ελληνική αγορά ηλεκτρικής ενέργειας λειτουργεί στην ουσία υπό τα χαρακτηριστικά του καθεστώτος του «μοναδικού αγοραστή», παρά το γεγονός ότι η νομοθεσία δεν έχει επιβάλλει το καθεστώς αυτό. Η ΔΕΗ είναι εκ των πραγμάτων μοναδικός αγοραστής στη χονδρεμπορική αγορά και μοναδικός προμηθευτής στη λιανική αγορά. Η αποκλειστική πρόσβαση της ΔΕΗ σε πόρους όπως ο λιγνίτης και τα υδροηλεκτρικά, η μη χορήγηση αδειών σε τρίτους για μεγάλες υδροηλεκτρικές εγκαταστάσεις και η μικρή διαθέσιμη ισχύς των διασυνδέσεων για εμπορικούς σκοπούς κατέστησαν αδύνατη την ανταγωνιστική δραστηριοποίηση ανεξάρτητων προμηθευτών ηλεκτρικής ενέργειας. Αποτέλεσμα της αδυναμίας άμεσης πρόσβασης (ή ιδιοκτησίας) σε επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο ενέργειας ήταν η εμφάνιση στην αγορά μόνο προμηθευτών που αντλούσαν ενέργεια αποκλειστικά από τη χονδρεμπορική αγορά και εκμεταλλεύονταν στρεβλώσεις των ρυθμιζόμενων τιμολογίων της ΔΕΗ. (Μ. Πολέμη, 2014)



Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην λιανική προμήθεια ρεύματος είναι γνωστές ως «εναλλακτικοί πάροχοι ηλεκτρικής ενέργειας». Οι κυριότερες μεταξύ αυτών είναι οι εξής:

### **Protergia (Όμιλος ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ)**

Η Protergia είναι ο μεγαλύτερος ιδιώτης παραγωγός ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα. Διαθέτει ένα ενεργειακό χαρτοφυλάκιο δυναμικότητας άνω των 1.200 MW, που ξεπερνά το 10% της συνολικής παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας της χώρας. (<http://www.protergia.gr/>)

### **WATT+VOLT**

Η WATT+VOLT είναι εταιρεία παροχής ολοκληρωμένων υπηρεσιών Ηλεκτρικής Ενέργειας. Είναι αμιγώς Ελληνική και αποτελεί μία ταχύτατα αναπτυσσόμενη εταιρεία στην ελληνική επικράτεια. Από το 2011, η WATT+VOLT κατέχει Άδεια Εμπορίας και Προμήθειας Ηλεκτρικής Ενέργειας για την ελληνική αγορά ενέργειας, ενώ το 2015 έλαβε και Άδεια Προμήθειας Φυσικού Αερίου. Με θυγατρικές εταιρείες που εντάσσονται στον Όμιλο Εταιρειών WATT+VOLT και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια, η WATT+VOLT επεκτείνει διαρκώς τις δραστηριότητές της σε πολλαπλούς τομείς επιχειρηματικής ανάπτυξης. Η WATT+VOLT είναι μέλος του European Energy Exchange (EEX), του μεγαλύτερου Ενεργειακού Χρηματιστηρίου της Ευρώπης, μέσω του οποίου αποκτά πρόσβαση σε αγορές μεγάλης ρευστότητας, όπως αυτές της Γερμανίας και της Γαλλίας. Επιπλέον, είναι ενεργό μέλος του Χρηματιστηρίου Ενέργειας της Ιταλίας (Gestore del Mercato Elettrico), που της επιτρέπει τη διαπραγμάτευση ηλεκτρικής ενέργειας μέσω των διαπιστευμένων traders της εταιρείας. (<http://watt-volt.gr/>)

### **VOLTERRA**

Η VOLTERRA διαθέτει Άδεια Εμπορίας Ηλεκτρικής Ενέργειας ισχύος 300 MW και δραστηριοποιείται ενεργά στην Χονδρική Αγορά Ηλεκτρικής Ενέργειας της Ελλάδας, αλλά και στις Αγορές Ηλεκτρικής Ενέργειας των διασυνοριακών χωρών. Η δραστηριότητα της Εμπορίας περιλαμβάνει τις Εισαγωγές και Εξαγωγές Ηλεκτρικής Ενέργειας σε ημερήσια, μηνιαία και ετήσια βάση μέσω των διασυνδέσεων του Ελληνικού Συστήματος με τις γειτονικές χώρες (Ιταλία, Αλβανία, ΠΓΔΜ, Βουλγαρία και Τουρκία). Είναι επίσης δυνατή η διαμετακόμιση ηλεκτρικής ενέργειας (transit) μεταξύ των γειτονικών χωρών μέσω του Ελληνικού Συστήματος Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας. (<http://www.volterra.gr/>)

Όπως προκύπτει, από τα στοιχεία της παραπάνω ανάλυσης, αγορά της ηλεκτρικής ενέργειας, χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, καθώς σε αυτή δραστηριοποιείται μικρός αριθμός ανταγωνιστών. Κύρια αιτία, του μικρού αριθμού εταιρειών στον χώρο είναι η ύπαρξη υψηλών εμποδίων εισόδου, τα οποία αποθάρρυναν τις εταιρείες που έλαβαν άδεια παραγωγής ή/και προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας να εισέλθουν ενεργά στην αγορά. Επιπλέον, το σημαντικά υψηλό κόστος των κεφαλαίων που απαιτείται να δεσμευτεί προκειμένου να χρηματοδοτηθούν επενδύσεις κατασκευής σταθμών παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας, και ο υψηλός κίνδυνος που ενέχει η απόδοση της επένδυσης περιορίζεται τελικά το σύνολο των δυνητικών ανταγωνιστών. Τέλος, η προνομιακή πρόσβαση της ΔΕΗ στην εκμετάλλευση του λιγνίτη η οποία πιθανώς δίνει απόλυτα κοστολογικά πλεονεκτήματα στη ΔΕΗ συγκριτικά με τις νέες δυνητικές ηλεκτροπαραγωγικές επιχειρήσεις οι οποίες πιθυμούν να δραστηριοποιηθούν στον χώρο της ηλεκτρικής ενέργειας. (Μ. Πολέμη, 2014)

### 3.4 SWOT Analysis του Κλάδου της Ηλεκτρικής Ενέργειας

S W O T A N A L Y S I S	
Strength	Weakness
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ανελαστική ζήτηση του προϊόντος (Ηλεκτρική Ενέργεια)</li> <li>• Διαφοροποιημένη Πελατειακή Βάση. Οικιακοί Πελάτες- Βιομηχανίες.</li> <li>• Η ζήτηση για ηλεκτρική ενέργεια παρουσιάζει μακροπρόθεσμα ανοδική τάση.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κύρια πηγή ενέργειας στην Ελλάδα είναι τα ορυχεία Λιγνίτη</li> <li>• Μικρός Βαθμός Εξωστρέφειας στις Ξένες Αγορές.</li> <li>• Μεγάλα Εμπόδια Εισόδου Ανταγωνιστών στην Αγορά.</li> <li>• Η υψηλή ρυπογόνος δράση των λιγνιτικών μονάδων της ΔΕΗ που θα οδηγήσει σε μελλοντικά πρόστιμα με βάση το Green Certificate System<sup>3</sup>.</li> </ul>
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Επενδύσεις σε νέες τεχνολογίες όπως Έξυπνα Δίκτυα, νέες μέθοδοι παραγωγής.</li> <li>• Επενδύσεις σε Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας.</li> <li>• Στρατηγικές Συμμαχίες με γειτονικές χώρες.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Η αστάθεια του επιχειρηματικό περιβάλλοντος στην Ελλάδα λόγω της οικονομικής κρίσης αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα για νέες επενδύσεις στον κλάδο Έλλειψη καινοτομίας</li> <li>• Στροφή καταναλωτών στις Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας.</li> </ul>

Πίνακας 9: SWOT Analysis του Κλάδου της Ηλεκτρικής Ενέργειας

<sup>3</sup> Πράσινα Πιστοποιητικά (Green Certification System): είναι εμπορεύσιμα πιστοποιητικά, τα οποία εκδίδει η κυβέρνηση και εγγυώνται ότι η αναγραφόμενη ποσότητα ηλεκτρικής ενέργειας έχει παραχθεί από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. (Ευρωπαϊκή Οδηγία 2001/77/EC της 27 Σεπτεμβρίου 2001)

### 3.5 Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας – ΑΠΕ

Είναι γεγονός πως ο κλάδος της ενέργειας στην Ελλάδα αναμένεται να αντιμετωπίσει σημαντικές προκλήσεις τα επόμενα χρόνια. Προς αυτή την κατεύθυνση θα συμβάλουν τόσο οι τεχνολογικές εξελίξεις, όσο και οι προσαρμογές που γίνονται σε όλο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας. Για να αντιμετωπιστούν οι όλο και αυξανόμενες προκλήσεις του κλάδου κρίνεται απαραίτητη η προώθηση της παραγωγής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές. Η σημαντική δυνατότητα για παραγωγή ηλιακής και αιολικής ενέργειας που υπάρχει στην Ελλάδα καθοδηγεί τις κυβερνητικές πολιτικές, οι οποίες φαίνεται να προσανατολίζονται στην αύξηση της χρήσης των ΑΠΕ. Ωστόσο, έως σήμερα αυτή η αγορά βρίσκεται σε αδράνεια, καθώς τα οικονομικά κίνητρα (feed-in-tariffs) για την παραγωγή ενέργειας από ΑΠΕ αποδείχθηκε αδιέξοδη πολιτική. (Ιωάννα Χριστοδουλάκη, Ευάγγελος Στάθης, 2013).

Η εθνική πολιτική για τις ΑΠΕ προσδιορίζεται κυρίως από τις δεσμεύσεις της χώρας μας σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο που αφορούν τον περιορισμό των ρύπων και τη μείωση της ενεργειακής εξάρτησης. Σύμφωνα με την Οδηγία 2001/77η Ελλάδα όφειλε μέχρι το 2010 να καλύπτει το 20,1% της συνολικής ηλεκτροπαραγωγής της από ΑΠΕ, στόχος εξαιρετικά φιλόδοξος που ήταν αδύνατον να επιτευχθεί. Το κοινοτικό θεσμικό πλαίσιο αποτελεί ουσιαστικά την υλοποίηση των συμφωνιών του Πρωτοκόλλου του Κιότο (σύμβαση-πλαίσιο των Ηνωμένων Εθνών για την αλλαγή του κλίματος), βάσει των οποίων οι ανεπτυγμένες χώρες οφείλουν να μειώσουν τον όγκο των περιβαλλοντικών ρύπων που εκπέμπονται στην ατμόσφαιρα κατά 5,2% (έχοντας σαν βάση τα επίπεδα του 1990). (Δαγκαλιδής Αθανάσιος, 2010)

Η συμμετοχή των ΑΠΕ στην εγχώρια παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας παρουσιάζει ανοδική πορεία, ιδιαίτερα μετά το 1999. Συνολικά οι εγκαταστάσεις ΑΠΕ αποτελούν το 7% της συνολικής ισχύς και συμβάλουν μόλις κατά 4% στην συνολική ηλεκτροπαραγωγή. Αυτή η ανισότητα οφείλεται κυρίως στα χαμηλά επίπεδα αποδοτικότητας των αιολικών πάρκων και των φωτοβολταϊκών συγκριτικά με τα επίπεδα απόδοσης του λιγνίτη και εν μέρει λόγω των καιρικών συνθηκών. Παρά την ανοδική τους πορεία, ο κλάδος των ΑΠΕ παραμένει ανεπαρκώς ανεπτυγμένος, ιδιαίτερα αν λάβουμε υπόψη τις ευνοϊκές καιρικές συνθήκες της χώρας μας. (Παύλος Μωλωνάς, 2008).

Η ανάπτυξη των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας προωθείται από: (Παύλος Μωλωνάς, 2008)

- Τους στόχους που έχουν τεθεί στην χώρα μας από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). οι αυξημένες ανάγκες σε συνδυασμό με τις αρχές του πρωτοκόλλου του Κιότο, ανάγκασαν την Ευρώπη στη λήψη μέτρων για την προώθηση της παραγωγής ενέργειας μέσω ΑΠΕ.
- Την αυξημένη ζήτηση ηλεκτρικής ενέργειας. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, η ζήτηση ηλεκτρικής ενέργειας αναμένεται να έχει συνεχή ανοδική πορεία στην Ελλάδα.
- Τις οικονομίες κλίμακας. Το κόστος εγκατάστασης μονάδων ΑΠΕ μειώνεται συνεχώς καθώς η τεχνολογία και η τεχνογνωσία αναπτύσσονται ταχύτατα.
- Τα δικαιώματα εκπομπής ρύπων. Η παραγωγή ενέργειας κυρίως μέσω λιγνίτη στην χώρα μας καθιστά την ΔΕΗ Α.Ε την πιο «βρώμικη» εταιρεία ανάμεσα στις ευρωπαϊκές εταιρείες. Αν δεν γίνει στροφή προς τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας τότε οι ηλεκτροπαραγωγοί θα επιβαρυνθούν με μεγάλα πρόστιμα στις περιπτώσεις που θα ξεπεράσουν το όριο εκπομπής ρύπων τους έχει επιβληθεί.

### 3.6 Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Πρωτεύουσας –ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Η ΕΥΔΑΠ Α.Ε. (Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Πρωτεύουσας) είναι η μεγαλύτερη Εταιρεία στην Ελλάδα που δραστηριοποιείται στη διανομή και διαχείριση ύδατος καθώς και στην παροχή υπηρεσιών αποχέτευσης

Η ΕΥΔΑΠ ιδρύθηκε το 1980 με το ν.1068/1980 «περί συστάσεως ενιαίου φορέα Ύδρευσης και Αποχέτευσης Πρωτεύουσας», μετά από τη συγχώνευση της Ανωνύμου Ελληνικής Εταιρείας Υδάτων των Πόλεων Αθηνών - Πειραιώς και περιχώρων (Ε.Ε.Υ.) και του Οργανισμού Αποχετεύσεως Πρωτεύουσας (Ο.Α.Π.). Το 1999 με το ν.2744/1999 «Ρυθμίσεις θεμάτων της Εταιρείας Ύδρευσης και Αποχέτευσης Πρωτεύουσας και άλλες διατάξεις» η ΕΥΔΑΠ περιήλθε στη σημερινή της νομική μορφή καθώς τα κυριότερα πάγια της Εταιρείας απορροφήθηκαν από την Εταιρεία Παγίων ΕΥΔΑΠ ΝΠΔΔ, παραμένοντας στην ιδιοκτησία του Δημοσίου. Στην κυριότητα της Εταιρείας Παγίων ανήκουν τα φράγματα, οι ταμιευτήρες, τα εξωτερικά υδραγωγεία και αντλιοστάσια, καθώς και οι άλλες εγκαταστάσεις που εξασφαλίζουν την ασφαλή μεταφορά του νερού μέχρι τις εγκαταστάσεις στις οποίες γίνεται η επεξεργασία για την μετατροπή του σε πόσιμο. Με σύμβαση όμως που υπογράφηκε μεταξύ της ΕΥΔΑΠ και του Ελληνικού Δημοσίου, το Δεκέμβριο του 1999 η ΕΥΔΑΠ συνεχίζει να λειτουργεί τα υπόψη έργα για λογαριασμό της Εταιρείας Παγίων. Τον Ιανουάριο του 2000 η ΕΥΔΑΠ εισήχθη στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Ετήσια Απολογισμός και Ετήσιο Δελτίο ΕΥΔΑΠ Α.Ε 2014)

Πιο αναλυτικά οι σκοποί της λειτουργίας της ΕΥΔΑΠ που έχουν διαμορφωθεί μέχρι σήμερα, είναι οι εξής: ([www.eydap.gr](http://www.eydap.gr))

- ✚ Η παροχή υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης σε όλους τους πολίτες.
- ✚ Η μελέτη, κατασκευή, εγκατάσταση, λειτουργία, εκμετάλλευση, διαχείριση, συντήρηση, επέκταση και ανανέωση συστημάτων ύδρευσης και αποχέτευσης.
- ✚ Η άντληση, αφαλάτωση, επεξεργασία, αποθήκευση, μεταφορά και διανομή πάσης φύσεως υδάτων με στόχο την υλοποίηση των προαναφερομένων σκοπών της ΕΥΔΑΠ.
- ✚ Η δημιουργία έργων και διαδικασιών συλλογής, μεταφοράς, αποθήκευσης, επεξεργασίας, καθώς και διαχείριση και διάθεση των προϊόντων της επεξεργασίας των λυμάτων.
- ✚ Η εκμετάλλευση τεχνολογίας και η παροχή υπηρεσιών τεχνικής βοήθειας

🚧 Η πραγματοποίηση επενδύσεων συναφών με τους σκοπούς και το αντικείμενο της Εταιρείας.

Το πελατολόγιο της ΕΥΔΑΠ στον τομέα της ύδρευσης, περιλαμβάνει περίπου 4.300.000 πελάτες (2.100.000 συνδέσεις), ενώ το μήκος των αγωγών ανέρχεται σε περίπου 9.500 χλμ. Ο τομέας της αποχέτευσης εξυπηρετεί 3.500.000 πελάτες, ενώ το συνολικό μήκος αγωγών ανέρχεται σε περίπου 8.500 χλμ. ([www.eydap.gr](http://www.eydap.gr)).

Η Ε.ΥΔ.Α.Π. παρέχει υπηρεσίες παροχής νερού μέσω των 8.446 χιλιομέτρων δικτύου διανομής νερού. Η εταιρεία επίσης διαχειρίζεται τέσσερις μονάδες επεξεργασίας και διύλισης νερού με συνολική δυναμικότητα 1,8 εκατομμύρια κυβικά μέτρα νερού ημερησίως. Το δίκτυο αποχέτευσης έχει συνολικό μήκος 6.000 χιλιόμετρα και αποτελείται από το δίκτυο των κύριως συλλεκτών και το δευτερεύων δίκτυο αποχέτευσης. Στην δικαιοδοσία της Ε.ΥΔ.Α.Π. επίσης ανήκει το κέντρο επεξεργασίας λυμάτων Ψυτάλειας, το κέντρο επεξεργασίας λυμάτων Μεταμόρφωσης και το κέντρο επεξεργασίας λυμάτων του Θριασίου. (Ετήσια Οικονομική Έκθεση ΕΥΔΑΠ Α.Ε, 2012)

Σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι το 2005 ψηφίστηκε ο ν.3429/2005 για τις «Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμούς» (ΔΕΚΟ) ο οποίος προέβλεπε συγκεκριμένες ρυθμίσεις για τις ΔΕΚΟ. Πιο αναλυτικά, οι επιχειρήσεις στις οποίες συμμετέχει το Δημόσιο, ανάμεσά τους και η ΕΥΔΑΠ, και είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο τίθενται εκτός του Δημοσίου Τομέα. Οι εταιρείες αυτές οργανώνονται, λειτουργούν και διοικούνται σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» και του ν.3016/2002 «Περί Εταιρικής Διακυβέρνησης». Το 2012, με την ψήφιση του ν.4053/2012, βάσει του οποίου η ΕΥΔΑΠ δύναται να παρέχει όλο το εύρος των υπηρεσιών που ορίζονται στο νόμο 2744/1999 και εκτός περιοχής αρμοδιότητας της Εταιρείας, μέσω θυγατρικών εταιρειών, διευρύνοντας την αγορά στην οποία μπορεί να δραστηριοποιηθεί και αναπτυχθεί. (Ετήσια Απολογισμός και Ετήσιο Δελτίο ΕΥΔΑΠ Α.Ε 2014)

Η Εταιρεία υπάγεται στην εποπτεία του Υπουργείου Υποδομών Μεταφορών & Δικτύων και διέπεται από τις διατάξεις του Νόμου περί ανωνύμων εταιρειών 2190/1920 και τον ιδρυτικό Νόμο 1068/1980 όπως τροποποιήθηκε από τον Νόμο 2744/1999. (Ετήσια Οικονομική Έκθεση ΕΥΔΑΠ Α.Ε, 2012)

Με βάση το άρθρο 2 του ν.2744/1999, έχει χορηγηθεί στην ΕΥΔΑΠ το αποκλειστικό δικαίωμα ύδρευσης και αποχέτευσης στη γεωγραφική περιοχή αρμοδιότητάς της για

χρονική περίοδο 20 ετών, η οποία ξεκινάει από την 25ή Οκτωβρίου 1999. Επισημαίνεται ότι οι δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης, λόγω της φύσης του προϊόντος και της εγκατεστημένης υποδομής αποτελούν φυσικό μονοπώλιο. (Ετήσια Απολογισμός και Ετήσιο Δελτίο ΕΥΔΑΠ Α.Ε 2014)

Η Μετοχική σύνθεση της ΕΥΔΑΠ Α.Ε είχε ως εξής: ([www.eydap.gr](http://www.eydap.gr))

<b>Μετοχική Σύνθεση</b>	<b>Ποσοστό</b>
<b>Ελληνικό Δημόσιο</b>	34,03%
<b>Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ)</b>	27,30%
<b>Νομικά Πρόσωπα</b>	32,07%
<b>Φυσικά Πρόσωπα</b>	6,60%
<b>Σύνολο</b>	100%

Πίνακας 10: Μετοχική Σύνθεση ΕΥΔΑΠ Α.Ε



### 3.7 Η Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε- ΕΥΑΘ Α.Ε

Η Εταιρεία με την επωνυμία «Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε.» και τον διακριτικό τίτλο Ε.Υ.Α.Θ. ιδρύθηκε το 1998 (Νόμος 2651/2.11.1998 (Φ.Ε.Κ. Α' 248/3.11.1998) και προήλθε από τη συγχώνευση των Ανωνύμων Εταιρειών «Οργανισμός Ύδρευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε.» (ΟΥΘ Α.Ε.) και «Οργανισμός Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε.» (ΟΑΘ Α.Ε.). Είχε προηγηθεί στις 25 Ιουνίου 1997 η μετατροπή των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου ΟΥΘ και ΟΑΘ σε ανώνυμες εταιρίες. Είναι εισηγμένη στο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕ και διέπεται από τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, «περί Ανωνύμων Εταιρειών», όπως αυτός ισχύει συμπληρωματικά από τις διατάξεις του Ν. 2937/2001 Κεφ. Β' (ΦΕΚ 169/Τ.Α.), καθώς και από τον Ν.3016/2002 όπως αυτός τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του Ν.3091/2002. Επίσης υπάγεται στο κεφάλαιο Β' του νόμου 3429/2009 περί ΔΕΚΟ. Η διάρκεια της εταιρείας ορίσθηκε σε ενενήντα εννέα (99) έτη από την 3η Νοεμβρίου 1998, δηλ. μέχρι την 3η Νοεμβρίου 2097. Το Αρχικό Καταστατικό της εγκρίθηκε με την Αρ.ΕΓΑ/606/26-7-2001 (ΦΕΚ 989/30-7-2001) απόφαση και είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών (Μ.Α.Ε.) με αριθμό 41913/06/Β/98/32. Η έδρα της Εταιρείας είναι στο ιδιόκτητο κτίριο της οδού Εγνατίας 127 στην Θεσσαλονίκη Τ.Κ.54635, τηλ.2310966630. (Ετήσιο Δελτίο Εταιρικής Χρήσης 2015)

Η Διυπουργική Επιτροπή Αποκρατικοποιήσεων (Δ.Ε.Α.) με τις από 563/17.10.2000 και 605/27.7.2001 αποφάσεις της, αποφάσισε της εισαγωγή της Εταιρείας «Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε.» στο Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., η οποία πραγματοποιήθηκε με την πώληση μετοχών που προήλθαν από την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και την πώληση υφισταμένων μετοχών κυριότητας του ελληνικού δημοσίου, το οποίο ήταν και ο αποκλειστικός μέτοχος έως τότε. (Ετήσιο Δελτίο Εταιρικής Χρήσης 2015)

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε σαράντα εκατομμύρια εξακόσιες πενήντα έξι χιλιάδες (40.656.000) € και διαιρείται σε τριάντα έξι εκατομμύρια τριακόσιες χιλιάδες (36.300.000) μετοχές ονομαστικής αξίας ενός ευρώ και δώδεκα λεπτών (1,12) έκαστη. Εντός του 2012 πραγματοποιήθηκε και ολοκληρώθηκε η σταδιακή μεταβίβαση του συνόλου των 28.686.000 μετοχών (ποσοστό 74,02%) της ΕΥΑΘ άνευ ανταλλάγματος από το Ελληνικό Δημόσιο στο «Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου Α.Ε.» με βάση το Νόμο 3556/2007 κατόπιν

εκτέλεσης εξωχρηματιστηριακής συναλλαγής σύμφωνα με τις διατάξεις των παραγράφων 4 & 5 του άρθρου 2 του Ν.3986/2011 «Επείγοντα Μέτρα Εφαρμογής Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015»(ΦΕΚ 152/Α΄) και της υπ΄ αριθμό. 195/2011 (ΦΕΚ 2501/Β΄) απόφασης της Διυπουργικής Επιτροπής Αναδιρθρώσεων και Αποκρατικοποιήσεων (ΔΕΑΑ). Το Ελληνικό Δημόσιο ελέγχει το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου ΑΕ 100% και ως εκ τούτου ελέγχει έμμεσα τα δικαιώματα ψήφου. (Ετήσιο Δελτίο Εταιρικής Χρήσης 2015)

Το μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας Ύδρευσης και Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε. διαμορφώνεται ως εξής:

<b>Μετοχική Σύθεση</b>	<b>Ποσοστό</b>
<b>Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ)</b>	74,02%
<b>Νομικά Πρόσωπα</b>	16,52%
<b>Φυσικά Πρόσωπα</b>	8,32%
<b>Κοινή Μεριδα</b>	1,14%
<b>Σύνολο</b>	100%

Πίνακας 11: Μετοχική Σύθεση ΕΥΑΘ Α.Ε

### **3. 8 Το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ)**

Σύμφωνα με τον ιδρυτικό του νόμο (Ν. 3986/2011), το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΕΔ) αξιοποιεί την ιδιωτική περιουσία του Δημοσίου, που του έχει ανατεθεί σύμφωνα με τις διεθνείς υποχρεώσεις της χώρας και τις προβλέψεις των Μεσοπρόθεσμων Πλαισίων Δημοσιονομικής Στρατηγικής. Σε συνεργασία με την Ελληνική Κυβέρνηση, το ΤΑΙΠΕΔ προωθεί την υλοποίηση των ιδιωτικοποιήσεων στη χώρα με πλήρη ευθύνη για την εφαρμογή της πολιτικής που τις διέπει.

Το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων της Ελλάδας αποτελεί σήμερα το μεγαλύτερο πρόγραμμα αξιοποίησης στον κόσμο. Ο κύριος στόχος του είναι η προσέλκυση σημαντικών διεθνών ροών κεφαλαίου, που συνεισφέρουν στην επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας και τροφοδοτούν την οικονομική ανάπτυξη. Το ΤΑΙΠΕΔ συστάθηκε την 1η Ιουλίου 2011 και η διάρκειά του είναι έξι έτη μετά την πάροδο των οποίων η λειτουργία του μπορεί να παραταθεί με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών. Στο Ταμείο μεταφέρθηκαν τα περισσότερα από τα περιουσιακά στοιχεία που είχαν περιληφθεί στο Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα και θα μεταφερθούν όσα ακόμη περιουσιακά στοιχεία αποφασιστεί από το Κράτος να αξιοποιηθούν. Τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν μεταφερθεί στο Ταμείο συνοψίζονται σε τρεις κατηγορίες: (<http://www.hradf.com>)

- Αξιοποίηση Γης
- Υποδομές
- Εταιρικό Χαρτοφυλάκιο

# Κεφάλαιο 4ο: Χρηματοοικονομική Ανάλυση ΔΕΗ Α.Ε, ΕΥΔΑΠ Α.Ε, ΕΥΑΘ Α.Ε

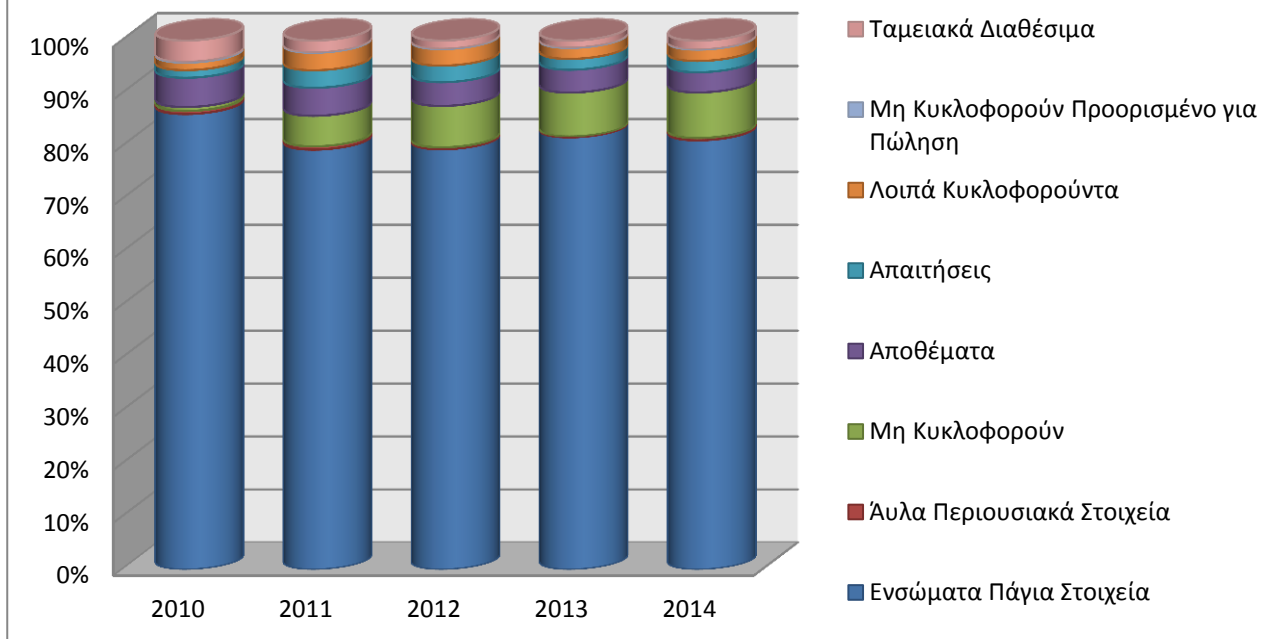
Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τους κυριότερους δείκτες των εταιρειών ΔΕΗ Α.Ε, ΕΥΔΑΠ Α.Ε και ΕΥΑΘ Α.Ε σε βάθος πενταετίας καθώς επίσης θα παρουσιάσουμε μια ανάλυση των κυριότερων οικονομικών καταστάσεων τους. Για την επίτευξη του σκοπού αυτού, προβαίνουμε στην ανάλυση των Μη – Ενοποιημένων Καταστάσεων των εταιρειών.

