

Τίτλος εργασίας: "ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΔΕΗ ΚΑΙ ΟΤΕ"

Τίτλος εργασίας στα αγγλικά: "FINACIAL ANALYSIS OF COMPANIES DEH AND ΟΤΕ"

Σπουδαστής: ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ ΜΙΧΑΗΛ (ΑΜ:ΜΟ30)

Υπεύθυνος Καθηγητής: ΦΛΩΡΟΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2020

Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. Χρηματοοικονομική Ανάλυση	3
1.1 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις	3
1.2 Έννοια – Σκοπός της Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	7
1.3 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	9
1.3.1 Κάθετη Ανάλυση	9
1.3.2 Οριζόντια Ανάλυση	10
1.3.3 Ανάλυση Τάσης	10
1.3.4 Αριθμοδείκτες	10
1.3.5 Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficientmarkettheory).....	11
1.3.6 Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect).....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. Αριθμοδείκτες.....	13
2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	13
2.2 Δείκτες Δραστηριότητας.....	15
2.3 Δείκτες Αποδοτικότητας.....	18
2.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	20
2.5 Δείκτες Επενδύσεων	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. Βιβλιογραφική Επισκόπηση	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΟΤΕ – COSMOTE Α.Ε.	26
4.1 Βασικά Χαρακτηριστικά Ο.Τ.Ε. Α.Ε.	26
4.2 Αγορά Τηλεπικοινωνιών.....	27
4.3 Εξέλιξη Βασικών Οικονομικών Μεγεθών.....	28
4.4 Ανάλυση Αριθμοδεικτών.....	28
4.4.1 Δείκτες Ρευστότητας.....	28
4.4.2 Δείκτες Δραστηριότητας.....	29
4.4.3 Δείκτες Αποδοτικότητας.....	30
4.4.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	33
4.4.5 Δείκτες Επενδυτικοί.....	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΔΕΗ Α.Ε.....	36
5.1 Βασικά Χαρακτηριστικά ΔΕΗ Α.Ε.	36
5.2 Αγορά Ενέργειας.....	37
5.3 Εξέλιξη Βασικών Οικονομικών Μεγεθών.....	37
5.4 Ανάλυση Αριθμοδεικτών.....	38
5.4.1 Δείκτες Ρευστότητας.....	38
5.4.2 Δείκτες Δραστηριότητας.....	39
5.4.3 Δείκτες Αποδοτικότητας.....	41
5.4.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	42
5.4.5 Δείκτες Επενδυτικοί.....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Πορεία Μετοχών ΟΤΕ - ΔΕΗ ..	45
6.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	45
6.2 Μεθοδολογική Προσέγγιση Ανάλυσης Αποδόσεων Μετοχών	45
6.3 Περιγραφική Στατιστική Μετοχών.....	46
6.4 Οικονομική Ανάλυση	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. Συμπεράσματα.....	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8. Βιβλιογραφία.....	56

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1-1 Υποχρεώσεις για Σύνταξη Οικονομικών Καταστάσεων	5
Πίνακας 4-1 Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών – Καθαρών Κερδών (σε εκ. €).....	28
Πίνακας 4-2 Δείκτες Ρευστότητας.....	28
Πίνακας 4-3 Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες)	29
Πίνακας 4-4 Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας (φορές).....	30
Πίνακας 4-5 Περιθώριο EBITDA.....	30
Πίνακας 4-6 Καθαρά Περιθώρια Κέρδους	31
Πίνακας 4-7 Δείκτες Αποδοτικότητας.....	32
Πίνακας 4-8 Δείκτης Κάλυψης Τόκων (σε φορές).....	33
Πίνακας 4-9 Δείκτες Δανειακής Κάλυψης & Επιβάρυνσης.....	33
Πίνακας 4-10 Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων	33
Πίνακας 4-11 Δείκτες Παγιοποίησης και Κάλυψης με Διαρκή Κεφάλαια	34
Πίνακας 4-12 Δείκτες Μερισματικής Πολιτικής	34
Πίνακας 4-13 Δείκτες Αποτίμησης.....	35
Πίνακας 5-1 Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών – Καθαρών Αποτελεσμάτων (σε χιλιάδες €)	38
Πίνακας 5-2 Δείκτες Ρευστότητας.....	39
Πίνακας 5-3 Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες).....	39
Πίνακας 5-4 Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας (φορές).....	40
Πίνακας 5-5 Περιθώριο EBITDA.....	41
Πίνακας 5-6 Καθαρά Περιθώρια Κέρδους	41
Πίνακας 5-7 Δείκτες Αποδοτικότητας.....	42
Πίνακας 5-8 Δείκτης Κάλυψης Τόκων (σε φορές).....	42
Πίνακας 5-9 Δείκτες Δανειακής Κάλυψης & Επιβάρυνσης.....	43
Πίνακας 5-10 Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων	43
Πίνακας 5-11 Δείκτες Παγιοποίησης και Κάλυψης με Διαρκή Κεφάλαια	43
Πίνακας 5-12 Δείκτες Μερισματικής Πολιτικής	44
Πίνακας 5-13 Δείκτες Αποτίμησης.....	44
Πίνακας 6-1. Περιγραφική Στατιστική Αποδόσεων	46
Πίνακας 6-2. Περιγραφική Στατιστική Τιμών Κλεισίματος.....	48
Πίνακας 6-3. Αποτελέσματα προσαρμογής του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΟΤΕ	50