## **4.1 Ανάλυση Ισολογισμών ΔΕΗ Α.Ε για τα έτη 2010-2014**

### ➤ **Ενεργητικό**

Από το παρακάτω διάγραμμα παρατηρούμε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού της ΔΕΗ ΑΕ το καταλαμβάνουν τα Ιδιοχρησιμοποιούμενα Ενσώματα Πάγια (εργοστάσια, ορυχεία κτλ) και τα οποία είναι διεσπαρμένα σε όλη την Επικράτεια. Η εταιρεία αποτιμά τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία της σε αναπροσαρμοσμένες αξίες (εκτιμώμενες εύλογες αξίες) όπως αυτές προσδιορίζονται από εταιρεία ανεξάρτητων εκτιμητών.

## Διάρθρωση Ενεργητικού ΔΕΗ ΑΕ



Διάγραμμα 1: Διάρθρωση Ενεργητικού ΔΕΗ ΑΕ

Έντονο ενδιαφέρον αποτελεί το γεγονός πως οι απαιτήσεις της εταιρείας μειώνονται σταδιακά μέσα στην πενταετία, και ταυτόχρονα αποτελούν σχετικά μικρό ποσοστό του συνόλου του Ενεργητικού της.

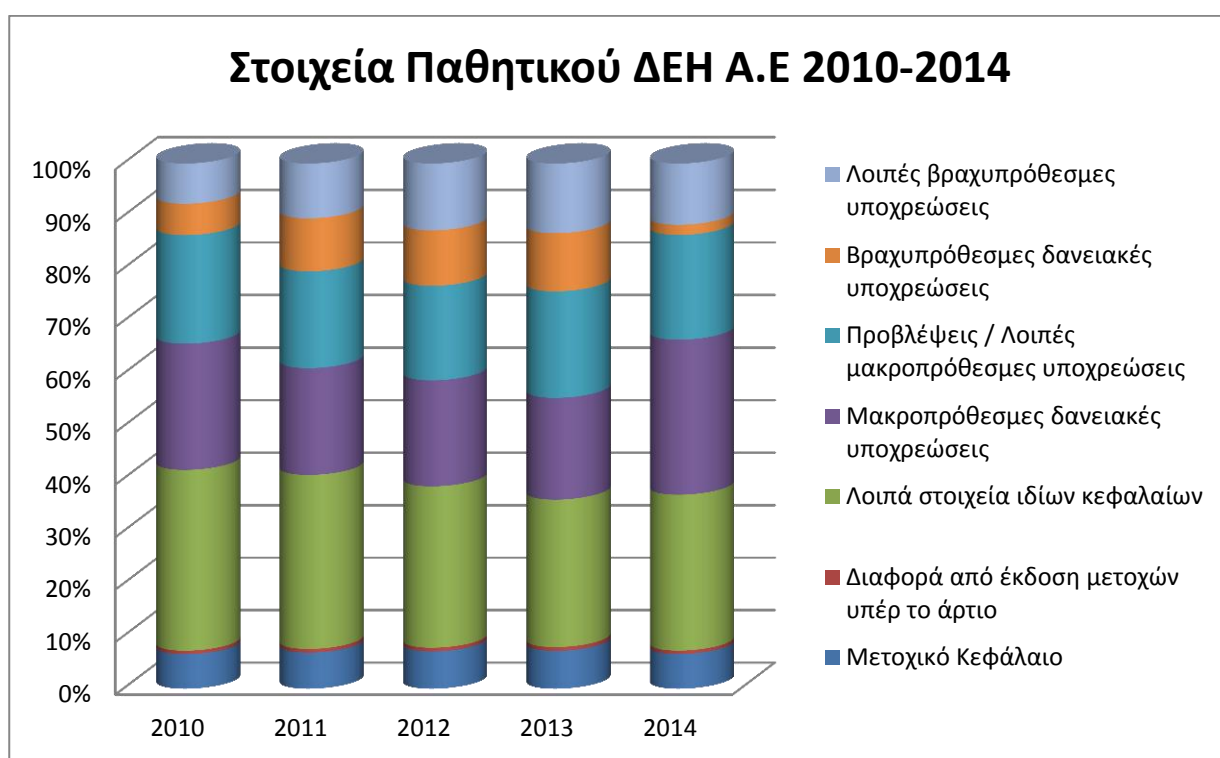
Παρατηρώντας το συγκεντρωτικό διάγραμμα, βλέπουμε ότι υπάρχει μια έντονη μείωση του Ενεργητικού, ιδιαίτερα κατά το έτος 2013 και αυτό οφείλεται στην μείωση των Ταμειακών διαθεσίμων της εταιρείας αλλά και στην μεγάλη μείωση των Άυλων περιουσιακών στοιχείων της.



Διάγραμμα 2: Σύνολο Ενεργητικού ΔΕΗ ΑΕ

## ➤ Παθητικό

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ΔΕΗ Α.Ε ανέρχεται σε ένα δισεκατομμύριο εξήντα επτά εκατομμύρια διακόσιες χιλιάδες Ευρώ (1.067.200.000 Ευρώ), διαιρούμενο σε διακόσια τριάντα δύο εκατομμύρια (232.000.000) κοινές μετοχές ονομαστικής αξίας τεσσάρων Ευρώ και εξήντα λεπτών (4,6 Ευρώ), η κάθε μία. Κατά τη τελευταία πενταετία δεν υπήρξε μεταβολή επί του Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρείας.

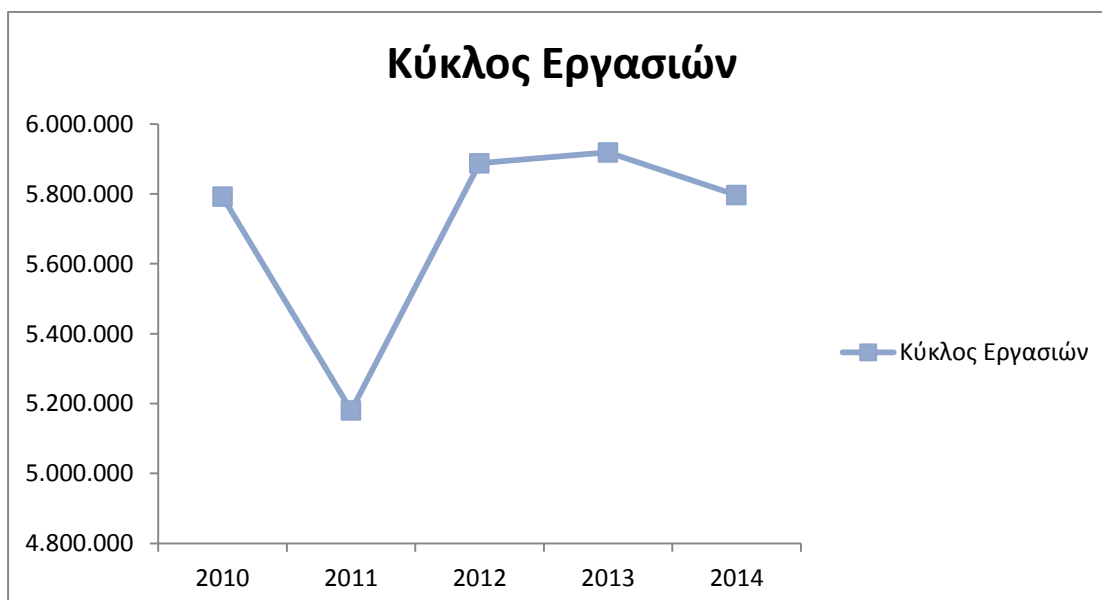


Διάγραμμα 3: Στοιχεία Παθητικού ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014

Το 2014 παρατηρούμε μια αύξηση των Μακροπρόθεσμων Δανειακών Υποχρεώσεων, από 2.863.820 εκατ. Ευρώ σε 4.763.477 εκατ. Ευρώ, καθώς τον Σεπτέμβριο 2013 η ΔΕΗ Α.Ε. υπέγραψε Ομολογιακό Δάνειο 15ετούς διάρκειας, ύψους Ευρώ 739 εκατ. Με κοινοπραξία ξένων τραπεζών, το οποίο υποστηρίζεται από τον Γερμανικό Οργανισμό Ασφάλισης Εξαγωγικών Πιστώσεων Euler Hermes

## ➤ Κύκλος Εργασιών

Παρόλο που η συνολική ζήτηση ηλεκτρικής ενέργειας παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη μεταξύ των ετών 2011 και 2010, οι πωλήσεις ηλεκτρικής ενέργειας της ΔΕΗ και τα αντίστοιχα έσοδα από την εγχώρια λιανική αγορά μειώθηκαν κατά ποσοστό 7% σε σχέση με το 2010. Το 2012, η εταιρεία ανακτά ξανά ένα σημαντικό μερίδιο της λιανικής αγοράς, λόγω αναστολής λειτουργίας των ανταγωνιστών, με αποτέλεσμα οι πωλήσεις να παρουσιάσουν θεαματική αύξηση σε ποσοστό περίπου 8,6%. Στη συνέχεια των ετών, παρατηρούμε ότι οι πωλήσεις παρουσιάζουν μια σταθερή πορεία.



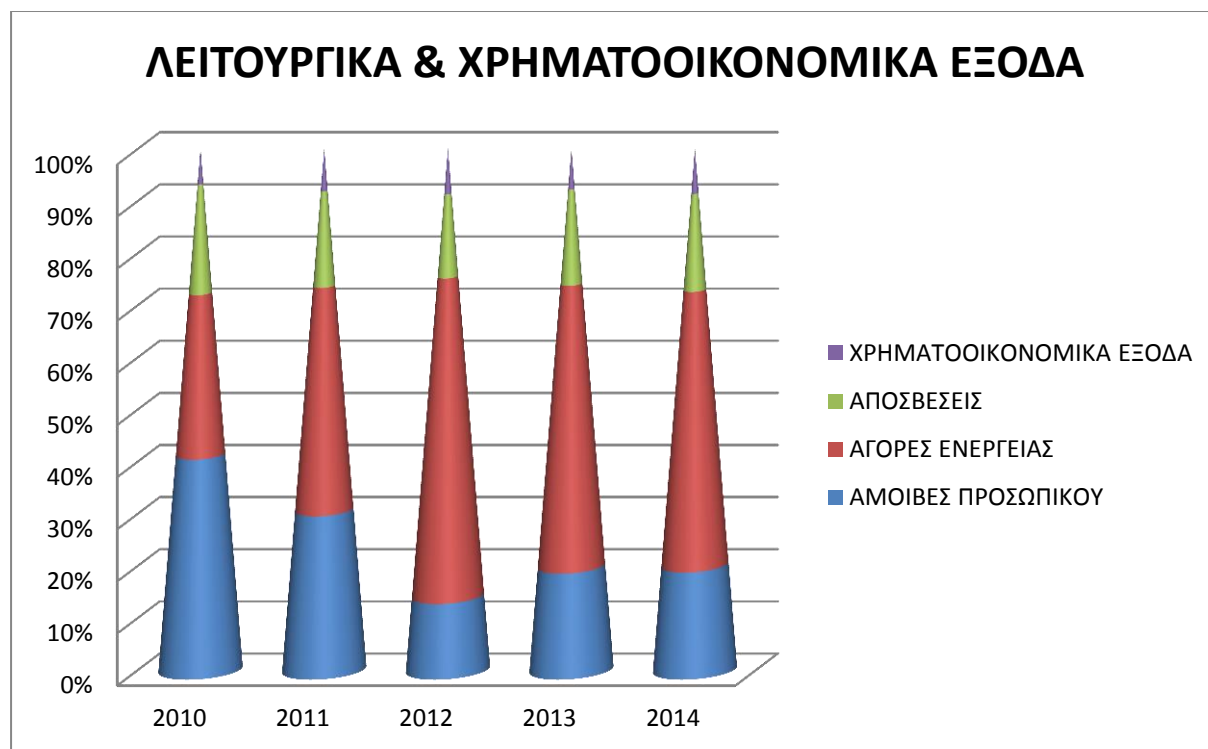
Διάγραμμα 4: Κύκλος Εργασιών ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014

## ➤ Έξοδα

Όσο αφορά στις Αμοιβές Προσωπικού, παρατηρείται μια έντονη μείωση το έτος 2012 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, καθώς η εταιρεία ΔΕΗ Α.Ε εφαρμόζει τον Νόμο 4024/2011 «Συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις, ενιαίο μισθολόγιο – βαθμολόγιο, εργασιακή εφεδρεία και άλλες διατάξεις εφαρμογής του μεσοπρόθεσμου πλαισίου δημοσιονομικής στρατηγικής 2012-2015» και αναπροσαρμόζει όλες τις συμβάσεις του προσωπικού της. Το μεγαλύτερο έξοδο της εταιρείας καταβάλλεται για την αγορά ηλεκτρικής ενέργειας τόσο από εγχώριους παραγωγούς, όσο και από παραγωγούς



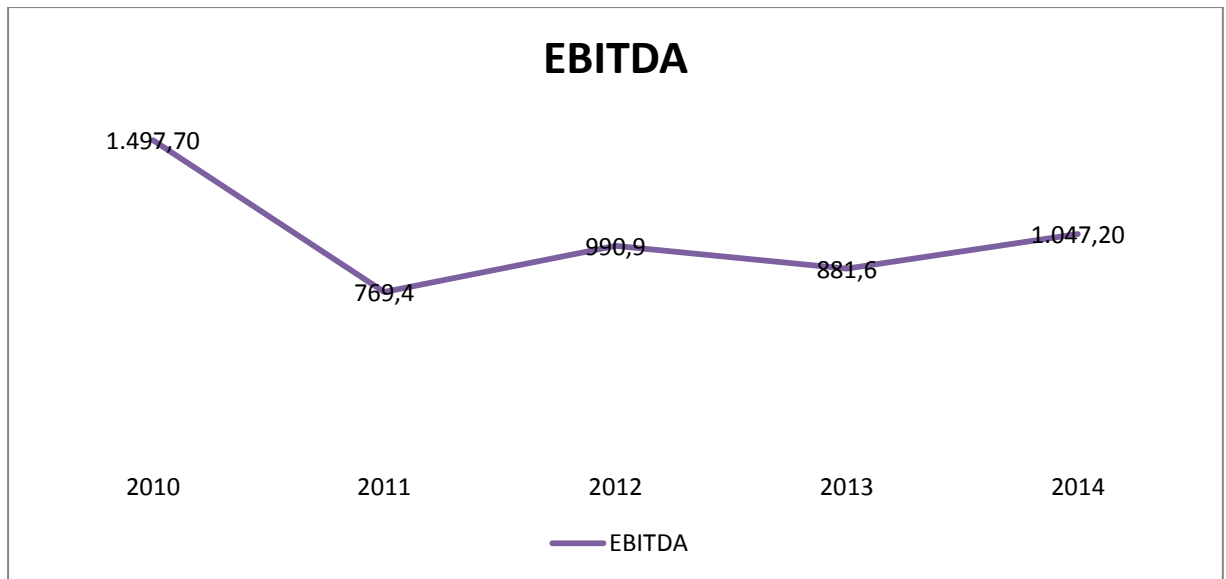
του εξωτερικού. Τέλος, οι αποσβέσεις των παγίων στοιχείων λογίζονται με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης βάσει της εκτιμώμενης υπολειπόμενης ωφέλιμης ζωής των παγίων.



Διάγραμμα 5: Λειτουργικά & Χρηματοοικονομικά Έξοδα ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014

### ➤ Κερδοφορία/Ζημιά

Τα κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) διαμορφώθηκαν σε € 769,4 εκατ. έναντι € 1.497,7 εκατ. το 2010, μειωμένα κατά € 728,3 εκατ. (-48,6%). Το έτος 2012 διαμορφώθηκαν σε € 990,9 εκατ. το 2012 έναντι € 769,4 εκατ. το 2011, αυξημένα κατά +27,1%, ως αποτέλεσμα της σημαντικής μείωσης των δαπανών μισθοδοσίας εκμετάλλευσης κατά € 154,3 εκατ. Το 2013 ο δείκτης EBITDA είναι μειωμένος κατά περίπου 12% σε σχέση με το 2012 ενώ το 2014 παρουσιάζεται αυξημένος κατά 16%



Διάγραμμα 6: EBITDA ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014

Η ΔΕΗ Α.Ε παρουσιάζει από το έτος 2012 έως το έτος 2013 αρνητικά αποτελέσματα ενώ το 2014 παρουσιάζει κέρδη. Παρόλο που η ζήτηση ηλεκτρικής ενέργειας μειώθηκε κατά 5,1% το 2014 η επιχείρηση παρουσίασε στο τέλος της χρονιάς κέρδη καθώς οι συνολικές ελεγχόμενες δαπάνες (δαπάνη μισθοδοσίας και δαπάνες για εργολαβίες τρίτων και ανάλωση υλικών) μειώθηκαν σημαντικά κατά € 70,7 εκατ., συμβάλλοντας κατ' αυτόν τον τρόπο στη βελτίωση της λειτουργικής κερδοφορίας.



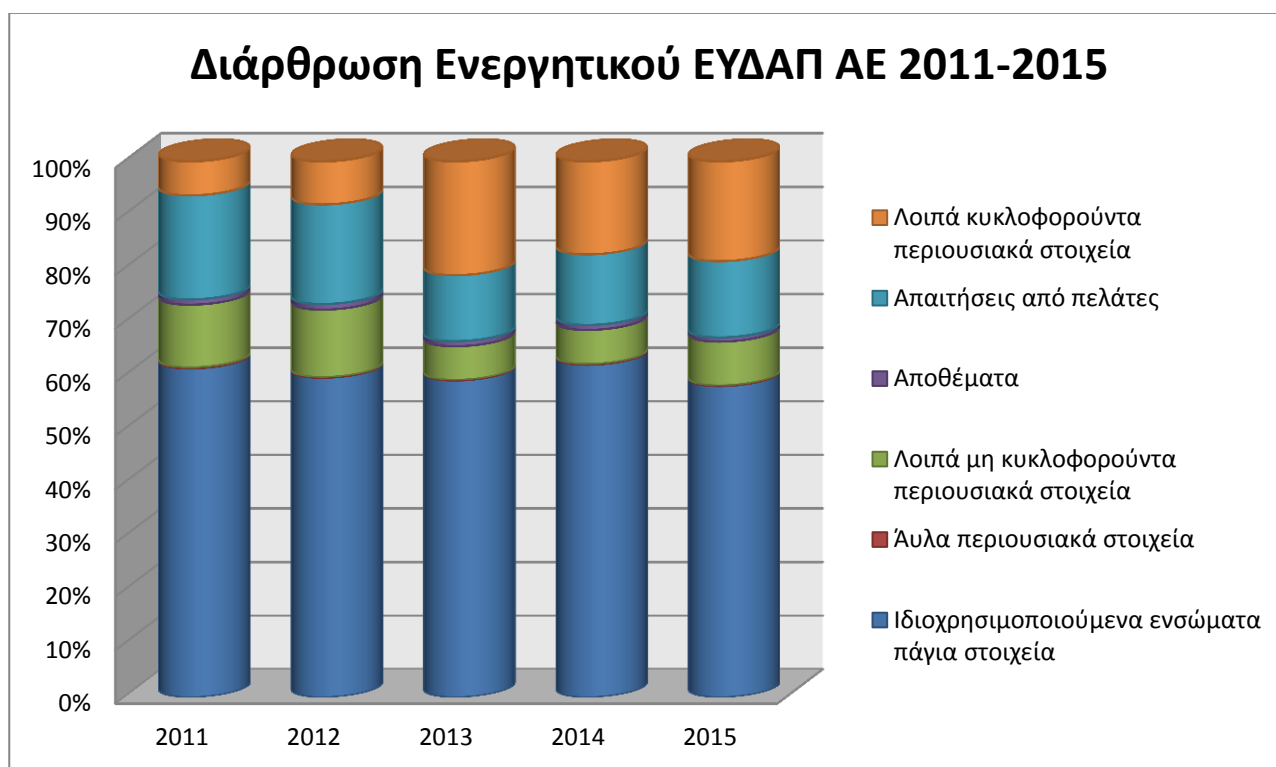
Διάγραμμα 7 Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) ΔΕΗ Α.Ε 2010-2014

## 4.2 Ανάλυση Ισολογισμών ΕΥΔΑΠ Α.Ε για τα έτη 2011-2015

Η εταιρεία ΕΥΠΑΔ Α.Ε από την έναρξη της λειτουργίας της έως και το 1999 λειτουργούσε ως επιχείρηση δημόσιας ωφέλειας. Με την θέσπιση του 2744/1999, το Ελληνικό Δημόσιο αποφάσισε να ιδιωτικοποιήσει μερικώς την Εταιρία μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. (Ετήσια Έκθεση ΕΥΔΑΠ Α.Ε, 2011)

### ➤ Ενεργητικό

Τα ενσώματα πάγια της ΕΥΔΑΠ Α.Ε αποτελούν περίπου το 60% του ενεργητικού της και περιλαμβάνουν τα δίκτυα ύδρευσης, και αποχέτευσης καθώς και τα έργα αντιρρύπανσης και τα κέντρα επεξεργασίας λυμάτων καθώς επίσης και κτηριακές εγκαταστάσεις.



Διάγραμμα 8: Διάρθρωση Ενεργητικού ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015

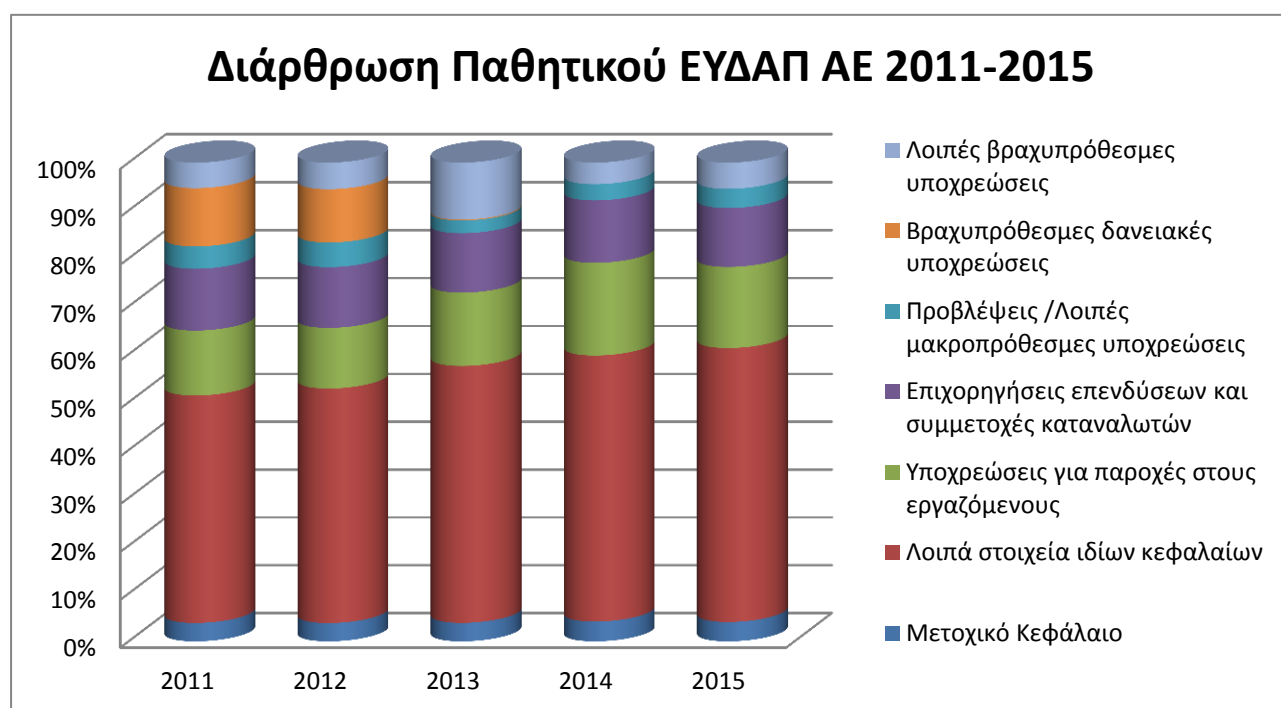
Το αμέσως μεγαλύτερο ποσοστό του ενεργητικού, το κατέχουν οι απαιτήσεις, οι οποίες παρουσιάζουν μια μείωση το 2013. Οι απαιτήσεις αυτές προέρχονται, είτε από απαιτήσεις από τους καταναλωτές, είτε από έργα που αναλαμβάνει η εταιρεία

για λογαριασμό τρίτων και τέλος προέρχονται από τις απαιτήσεις από τους Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ).

### ➤ Παθητικό

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε Ευρώ 63.900.000 διαιρούμενο σε 106.500.000 μετοχές ονομαστικής αξίας Ευρώ 0,60 έκαστη και δεν έχει γίνει καμία μεταβολή κατά την τελευταία πενταετία.

Το μεγαλύτερο μέρος του παθητικού το καταλαμβάνει τα αποθεματικά κεφάλαια (Τακτικό και Ειδικό Αφορολόγητο) καθώς και η συσσώρευση των κερδών από τις προηγούμενες χρήσεις.

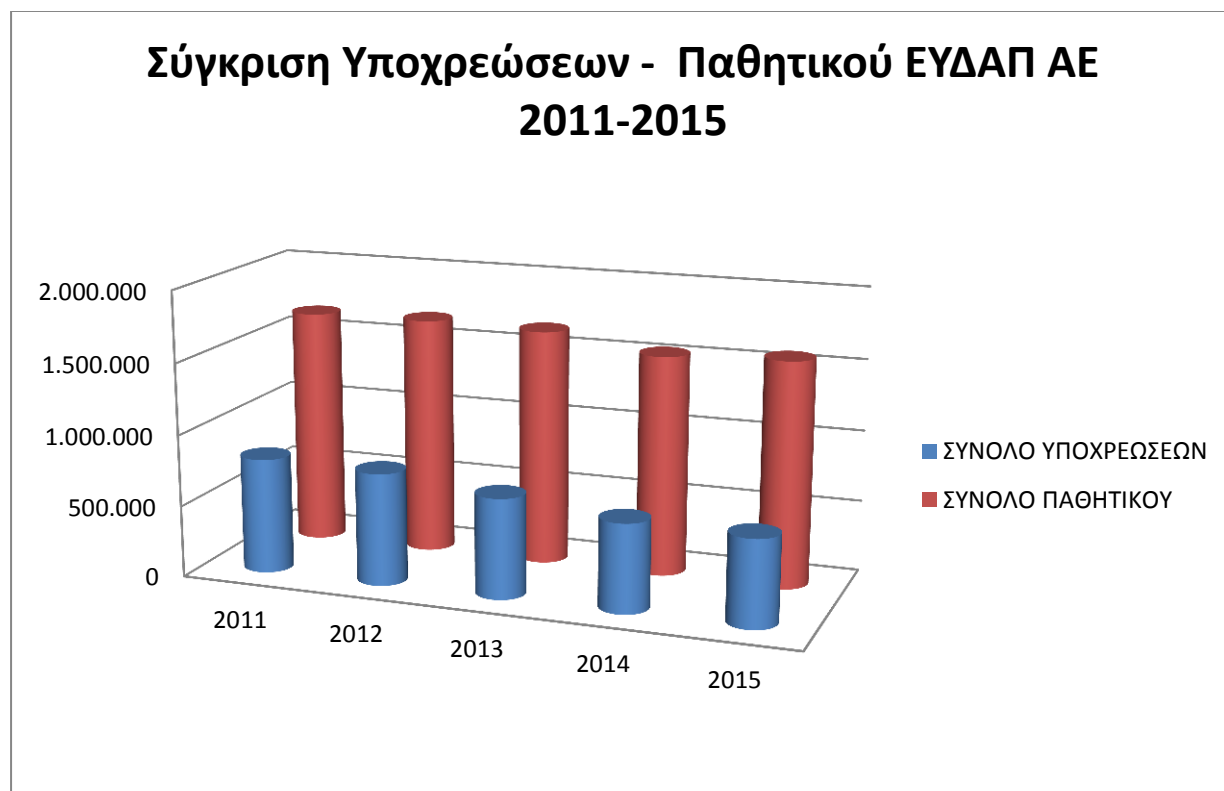


Διάγραμμα 9: Διάρθρωση Παθητικού ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015

Παρατηρούμε, ότι η ΕΥΔΑΠ Α.Ε το έτος 2013 έχει εξοφλήσει πλήρως τις δανειακές της υποχρεώσεις καθώς τακτοποιήθηκαν οι αξιώσεις της ΕΥΔΑΠ από το Ελληνικό Δημόσιο, απελευθερώνοντας την Εταιρία από τον σκόπελο των συσσωρευμένων απαιτήσεων και με αυτόν τον τρόπο αύξησε την ταμειακή της ρευστότητα.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρατηρούμε πως το έτος 2011 οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας αποτελούν το 49% του παθητικού, ενώ σταδιακά το

ποσοστό αυτό μειώνεται , ώσπου το 2015 αγγίζει το 39% του συνόλου του παθητικού.

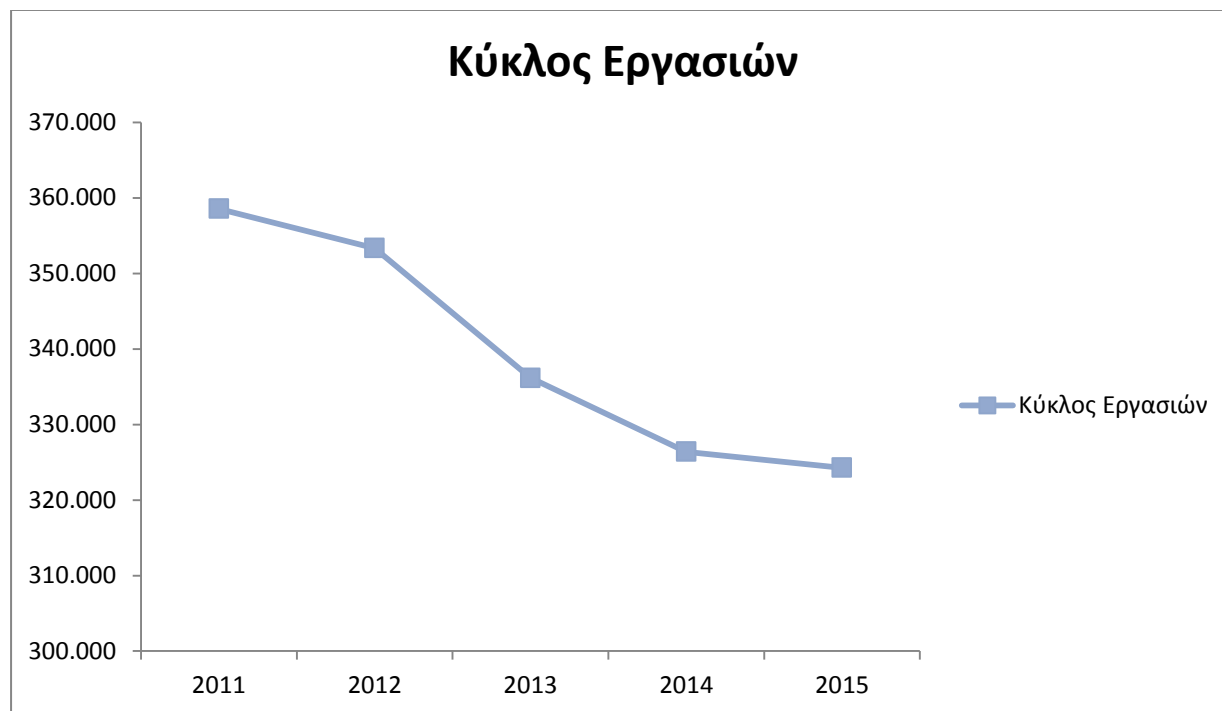


Διάγραμμα 10: Σύγκριση Υποχρεώσεων - Παθητικού ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015

### ➤ Κύκλος Εργασιών

Ο κύκλος εργασιών της εταιρείας ΕΥΔΑΠ Α.Ε παρουσιάζει μια καθοδική πορεία στην διάρκεια των 5 ετών που ετάζουμε. Ο κύκλος εργασιών το 2012 διαμορφώθηκε στα 353,3 εκατ. € από 358,6 εκατ. € το 2011 παρουσιάζοντας οριακή μείωση κατά 1,5% (-5,2 εκατ. €). Η μείωση αυτή προέκυψε τόσο από την υποχώρηση κατά 1,6 εκατ. € των εσόδων από παροχή νερού και σχετιζομένων με αυτή εργασιών (-0,7%) όσο και από την αντίστοιχη πώση των εσόδων από υπηρεσίες αποχέτευσης κατά 1,7 εκατ. € (-1,4%). Το 2013 ο κύκλος εργασιών μειώθηκε στα 336,2 εκατ. € από 353,3 εκατ. € το 2012 το οποίο αντιστοιχεί σε μείωση κατά 4,9%, η οποία αποτελεί και την μεγαλύτερη μείωση μέσα στην εξεταζόμενη πενταετία. Το 2014 Ο κύκλος εργασιών της εταιρείας διαμορφώθηκε στα 326,4 εκατ. € από 336,2 εκατ. € το 2013

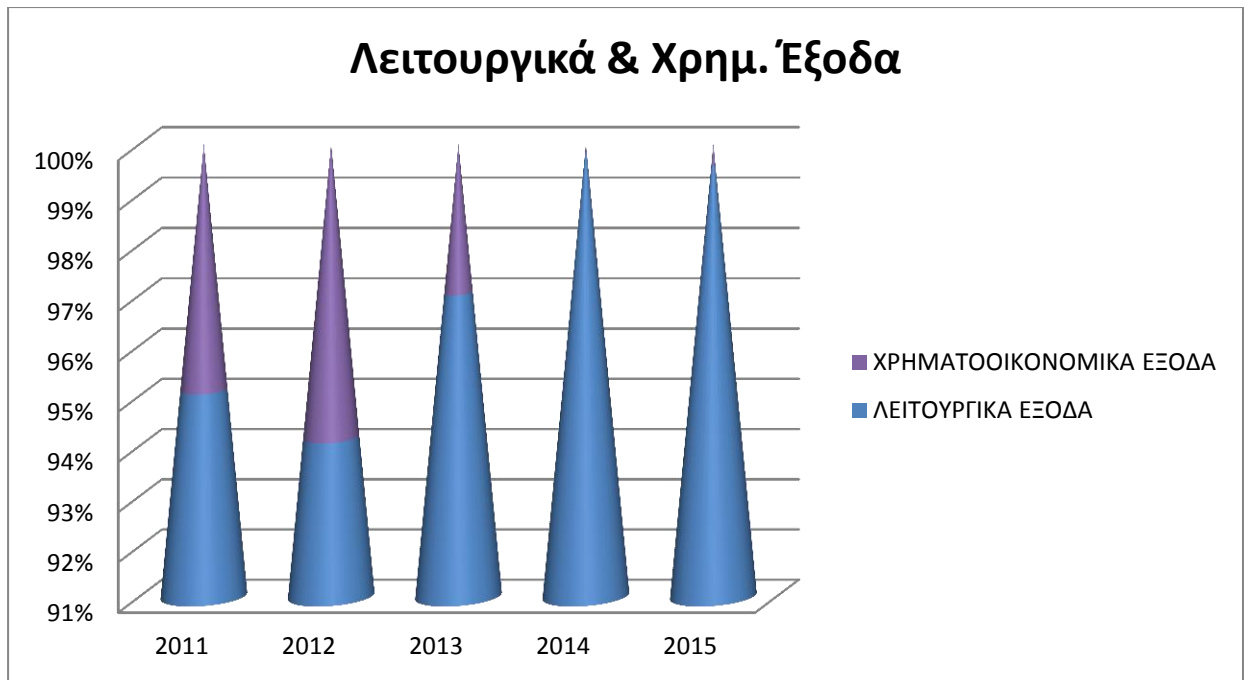
παρουσιάζοντας μείωση κατά 2,9% (-9,8 εκατ. €), ενώ το 2015 διαμορφώθηκε στα 324,2 εκατ. €, δηλαδή παρουσίασε μείωση κατά 0,7% (-2,1 εκατ. €).



Διάγραμμα 11: Κύκλος Εργασιών ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015

#### ➤ **Έξοδα**

Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρούμε μια σημαντική μείωση των λειτουργικών εξόδων το έτος 2012 σε σχέση με το 2011 και αυτό οφείλεται στις μειώσεις των μισθών και των ημερομισθίων, κατά συνέπεια και των εργοδοτικών εισφορών, λόγω της προσαρμογής του μισθολογικού κόστους στις απαιτήσεις του Ν.4024/2011. Το 2013 τα χρηματοοικονομικά έξοδα παρουσίασαν μείωση κατά 50,7% και διαμορφώθηκαν στα 8,5 εκατ. € από 17,2 εκατ. € το 2012 και αυτό οφείλεται στην αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας.

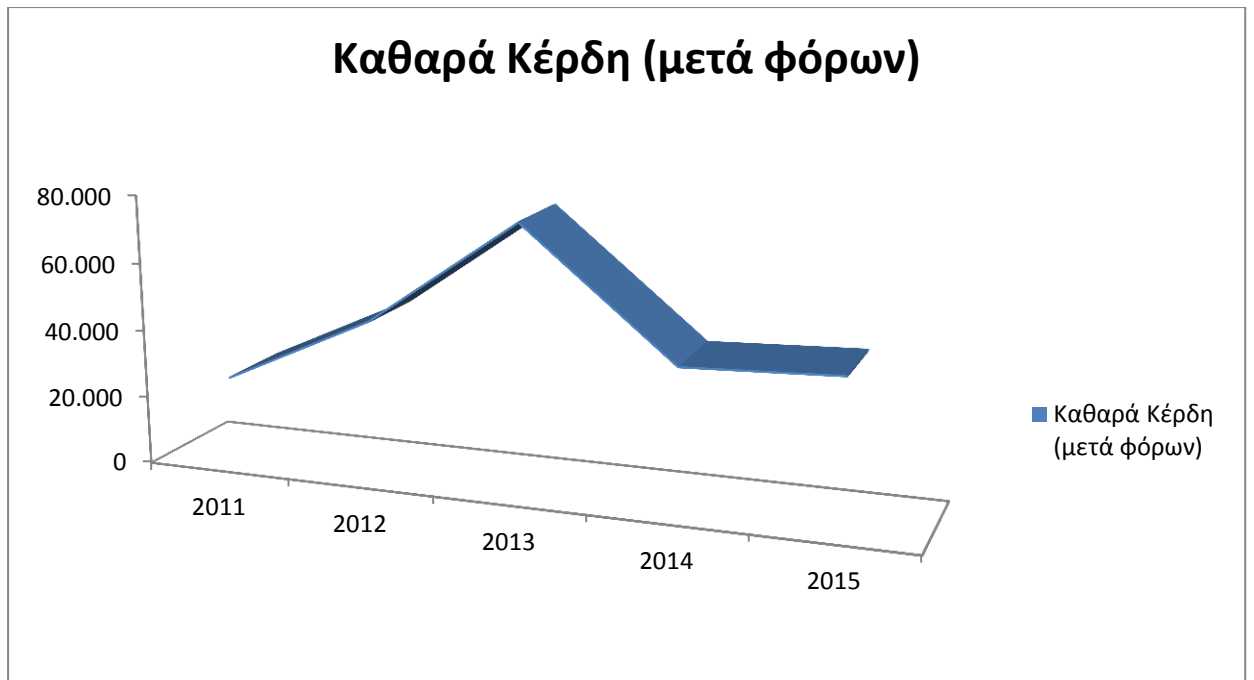


Διάγραμμα 12: Λειτουργικά & Χρημ. Έξοδα ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός πως τα χρηματοοικονομικά έξοδα παρουσίασαν μείωση κατά 93,4% το 2014 και διαμορφώθηκαν στα 0,6 εκατ. € από 8,5 εκατ. € ενώ αντίθετα υπήρξε αύξηση των λειτουργικών εξόδων η οποία οφείλεται στην αύξηση των προβλέψεων των επισφαλών απαιτήσεων οι οποίες διαμορφώθηκαν σε 13,9 εκατ. € για το 2014 από -59,9 εκατ. € το 2013.

### ➤ Κερδοφορία/Ζημιά

Από το έτος 2011 έως το έτος το 2013 τα κέρδη μετά φόρων της εταιρείας ΕΥΔΑΠ ΑΕ παρουσιάζουν μια σταθερή ανοδική πορεία με αποκορύφωμα το έτος 2013 που τα κέρδη διαμορφώθηκαν στα 78,2 εκατ. € από 51,6 εκατ. € το 2012 σημειώνοντας αύξηση 51,4%. Το καθαρό περιθώριο κέρδους διαμορφώθηκε στο 23,3% από 14,6% το 2012. Η αύξηση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι κατά η εταιρεία εισέπραξε οφειλές από το Ελληνικό Δημόσιο και την οδήγησε και σε βελτίωση του ταμείου και ταμιακών διαθεσίμων τα οποία έφθασαν τα 332,0 εκατ. € στο τέλος του 2013 από 43,1 εκατ. € στο τέλος του 2012.



Διάγραμμα 13: Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) ΕΥΔΑΠ ΑΕ 2011-2015

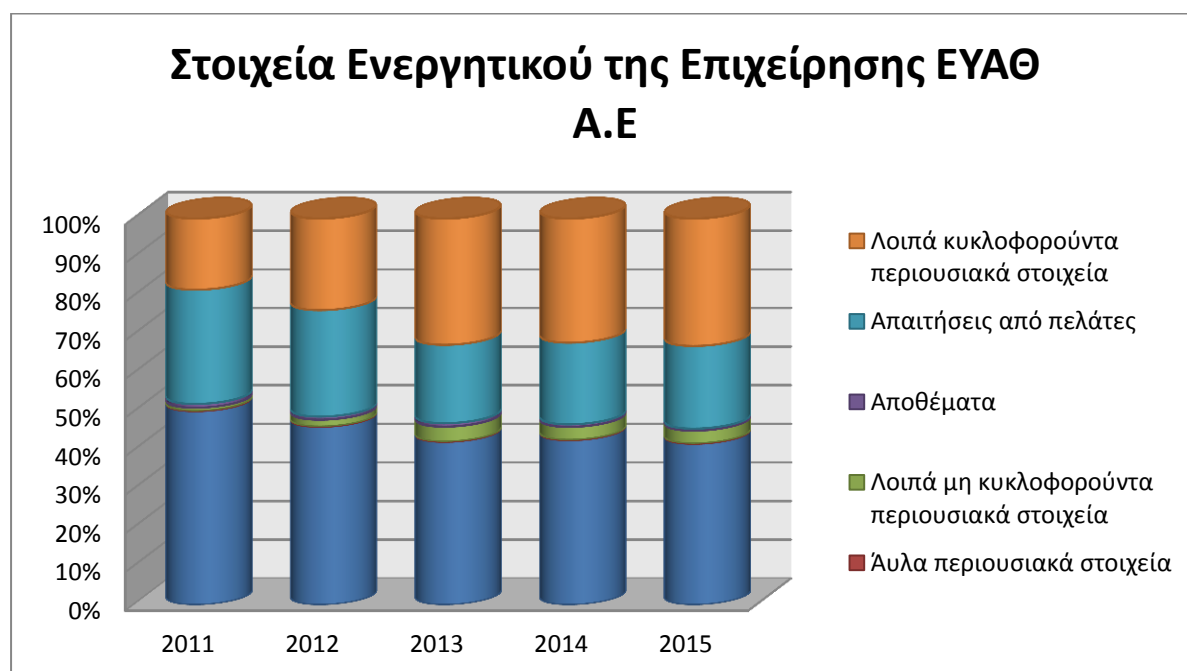
Το 2015 η αύξηση του φορολογικού συντελεστή από 26% σε 29% επηρέασε θετικά τα αποτελέσματα της τρέχουσας χρήσης μέσω του αναβαλλόμενου φόρου κατά ποσό Ευρώ 10,8 εκατ. περίπου και διαμόρφωσε το φόρο εισοδήματος σε 12,7 εκατ. € έναντι 21,6 εκατ. € το 2014. Συνέπεια των γεγονότων αυτών ήταν ότι τα κέρδη μετά από φόρους της Εταιρείας να σημειώσουν αύξηση κατά 4,1%.



### 4.3 Ανάλυση Ισολογισμών ΕΥΑΘ Α.Ε για τα έτη 2011-2015

#### ➤ Ενεργητικό

Όπως παρατηρήθηκε και στις προηγούμενες επιχειρήσεις, το μεγαλύτερο ποσοστό του Ενεργητικού στην εταιρεία ΕΥΑΘ Α.Ε το κατέχουν τα Ιδιοχρησιμοποιούμενα Ενσώματα Πάγια και περιλαμβάνουν Κτίρια και κτιριακές εγκαταστάσεις, Μηχανήματα και μηχανολογικές Εγκαταστάσεις, Μεταφορικά Μέσα καθώς και Έπιπλα

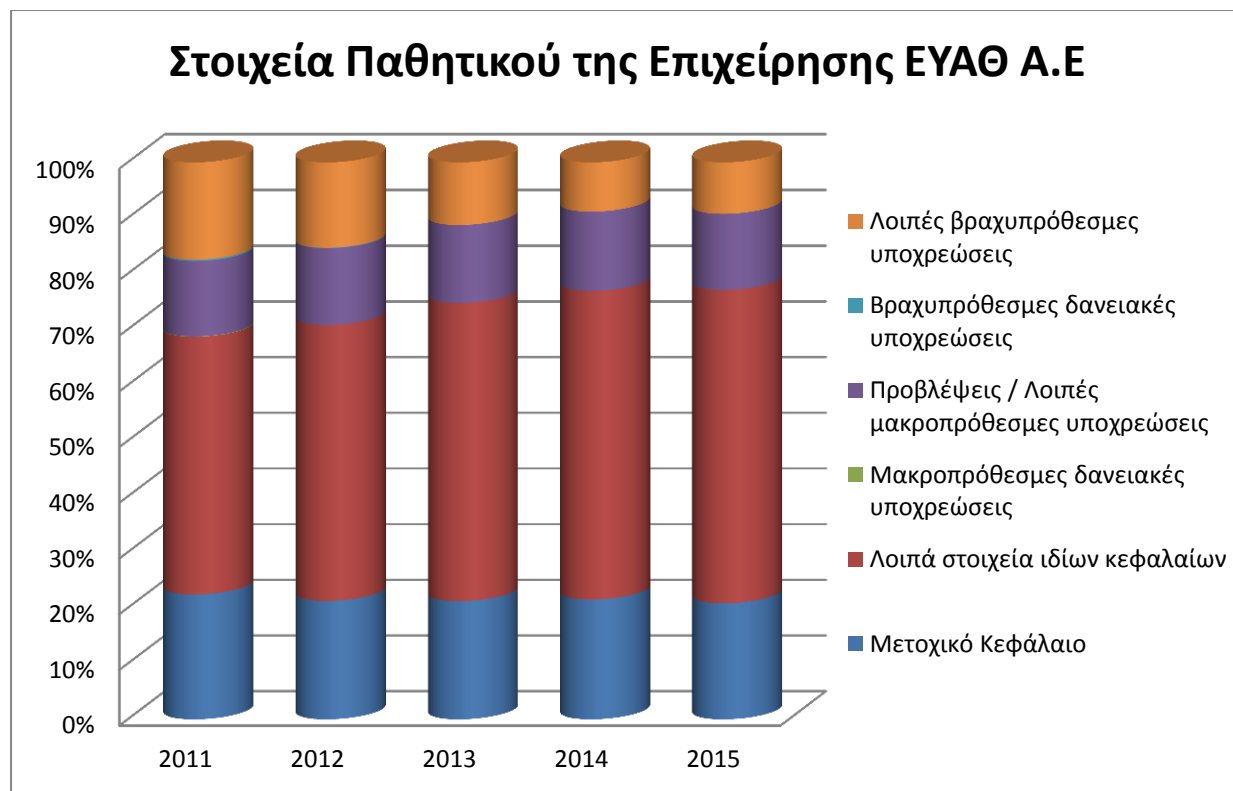


Διάγραμμα 14: Στοιχεία Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Σημαντικό ποσοστό του Ενεργητικού αποτελούν και οι Εμπορικές απαιτήσεις των πελατών της εταιρείας στις οποίες περιλαμβάνονται και απαιτήσεις από το δημόσιο και τον ευρύτερο δημόσιο τομέα.

## ➤ Παθητικό

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας παραμένει σταθερό για την περίοδο των πέντε ετών που εξετάζουμε και αποτελεί το 20% του συνόλου του Παθητικού.



Διάγραμμα 15: Στοιχεία Παθητικού της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

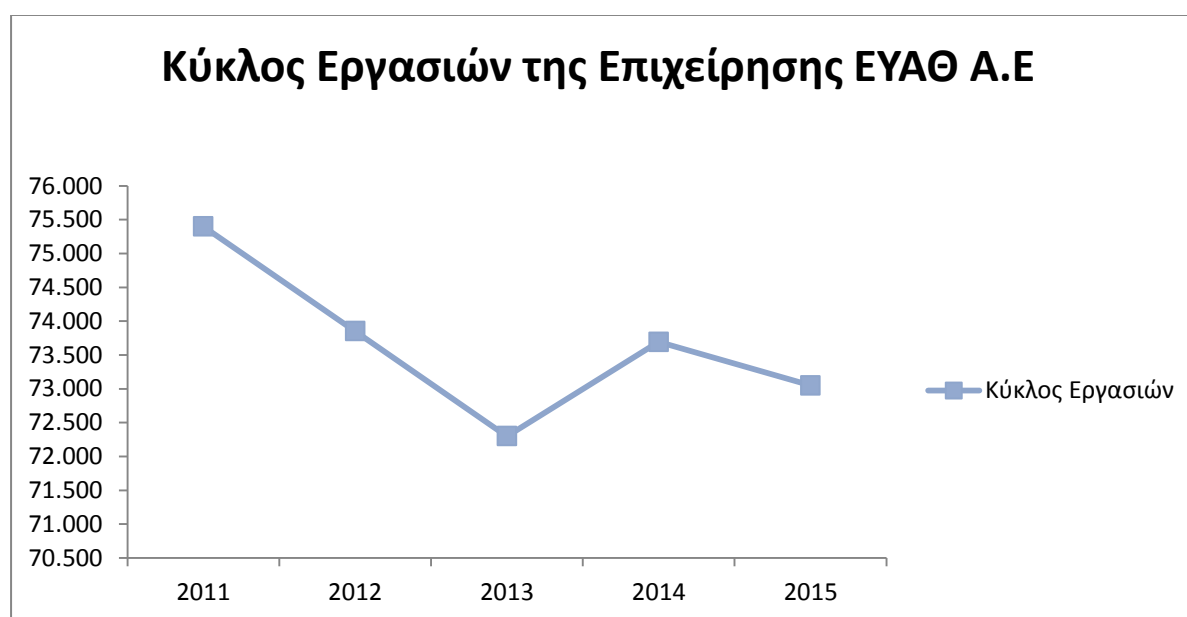
Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε σαράντα εκατομμύρια εξακόσιες πενήντα έξι χιλιάδες ευρώ (€ 40.656.000) διαιρούμενο σε τριάντα έξι εκατομμύρια τριακόσιες χιλιάδες (36.300.000) κοινές ανώνυμες μετοχές με δικαίωμα ψήφου, ονομαστικής αξίας ένα ευρώ και δώδεκα λεπτά (€ 1,12) η κάθε μία.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Κατηγορία: Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης). Τα δικαιώματα των Μετόχων που πηγάζουν από τη μετοχή της είναι ανάλογα με το ποσοστό του κεφαλαίου, στο οποίο αντιστοιχεί η καταβεβλημένη αξία της μετοχής. Κάθε μετοχή παρέχει όλα τα δικαιώματα που προβλέπει ο Νόμος και το Καταστατικό της Εταιρείας. (Ετήσια Στοιχεία και Πληροφορίες ΕΥΑΘ Α.Ε , 2012)

Επιπλέον, η εταιρεία έχει προβεί ε δανεισμό. Τα δάνεια έχουν χορηγηθεί από το Ελληνικό Δημόσιο για χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων.

### ➤ **Κύκλος Εργασιών**

Για το έτος 2012 ο τζίρος ανήλθε στο ποσό των € 73.851 έναντι € 75.400 κατά την αντίστοιχη περσινή χρήση σημειώνοντας μείωση κατά € 1.549 ή 2,05%. Η μείωση παρουσιάστηκε και την επόμενη χρονιά, το 2013, ο τζίρος ανήλθε στο ποσό των € 72.299 σημειώνοντας μια ακόμη μείωση της τάξης των 2,10 μονάδων. Αντίθετα το 2014 παρουσιάστηκε μια μικρή αύξηση του κύκλου εργασιών περίπου 2% σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο, με τα μεικτά κέρδη να ανήλθαν στο ποσό των €73.693. τέλος, η πτωτική πορεία επαναλήφθηκε το 2015, με Κύκλο εργασιών 73.048 € έναντι € 73.693 κατά την αντίστοιχη προηγούμενη χρήση σημειώνοντας μείωση κατά € 644 ή 0,87%, η οποία αποτελεί και την μικρότερη μείωση στην εξεταζόμενη πενταετία.



Διάγραμμα 16: Κύκλος Εργασιών της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

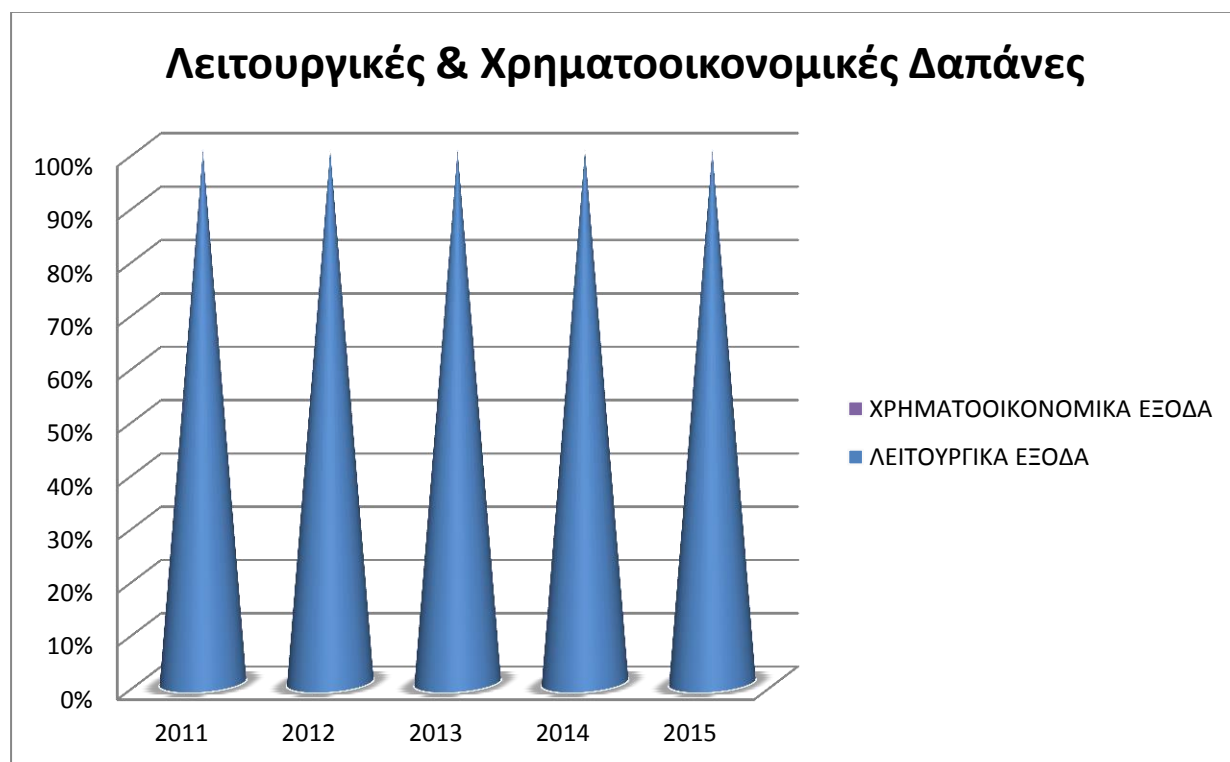
### ➤ **Έξοδα**

Στο διάγραμμα που ακολουθεί, αναλύονται οι δαπάνες της εταιρείας ΕΥΑΘ Α.Ε για την περίοδο 2011-2015. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει το γεγονός πως τα ποσά για Χρηματοοικονομικά Έξοδα είναι σχεδόν μηδενικά. Πιο αναλυτικά περιγράφονται στον πίνακα:

ΕΙΔΟΣ/ΕΤΟΣ (σε €)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ</b>	54.648	58.410	59.259	61.292	57.788
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ</b>	48	57	59	48	50

Πίνακας 12: Ανάλυση Εξόδων

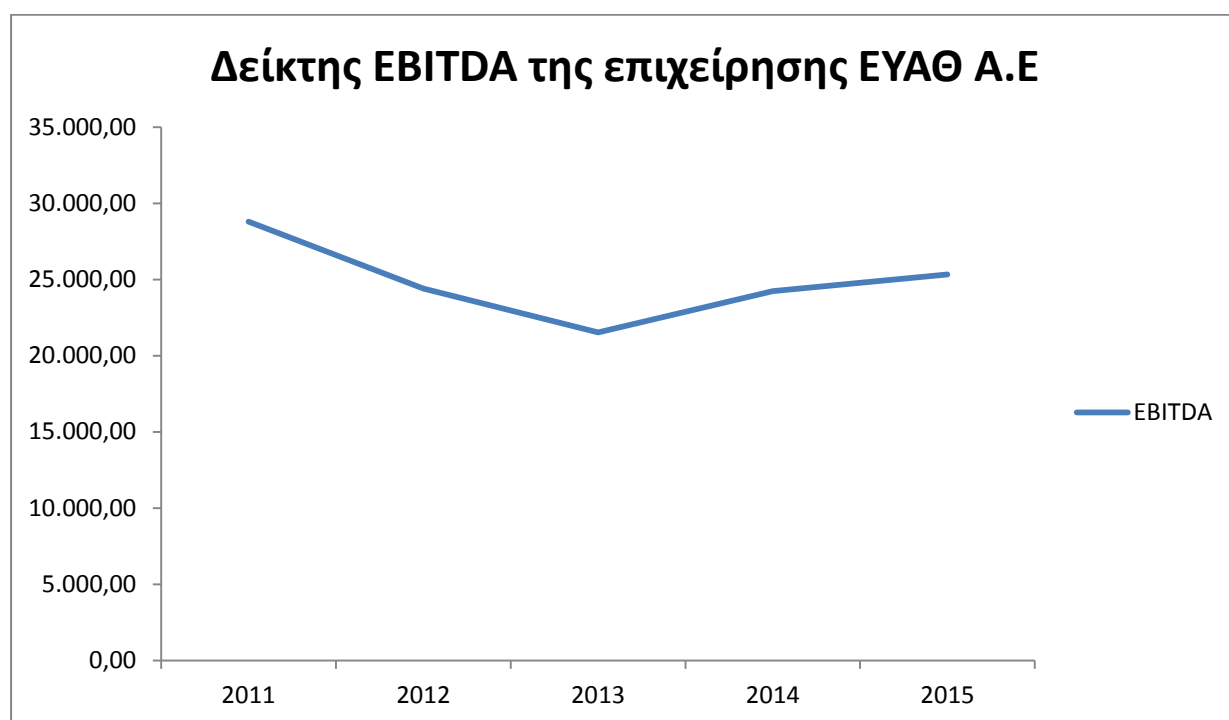
Τα Χρηματοοικονομικά Έξοδα της Εταιρεία οφείλονται κυρίως σε Χρεωστικούς τόκους τραπεζικών υποχρεώσεων.