Πίνακας 6-4. Αποτελέσματα των συντελεστών του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΟΤΕ.....	50
Πίνακας 6-5. Αποτελέσματα προσαρμογής του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΔΕΗ.....	51
Πίνακας 6-6. Αποτελέσματα συντελεστών του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΔΕΗ.....	51

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 4-1 Μετοχική Σύνθεση ΟΤΕ Α.Ε. Έτος 2018	26
Διάγραμμα 5-1 Μετοχική Σύνθεση ΔΕΗ Α.Ε.	36
Διάγραμμα 6-1. Αποδόσεις ΟΤΕ	47
Διάγραμμα 6-2. Αποδόσεις ΔΕΗ	48
Διάγραμμα 6-3. Τιμές κλεισίματος ΟΤΕ	49
Διάγραμμα 6-4. Τιμές κλεισίματος ΔΕΗ	49

Ευχαριστίες

Με την περάτωση της διπλωματικής μου εργασίας στα πλαίσια του μεταπτυχιακού Οργάνωση και Διοίκηση για Μηχανικούς του Ελληνικού Μεσογειακού Πανεπιστημίου, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον καθηγητή μου Χρήστο Φλώρο που με την δική του καθοδήγηση – υπόδειξη – συμβουλές με βοήθησε στο να εκπονήσω την παρακάτω διπλωματική εργασία.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω την σύζυγο μου η οποία με δική της ώθηση και συμπαράσταση λόγω αυξημένου φόρτου εργασίας μου, με βοήθησε στο να ολοκληρώσω την συγκεκριμένη εργασία.

Περίληψη

Η χρηματοοικονομική ανάλυση βασίζεται στην επεξεργασία των λογιστικών δεδομένων, όπως αυτά παρουσιάζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει τον εντοπισμό, τη σύγκριση και την ερμηνεία χρηματοοικονομικών στοιχείων και άλλων πληροφοριών που παρουσιάζονται στις καταστάσεις.

Η παρούσα εργασία θα εφαρμόσει τη μέθοδο των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών για να παρουσιάσει τη διαχρονική εξέλιξη της πορείας των επιχειρήσεων ΟΤΕ Α.Ε. και ΔΕΗ Α.Ε., δύο εμβληματικών επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας.

Η ανάλυση των εταιριών τα έτη 2013-2017 παρουσιάζει ενδιαφέρουσες τάσεις. Ο ΟΤΕ παρουσιάζει συγκριτικά καλύτερες επιδόσεις και προοπτικές, ενώ η ΔΕΗ έχει να αντιμετωπίσει σημαντικά προβλήματα ρευστότητας και διάρθρωσης του κόστους. Οι δύο επιχειρήσεις επηρεάζονται σημαντικά από την απελευθέρωση της αγοράς και τη δημιουργία ανεξάρτητων ρυθμιστικών αρχών που τη διαχειρίζεται.

Η πορεία των μετοχών είναι πτωτική. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι η περίοδος ανάλυσης συμπίπτει με μία από τις πιο αρνητικές περιόδους μακροοικονομικών εξελίξεων στην εθνική οικονομία. Η οικονομετρική ανάλυση των ημερήσιων αποδόσεων που παρατίθεται στο τέλος του 6^{ου} κεφαλαίου δεν παρουσιάζει κάποια ευρήματα ως προς την επίδραση του ημερολογιακού μήνα στο πρόσημο των ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Η χρηματοοικονομική ανάλυση βασίζεται στην επεξεργασία των λογιστικών δεδομένων, όπως αυτά παρουσιάζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Στο κεφάλαιο αυτό, αρχικά, παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που προβλέπονται από την εθνική νομοθεσία. Στη συνέχεια ορίζεται και αναλύεται η έννοια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

1.1 Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι αποτέλεσμα της εφαρμογής της χρηματοοικονομικής λογιστικής. Η χρηματοοικονομική λογιστική περιλαμβάνει την καταγραφή, κατηγοριοποίηση και παρουσίαση των λογιστικών γεγονότων μίας επιχείρησης. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι τα τελικά προϊόντα της χρηματοοικονομικής λογιστικής (Rao, 2011).

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που προβλέπει ο νόμος 4308/2014 περί «Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων» είναι πέντε (5).

1. Ισολογισμός ή Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης.
2. Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης.
3. Προσάρτημα.
4. Κατάσταση Μεταβολών Καθαρής Θέσης.
5. Κατάσταση Χρηματοροών.

Οι καταστάσεις αυτές αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Ο νόμος ορίζει την υποχρέωση σύνταξης όλων ή κάποιων από αυτές, ανάλογα με το μέγεθος της επιχειρηματικής οντότητας. Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν υποχρέωση να συντάσσουν όλες τις προαναφερόμενες καταστάσεις. Οι μεσαίες δεν υποχρεούνται στη σύνταξη κατάστασης χρηματοροών. Οι μικρές και πολύ μικρές οντότητες υποχρεούνται στη σύνταξη τριών καταστάσεων (οικονομικής θέσης, αποτελεσμάτων χρήσης και προσαρτήματος). Η ένταξη της επιχείρησης – οντότητας σε μία κατηγορία μεγέθους εξαρτάται από την εκπλήρωση δύο εκ των τριών κριτηρίων που ακολουθούν:

1. Καθαρός κύκλος εργασιών.
2. Σύνολο Ενεργητικού.
3. Μέσος Όρος προσωπικού.

Καθαρός Κύκλος εργασιών θεωρείται αυτός που προέρχεται από τις συνήθεις δραστηριότητες της οντότητας. Στην έννοια του καθαρού κύκλου εργασιών δεν περιλαμβάνονται τα ασυνήθη έσοδα (όπως έσοδα από συναλλαγματικές διαφορές ή εκποιήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων), καθώς και φόρων ή τελών. Επιπλέον δεν περιλαμβάνεται η αξία των αυτοπαραδόσεων και τα έσοδα που πραγματοποιούνται για λογαριασμό τρίτου.

Ο μέσος όρος του προσωπικού υπολογίζεται με αναφορά στο καθεστώς πλήρους απασχόλησης, σε ημερήσια αλλά και σε ετήσια βάση. Σχετίζεται μεόλους τους εργαζόμενους που έχουν ή τεκμαίρεται ότι έχουν, εργασία έμμισθης απασχόλησης. Συγκεκριμένα, περιλαμβάνονται οι έχοντες έμμισθη σχέση (σχέση εξαρτημένης εργασίας) αλλά και τα άτομα που απασχολούνται με σχέση που εξομοιώνεται με έμμισθη εργασία, όπως δικηγόροι, λογιστές ή μηχανικοί όταν είναι πλήρους απασχόλησης και ανεξάρτητα του τρόπου που αμείβονται (σχέση ανεξαρτήτων υπηρεσιών). Συμπεριλαμβάνονται επίσης οι απασχολούμενοι με μίσθωση από άλλη οντότητα, καθώς και οι επιχειρηματίες, εφόσον απασχολούνται στην οντότητα και αμείβονται από αυτή.

Η ένταξη μιας οντότητας σε κατηγορία μεγέθους προσδιορίζει κυρίως τις λογιστικές της υποχρεώσεις σε ό,τι αφορά:

- α) τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που συντάσσει (όπως παρουσιάστηκε ανωτέρω),
- β) απλοποιήσεις και απαλλαγές από ορισμένους κανόνες επιμέτρησης, καθώς και από την παροχή ορισμένων πληροφοριών του προσαρτήματος,
- γ) απαγόρευση χρήσης ορισμένων κανόνων επιμέτρησης.

Ο Πίνακας 1.1

Πίνακας 1-1 παρουσιάζει την υποχρέωση σύνταξης ανά κατηγορία επιχείρησης – οντότητας.

Πίνακας 1-1 Υποχρεώσεις για Σύνταξη Οικονομικών Καταστάσεων

Επιχειρηματική Οντότητα	ΠολύΜικρές		Μικρές	Μεσαίες	Μεγάλες
	Αρ.1 παρ.2γ	Αρ.1 παρ. 2 ^α και 2β			
Κατάσταση Αποτελεσμάτων	+	+	+	+	+
Προσάρτημα	+	+	+	+	+
Ισολογισμός		+	+	+	+
Κατάσταση Μεταβολών ΚαθαρήςΘέσης				+	+
Κατάσταση Χρηματοροών					+

Πηγή: ν.4308/2014

Οι επιχειρήσεις - οντότητες του άρθρου 1 παρ. 2γ είναι: η ατομική επιχείρηση, η Ομόρρυθμη και η Ετερόρρυθμη Εταιρία (Ο.Ε. – Ε.Ε.), και κάθε άλλη οντότητα που υποχρεούται να εφαρμόζει το νόμο από φορολογική ή άλλη νομοθετική διάταξη.