Διάγραμμα 17: Λειτουργικές & Χρηματοοικονομικές Δαπάνες της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

## ➤ Κερδοφορία/Ζημιά

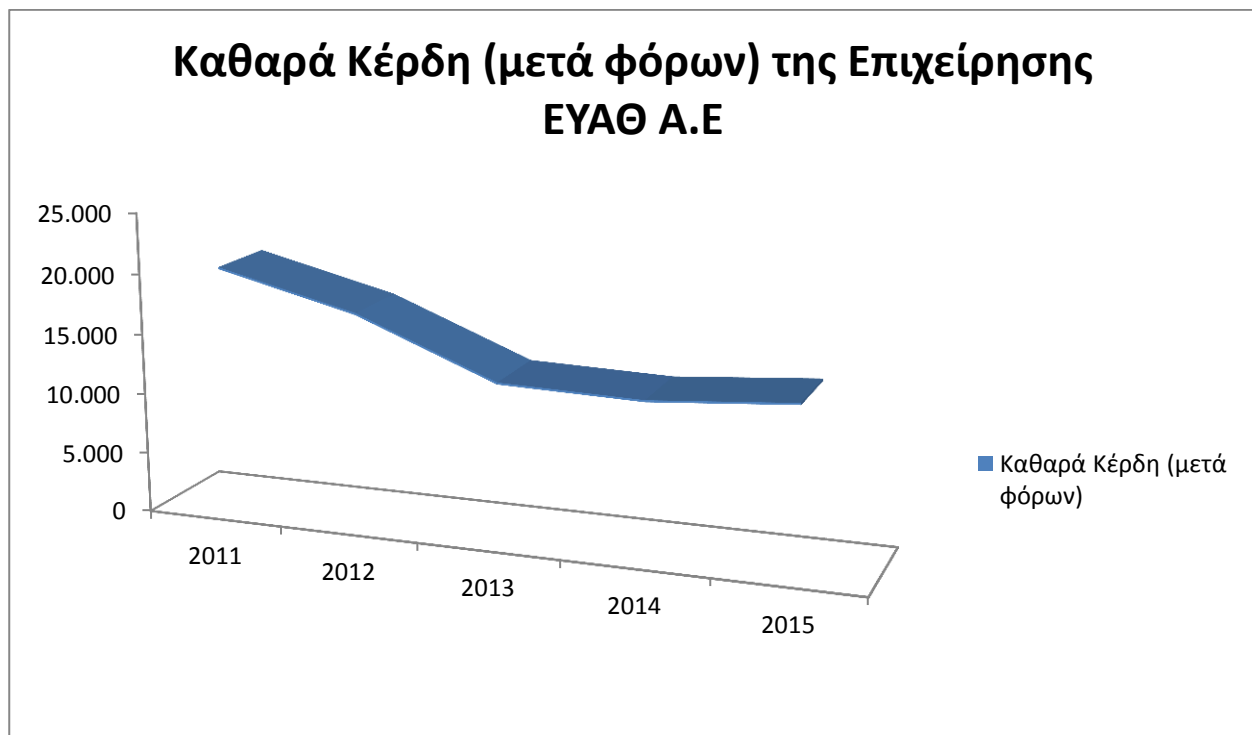
Τα Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων (EBITDA), της ΕΥΑΘ Α.Ε. διαμορφώθηκαν κατά την χρήση του 2012 σε € 24.396 έναντι € 28.792 σημειώνοντας μείωση κατά € 4.396 ή 15,3% καθώς η δημοσιονομική ύφεση ήταν έντονη εκείνη την χρονιά. Για το έτος 2013, ο δείκτης EBITDA σημείωσε μείωση κατά 11,418% ενώ αντίθετη, η καθοδική πορεία τερματίστηκε το 2014 όπου τα Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων διαμορφώθηκαν σε € 24.241 έναντι € 21.524 το 2013 σημειώνοντας αύξηση κατά € 2.717 δηλαδή 12,6%. Τέλος για το 2015, υπήρξε ξανά αύξηση του δείκτη EBITDA σε ποσοστό 4,53%.



Διάγραμμα 18: Δείκτης EBITDA της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Για το έτος 2012 η εταιρεία ΕΥΑΘ Α.Ε διαμόρφωσε κέρδη της τάξης των € 17.780 από € 20.595 το 2011, σημειώνοντας μείωση κατά € 2.815 ή 13,67% στην κερδοφορία της. Η κερδοφορία της επιχείρησης προέρχεται από πωλήσεις υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης και η μείωση της για το έτος 2012 οφείλεται κυρίως στην μείωση της κατανάλωσης ύδατος και των αντιστοίχων τελών αποχέτευσης καθώς και στην μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας, λόγω της συνεχιζόμενης οικονομικής ύφεσης. Στη συνέχεια, για το επόμενο έτος παρουσιάστηκε μια ακόμα μείωση των μετά φόρων Κερδών, καθώς διαμορφώθηκαν

στο κλείσιμο της χρονιάς στα € 13.075, μείωση που αντιστοιχεί σε ποσοστό 26,20%. Αντίθετα, για το έτος 2014 παρατηρήθηκε αύξηση των κερδών σε ποσοστό 2,35%. Τέλος, η ανοδική πορεία η προ φόρων για το έτος 2015 όπου η εταιρεία πραγματοποίησε αύξηση Καθαρών Κερδών 0,76% σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.



Διάγραμμα 19: Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Το 2011 ήταν μια επικερδής χρονιά για την επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε καθώς σημείωσε καθαρά κέρδη 20541 € , τα υψηλότερα για την πενταετία. Το 2012, 2013 και 2014 παρατηρείται μια μικρή πτώση στα καθαρά έσοδα της επιχείρησης ενώ το 2015 σημείωσε κέρδη 13.664.

## 4.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί γίνεται ανάλυση των κυριότερων αριθμοδεικτών των εξεταζόμενων εταιρειών.

### 4.5.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ή Γενικής Ρευστότητας

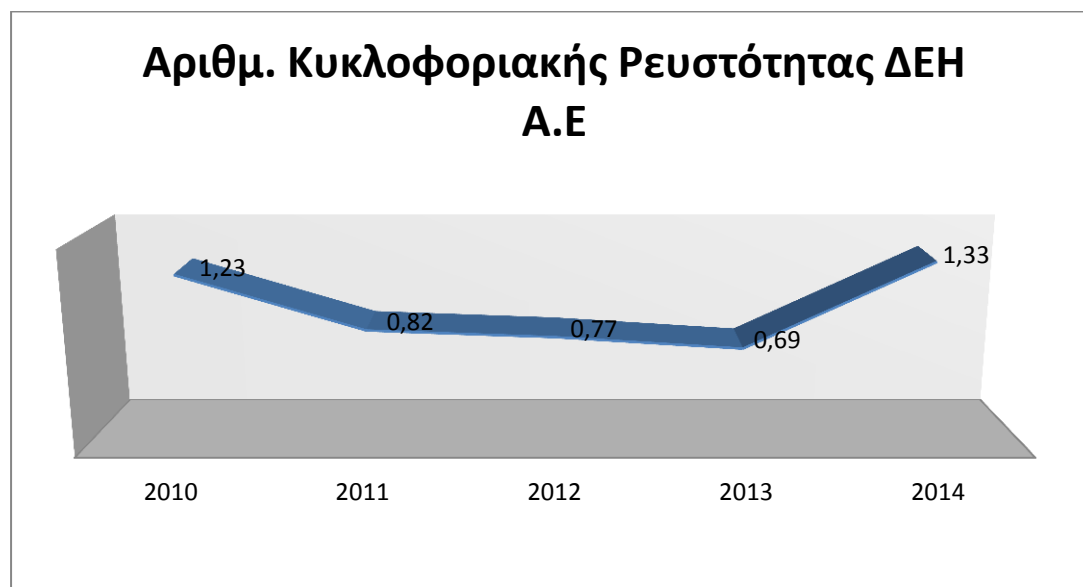
Ο δείκτης Κυκλοφοριακής ή Γενικής Ρευστότητας εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Δηλαδή αποτελεί δείκτη, ο οποίος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του βαθμού ασφαλείας των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελεί το πιο συνηθισμένο μέτρο μέτρησης της φερεγγυότητας και αξιοπιστίας της επιχείρησης. Υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο: (Αγγουριάς Γεώργιος, 2011)

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

## Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	1,23	0,82	0,77	0,69	1,33

Πίνακας 13: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



Διάγραμμα 20: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Αναλύοντας τον Δείκτη Κυκλοφοριακής Ρευστότητας για την ΔΕΗ ΑΕ παρατηρούμε πως για τα έτη 2011 έως και 2013 ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας. Αυτό συμβαίνει γιατί το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας υπερβαίνει το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών τους στοιχείων και, ως εκ τούτου ενδέχεται να μην είναι σε θέση να αποπληρώσουν μέρος των συμβατικών τους υποχρεώσεων. Το έτος 2014 όμως, ο δείκτης φτάνει στις 1,33 μονάδες και αυτό οφείλεται σε δυο παράγοντες. Αρχικά, στο γεγονός ότι αποπληρώθηκαν δάνεια ύψους € 613,1 εκατ. ευρώ – ύστερα από την έκδοση διεθνούς ομολόγου ύψους € 700 εκατ – και επιπλέον στην μείωση της μισθοδοσίας κατά 45 εκατ. Ευρώ το 2014.



## Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	1,53	1,66	2,86	6,98	6,15

Πίνακας 14: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



Διάγραμμα 21: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

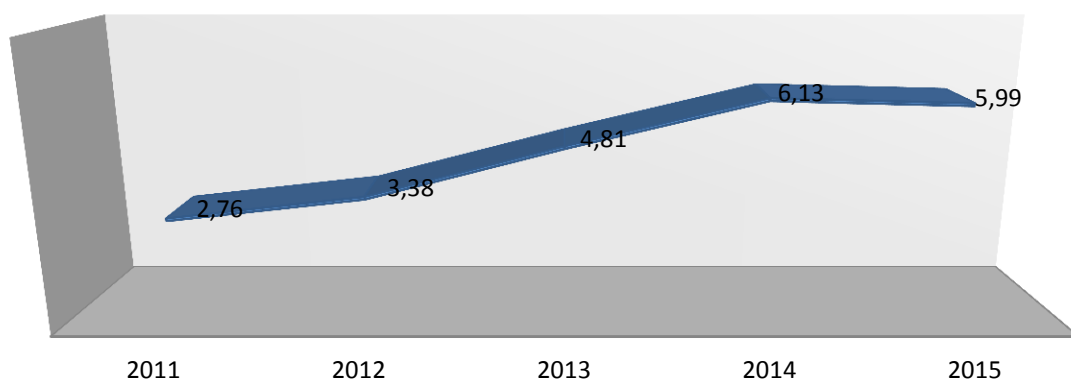
Κατά την ανάλυση του δείκτη Ρευστότητας της εταιρείας ΕΥΔΑΠ Α.Ε παρατηρούμε πως ο δείκτης καθ' όλη την διάρκεια των ετών βρίσκεται πάνω από την μονάδα και η τάση του είναι συνεχώς αυξητική. Πιο συγκεκριμένα, την μεγαλύτερη αύξηση την παρουσιάζει το έτος 2013 που η τιμή του δείκτη είναι 6,98. Αυτό συνέβη γιατί το 2013 η εταιρεία αποπλήρωσε όλες τις βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις της καθώς επίσης και τις φορολογικές της υποχρεώσεις.

## Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	2,76	3,38	4,81	6,13	5,99

Πίνακας 15: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

## Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ρευστότητας ΕΥΔΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 22: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Παρατηρώντας τον Αριθμοδείκτη Ρευστότητας της εταιρείας ΕΥΑΘ ΑΕ βλέπουμε ότι παρουσιάζει μια σταθερή αυξητική τάση κατά την διάρκεια της πενταετίας που εξετάζουμε. Το έτος 2011 η τιμή του δείκτη είναι 2,76 ενώ το 2012 παρατηρείται μια σημαντική αύξηση της τάξης του 66%. Αυτό συμβαίνει γιατί υπάρχει αύξηση στα Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα της εταιρείας και ταυτόχρονα η ίδια παρουσιάζει μείωση του δανεισμός της καθώς και των Βραχυπρόθεσμες φορολογικών υποχρεώσεων. Το 2013 η ανοδική πορεία του δείκτη συνεχίζεται σε ποσοστό περίπου 42%, φτάνοντας στο μέγιστο σημείο της πενταετίας το 2014 με τιμή 6,13. Τέλος το έτος 2015 υπάρχει μια σχετική μικρή μείωση του δείκτη σε ποσοστό -2,4% σε σχέση με το 2014. Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των Βραχυπρόθεσμες φορολογικών υποχρεώσεων της εταιρείας που οδήγησε σε αύξηση των συνολικών Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αλλά επίσης και στην μείωση των αποθεμάτων του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

#### 4.5.2 Αριθμοδείκτης Ιδία Κεφάλαια Προς Ξένα

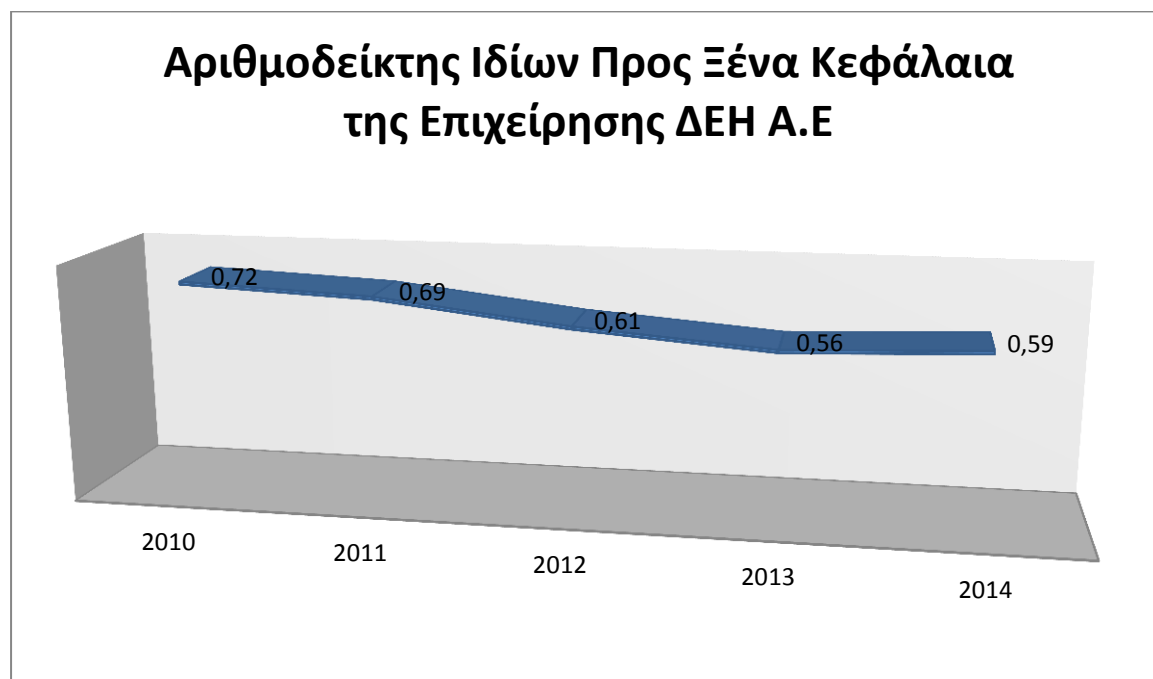
Ο αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει η όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες + βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) προς το σύνολο ίδιων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά). Δείχνει την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Αν είναι μικρότερος της μονάδας, μας δείχνει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές. Αντίθετα, ένας αριθμοδείκτης 0,5 δείχνει ότι μια μονάδα υποχρεώσεων καλύπτεται από 0,5 της μονάδας ίδιων κεφαλαίων και ως εκ τούτου υπάρχει πολύ περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης. (Αγγουριάς Γεώργιος, 2011)

$$\text{Δείκτης Ιδία Προς Ξένα Κεφάλαια} = \frac{\text{Ιδία Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

#### Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,72	0,69	0,61	0,56	0,59

Πίνακας 16: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



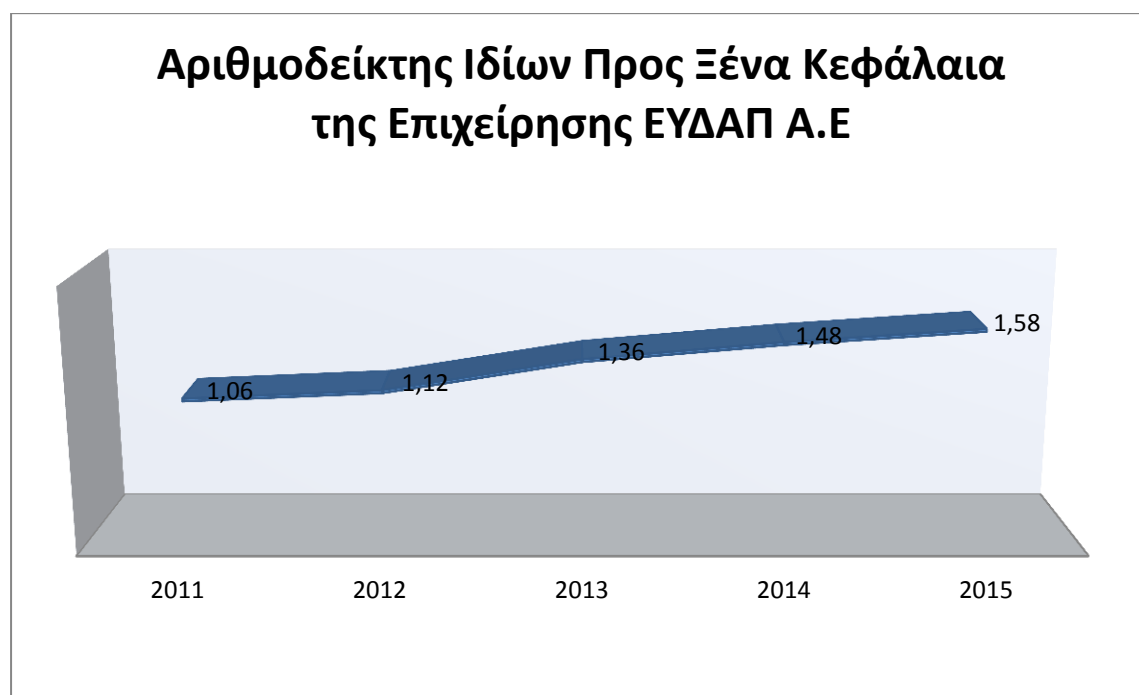
Διάγραμμα 23 Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Ο Δείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε παρουσιάζει καθοδική τάση κατά την διάρκεια της πενταετίας όπου εξετάζουμε. Το 2010 ο δείκτης κυμαινόταν στις 0,72 μονάδες και εμφανίζει συνεχή πτώση μέχρι το έτος 2013 που φτάνει στις 0,56 μονάδες. Το 2014, εντούτοις, παρουσιάζει μια μικρή αύξηση 0,03 μονάδων. Παρατηρώντας το δείκτη Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της ΔΕΗ βλέπουμε πως για την πενταετία παραμένει μικρότερος της μονάδας. Αυτό συνεπάγεται πως η επιχείρηση στηρίζεται περισσότερο στους πιστωτές της παρά στα δικά της κεφάλαια, το οποίο αποτελεί σημαντικό κίνδυνο για την επιχείρηση.

### **Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε**

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	1,06	1,12	1,36	1,48	1,58

Πίνακας 17: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



Διάγραμμα 24: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

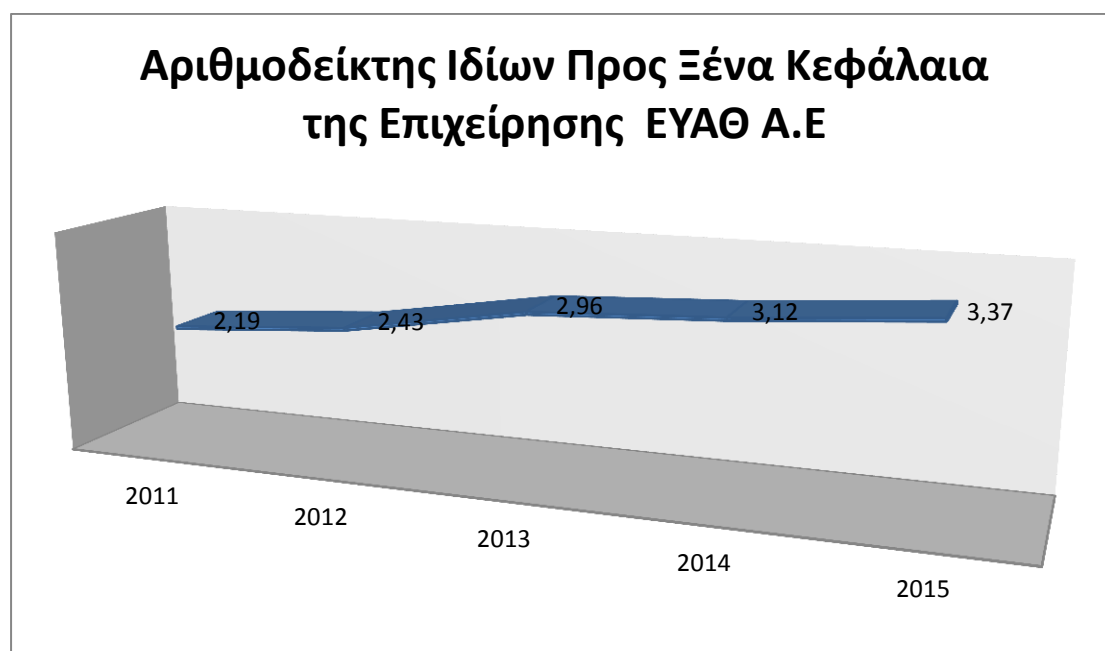
Ο Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της ΕΥΔΑΠ Α.Ε παρουσιάζει μια σταθερή ανοδική πορεία για τα πέντε χρόνια τα οποία εξετάζουμε. Ξεκινώντας από τις 1,06 μονάδες φτάνει σταθερά στην μέγιστη τιμή του το 2015, στις 1,58 μονάδες. Ο Δείκτης για όλη την διάρκεια της πενταετίας παραμένει μεγαλύτερος της μονάδας.

Αυτό σημαίνει, πως η ΕΥΔΑΠ ΑΕ στηρίζεται στα δικά της κεφάλαια και έχει μικρή πιθανότητα να αντιμετωπίσει πρόβλημα ταμειακής ρευστότητας.

### **Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε**

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	2,19	2,43	2,96	3,12	3,37

Πίνακας 18: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 25: Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Ο Δείκτης Ιδίων Προς Ξένα Κεφάλαια της εταιρείας ΕΥΑΘ Α.Ε παρουσιάζει συνεχή αύξηση στην πενταετία από το 2011 έως το 2015. Ξεκινώντας από την τιμή 2,19 το έτος 2011 φτάνει την τιμή 3,37 το 2015 παρουσιάζοντα μια αύξηση συνολικά 65% μέσα στην πενταετία. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην προσπάθεια της εταιρείας για συνεχή μείωση υποχρεώσεων της, τόσο των μακροπρόθεσμων όσο και των βραχυπρόθεσμων.

#### 4.5.3 Αριθμοδείκτης Καθαρό Περιθώριο Κέρδους

Το περιθώριο καθαρού κέρδους προ τόκων και φόρων υπολογίζεται ως τα κέρδη προ τόκων και φόρων προς το σύνολο των πωλήσεων.

$$\text{Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

## Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,12	-0,05	0,004	-0,05	0,01

Πίνακας 19: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



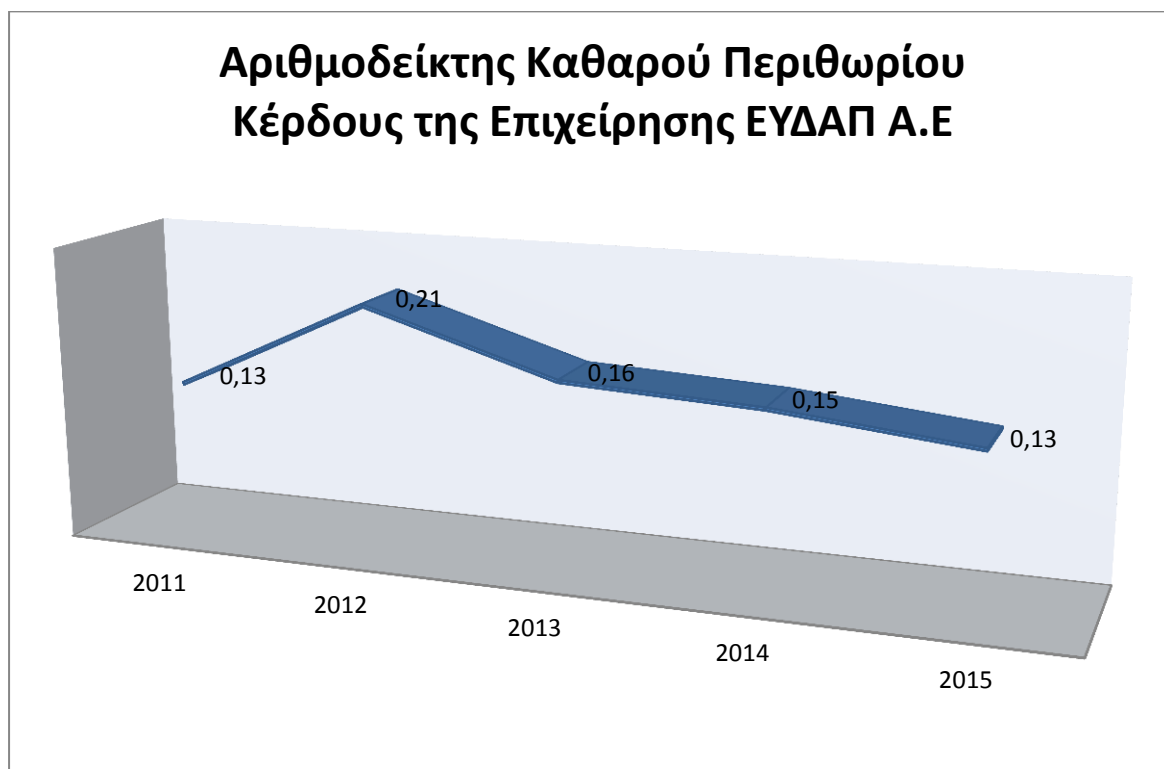
Διάγραμμα 26: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Η επιχείρηση για το έτος 2011 και 2013 εμφάνιση ζημιές με αποτέλεσμα ο Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους να είναι αρνητικός. Σε γενικές γραμμές ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης λαμβάνει τιμές πολύ κοντά στο μηδέν. Αυτό συμβαίνει καθώς η επιχείρηση έχει πολλές βραχυπρόθεσμες αλλά και έντονο δανεισμό (μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις) με αποτέλεσμα να γίνεται υπέρβαση του κύκλου εργασιών.

## Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,13	0,21	0,16	0,15	0,13

Πίνακας 20: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



Διάγραμμα 27: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

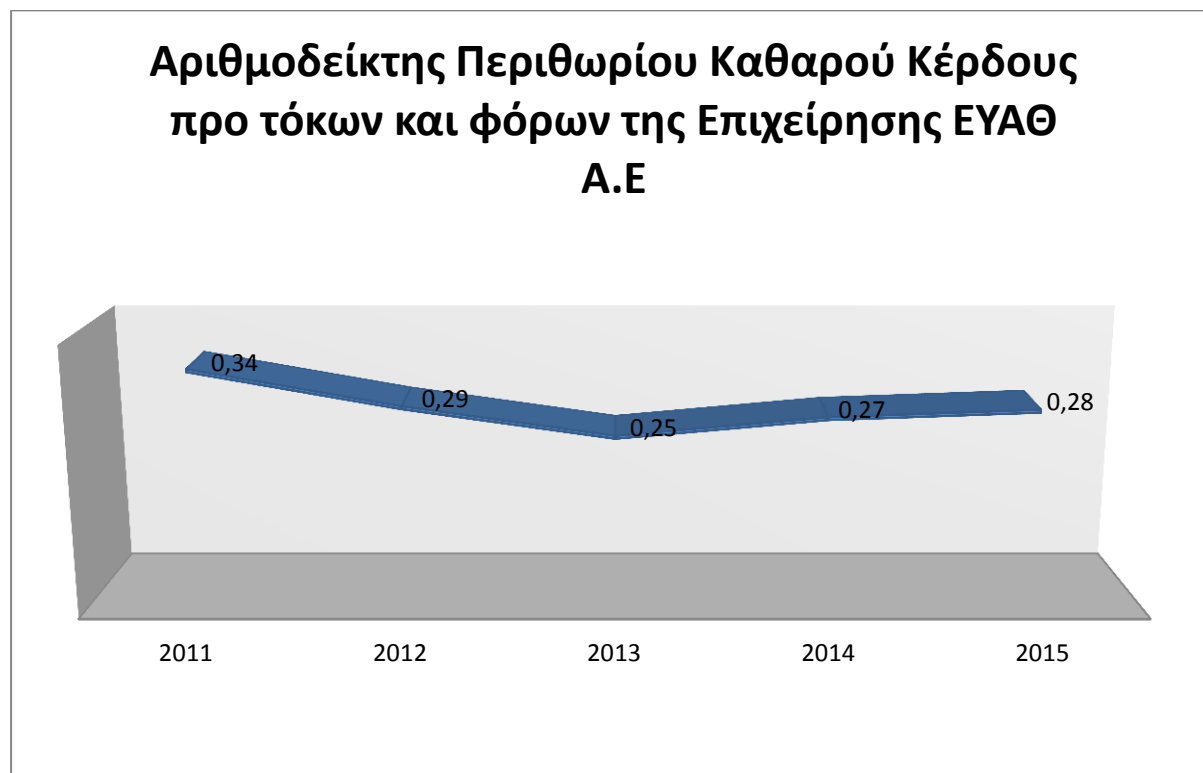
Παρατηρούμε πως ο αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της ΕΥΔΑΠ ΑΕ φτάνει στο μέγιστο σημείο το 2012, όπου έχουμε και το μεγαλύτερο καθαρό κέρδος προ φόρων της πενταετίας που εξετάζουμε. Την υπόλοιπη περίοδο ο δείκτης παρουσιάζει μια σταθερότητα με τιμές μεταξύ 0,13 έως και 0,16.



### Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους προ τόκων και φόρων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,34	0,29	0,25	0,27	0,28

Πίνακας 21: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 28: Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Ο παραπάνω δείκτης της εταιρείας ΕΥΑΘ Α.Ε ακολουθεί για τα έτη 2011 έως 2013 μια καθοδική πορεία, καθώς η επιχείρηση παρουσιάζει μείωση στα ετήσια κέρδη προ φόρων. Το 2014, ο δείκτης παίρνει την τιμή 0,27 σημειώνοντας μια μικρή αύξηση. Η αυξητική του πορεία συνεχίζεται και το έτος 2015 καθώς τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν σε σχέση με το 2014 αλλά ταυτόχρονα μειώθηκαν και σε μικρό βαθμό οι πωλήσεις.