Οι επιχειρήσεις – οντότητες του άρθρου 1 παρ. 2α και 2β είναι: στην περίπτωση (α) η Ανώνυμη Εταιρία, η Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης, η Ιδιωτική Κεφαλαιουχική Εταιρία και (β) Ο.Ε., Ε.Ε. των οποίων οι εταίροι είναι φορείς της περίπτωσης (α). Σε περίπτωση που η επιχείρηση υποχρεούται σε σύνταξη ισολογισμού, τότε πρέπει να εφαρμόζει διπλογραφικό σύστημα.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ 1) οι καταστάσεις είναι:

1. Κατάσταση Οικονομικής Θέσης (Ισολογισμός).
2. Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος (Αποτελεσμάτων Χρήσης).
3. Κατάσταση Μεταβολής Ιδίων Κεφαλαίων.
4. Κατάσταση Ταμειακών Ροών.
5. Σημειώσεις επί των Καταστάσεων.

Στην ουσία το εθνικό νομοθέτημα των Λογιστικών Προτύπων ενσωμάτωσε μεγάλο μέρος των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) στην εθνική έννομη τάξη. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που συντάσσονται παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό ομοιότητας με τις αντίστοιχες των ΔΛΠ.

Ο ισολογισμός παρουσιάζει με συνοπτικό τρόπο την οικονομική θέση μιας επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική στιγμή (στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης που συνήθως συμπίπτει με το τέλος του έτους). Ο χαρακτήρας της πληροφόρησης είναι στατικός. Στον ισολογισμό προβάλλονται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης σε ομάδες (με κριτήριο το χρόνο δέσμευσής τους από την οντότητα) σε πάγια και κυκλοφορούντα, καθώς και οι πηγές των κεφαλαίων της (ίδια κεφάλαια, μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τρίτους). Ο ισολογισμός αποτελεί την οικονομική φωτογραφία της μονάδας σε μια συγκεκριμένη στιγμή (Sheridan, Keown & Martin, 2015). Η δημοσίευση του επιβάλλεται από το νόμο καθώς αποτελεί πληροφοριακό έγγραφο, μέσω του οποίου οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να εξακριβώσουν το έργο, τους στόχους και την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης παρουσιάζει τα συνολικά έσοδα και έξοδα πραγματοποίησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης. Σε αντίθεση με τον ισολογισμό, η παρουσίαση των οικονομικών δεδομένων δεν είναι στατική. Αντιθέτως παρουσιάζεται η δράση της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μίας ολόκληρης χρονικής περιόδου, τις περισσότερες φορές διάρκειας ενός έτους ή διαχειριστικής χρήσης. Υπάρχει βέβαια η δυνατότητα, ή και υποχρέωση για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, σύνταξης ενδιάμεσων του έτους οικονομικών καταστάσεων. Ενδεικτικά, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης περιλαμβάνει τον κύκλο εργασιών, το κόστος πωληθέντων προϊόντων ή υπηρεσιών, των δαπανών διάθεσης, διοίκησης και χρηματοοικονομικής λειτουργίας, του φόρου εισοδήματος και των καθαρών κερδών (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008).

Η κατάσταση ταμειακών ροών παρουσιάζει τις μεταβολές στα διαθέσιμα χρηματικά υπόλοιπα κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης (ή ενδιάμεσα) μέσω του εντοπισμού των πηγών και χρήσεων των χρηματικών κεφαλαίων. Πηγές κεφαλαίων αποτελούν οι χρηματικές εισροές από πώληση αγαθών, υπηρεσιών αλλά και λοιπών περιουσιακών στοιχείων. Αντιθέτως, χρήση θεωρείται οποιαδήποτε εκροή χρηματικών διαθεσίμων για τακτοποίηση υποχρεώσεων. Οι πηγές και οι χρήσεις κεφαλαίων εντάσσονται σε τρεις κατηγορίες: Λειτουργικές δραστηριότητες, Επενδυτικές Δραστηριότητες και Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες (Sheridan, Keown & Martin, 2015). Οι λειτουργικές δραστηριότητες σχετίζονται με τις κύριες δραστηριότητες της επιχειρηματικής οντότητας. Οι επενδυτικές δραστηριότητες

περιλαμβάνουν χρηματικές ροές από αγορά ή πώληση στοιχείων του ενεργητικού. Τέλος, οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες αφορούν τις μεταβολές του τρόπου χρήσης του χρέους προς τρίτους και των ιδίων κεφαλαίων.

Η κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (ή καθαρής θέσης) περιλαμβάνει την ανάλυση των κινήσεων της επιχείρησης σχετικά με τα ίδια κεφάλαια (μετοχικό κεφάλαιο, μερίσματα και αποθεματικά) που δεν παρουσιάζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (Sheridan, Keown & Martin, 2015).