#### 4.5.4 Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθώριο Κέρδους

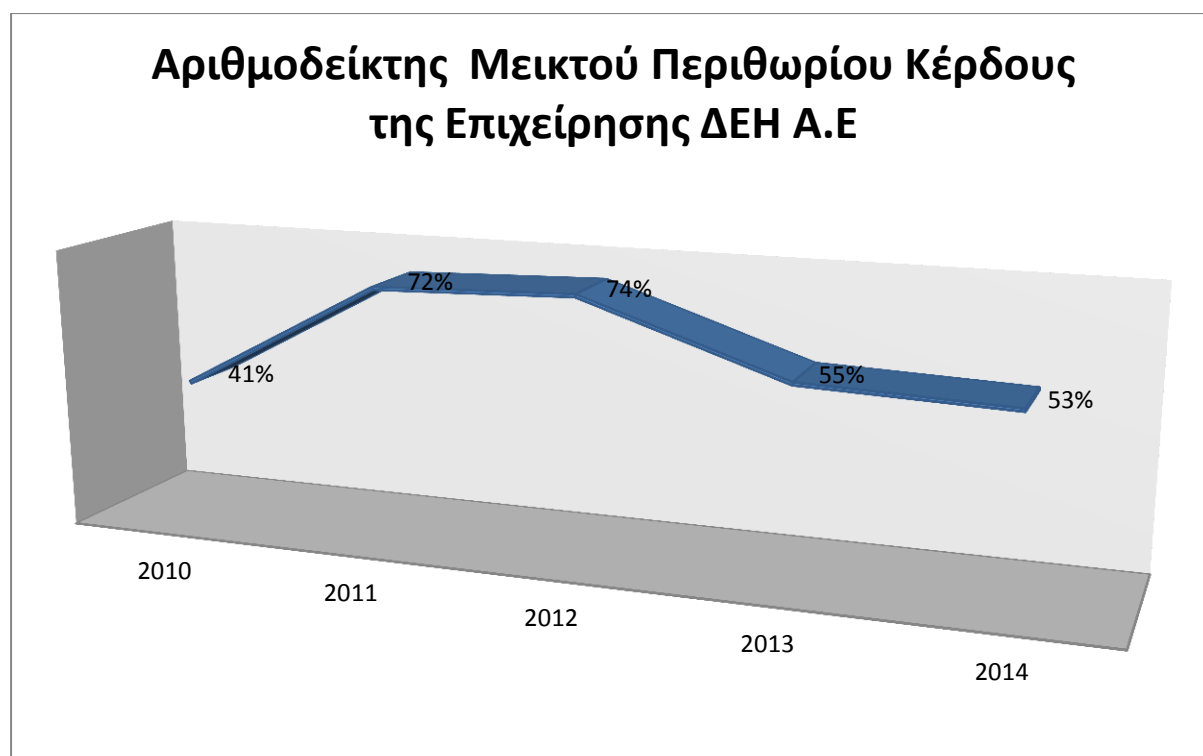
Ο Αριθμοδείκτης Μεικτού Κέρδους δείχνει την λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης καθώς και την τιμολογιακή πολιτική που ακολουθεί. Δίνεται από τον παρακάτω τύπο. (Νικήτας Νιάρχος, 2004)

$$\text{Δείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους} = 100 * \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

#### Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτη	41%	72%	74%	55%	53%

Πίνακας 22: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



Διάγραμμα 29: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

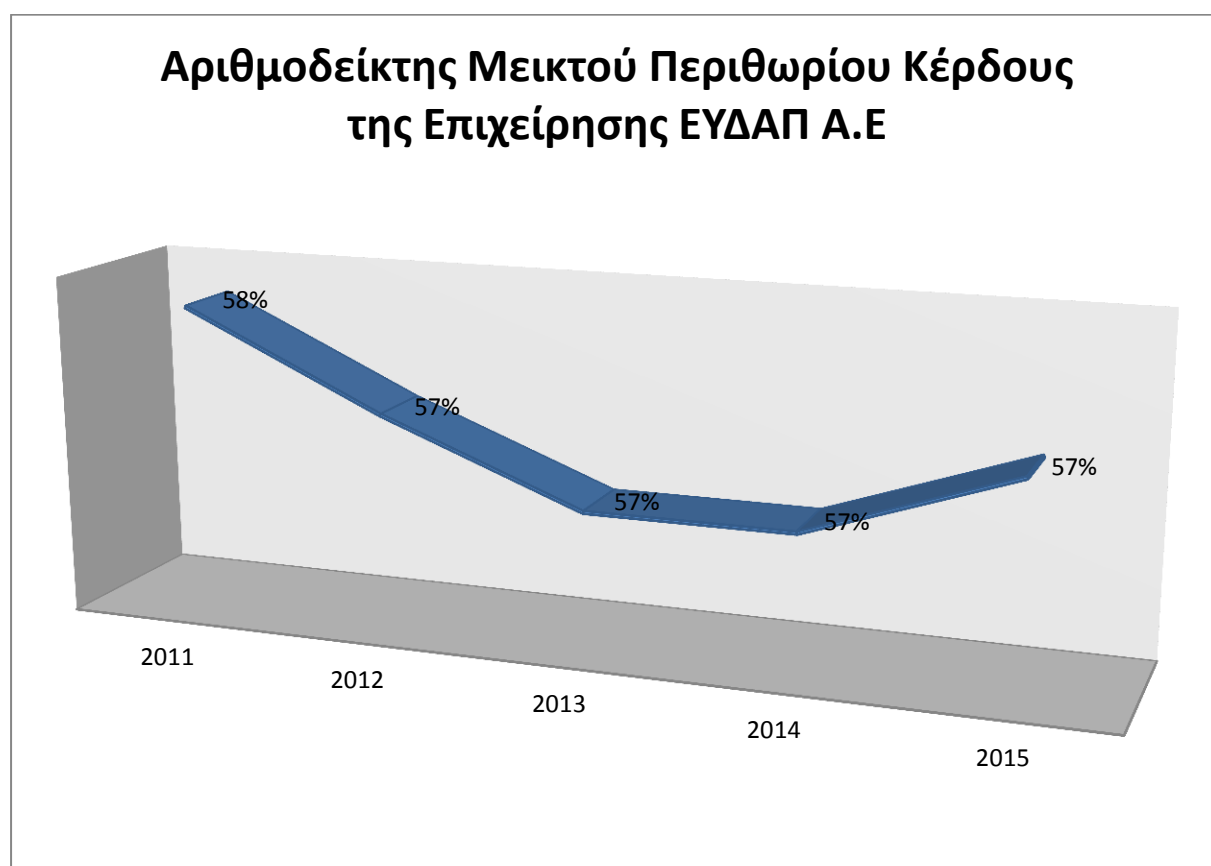
Ο Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε κινείται σε υψηλά επίπεδα όπως φαίνεται από το παραπάνω διάγραμμα. Ο υψηλός δείκτης δείχνει την ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Δεδομένου ότι η ΔΕΗ Α.Ε διαθέτει ιδιόκτητο δίκτυο

διανομής Ηλεκτρικής Ενέργειας καθώς και ιδιόκτητα ορυχεία εξαγωγής λιγνίτη είναι αναμενόμενο ο δείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους να λαμβάνει υψηλές τιμές.

### **Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε**

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	58%	57%	57%	57%	57%

Πίνακας 23: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



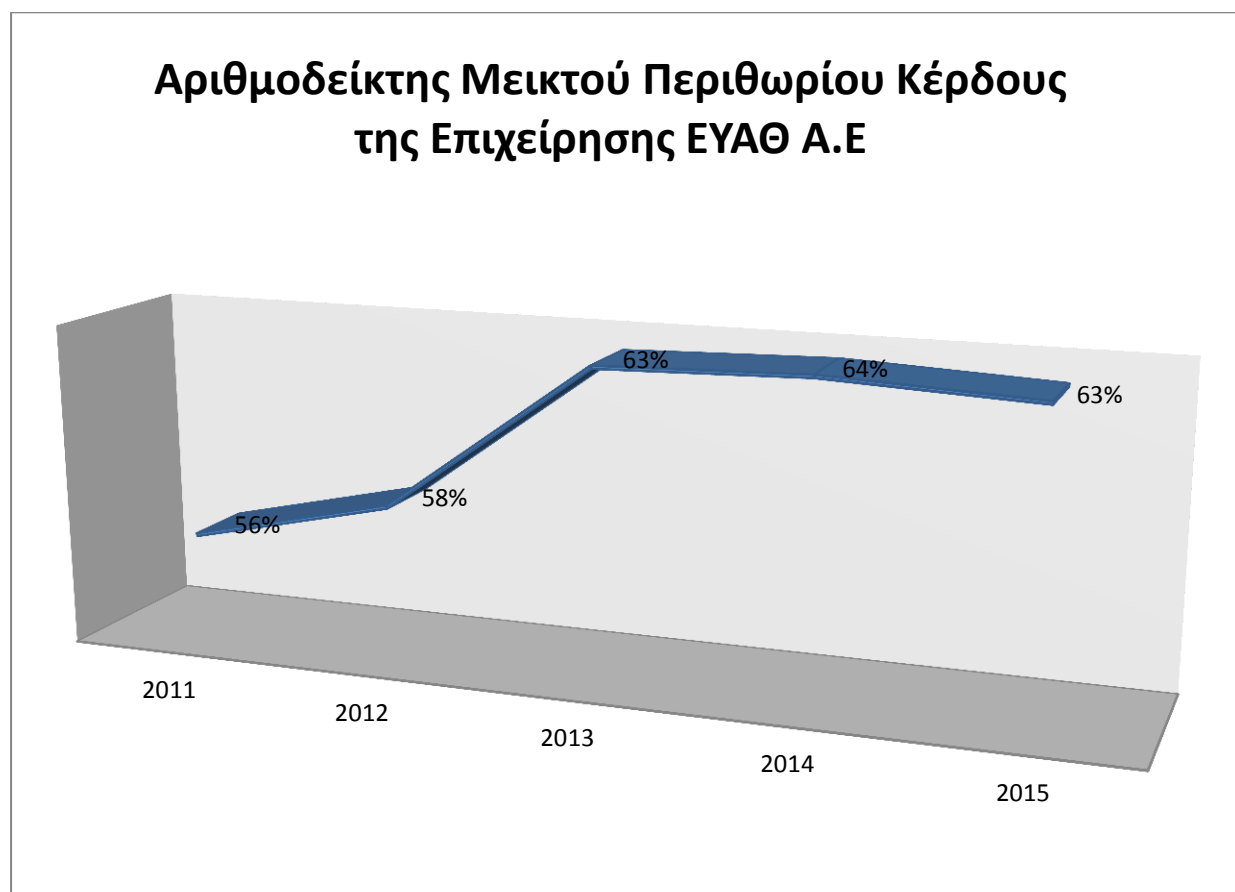
Διάγραμμα 30: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Παρατηρούμε από το διάγραμμα πως ο Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε παραμένει σταθερός για την πενταετία που εξετάζουμε. Το υψηλό ποσοστό του δείκτη δείχνει πως η διοίκηση της επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε επιτυγχάνει αγορές πρώτων υλών σε χαμηλές και πουλά σε αρκετά υψηλότερες , κάτι το οποίο είναι αναμενόμενο δεδομένου πως η εταιρεία αποτελεί μονοπώλιο.

## Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	56%	58%	63%	64%	53%

Πίνακας 24: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 31: Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Η εταιρεία ΕΥΑΘ Α.Ε παρουσιάζει σταθερή άνοδο σε ότι αφορά τον δείκτη Αριθμοδείκτης Μεικτού Περιθωρίου Κέρδους. Η εταιρεία αγοράζει την πρώτη ύλη σε χαμηλές τιμές κάτι το οποίο την καθιστά επικερδή από την δραστηριότητά της.

#### 4.5.5 Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Net Worth)

Ο Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων είναι ένας σημαντικός δείκτης που παρουσιάζει την αποδοτικότητα της επιχείρησης καθώς και την κερδοφόρα δυναμικότητα της. (Νικήτας Νιάρχος, 2004)

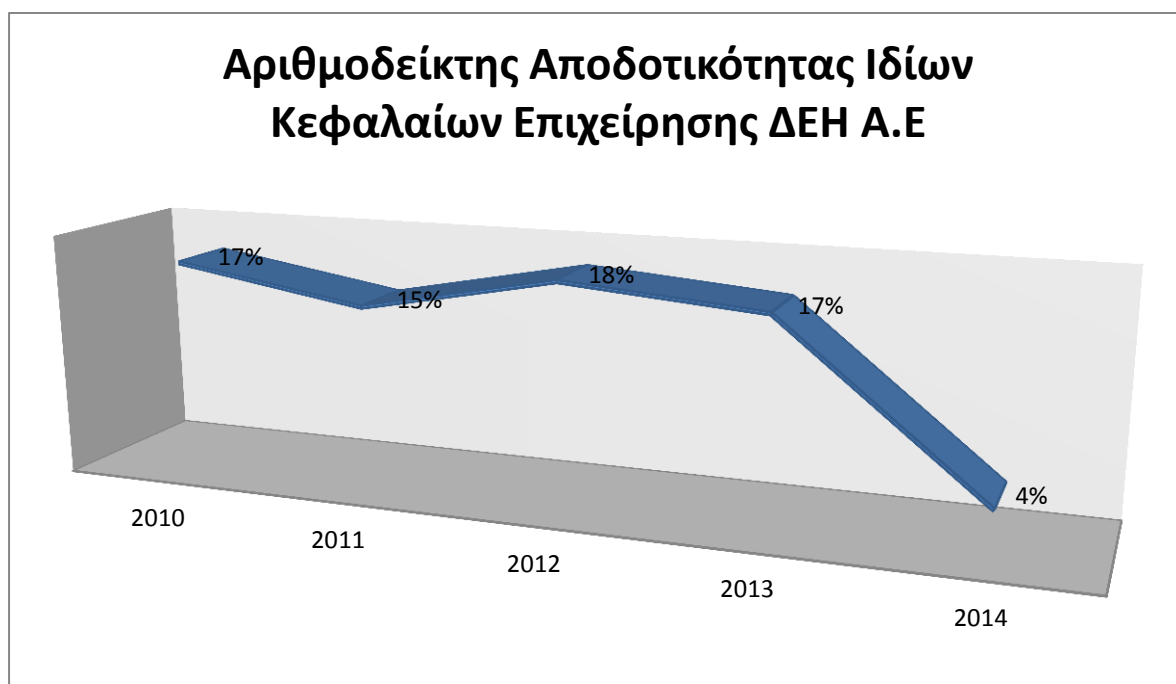
Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων =

$$100 * \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

## Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	17%	15%	18%	17%	4%

Πίνακας 25: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



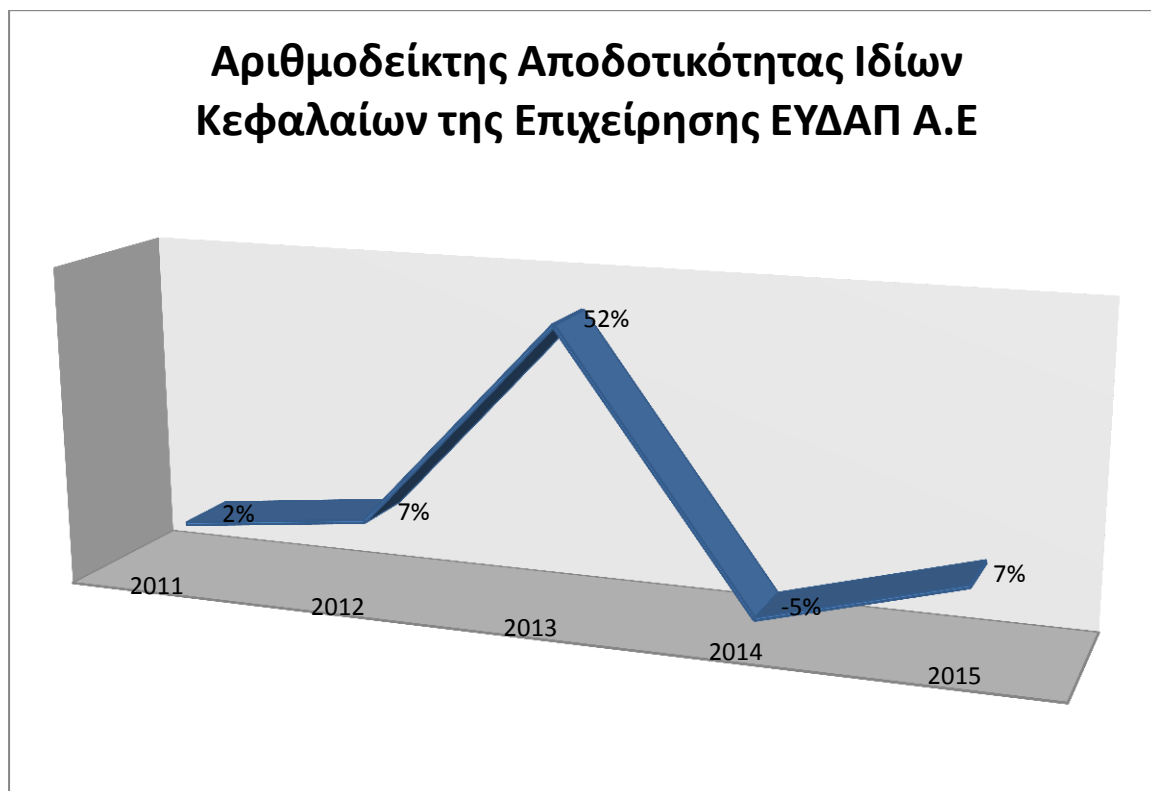
Διάγραμμα 32: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Η ΔΕΗ Α.Ε παρουσιάζει σταθερό Δείκτη Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων από τα έτη 2010 έως 2013, και ο οποίος κυμαίνεται σε ποσοστό 15%~17%. Το έτος 2014 όμως παρατηρούμε ότι ο δείκτης πέφτει δραματικά στο 4% και αυτό γιατί τα Καθαρά κέρδη από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας έχουν μειωθεί αισθητά το συγκεκριμένο έτος.

## Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	1%	4%	30%	-3%	4%

Πίνακας 26: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



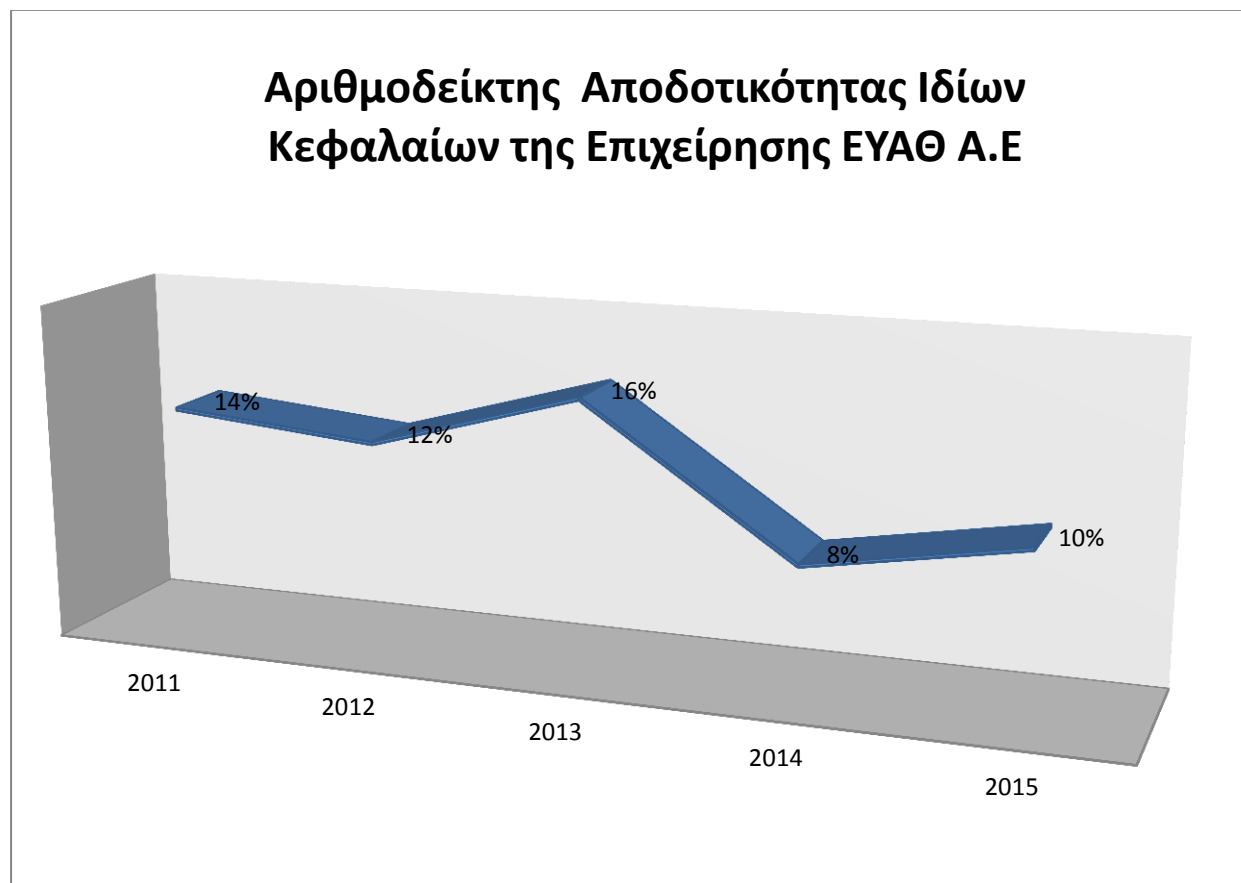
Διάγραμμα 33: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Παρατηρούμε ότι ο συγκεκριμένος Δείκτης παρουσιάζει έντονες μεταβολές στην διάρκεια των πέντε ετών που εξετάζουμε. Πιο συγκεκριμένα, το έτος 2013 εκτινάσσεται στο 52% και το επόμενο έτος πέφτει στο -5%. Αυτή η μεταβολή οφείλεται στις υψηλές πωλήσεις που παρουσίασε η εταιρεία ΕΥΔΑΠ Α.Ε το 2013 και καθώς το ενεργητικό δεν παρουσιάζει κάποια έντονη μεταβολή.

## Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	9%	9%	12%	6%	8%

Πίνακας 27: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 34: Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Ο Δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων είναι σταθερός για την πρώτη τριετία και κυμαίνεται από 12%~16%. Το 2014, σημειώνεται μια πτώση στις 8%. Η πτώση αυτή οφείλεται στην μείωση των πωλήσεων για εκείνη την χρονιά.



#### 4.5.5 Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

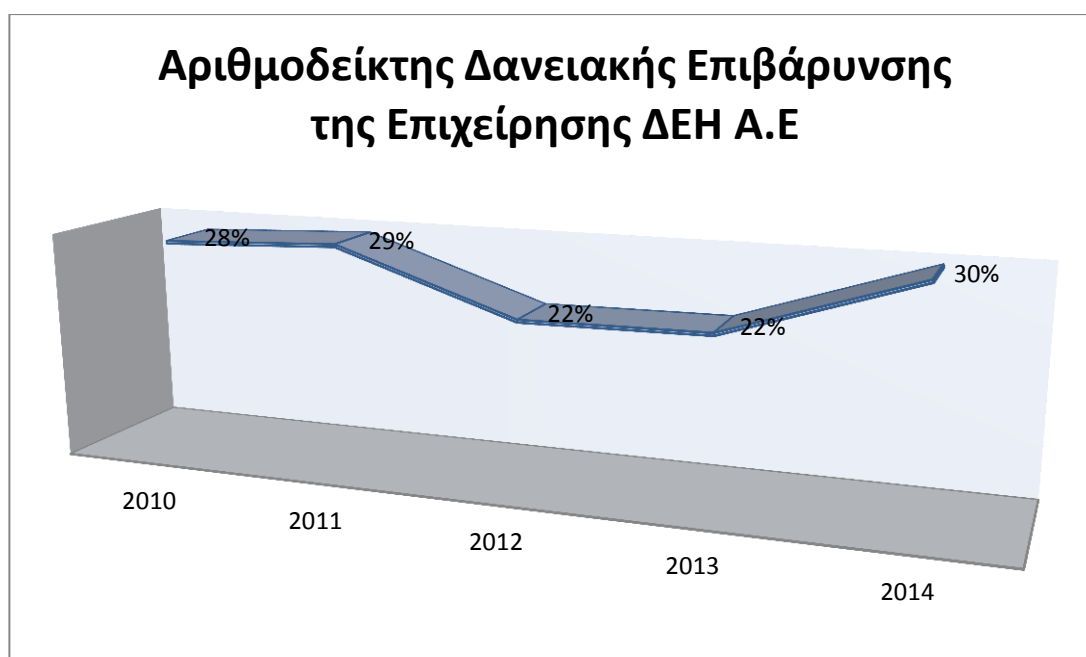
Ο Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης μας δείχνει την σχέση δανείων που έχει λάβει η επιχείρηση προς σύνολο κεφαλαίων κάθε μορφής τα οποία είναι επενδεδυμένα και χρησιμοποιούνται με οποιοδήποτε τρόπο

$$\text{Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Σύνολο Δανείων}}{\text{Σύνολο Παθητικού}}$$

#### Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	28%	29%	22%	22%	30%

Πίνακας 27: Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



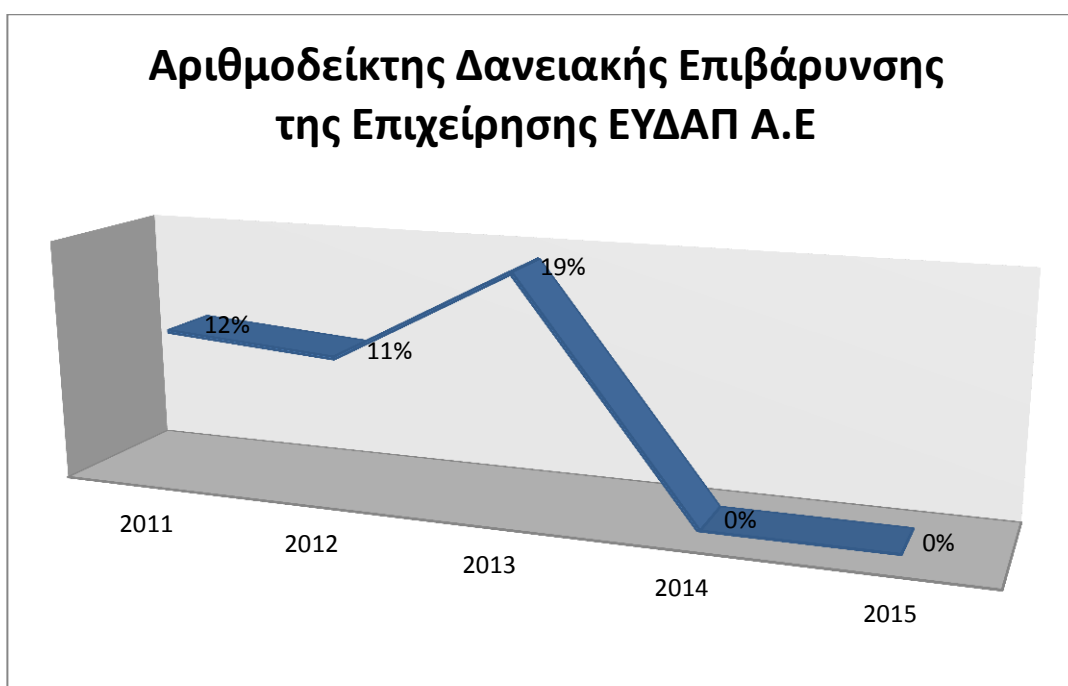
Διάγραμμα 35: : Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Τα δάνεια της επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε καταλαμβάνουν ένα μεγάλο ποσοστό που αγγίζει το 30% του συνόλου του Παθητικού της. Την 21η Μαρτίου 2014, η επιχείρηση συμφώνησε και υπέγραψε τους βασικούς όρους («term sheet») για ομολογιακό δάνειο ύψους Ευρώ 2.228 εκατ. και λήξης μέχρι το 2019, με κοινοπραξία ελληνικών Τραπεζών με αποτέλεσμα ο αριθμοδείκτης Δανειακής επιβάρυνσης να φτάσει στο ανώτατο επίπεδο της πενταετίας 30%.

## Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	12%	11%	19%	0	0

Πίνακας 28: Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



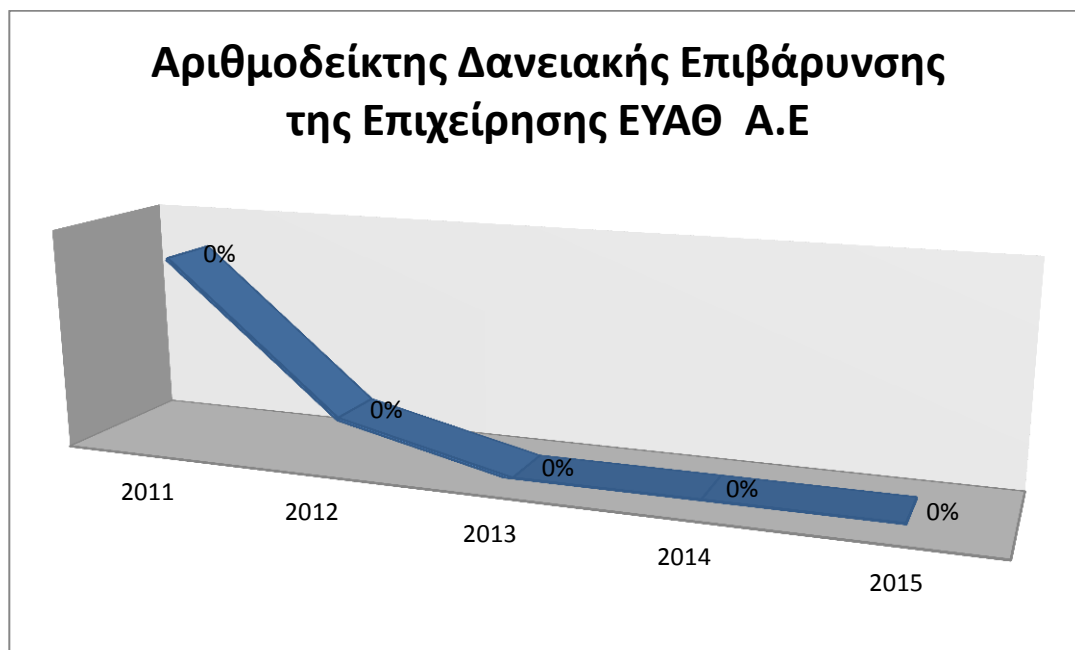
Διάγραμμα 36: : Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Ο τραπεζικός δανεισμός της Εταιρείας είναι σε Ευρώ και επομένως δεν υπόκειται σε συναλλαγματικό κίνδυνο. Ο τραπεζικός δανεισμός πραγματοποιήθηκε με κυμαινόμενα επιτόκια και κατά συνέπεια η Εταιρεία είναι εκτεθειμένη στον κίνδυνο των μελλοντικών ταμειακών ροών, αλλά δεν είναι εκτεθειμένη στον κίνδυνο της εύλογης αξίας των δανείων. Το 2014 η επιχείρηση προχωρά σε ολοσχερή εξόφληση των δανειακών της υποχρεώσεων με αποτέλεσμα ο δείκτης να μηδενιστεί.

## Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0% <sup>4</sup>	0% <sup>5</sup>	0%	0%	0%

Πίνακας 29: Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 37: : Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Η ΕΥΑΘ Α.Ε αποτελεί μια επιχείρηση η οποία δεν στηρίζεται σε δανειακά κεφάλαια για την λειτουργία της. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η επιχείρηση να μην αντιμετωπίζει κίνδυνο επιτοκίων.