1.2 Έννοια - Σκοπός της Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει τον εντοπισμό, τη σύγκριση και την ερμηνεία χρηματοοικονομικών στοιχείων και άλλων πληροφοριών που παρουσιάζονται στις καταστάσεις. Η ανάλυση έχει σαν σκοπό την εκτίμηση της απόδοσης των επιχειρήσεων και της χρηματοοικονομικής τους θέσης (Fabozzi & Drake, 2012).

Η χρηματοοικονομική ανάλυση γίνεται για να προσδιοριστούν τα δυνατά (strong) και αδύναμα (weak) σημεία της επιχείρησης και να διαπιστωθεί η χρηματοοικονομική της επάρκεια, η ικανότητα επίτευξης κερδών, αλλά και η συγκριτική της θέση στον κλάδο δραστηριοποίησης, τόσο διαχρονικά όσο και διεπιχειρησιακά (Ευθύμογλου & Οικονόμου, 1992).

Η απόδοση μίας επιχείρησης προσεγγίζεται με όρους κόστους / οφέλους, όπου το κόστος προκύπτει από τη χρήση πόρων, ενώ το όφελος προκύπτει από το τελικό λογιστικό αποτέλεσμα (κέρδος). Η χρηματοοικονομική θέση σχετίζεται με τη δυνατότητα ανταπόκρισης της επιχείρησης απέναντι στους προμηθευτές, πιστωτές και εταίρους, σε προδιαγεγραμμένο χρονικό πλαίσιο (Fabozzi & Drake, 2012).

Οι σκοποί της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008):

1. Η εκτίμηση της μελλοντικής οικονομικής θέσης της επιχείρησης.
2. Εντοπισμός πιθανών λειτουργικών προβλημάτων.
3. Η αποτίμηση των ενεργειών της διοίκησης.

Η υιοθέτηση του κριτηρίου των χρηστών της ανάλυσης οδηγεί σε τρεις τύπους ανάλυσης (Brigham&Weston, 1986), της ρευστότητας, της κερδοφορίας και της αποδοτικότητας. Η δυνατότητα απόκρισης στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ήτοι η ανάλυση ρευστότητας, έχει βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και αφορά τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές. Οι μακροπρόθεσμοι πιστωτές επιδιώκουν να αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να επιτυγχάνει καθαρά κέρδη και να παρουσιάζει θετικά λειτουργικά λογιστικά αποτελέσματα σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα της επιχείρησης ενδιαφέρει τους επενδυτές κατόχους, ή εν δυνάμει αγοραστές των μετοχών της επιχείρησης. Τέλος, η διοίκηση ενδιαφέρεται για όλες τις διαστάσεις της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Το ίδιο κριτήριο, του χρήστη των οικονομικών πληροφοριών και ειδικότερα εάν αυτός είναι εσωτερικός ή εξωτερικός χρήστης, διακρίνει την ανάλυση αντίστοιχα σε εσωτερική και εξωτερική. Εσωτερικοί χρήστες είναι όλοι αυτοί που συνδέονται άμεσα με την επιχείρηση όπως οι μέτοχοι και οι εργαζόμενοι. Οι εξωτερικοί χρήστες είναι οι πιστωτές (προμηθευτές, τραπεζικά ιδρύματα), οι εν δυνάμει επενδυτές αλλά και οι ανταγωνιστές.

Οι εσωτερικοί χρήστες έχουν προνομιακή πρόσβαση στην οικονομική πληροφόρηση, καθώς μπορούν να αντλήσουν και δεδομένα εκτός από αυτά που συνοψίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Η διοίκηση χρησιμοποιεί την εσωτερική ανάλυση για να ελέγξει την αποδοτική λειτουργία της επιχείρησης. Τα συμπεράσματα της ανάλυσης μπορεί να οδηγήσουν σε αλλαγές όταν αυτό κρίνεται απαραίτητο. Η εσωτερική ανάλυση εστιάζει στην αποδοτικότητα και στις μεταβολές της οικονομικής θέσης.

Οι εξωτερικοί χρήστες έχουν πρόσβαση μόνο στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Η λογιστική επιστήμη προωθεί την αυξημένη παροχή πληροφοριών στους εξωτερικούς χρήστες. Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) ενσωματώνουν αυτήν την εξέλιξη. Οι εξωτερικοί χρήστες επιδιώκουν αρχικά να αξιολογήσουν τη

ρευστότητα της επιχείρησης, καθώς αυτή επηρεάζει τόσο τη βιωσιμότητα αλλά και την ανθεκτικότητά της στις διάφορες οικονομικές συνθήκες. Η κεφαλαιακή διάρθρωση και επάρκεια είναι επίσης σημαντικές, καθώς επηρεάζουν τις επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες με τη σειρά τους ορίζουν την αξία της επιχείρησης. Τέλος, οι εξωτερικοί χρήστες ενδιαφέρονται για την κερδοφορία και τις προοπτικές της επιχείρησης.

1.3 Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν ακατέργαστες οικονομικές πληροφορίες. Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές συγκρίνουν τις οικονομικές καταστάσεις τόσο μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου δραστηριότητας, όσο και της κάθε επιχείρησης στη διάρκεια ορισμένων διαχειριστικών χρήσεων. Η ανάλυση σε αυτές τις περιπτώσεις ονομάζεται διεπιχειρησιακή και διαχρονική, αντίστοιχα (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008).

Υπάρχουν τέσσερις (4) μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων:

1. Κάθετη Ανάλυση ή Καταστάσεις Κοινών Μεγεθών.
2. Οριζόντια Ανάλυση ή Συγκριτικές Οικονομικές Καταστάσεις.
3. Ανάλυση Τάσης.
4. Αριθμοδείκτες.

1.3.1 Κάθετη Ανάλυση

Στην κάθετη ανάλυση ένα λογιστικό κονδύλι (σύνολο παγίων, κυκλοφορούντος ενεργητικού, πωλήσεις), χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς και οι υπόλοιποι λογαριασμοί της οικονομικής κατάστασης αναφέρονται ως ποσοστά αυτού. Η κάθετη ανάλυση παρουσιάζει τη διάρθρωση των λογιστικών κονδυλίων έναντι συνολικών μεγεθών. Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου είναι (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008):

1. Εκτιμάται η σημαντικότητα του λογαριασμού προς το σύνολο του κονδυλίου.
2. Διευκολύνεται η σύγκριση επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους.
3. Απλή και εύκολη μέθοδος υπολογισμού.

Η κάθετη ανάλυση, όταν εφαρμόζεται στον ισολογισμό, παρουσιάζει τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων και των πηγών κεφαλαίου. Τα συμπεράσματά της αφορούν την ισορροπία μεταξύ ιδίων και των ξένων κεφαλαίων, τη βαρύτητα των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, καθώς και τη στάθμιση παγίων ή των κυκλοφορούντων στοιχείων στη συνολική περιουσία της επιχείρησης.

Η κάθετη ανάλυση είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική όταν μελετώνται τα αποτελέσματα χρήσης (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008). Σε μία τέτοια εφαρμογή τα κονδύλια της κατάστασης αποτελεσμάτων παρουσιάζονται ως ποσοστά του κύκλου εργασιών.

1.3.2 Οριζόντια Ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση είναι ουσιαστικά διαχρονική ανάλυση, καθώς παρουσιάζει τις μεταβολές των λογιστικών μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων ανά διαχειριστική χρήση είτε με απόλυτο, είτε με ποσοστιαίο τρόπο. Ο δεύτερος τρόπος παρουσίασης είναι και ο δημοφιλέστερος ανάμεσα στους αναλυτές. Οι καταστάσεις σε αυτήν την περίπτωση ονομάζονται και συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις (comparative statements).

1.3.3 Ανάλυση Τάσης

Η ανάλυση τάσης αποτελεί ένα εξαιρετικά απλό εργαλείο παρουσίασης των μεταβολών των λογαριασμών των οικονομικών καταστάσεων. Για την εφαρμογή της μεθόδου ορίζεται μία διαχειριστική χρήση ως έτος βάσης. Τα όμοια κονδύλια των καταστάσεων των επόμενων διαχειριστικών χρήσεων εκφράζονται ως ποσοστά επί τοις εκατό του αντίστοιχου κονδυλίου του έτους βάσης. Κομβικό σημείο της ανάλυσης τάσης είναι η ορθή επιλογή του έτους βάσης, στο οποίο πρέπει να παρουσιάζονται όσο το δυνατόν «φυσιολογικές» οικονομικές συνθήκες.

1.3.4 Αριθμοδείκτες

Το δημοφιλέστερο εργαλείο χρηματοοικονομικής ανάλυσης, το οποίο θα χρησιμοποιηθεί στα πλαίσια αυτής της μεταπτυχιακής εργασίας, είναι οι αριθμοδείκτες. Οι αριθμοδείκτες παρουσιάζουν τη σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων λογιστικών μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων. Στα πλεονεκτήματα της μεθόδου καταγράφεται η σύγκριση επιχειρήσεων διαφορετικών οικονομικών μεγεθών. Τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών συγκρίνονται είτε διαχρονικά για την

ίδια επιχείρηση, είτε με αντίστοιχα άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008).

Οι αριθμοδείκτες κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- Ρευστότητας.
- Δραστηριότητας.
- Αποδοτικότητα.
- Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.
- Αποτίμησης – Επενδυτικοί.