<sup>4</sup> Έχουν πραγματοποιηθεί στρογγυλοποιήσεις. Το πραγματικό νούμερο είναι 0,003413685

<sup>5</sup> Έχουν πραγματοποιηθεί στρογγυλοποιήσεις. Το πραγματικό νούμερο είναι 0,000743

#### 4.5.6 Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο αριθμοδείκτης εκφράζει το ποσοστό των Παγίων (ενσώματων) σε σχέση με το Σύνολο του Ενεργητικού (απαιτήσεις-περιουσία επιχείρησης), δηλαδή τον βαθμό παγιοποίησης της εταιρείας. Ο αριθμοδείκτης εκτιμάται σε σχέση με τη φύση της επιχείρησης, καθόσον στις επιχειρήσεις «εντάσεως» εργασίας, όπου δεν απαιτούνται υψηλές πάγιες εγκαταστάσεις είναι εξαιρετικά χαμηλός. (Απόστολος Κ Απόστολου, 2015)

$$\text{Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας} = \frac{\text{Καθαρά Πάγια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

#### Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,831	0,833	0,820	0,833	0,820

Πίνακας 30: Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



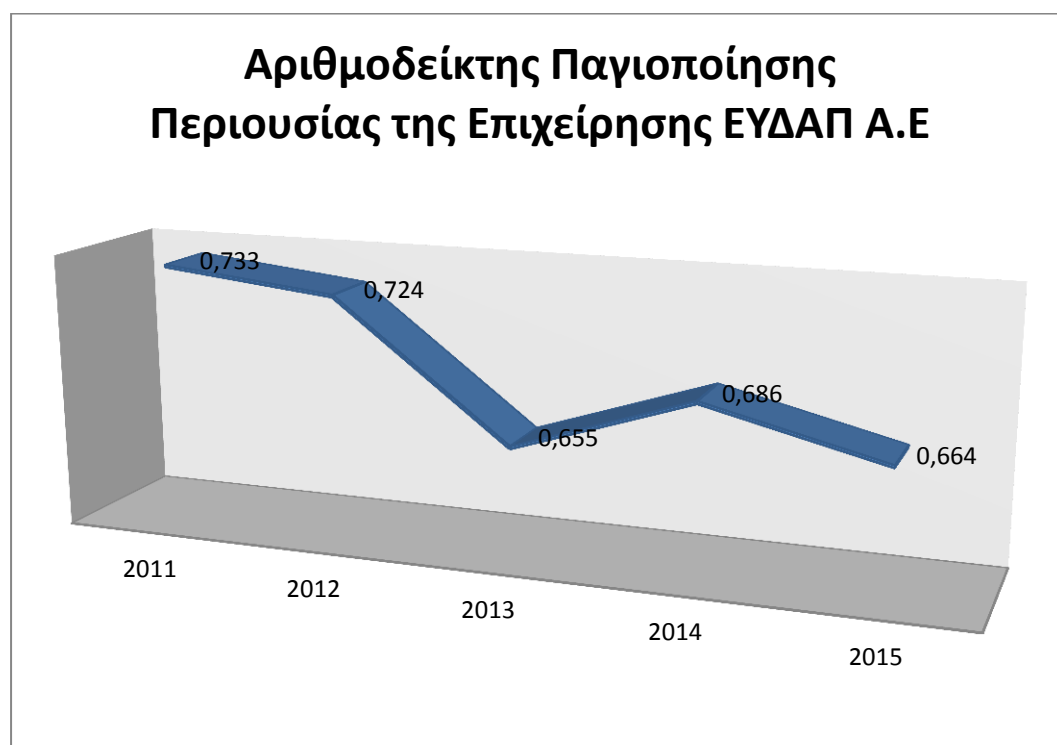
Διάγραμμα 38: : Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α..Ε

Παρατηρούμε ότι ο Δείκτης Παγιοποίησης της Περιουσίας κυμαίνεται από 0,82 έως 0,833 για την περίοδο 2010-2014. Καθώς ο συγκεκριμένος δείκτης είναι σταθερά πάνω από το 0,5 τότε αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας (capital Intensive). Το γεγονός αυτό συνεπάγεται πως η επιχείρηση ΔΕΗ Α.Ε έχει αυξημένα σταθερά έξοδα (συντήρηση παγίων, αποσβέσεις κτλ) σε μεγάλο βαθμό ανελαστικό κόστος και συνεπώς σε περιόδους οικονομικών κρίσεων είναι περισσότερο ευαίσθητη σε σχέση με επιχειρήσεις που δεν είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας.

### Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,733	0,724	0,655	0,686	0,664

Πίνακας 31: Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



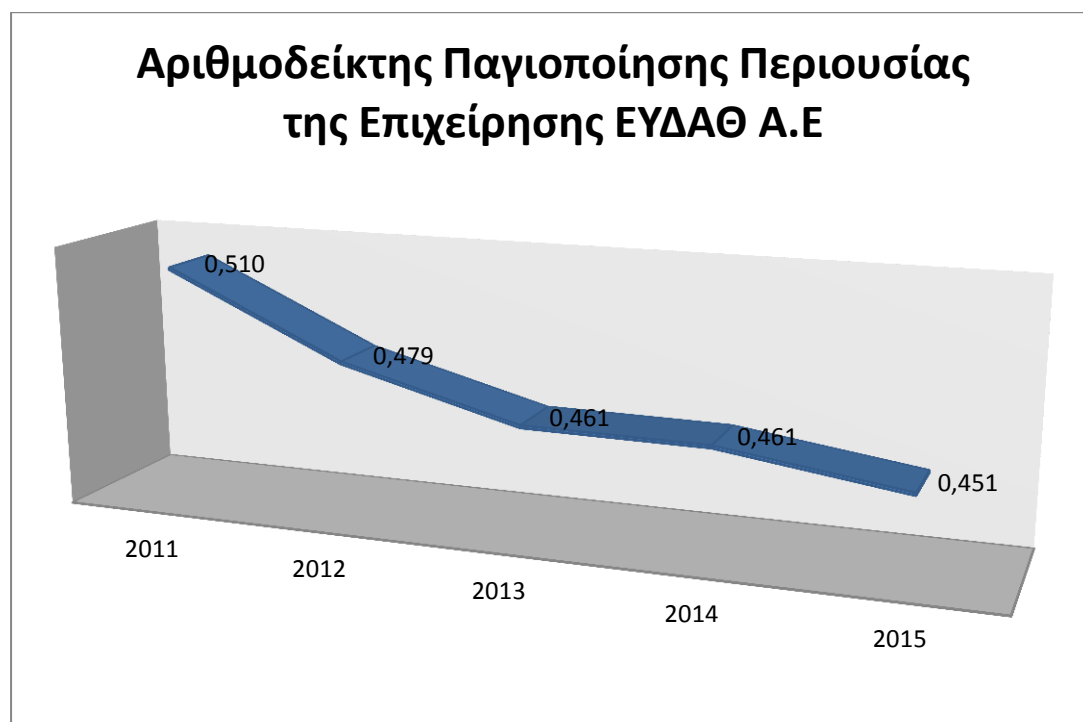
Διάγραμμα 39: : Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Ο δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε ανέρχεται στις 0,733 μονάδες το 2011 και στις 0,724 μονάδες το 2012, στη συνέχεια παρατηρούμε πως το 2013 μειώνεται στις 0,655 μονάδες καθώς η επιχείρηση προχώρησε σε μείωση παγίων με αποτέλεσμα να μειωθεί ο δείκτης. Ο δείκτης Παγιοποίησης βρίσκεται πάνω από τις 0,5 μονάδες κάτι το οποίο καθιστά την επιχείρηση εντάσεως πάγιας περιουσίας.

### Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,733	0,724	0,655	0,686	0,664

Πίνακας 32: Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 40: : Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Στην επιχείρηση ΕΥΑΘ ΑΕ παρατηρούμε πως ο δείκτης Παγιοποίησης παίρνει την μέγιστη τιμή, 0,51, το 2011 και στη συνέχεια φθίνει συνεχώς φτάνοντας το 2015 στην πιο χαμηλή τιμή που είναι 0,45. Επειδή ο δείκτης κυμαίνεται σε τιμές κάτω του 0,5 η επιχείρηση δεν είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας.

#### 4.5.7 Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας

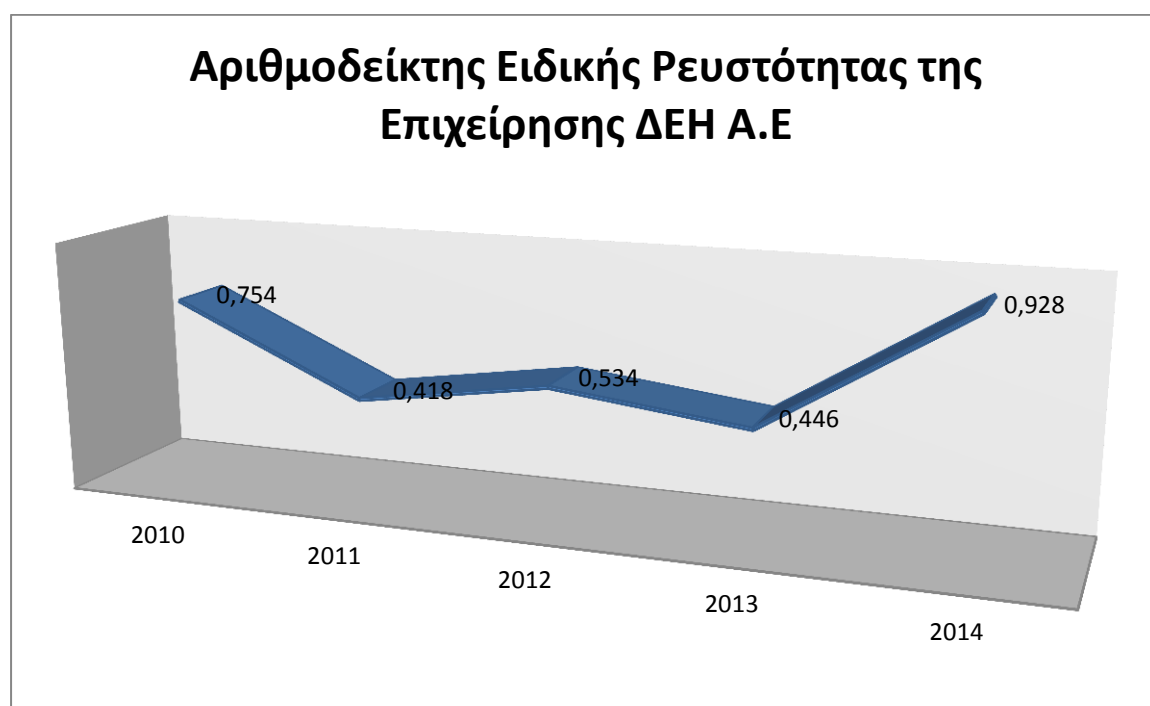
Ο αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας μας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. (Νικήτας Νιάρχος, 2004)

$$\text{Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

#### Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,754	0,418	0,534	0,446	0,928

Πίνακας 33: Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



Διάγραμμα 41: : Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

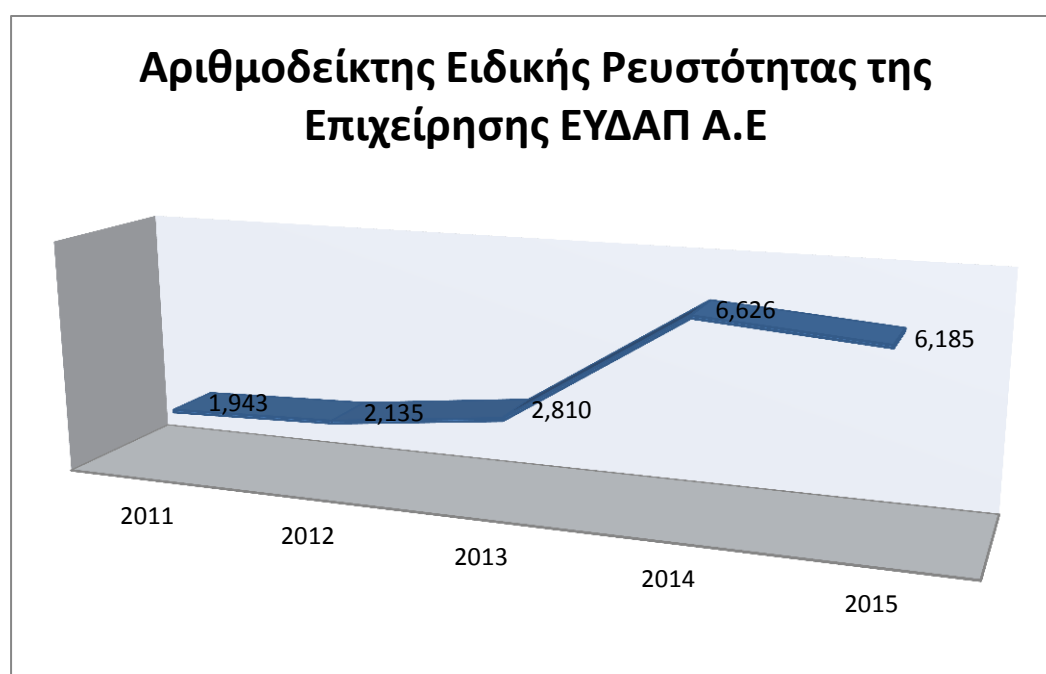
Ο αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της ΔΕΗ Α.Ε το 2010 είναι 0,754 ενώ το 2011 πέφτει αρκετά, στην τιμή 0,418. Η πτώση αυτή οφείλεται στην μεγάλη μείωση μέσα στο 2011 των ταμειακών διαθέσιμων και ταυτόχρονα στην αύξηση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων. Το 2012 αυξάνεται κατά 0,95 και το 2013 πέφτει πάλι στο 0,446 καθώς εκείνη την χρονιά αυξήθηκαν αρκετά οι Βραχυχρόνιες δανειακές υποχρεώσεις της επιχείρησης. Τέλος το 2014 ο δείκτης αγγίζει την μονάδα καθώς τα

ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης είναι αρκετά υψηλά και η εταιρεία έχει προβεί σε εξόφληση των βραχυχρόνιων δανειακών υποχρεώσεων της.

### Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	1,943	2,135	2,18	6,626	6,185

Πίνακας 34: Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



Διάγραμμα 42: : Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

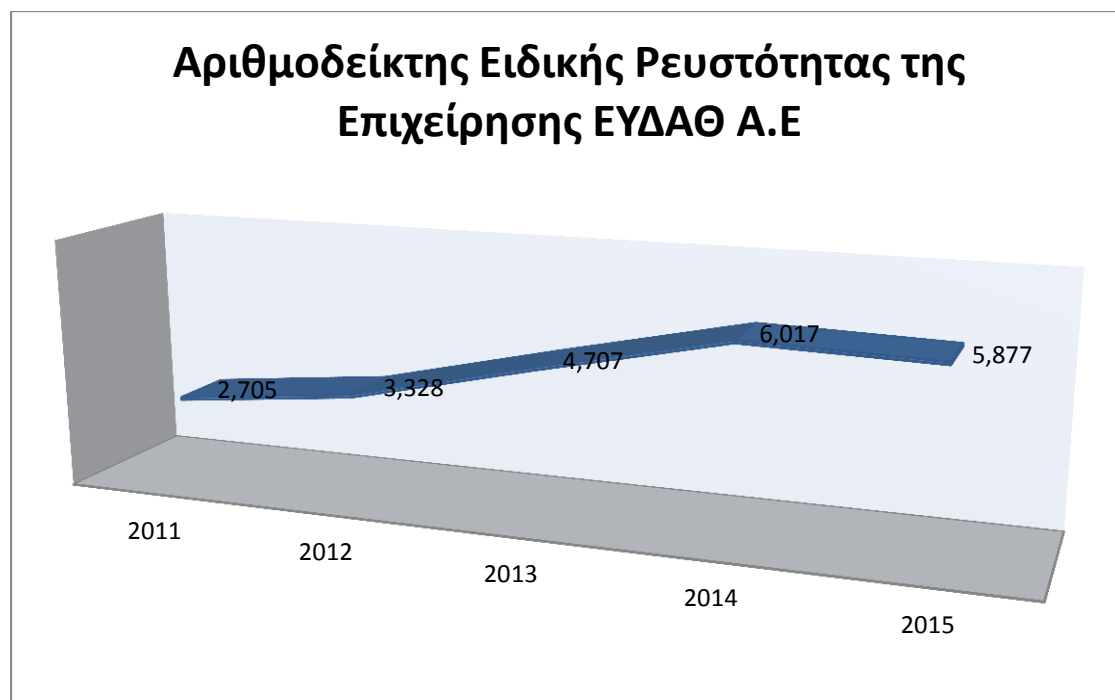
Ο δείκτης Ειδικής Ρευστότητας της επιχείρησης ΕΥΔΑΠ ΑΕ βρίσκεται για την πενταετία που εξετάζουμε πάνω από την μονάδα. Αξιοπρόσεκτο γεγονός αποτελεί πως το έτος 2014 ο δείκτης παίρνει την τιμή 6,626, δηλαδή τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της ΕΥΔΑΠ ΑΕ μπορούν να καλύψουν 6 φορές τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η μεγάλη αύξηση του δείκτη οφείλεται στο γεγονός πως η επιχείρηση εξόφλησε εκείνο το έτος όλες τις βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις της.



## Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	2,705	3,328	4,707	6,017	5,877

Πίνακας 35: Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 43: : Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Ο αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας της επιχείρησης κινείται πάνω από την μονάδα για τα έτη 2011 έως 2015. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση έχει την ικανότητα , σε περίπτωση ανάγκης, να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Για το 2011 ο δείκτης παίρνει την τιμή 2,705 ενώ τα υπόλοιπα χρόνια αυξάνεται σταθερά καθώς η επιχείρηση από το 2012 και μετά έχει εξοφλήσει όλες τις βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις της.

#### 4.5.8 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

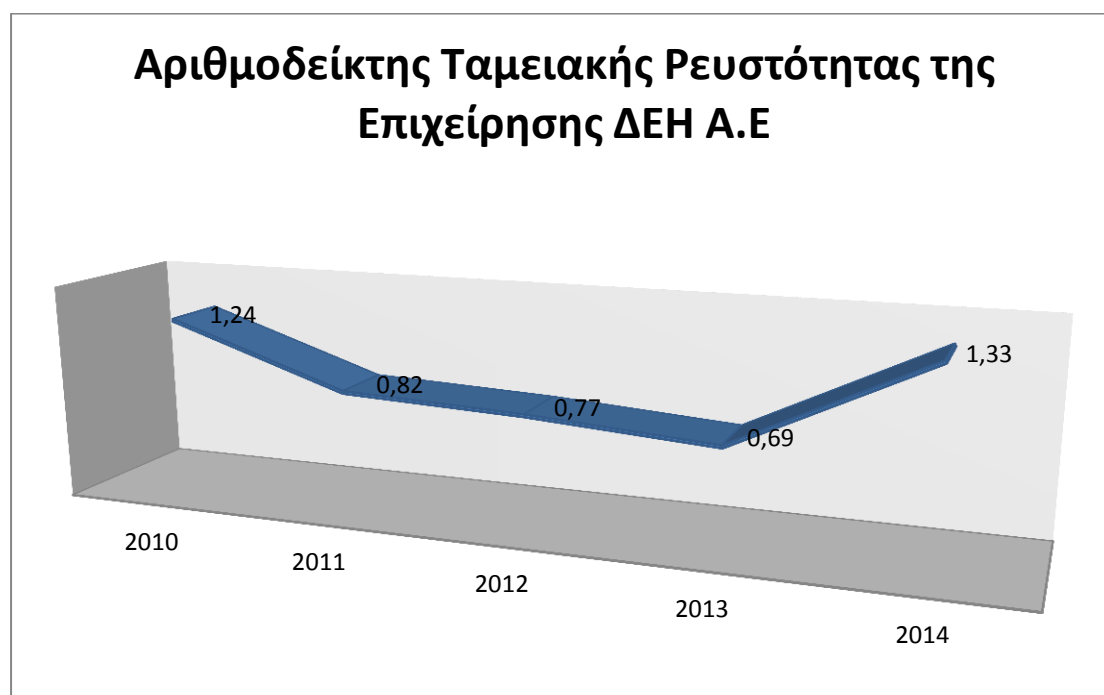
Ο Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας μας δίνει την εικόνα της επάρκειας ή όχι μετρητών στην επιχείρηση σε σχέση με τις τρέχουσες ανάγκες της. (Νικήτας Νιάρχος, 2004).

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμο Ενεργητικό}}{\text{Ληξιπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

#### Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	1,24	0,82	0,77	0,69	1,33

Πίνακας 36: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



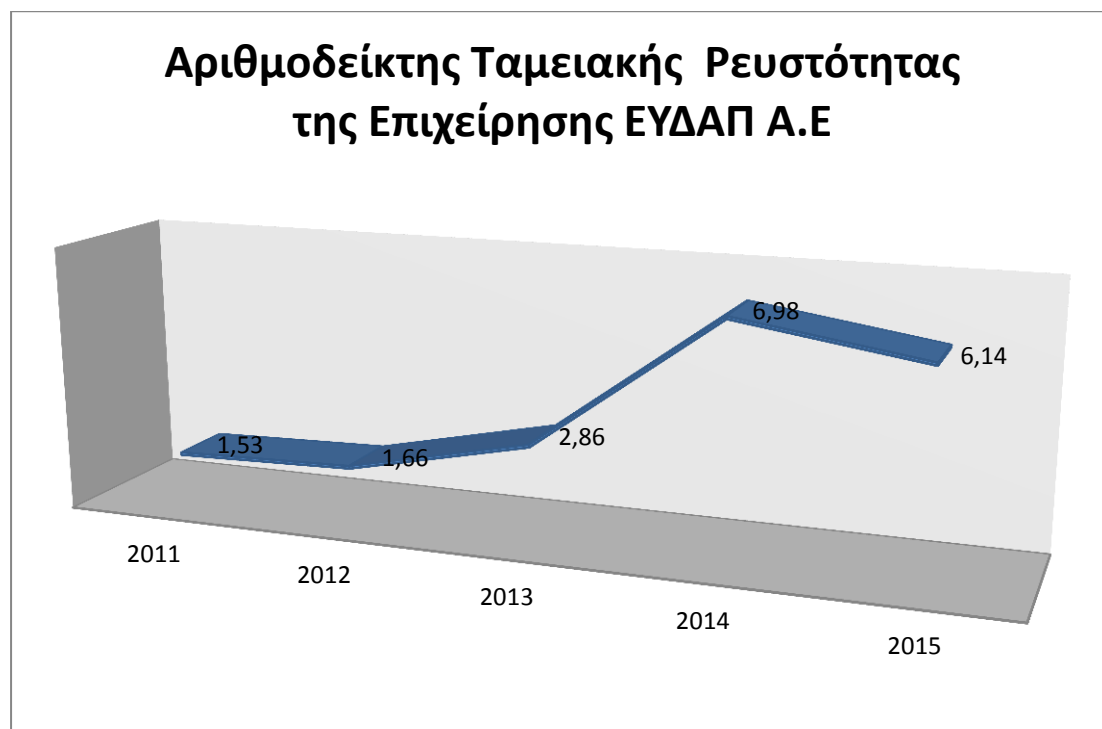
Διάγραμμα 44: : Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Ο Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της επιχείρησης ΔΕΗ ΑΕ, τα περισσότερα χρόνια που εξετάζουμε κινείται κάτω από το 1, κάτι το οποίο δείχνει πως η ΔΕΗ δεν έχει επάρκεια ρευστότητας για να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

## Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	1,53	1,66	2,86	6,98	6,14

Πίνακας 37: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



Διάγραμμα 45: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

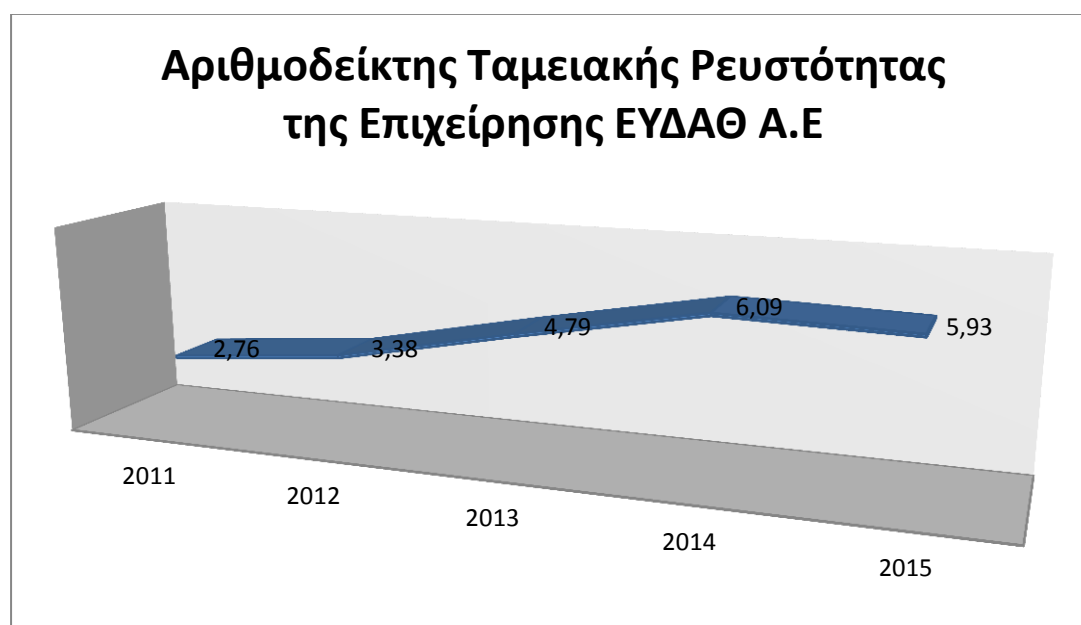
Μετά την ανάλυση του Αριθμοδείκτη Ταμειακής Ρευστότητας της επιχείρησης ΕΥΔΑΠ ΑΕ παρατηρούμε πως αυξάνεται σταδιακά κατά την διάρκεια της πενταετίας που εξετάζουμε. Το 2011 τα διαθέσιμα ενεργητικά μπορούσε να καλύψει σχεδόν 2 φορές τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, το 2014 μπορεί να τις καλύψει σχεδόν 7. Η επιχείρηση έχει καταφέρει να μειώσει στο ελάχιστο τις βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις, ενώ ταυτόχρονα αυξάνονται και οι απαιτήσεις από τους πελάτες.

## Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	2,76	3,38	4,79	6,09	5,93

Πίνακας 38: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Ο Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της επιχείρησης το 2011 δείχνει πως τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα μπορούν να καλύψουν σχεδόν 3 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης δείχνει πως το 2015 το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης μπορεί να καλύψει σχεδόν 6 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η επιχείρηση έχει καταφέρει να μηδενίσει τις βραχυπρόθεσμες δανειακές της υποχρεώσεις.



Διάγραμμα 46: Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

#### 4.5.9 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως απαιτήσεων

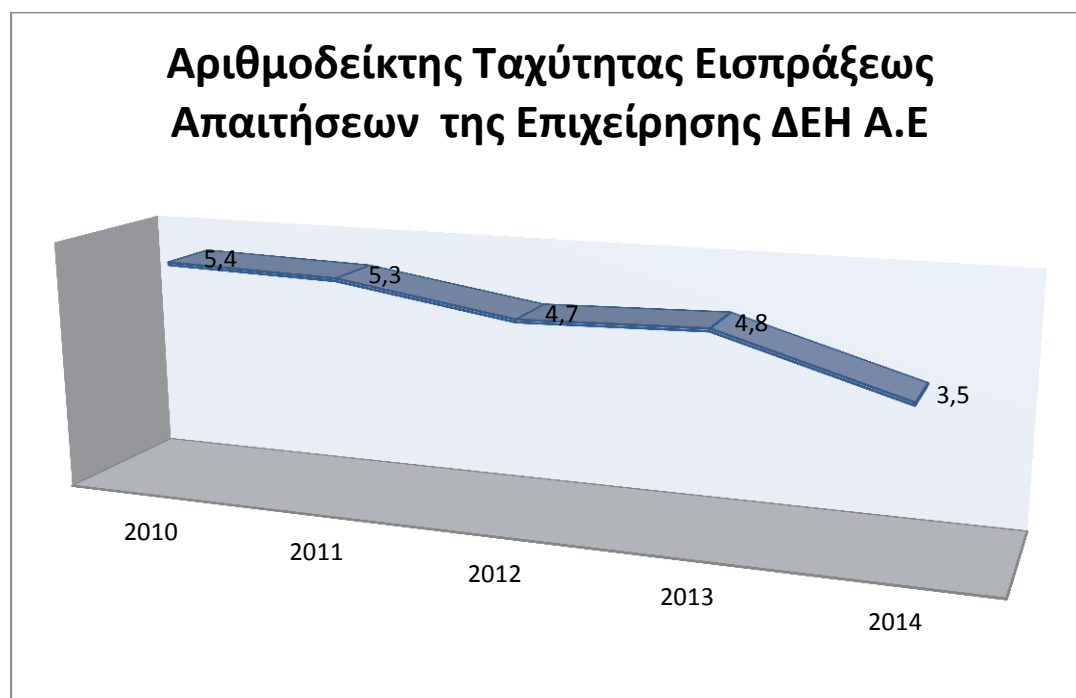
Ο Αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά την διάρκεια της λογιστικής χρήσης οι απαιτήσεις της επιχείρησης. Ο υπολογισμός αυτού του αριθμοδείκτη αποτελεί τον πιο ενδεδειγμένο τρόπο για να διαπιστωθεί αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σχέση με τα υπόλοιπα κυκλοφοριακά της στοιχεία. (Νικήτας Νιάρχος, 2004).

$$\text{Αριθ. Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μ.Ο Απαιτήσεων}}$$

#### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	5,4	5,3	4,7	4,8	3,5

Πίνακας 39: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



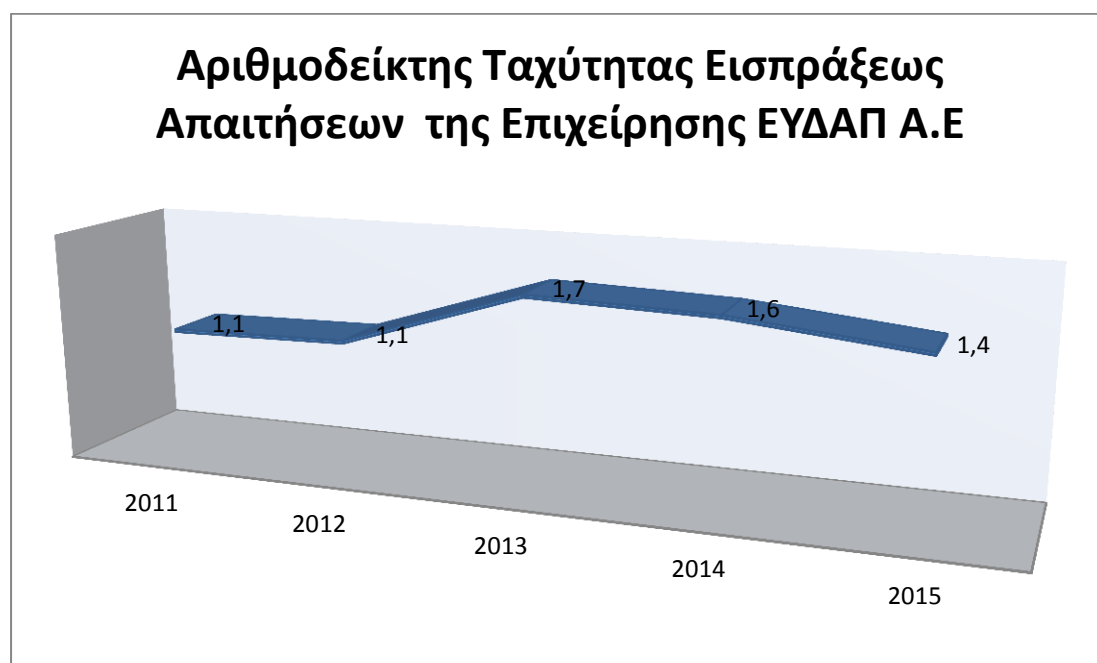
Διάγραμμα 7 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Η εταιρεία ΔΕΗ ΑΕ παρουσιάζει σταθερό αριθμοδείκτη Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων στην διάρκεια των ετών που εξετάζουμε. Το 2011 και το 2012 ο δείκτης δείχνει ότι η επιχείρηση εισπράττει πάνω από 5 φορές μέσα στην λογιστική χρήση τις απαιτήσεις της. Το 2012 και το 2013 ο δείκτης παρουσιάζει μικρή μείωση ενώ την μεγαλύτερη μείωση την παρουσιάζει το 2014 όπου ο δείκτης δείχνει ότι η ΔΕΗ ΑΕ εισπράττει 3,5 φορές τις απαιτήσεις της μέσα στην χρήση. Η μεγάλη μείωση αυτή οφείλεται στην αύξηση των απαιτήσεων της επιχείρησης τα τρία τελευταία χρόνια.