1.3.5 Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient market theory)

Θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς είναι μια θεμελιώδης οικονομική θεωρία που ορίζει ότι οι χρηματαγορές είναι διαρκώς πλήρως ενημερωμένες, δηλαδή, οι παρούσες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία κατά τρόπο αποτελεσματικό και αλλάζουν συνεχώς προκειμένου να ενσωματώσουν οποιαδήποτε νέα πληροφορία προκύψει.

Γι' αυτό το λόγο είναι αδύνατο να νικήσει κάποιος την αγορά χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία αφού αυτή, σύμφωνα με τη θεωρία, έχει ήδη προ εξοφληθεί και ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου.

Αυτό είναι αποτέλεσμα του ανταγωνισμού μεταξύ μεγάλου αριθμού ορθολογικών επενδυτών οι οποίοι αναλύουν και αξιολογούν διαρκώς τα χρεόγραφα που διαπραγματεύονται στην αγορά. Εάν η αγορά μιας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει υπερβολικές αποδόσεις.

Σύμφωνα με άλλους οικονομολόγους, οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν πληροφορίες μέχρι το σημείο όπου το οριακό κόστος του να δρουν οι επενδυτές βασισμένοι στις πληροφορίες δεν ξεπερνά τα οριακά οφέλη.

Συνήθως ορίζονται τρία επίπεδα πληροφοριακής αποτελεσματικότητας της αγοράς:

(α) Μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (weak-form efficiency)

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ιστορικές πληροφορίες (π.χ. παρελθούσες τιμές, αποδόσεις, όγκος συναλλαγών) αντικατοπτρίζονται ήδη στις τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

(β) Μορφή Ημι-Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (semi-strong form efficiency)

Σύμφωνα με την ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. ισολογισμοί εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων, κ.λ.π.) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

(γ) Μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (strong Form efficiency)

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ακόμα και μη-δημοσιευμένες πληροφορίες (π.χ. πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπεραποδόσεις.

Σε μία αποτελεσματική αγορά τα επίπεδα τιμών καθορίζονται από την θεμελιώδη αξία (τιμή) του χρεογράφου και η σημερινή μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής προέρχεται μόνο από τα σημερινά, τυχαία, νέα.

Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ο ρόλος των ειδικών και των επαγγελματιών στην αγορά εφόσον δεν έχουν την δυνατότητα πρόβλεψης, θα έπρεπε να είναι περιορισμένος.

1.3.6 Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect of the turn of the year effect)

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect of the turn of the year effect), είναι μια ημερολογιακή ανωμαλία που βασίζεται σε ορισμένα στατιστικά στοιχεία όπου κατά τις πρώτες μέρες του μήνα Ιανουαρίου, οι αποδόσεις των μετοχών εμφανίζονται υψηλότερες σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του χρόνου και ειδικότερα με τον μήνα Δεκέμβριο όπου είναι πολύ χαμηλότερες και κάποιες φορές αρνητικές. Σύμφωνα με κάποιες μελέτες ακόμα, έχει παρατηρηθεί ότι οι μέσες αποδόσεις του

μήνα Ιανουαρίου σε κάποιες τιμές των μετοχών έχουν ξεπεράσει και την μέση απόδοση ολόκληρου του έτους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. Αριθμοδείκτες

2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η ρευστότητα ορίζεται ως η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται, δηλαδή να εξοφλεί εγκαίρως, τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008). Η ύπαρξη προβλημάτων ρευστότητας επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία και τη βιωσιμότητα της επιχείρησης. Η έλλειψη χρηματικών διαθεσίμων, ή γενικότερα λοιπών κυκλοφορούντων στοιχείων που μετατρέπονται εύκολα σε χρήμα, έχει τις παρακάτω συνέπειες:

- Εμπόδια στον εφοδιασμό πρώτων υλών για τις παραγωγικές και εμπορευμάτων, για τις εμπορικές επιχειρήσεις. Το κόστος αγορών μπορεί να είναι αυξημένο και τα κέρδη μειωμένα, καθώς οι προμηθευτές τιμολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο κατά πάγια τακτική.
- Οι δυσκολίες στον εφοδιασμό επιβαρύνουν τους χρόνους απόκρισης της παραγωγικής δραστηριότητας. Οι καθυστερήσεις στην παραγωγή ή στις παραδόσεις των εμπορευμάτων επηρεάζουν αρνητικά την εικόνα της επιχείρησης στην αγορά και την αξιοπιστία της.