### **Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε**

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Δείκτης</b>	1,1	1,1	1,7	1,6	1,4

Πίνακας 40: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ ΑΕ



Διάγραμμα 48: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

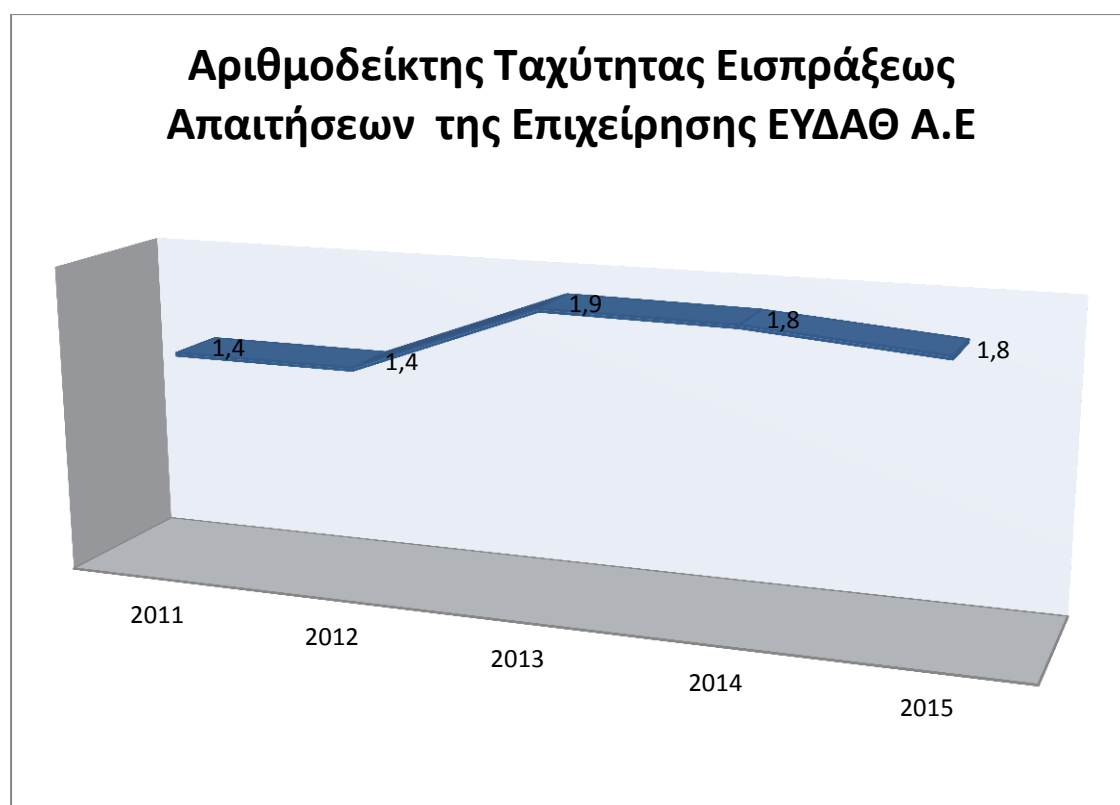
Ο Αριθμοδείκτης ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της επιχείρησης είναι σχεδόν σταθερός για την πενταετία που εξετάζουμε . Η σταθερότητα αυτή οφείλεται στο ότι τόσο οι απαιτήσεις όσο και ο κύκλος εργασιών της εταιρεία ΕΥΔΑΠ ΑΕ δεν παρουσιάζουν έντονες αποκλίσεις στην διάρκεια των πέντε αυτών ετών. Το 2011 καθώς και το 2012 ο δείκτης είναι 1,1 και στην συνέχεια αυξάνεται 0,5 μονάδες το

2013. Το 2014 μειώνεται ελάχιστα και φτάνει το 1,6 και τέλος το 2015 μειώνεται ακόμη φτάνοντας το 1,4.

### **Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε**

<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Δείκτης</b>	1,4	1,4	1,9	1,8	1,8

Πίνακας 41: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 49: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε για το 2011 είχε την τιμή 1,4, κάτι το οποίο σημαίνει πως η επιχείρηση εισέπραξε εκείνο το έτος τις απαιτήσεις της 1,4 φορές μέσα στην χρήση. Το 2012 ο δείκτης παίρνει την ίδια τιμή, ενώ το 2013 αυξάνεται στο 1,9 δηλαδή η επιχείρηση εισπράττει

μέσα στην λογιστική χρήση τις απαιτήσεις της σχεδόν 2 φορές. Το 2014 και 2015 ο δείκτης μειώνεται ελάχιστα στο 1,8.

#### 4.5.10 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού

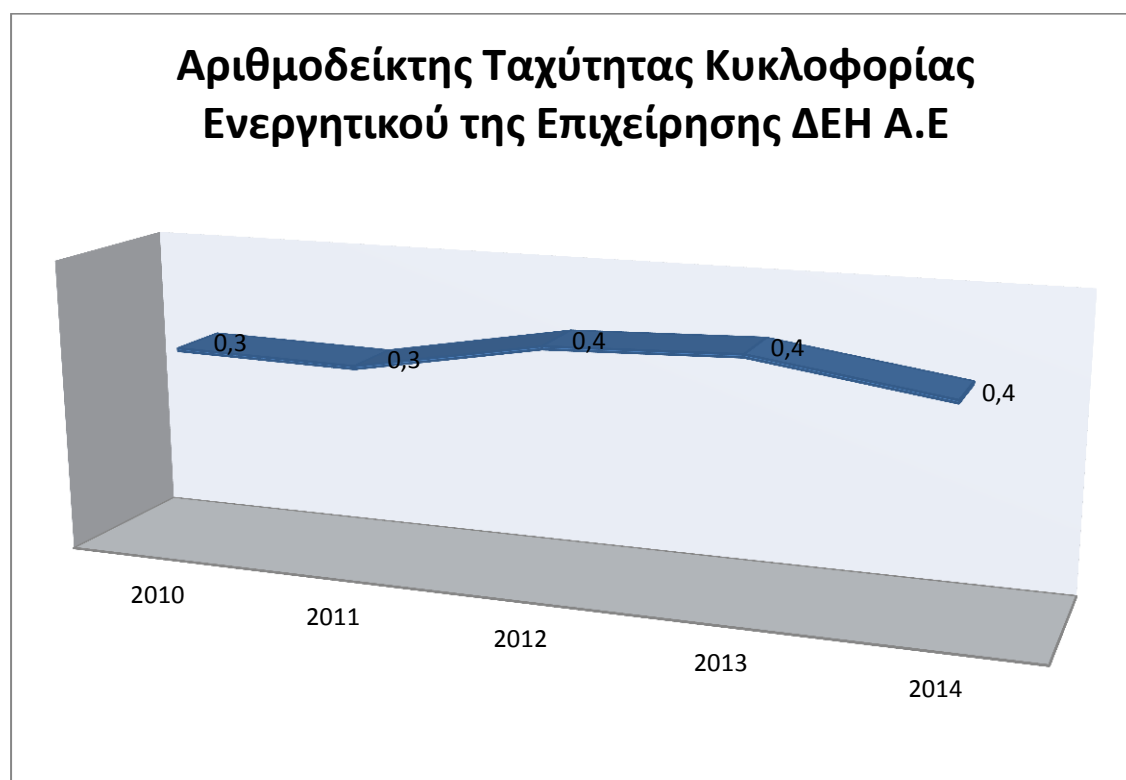
Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας Ενεργητικού μιας επιχείρησης εκφράζει τον βαθμό χρησιμοποίησής αυτού σε σχέση με τις πωλήσεις της. Υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο: (Νικήτας Νιάρχος, 2004).

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφ. Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

#### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4

Πίνακας 42 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



Διάγραμμα 50: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

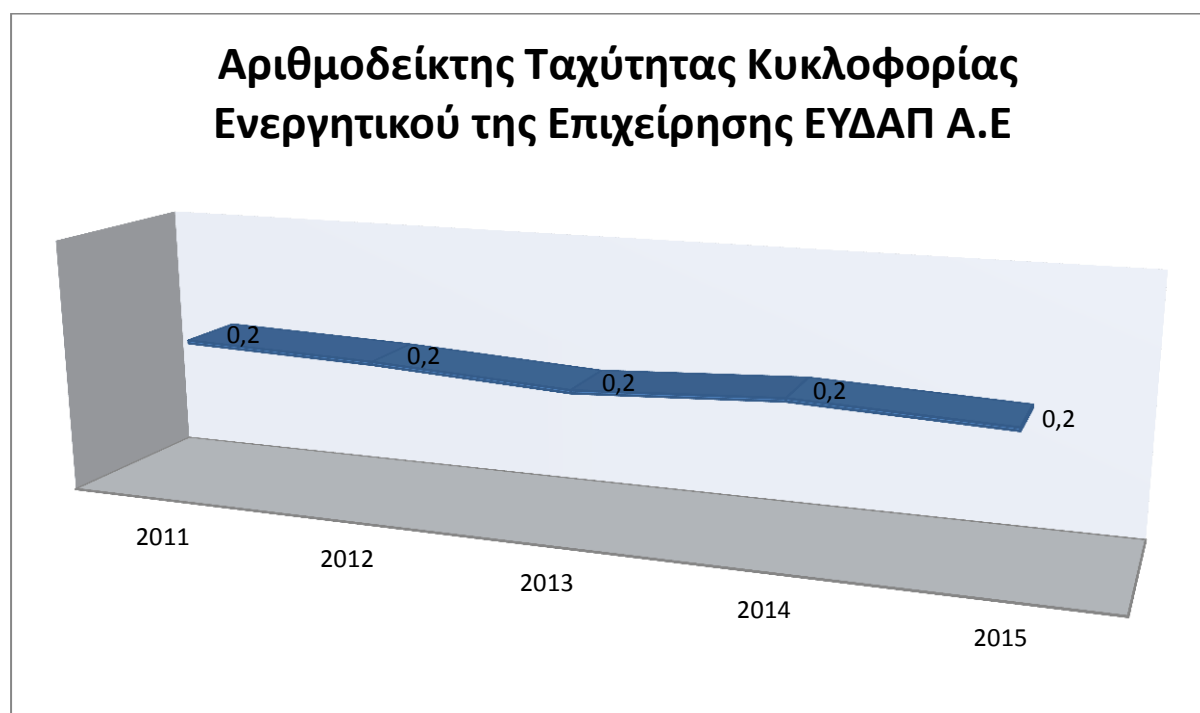


Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε παρουσιάζει μια σταθερότητα τα έτη 2010 έως 2014. Το 2010 παίρνει την τιμή 0,3, δηλαδή η επιχείρηση χρησιμοποιεί 0,3 φορές το ενεργητικό της για να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Το 2012 ο δείκτης αυξάνεται στο 0,4 καθώς εκείνη της χρονιά αυξάνονται οι πωλήσεις της επιχείρησης. Η ΔΕΗ ΑΕ έχει έναν χαμηλό δείκτη Κυκλοφορίας του Ενεργητικού, κάτι το οποίο δίνει υπερεπένδυση κεφαλαίων από μέρους της επιχείρησης σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της.

### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

Πίνακας 43 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



Διάγραμμα 51: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

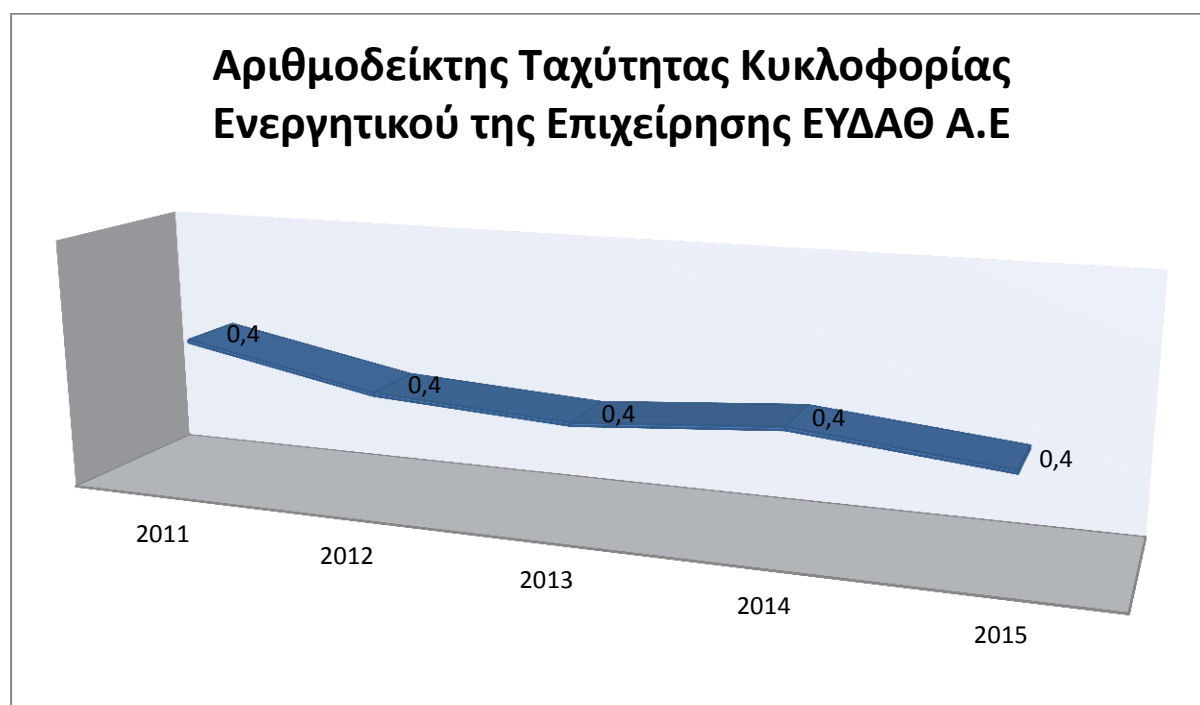
Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ ΑΕ έχει σταθερά την τιμή 0,2 για τα πέντε έτη που εξετάζουμε. Δηλαδή η επιχείρηση χρησιμοποιεί 0,2 φορές το ενεργητικό της για να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της.

Ο δείκτης παραμένει χαμηλός για όλη την διάρκεια της πενταετίας, κάτι το οποίο δείχνει πως η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί εντατικά τα στοιχεία του ενεργητικού της για να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της.

### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Πίνακας 44 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 52: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ ΑΕ έχει σταθερά την τιμή 0,4 για τα έτη 2011- 2015. Η εταιρεία χρησιμοποιεί 0,4 φορές το ενεργητικό της για να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Ο δείκτης είναι μικρός, κάτι το οποίο δείχνει πως η επιχείρηση έχει κάνει υπερεπένδυση στα στοιχεία του ενεργητικού, σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιεί.

#### 4.5.11 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων

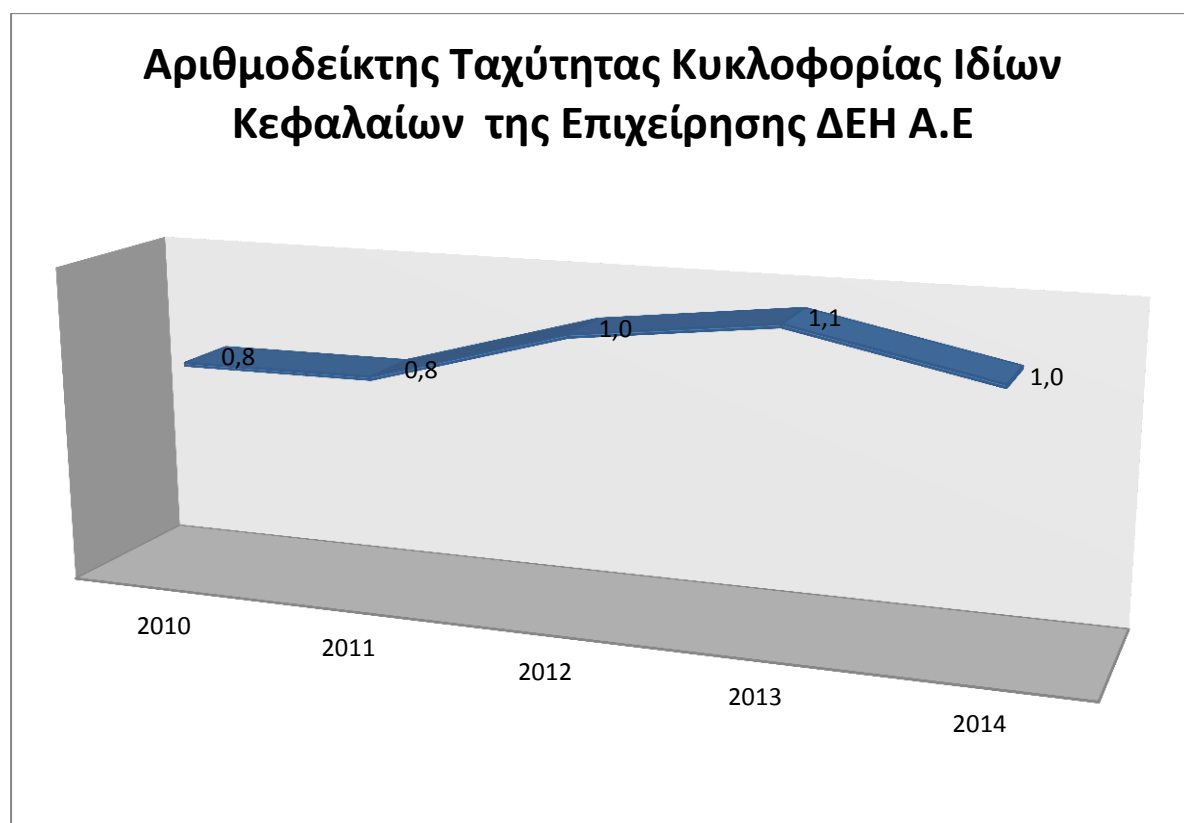
Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων μιας επιχείρησης εκφράζει τον βαθμό χρησιμοποίησής τους σε σχέση με τις πωλήσεις της. Υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο: (Νικήτας Νιάρχος, 2004).

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφ. Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

#### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,8	0,8	1,0	1,1	1,0

Πίνακας 45 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



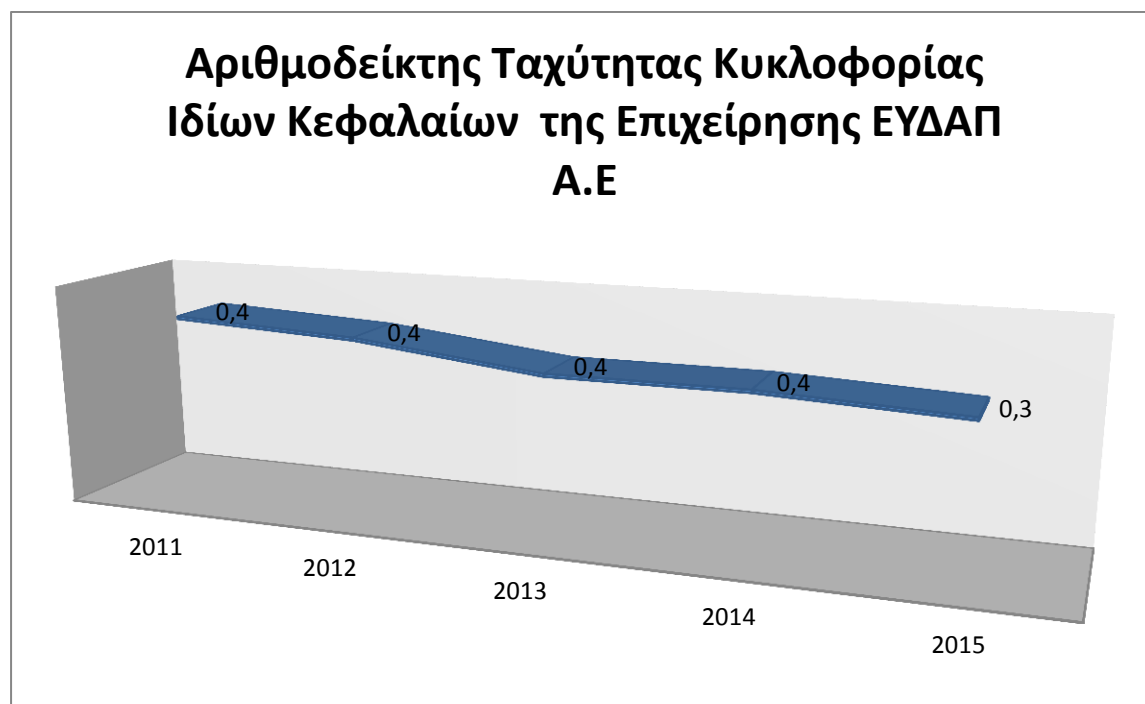
Διάγραμμα 53: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Από το παραπάνω διάγραμμα διαπιστώνουμε πως ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε παραμένει σταθερός τα έτη 2010 και 2011 στις 0,8 μονάδες. Στην συνέχεια αυξάνεται στη 1,0 μονάδα, κάτι το οποίο δείχνει πως η επιχείρηση χρησιμοποιεί 1 φορά τα ίδια Κεφάλαιά της για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Το έτος 2013 αυξάνεται κατά 0,1 μονάδα και τέλος το 2014 μειώνεται πάλι στη 1,0 μονάδα. Η μείωση αυτή οφείλεται στην μείωση των πωλήσεων για το έτος 2014. Η επιχείρηση έχει έναν μικρό δείκτη Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων κάτι το οποίο είναι ευνοϊκό για την ασφάλεια την επιχείρησης καθώς δείχνει πως η ίδια δεν βασίζεται έντονα στα ξένα κεφάλαια για την λειτουργία της.

### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3

Πίνακας 46 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



Διάγραμμα 54: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

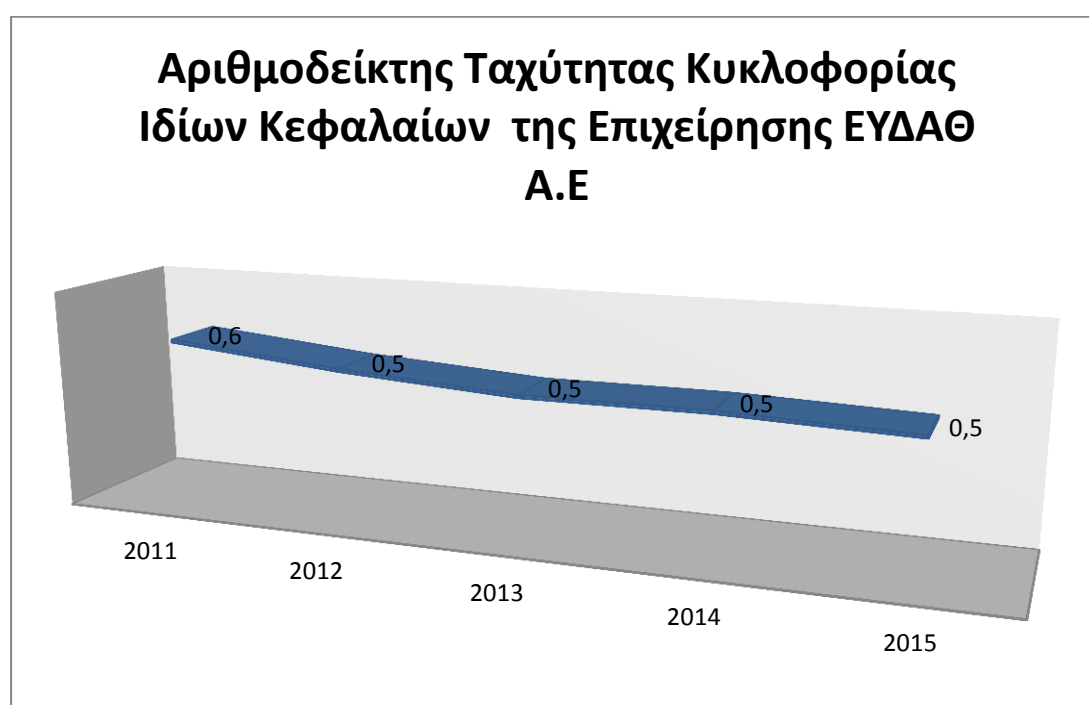
Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε είναι σταθερός για τα έτη 2011 έως 2014 και μειώνεται ελάχιστα το 2015. Η μείωση αυτή οφείλεται στην μείωση των πωλήσεων και στην ταυτόχρονη αύξηση του ενεργητικού στο έτος. Ο δείκτης της επιχείρησης είναι μικρός, κάτι το οποίο

αποτελεί μειονέκτημα για την θέση της επιχείρησης καθώς δείχνει πως πραγματοποιεί μικρές πωλήσεις με σχετικά μικρό ύψος Ιδίων Κεφαλαίων , κάτι το οποίο συνήθως οδηγεί σε ζημιές.

### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	06	05	0,5	0,5	0,5

Πίνακας 47 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 55: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε το έτος 2011 υπολογίστηκε στις 0,6 μονάδες και για τα έτη 2012 έως 2015 μειώθηκε στις 0,5 μονάδες. Ο χαμηλός δείκτης της ΕΥΑΘ ΑΕ αποδεικνύει ότι είναι ασφαλής η επιχείρηση καθώς βασίζεται περισσότερο στ ίδια κεφάλαια για να πραγματοποιεί τις πωλήσεις σε σχέση με τα ξένα κεφάλαια.

#### 4.5.12 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων

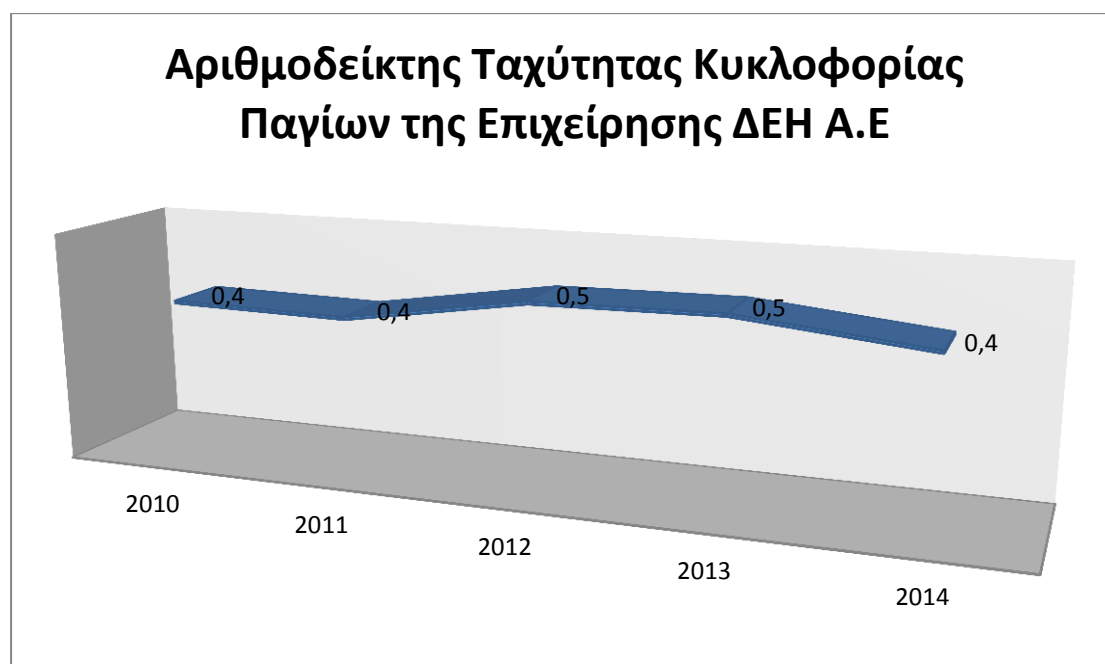
Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας Παγίων εκφράζει τον βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων μια επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο: (Νικήτας Νιάρχος, 2004).

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφ. Παγίων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό}}$$

#### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4

Πίνακας 48 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



Διάγραμμα 56: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

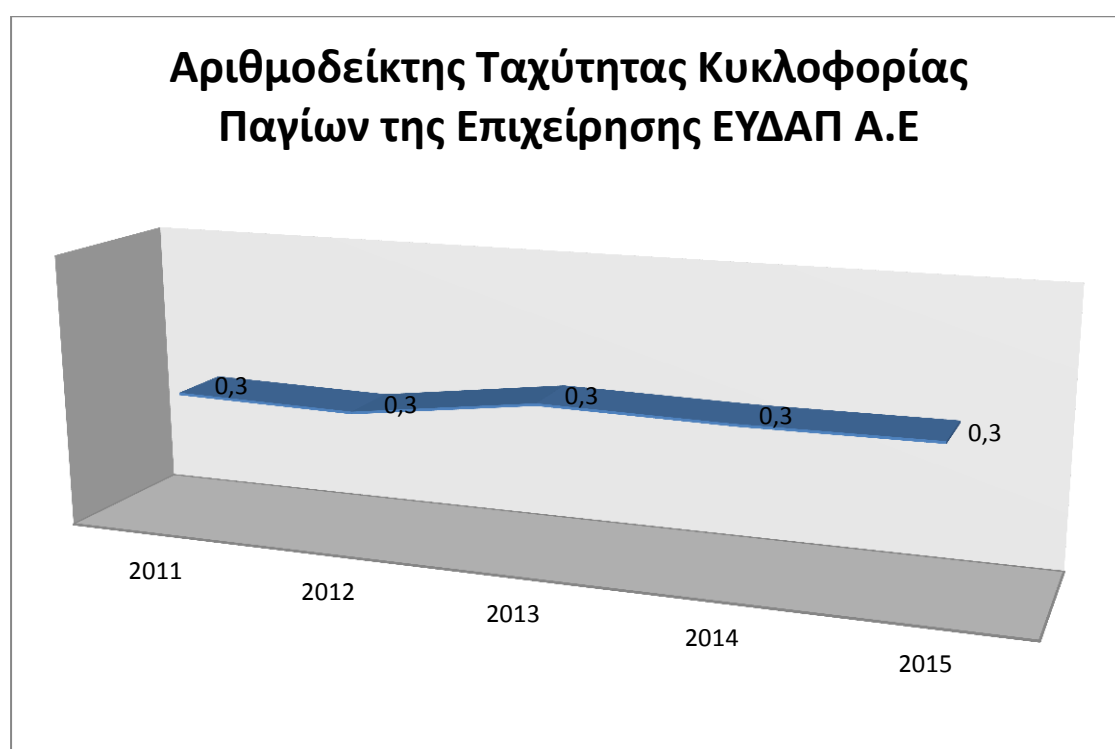
Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε για το 2010 και το 2011 δείχνει πως η επιχείρηση χρησιμοποιεί 0,4 φορές τα πάγια της για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Το 2012 αυξάνεται στις 0,5 μονάδες, όπου παραμένει σταθερός και για την επόμενη χρονιά. Τέλος, καθώς οι πωλήσεις της

επιχείρησης μειώνονται το 2014, μειώνεται ελάχιστα και ο δείκτης. Η ΔΕΗ ΑΕ έχει έναν σχετικά μικρό δείκτη Κυκλοφορίας Παγίων κάτι το οποίο υποδεικνύει πως δεν χρησιμοποιεί εντατικά τα παγιά της για την πραγματοποίηση πωλήσεων.

### Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Πίνακας 49 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



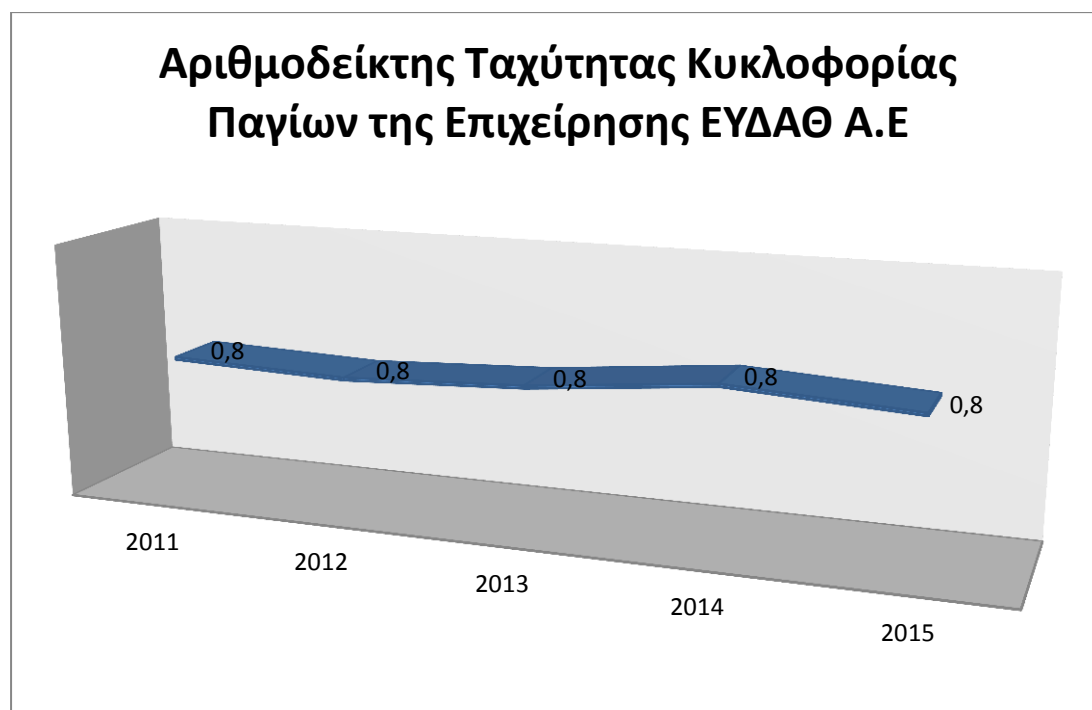
Διάγραμμα 57: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Μετά τον υπολογισμό του Αριθμοδείκτη Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε παρατηρούμε πως παραμένει σταθερός για τα πέντε έτη που εξετάζουμε. Ο δείκτης παίρνει την τιμή 0,3 , δηλαδή η ΕΥΔΑΠ ΑΕ χρησιμοποιεί 0,3 φορές το πάγιο ενεργητικό της για να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Ο δείκτης είναι μικρός κάτι το οποίο δείχνει πως η επιχείρηση δεν κάνει εντατική χρησιμοποίηση των παγίων της για να πραγματοποιήσει τις ετήσιες πωλήσεις της.

## Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

Πίνακας 50 : Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 58: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε

Ο Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων της Επιχείρησης ΕΥΔΑΘ Α.Ε παραμένει σταθερός για τα έτη που εξετάζουμε, από το 2011 έως το 2015. Ο δείκτης, κατά την διάρκεια αυτών των ετών, παίρνει την τιμή 0,8, δηλαδή η ΕΥΔΑΘ ΑΕ χρησιμοποιεί 0,8 φορές τα πάγια της για να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Ο δείκτης της επιχείρησης ΕΥΔΑΘ ΑΕ είναι μικρός κάτι το οποίο δείχνει πως η επιχείρηση δεν κάνει εντατική χρησιμοποίηση των παγίων της για να πραγματοποιήσει τις ετήσιες πωλήσεις της.



#### 4.5.13 Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας (Overall Rate of Return)

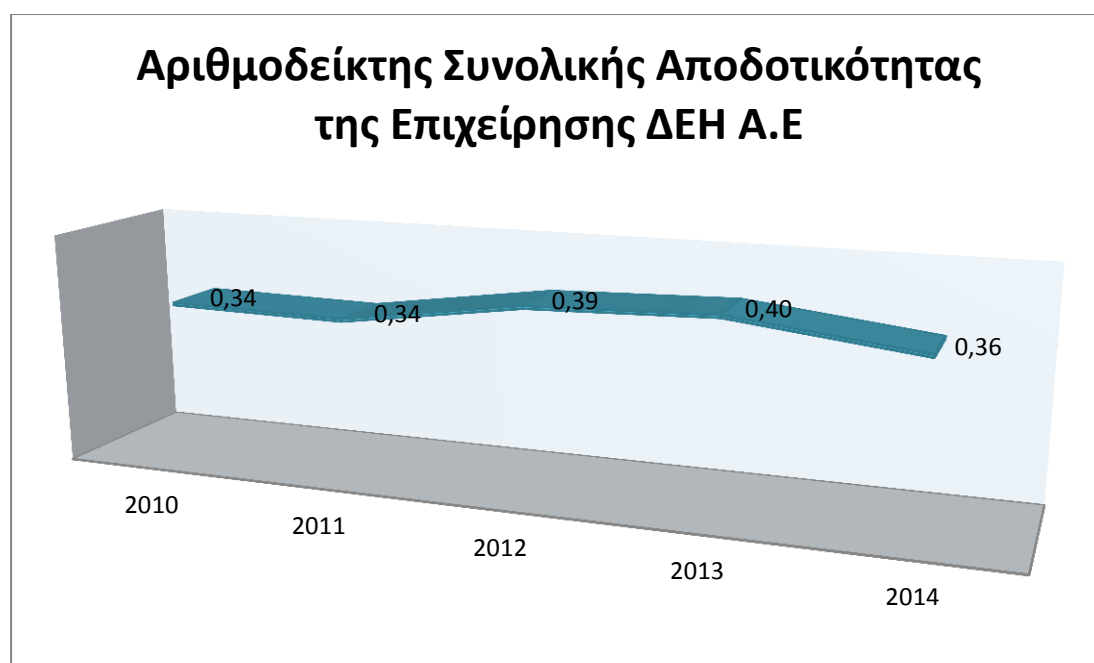
Η αποδοτικότητα μια επιχείρησης είναι η ικανότητα της να πραγματοποιεί κέρδη. Η συνολική αποδοτικότητα (Overall rate of return) υπολογίζεται από τον ακόλουθο δείκτη (Γεώργιος Νιάρχος, 2003)

$$\text{Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Συνολικό Ενεργητικό}}$$

#### Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2010	2011	2012	2013	2014
Δείκτης	0,34	0,34	0,39	0,4	0,36

Πίνακας 51 : Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε



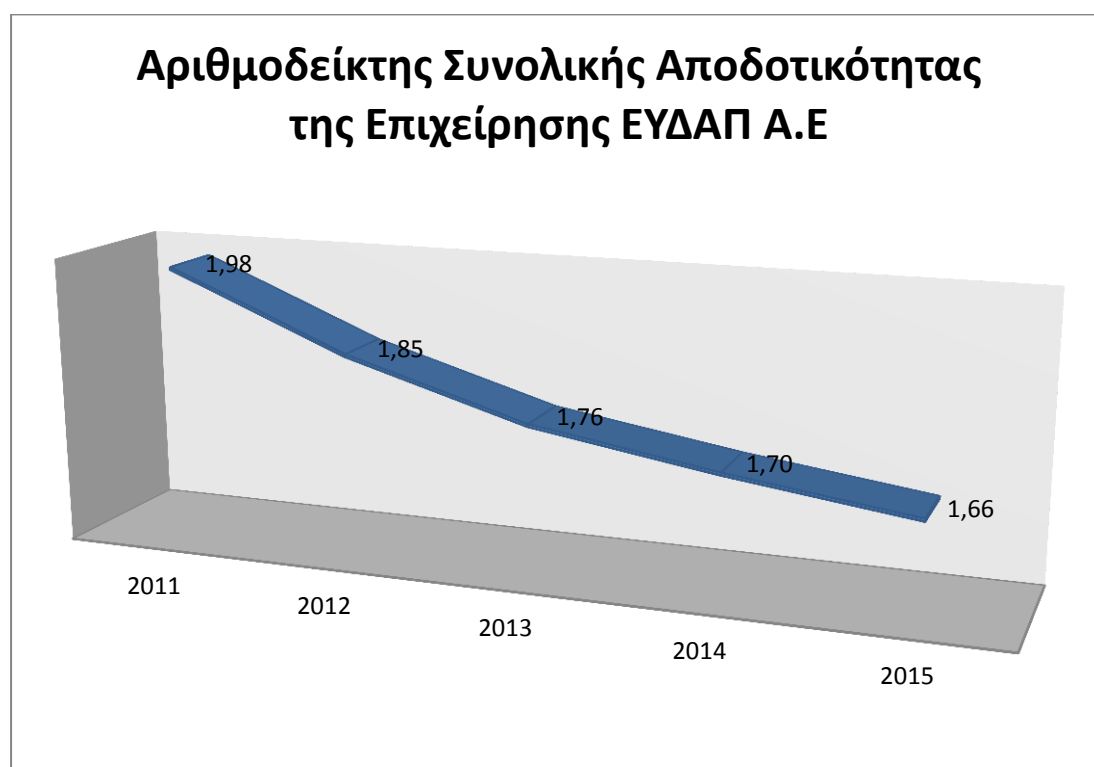
Διάγραμμα 59: Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΔΕΗ Α.Ε

Ο δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της επιχείρησης ΔΕΗ ΑΕ αυξάνεται σταθερά από το έτος 2010 έως το 2013 ενώ το 2014 παρατηρείται μια σημαντική πτώση της τάξεως του 6%. Αυτό συμβαίνει καθώς το συγκεκριμένο έτος η επιχείρηση παρουσιάζει μείωση των πωλήσεων με ταυτόχρονο αύξηση του ενεργητικού δηλαδή χάνει την ικανότητα της να παράγει κέρδη

## Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	1,98	1,85	1,76	1,70	1,66

Πίνακας 52 : Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε



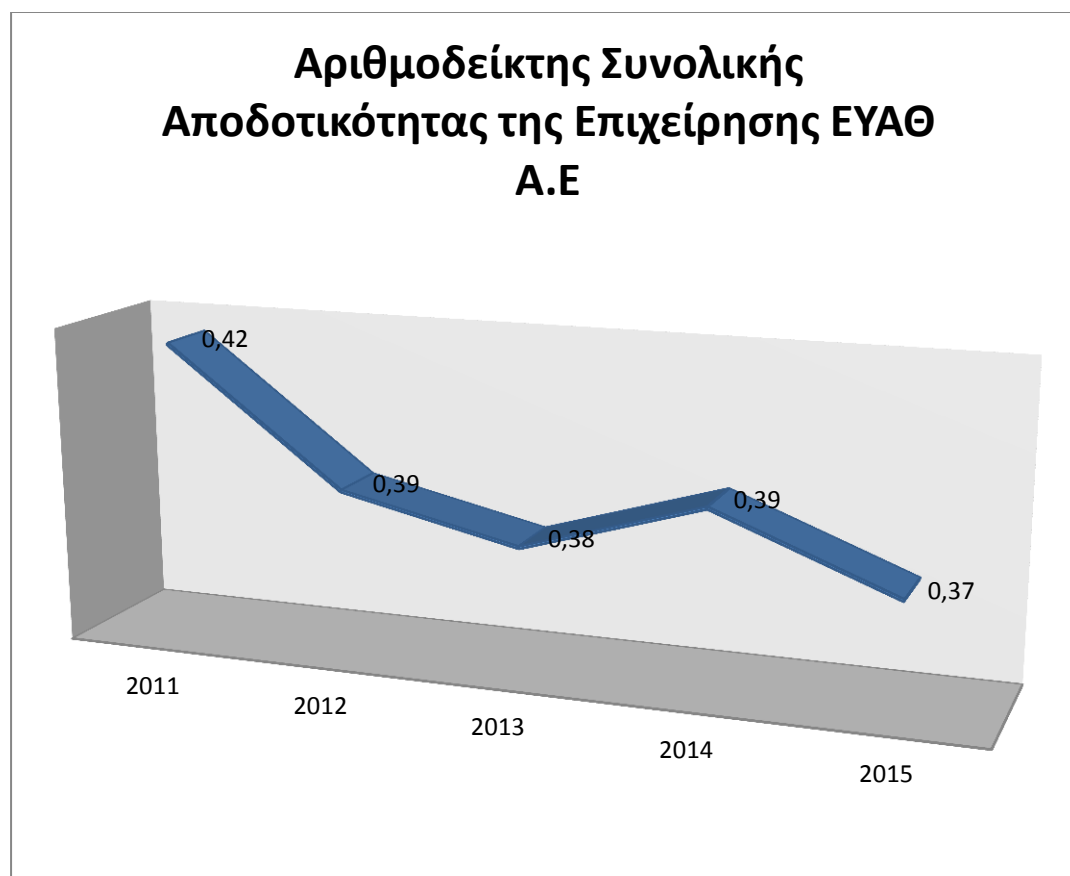
Διάγραμμα 60: Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε

Παρατηρώντας το διάγραμμα του Δείκτη Συνολικής Αποδοτικότητας της επιχείρησης ΕΥΔΑΠ Α.Ε παρατηρούμε πως ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει μια σταθερή καθοδική πορεία για το σύνολο των πέντε ετών που εξετάζουμε. Παρατηρώντας το σχήμα κατανοούμε πως η επιχείρηση στην διάρκεια της πενταετίας μειώνει την ικανότητα της να παράγει κέρδη. Αυτό συμβαίνει γιατί η επιχείρηση ΕΥΑΘ ΑΕ επενδύει συνεχώς σε νέα πάγιο ενεργητικό χωρίς όμως ταυτόχρονα να υπάρχει σημαντική αύξηση των πωλήσεων.

## Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

ΕΤΟΣ	2011	2012	2013	2014	2015
Δείκτης	0,42	0,39	0,38	0,39	0,37

Πίνακας 53 : Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε



Διάγραμμα 61 Αριθμοδείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας της Επιχείρησης ΕΥΑΘ Α.Ε

Ο Δείκτης Συνολικής αποδοτικότητας της ΕΥΑΘ Α.Ε παρουσιάζει έντονες αυξομειώσεις, όπως παρατηρούμε στο παραπάνω διάγραμμα. Το 2011 παρουσιάζει την μεγαλύτερη τιμή του, δηλαδή εκείνη την χρονιά η επιχείρηση έχει την μεγαλύτερη ικανότητα να παράγει κέρδη. Τα επόμενα έτη παρατηρούμε μια μείωση του δείκτη καθώς η κερδοφορία της επιχείρησης επηρεάζεται και από το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον του επικρατεί.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ανάλυση και η εξέταση των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί μια επιστήμη σημαντική καθώς βοηθά τους αναλυτές να λάβουν σωστές αποφάσεις για την βελτίωση μιας οικονομικής μονάδας. Αποτελούν μια πηγή πληροφοριών που αποδεικνύεται πολύτιμη τόσο για τους εξωτερικούς όσο και για τους εσωτερικούς αναλυτές. Ο Ισολογισμός, η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως, η Κατάσταση Ταμειακών Ροών και το Προσάρτημα διοχετεύουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες τόσο στους μετόχους όσο και στο ευρύ κοινό που ενδιαφέρεται για την πορεία μιας επιχείρησης.

Ο πιο ενδεδειγμένος τρόπος αξιολόγησης της μεγάλης και σημαντικής πληροφορίας που περιέχεται στις οικονομικές καταστάσεις είναι η χρήση των Αριθμοδεικτών. Αν και έχουν δεχτεί έντονη κριτική από τους οικονομολόγους, οι Αριθμοδείκτες αποτελούν ακόμα και σήμερα μια αμερόληπτη παρουσίαση των αποφάσεων της διοίκησης μιας επιχείρησης. Επιλέγονται συχνά, καθώς αποτελούν ένα αμερόληπτο τρόπο μέτρησης της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης

Τα τελευταία έτη, όπου η οικονομική κρίση έχει εξαπλωθεί και έχει αγγίξει όλες τις χώρες αλλά και όλους τους επιχειρηματικούς κλάδους, οι επενδυτές παρουσιάζονται όλο και πιο επιφυλακτικοί στα μελλοντικά επενδυτικά τους σχέδια. Οι ίδιοι απαιτούν να γνωρίζουν την αξία μιας επιχείρησης και της μετοχής της προτού προβούν σε οποιαδήποτε επενδυτική κίνηση. Η μέθοδος της αποτίμησης αποτελεί ικανό και αναγκαίο εργαλείο για τη διενέργεια αξιολόγησης επιχειρηματικών γεγονότων και ειδικότερα όσον αφορά τις επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε ενέργειες συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Στην χώρα μας, η ενέργεια καλύπτει το 4% του ελληνικού ΑΕΠ, ένα ποσοστό το οποίο είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο σε άλλες μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες. Η αγορά ενέργειας στην Ελλάδα θεωρείται ολιγοπωλιακή καθώς η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. παραμένει πρωταγωνιστής στον τομέα της ηλεκτροπαραγωγής, είναι η μεγαλύτερη εταιρία παραγωγής και προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα με ελάχιστους ανταγωνιστές να έχουν μπει στην αγορά τα τελευταία χρόνια.

Η ΔΕΗ ΑΕ αποτελεί μια επιχείρηση εντάσεως Κεφαλαίου και το μεγαλύτερο τμήμα της του Ενεργητικού της καταλαμβάνουν τα Ενσώματα πάγια στοιχεία όπως ορυχεία, μηχανήματα κτλ. Για τα έτη 2011 έως 2013 παρουσιάζει αρνητικά αποτελέσματα καθώς αντιμετωπίζει ιδιαίτερα μεγάλες βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις. Λόγω του ιδιοκτήτου δικτύου διανομής ηλεκτρικής ενέργειας παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλό περιθώριο κέρδους. Παρόλο όμως το μεγάλο περιθώριο κέρδους, παρουσιάζει μικρή ικανότητα κερδοφορίας καθώς πρέπει να ανταποκριθεί στις ιδιαίτερα υψηλές δανειακές απαιτήσεις της. Επιπλέον, εμφανίζει μικρή ταμειακή ρευστότητα καθώς διαθέτει μεγάλες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και ταυτόχρονα εμφανίζει μια συνεχή αύξηση των απαιτήσεων από τους καταναλωτές, λόγω των δύσκολων οικονομικών συνθηκών. Τέλος, η ΔΕΗ Α.Ε αποτελεί μια επιχείρηση που ελλοχεύει κίνδυνο για τους επενδυτές καθώς για την καθημερινή της λειτουργία βασίζεται σε δανειακά κεφάλαια.

Η επιχείρηση ΕΥΔΑΠ Α.Ε παρουσιάζει μια αισθητή μείωση του τζίρου στην πενταετία (2011-2015) που εξετάσαμε και η οποία οφείλεται στην δύσκολη οικονομική περίοδο. Παρόλο την παρατηρούμενη μείωση του τζίρου, καταφέρνει να παραμείνει μια κερδοφόρα επιχείρηση με αυξανόμενη ταμειακή ρευστότητα. Η ΕΥΔΑΠ ΑΕ καταφέρνει την αύξηση της ταμειακής ρευστότητας με την αποπληρωμή όλων των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανείων της. Με αυτόν τον τρόπο κατάφερε να αυξήσει μέσα στην πενταετία που εξετάσαμε το μεικτό περιθώριο κέρδους της. Η παρούσα επιχείρηση αποτελεί μια ελκυστική επένδυση για ένα υποψήφιο επενδυτή καθώς στηρίζεται στα δικά της κεφάλαια για την λειτουργία της.

Το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού της επιχείρησης ΕΥΑΘ ΑΕ καταλαμβάνουν τα Ιδιοχρησιμοποιούμενα Ενσώματα πάγια. Επιπλέον, ιδιαίτερα μεγάλο μέρος του ενεργητικού καταλαμβάνουν οι απαιτήσεις της επιχείρησης, ιδιαίτερα από το Ελληνικό Δημόσιο. Για τα έτη 2011, 2012 και 2013 η εταιρεία παρουσιάζει μια μικρή πτώση στα κέρδη της, προ φόρων, παρόλα αυτά τις επόμενες χρονιές ανακάμπτει. Μέσα στην πενταετία που αναλύσαμε, η επιχείρηση αυξάνει αισθητά την ταμειακή της ρευστότητα και επιπλέον να αυξήσει το μεικτό περιθώριο κέρδους της. Αποτελεί μια έξυπνη επένδυση για τους υποψήφιους επενδυτές επειδή στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στα δικά της κεφάλαια, έχοντας εξοφλήσει το σύνολο των δανεικών και ταυτόχρονα διαθέτει την ικανότητα να αποπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις με ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού σε περίπτωση ανάγκης.

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

## ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- A Paradigm Shift in Business Valuation Process Using Fuzzy Logic, Anna M. Gil-Lafuente, César Castillo-López, Fabio Raúl Blanco-Mesa, Soft Computing in Management and Business Economics, Volume 287 of the series Studies in Fuzziness and Soft Computing, pp 177-189, 2012.
- Accounting in Financial Analysis, Jaime Gil-Aluja, 2004, Fuzzy Sets in the Management of Uncertainty, Volume 145 of the series Studies in Fuzziness and Soft Computing pp 263-310, Springer Berlin Heidelberg.
- Applied Corporate Finance - Financial Statement Analysis: What's Right, What's Wrong, and Why?, Mark K. Pyles, 30 September 2013, Part of the series Springer Texts in Business and Economics pp. 29-69.
- Break-Even Analysis, Nikolaos Tsorakidis, Sophocles Papadoulos, Michael, Zerres & Christopher Zerres, Business Sum up, p.5, 2008.
- Encyclopedia of Finance, Ratio Analysis, Cheng-Few Lee , Alice C. Lee, 2006 p 226, Springer US.
- Financial Accounting for MBAs, Peter D. Easton, John J. Wild, Robert F. Halsey, Mary Lea McAnally, 2015 by Cambridge Business Publishers, Sixth Edition.
- Financial Reporting and Analysis Using the FIN Model, Pro Excel Financial Modeling, pp 243-267, Tom Y. Sawyer, 2009, Apress.
- Financial Statements, Finance for Engineers, F.K. Crundwell 2008 pp 45-90, Springer London.
- Foundations of Comparable Company Valuation, The Market Approach to Comparable Company Valuation, Volume 35 of the series ZEW Economic Studies, pp 7-45, 2006)
- International Accounting Standards and Accounting Quality, Mary E. Barth, Wayne R. Landsman, Mark H. Lang, September 2007, Stanford Research Paper Series.
- International Accounting Standards Committee. 1989. Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements. London, UK.
- Medicine and Business: A Practitioner's Guide, R.V. Bucci, Springer International Publishing Switzerland 2014

- Methodological Issues In The Use Of Financial Ratios, Baruch Lev, Shyam Sunder, 1979, Journal of Accounting and Economics 1 (1979) p. 187-210. North-Holland Publishing Company.
- On the Evaluation of Greek Industrial SMEs' Performance via Multicriteria Analysis of Financial Ratios. Small Business Economics September 2000, Volume 15, Issue 2, pp 127-136, Fotini Voulgaris, Michael Doumplos, Constantin Zopounidis, Springer International Publishing.
- Portfolio Theory, CAPM and Performance Measures, Luis Ferruz, Fernando Gómez-Bezares, María Vargas, 2010, pp 267-281, Springer US.
- The Cost of Capital, Eva R. Porras 2011, Publisher Palgrave Macmillan UK
- Understanding the behavior of financial ratios: the adjustment process, José L. Gallizo, Manuel Salvador, November 2002, Journal of Economics and Business 55 (2003) p. 267–283, Elsevier Science Inc.

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Ανάλυση Λογιστικών – Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Απόστολος Κ. Αποστόλου, 2015, Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών.
- Ανάλυση Λογιστικών – Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Απόστολος Κ. Αποστόλου, 2015, Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών
- Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων εταιρίας Jumbo A.E, Κανάκης Σπυρίδων, Βασιλόπουλος Παναγιώτης, Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Πειραιά 2014 .
- Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Αδαμίδης Αργύρης, Θεσσαλονίκη 1998, 1<sup>η</sup> Έκδοση, p. 21-22
- Αποτίμηση Της Αξίας Της Επιχείρησης Με Βάση Την Κερδοφορία Στα Πλαίσια Της Διεθνούς Και Ελληνικής Βιβλιογραφίας. Τσάμης Δημήτριος, 2011. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- Διεθνή Λογιστικά πρότυπα, Σακελλής Εμμανουήλ, Εκδόσεις Σακελλή Τόμος Α, 2002
- Ενέργεια Και Απασχόληση Στην Ελλάδα, Ερευνητικό Έργο - ΜΕΛΕΤΗ ΙΕΝΕ, Αργυρώ Ροϊνιώτη, Κωστής Σταμπολής, Ιωάννης Χατζηβασιλειάδης, Δεκέμβριος 2013, Ινστιτούτο Ενέργειας ΝΑ Ευρώπης.
- Η ανταγωνιστικότητα των δυναμικών κλάδων της ελληνικής οικονομίας. Η αναγκαιότητα για διασύνδεση των στρατηγικών ανάπτυξης. Ιωάννα Χριστοδουλάκη, Ευάγγελος Στάθης. 2013. Ελληνική Ένωση Τραπεζών.

- Η Ελλάδα 10 Χρόνια Μπροστά: Προσδιορίζοντας το νέο Εθνικό Μοντέλο Ανάπτυξης, McKinsey&Company, Σεπτέμβριος 2011
- Κλαδική Μελέτη : Αιολικά Πάρκα, Δαγκαλίδης Αθανάσιος, 2010, Τράπεζα Πειραιώς.
- Κλαδική Μελέτη : Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας, Παύλος Μυλωνάς, Ιούνιος 2008 Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.
- Κλαδική Μελέτη : Ηλεκτρική Ενέργεια, Στόχασις Α.Ε, 2011
- Ο Εκσυγχρονισμός των Επιχειρήσεων & Υπηρεσιών Κοινής Ωφέλειας: Μεταξύ Ανταγωνιστικότητας & Δημόσιου Συμφέροντος - Η περίπτωση των κλάδων ύδρευσης, ηλεκτρισμού και τηλεπικοινωνιών, Γιάννης Ευσταθόπουλος 2009, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, Τεύχος 30 Ιανουάριος 2009
- Οι Κυριότερες Μέθοδοι Αποτίμησης & η Διαδικασία Εξαγωγής της Σχέσης Συγχώνευσης, Investment Research & Analysis Journal, 2005.
- Στρατηγική Και Χρηματοοικονομική Ανάλυση Της Σελμαν Α.Ε. Αγγουριάς Γεώργιος, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2011
- Χρηματοοικονομική Ανάλυση – Επενδύσεις, Βασιλική Μλινδρέτου, 2000, Δεύτερη Έκδοση, Εκδόσεις Παπαζήση
- Χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση επιχειρήσεων. Η περίπτωση, των εισηγμένων στο Χ.Α. επιχειρήσεων, VIVARTIA A.B.E.E. και COCA COLA H.B.C., Λυμπερόπουλος Αντώνιος, 2009, Πανεπιστήμιο Πατρών
- Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Νικήτας Α. Νιάρχος, 7<sup>η</sup> Έκδοση 2004, Εκδόσεις Σταμούλης
- Χρηματοοικονομική Ανάλυση Μιας Α.Ε. & Μέτρηση Βιωσιμότητας & Χρηματοοικονομικής δυσχέρειας Του Κλάδου Της Με Το Υπόδειγμα Altman's Z – Score, Κατεργαράκης Στέλιος, Γιακουμάκης Γιώργος, Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης, 2011
- Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Γεώργιος Π. Αρτίκης, 2003, Εκδόσεις Interbooks
- Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, Γεώργιος Π. Αρτίκης, 2002, Εκδόσεις Interbooks



## ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

- <http://www.iasplus.com/>
- <http://www.ifrs.org/>
- [http://www.taxheaven.gr/pagesdata/logsxedio/1\\_deiktes.htm](http://www.taxheaven.gr/pagesdata/logsxedio/1_deiktes.htm)