Από τα παραπάνω προκύπτει η άρρηκτη σχέση βιωσιμότητας και ρευστότητας. Η ρευστότητα σχετίζεται με τη διαχείριση των κινδύνων της επιχείρησης, οι οποίοι διακρίνονται στον επιχειρηματικό και τον χρηματοοικονομικό. Ο πρώτος αφορά την μεταβλητότητα των μελλοντικών ροών χρήματος, ενώ ο δεύτερος αναφέρεται στην αδυναμία κάλυψης των υποχρεώσεων αποπληρωμής τόκων και κεφαλαίου των δανειακών κεφαλαίων. Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες ρευστότητας μίας επιχείρησης είναι:

Δείκτης Γενικής ή Κυκλοφοριακής Ρευστότητας (CurrentRatio)

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad (2.1)$$

Ο **Δείκτης Γενικής Ρευστότητας** παρουσιάζει την ικανότητα ανταπόκρισης στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, σε σχέση με τις εισροές χρήματος που προκύπτουν

από τη διαχείριση του κυκλοφορούντος ενεργητικού (αποθέματα, απαιτήσεις, χρεόγραφα και χρηματικά διαθέσιμα). Για την εκτίμηση του δείκτη θεωρείται ότι οι απαιτήσεις και τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού έχουν πρακτικά ίδιο χρόνο ρευστοποίησης, ο οποίος είναι αντίστοιχος με αυτόν των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η παραπάνω υπόθεση δεν μπορεί να ελεγχθεί με τα στοιχεία που έχουν στη διάθεσή τους οι εξωτερικοί χρήστες της οικονομικής πληροφόρησης. Εάν πρέπει να οριστούν πρότυπες τιμές του δείκτη, οι οποίες βέβαια εξαρτώνται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου δραστηριοποίησης, τότε αυτές κυμαίνονται στο 1,5 με 2 ή 150% με 200%.

Δείκτης Άμεσης ή Ταχείας Ρευστότητας (AcidTest)

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad (2.2)$$

Ο **Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας** διαφοροποιείται από τον δείκτη 2.1, κατά το κονδύλι των αποθεμάτων. Η απάλειψη των αποθεμάτων οφείλεται στη δυσκολία ρευστοποίησής τους σε σχέση με τα υπόλοιπα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ο δείκτης αποτελεί μία πιο αξιόπιστη προσέγγιση της ικανότητας άμεσης ικανοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Δείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Ημερήσιες Λειτουργικές Δαπάνες}} \quad (2.3)$$

Ο **Δείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος** αποτελεί δυναμικό δείκτη ρευστότητας που χρησιμοποιεί τις ημερήσιες λειτουργικές δαπάνες. Ωστόσο, το ακριβές ποσό των ημερήσιων λειτουργικών δαπανών δεν είναι διαθέσιμο στους εξωτερικούς αναλυτές. Για αυτό το λόγο προσεγγίζεται το μέγεθος βάσει των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων των δαπανών παραγωγής, διοίκησης και διάθεσης των προϊόντων. Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης περιλαμβάνει τις παραπάνω δαπάνες, τις περισσότερες φορές ομαδοποιημένα. Ο δείκτης παρουσιάζει το διάστημα ημερών τη δυνατότητα ανταπόκρισης της επιχείρησης στις λειτουργικές της δαπάνες, χωρίς να απαιτούνται οι εισροές από την παραγωγική της δραστηριότητα.

2.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Η αποτελεσματική χρήση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης προσεγγίζεται από τους δείκτες δραστηριότητας (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008). Η αποτελεσματικότητα προσδιορίζεται σαν ικανότητα μετατροπής ορισμένων κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (αποθεμάτων, απαιτήσεων) σε ταμειακά διαθέσιμα. Οι αριθμοδείκτες αυτοί προκύπτουν ως συγκρίσεις ανάμεσα στο επίπεδο του κύκλου εργασιών, ή του κόστους πωληθέντων και της αξίας των στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού της επιχείρησης.

Οι κυριότεροι δείκτες δραστηριότητας ακολουθούν:

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

$$\frac{\text{Κόστος Πωλήσεων}}{\text{Μέσο Ύψος Αποθεμάτων}} \quad (2.4)$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων εμφανίζει τη μετατροπή των αποθεμάτων σε εισπρακτέους λογαριασμούς, μέσω των πωλήσεων (σε φορές). Οι μεγαλύτερες τιμές του δείκτη ευνοούν την κάθε επιχείρηση.

Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων

$$\frac{360}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων}} \quad (2.5)$$

Η μέση διάρκεια παραμονής των εμπορευμάτων εκφράζει, σε ημέρες, τη διάρκεια του παραγωγικού κυκλώματος. Το παραγωγικό κύκλωμα είναι το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την παραλαβή των α' υλών, την επεξεργασία, την αποθήκευση του έτοιμου προϊόντος και τελικά τη διάθεσή του στον τελικό πελάτη. Η ελαχιστοποίηση του δείκτη είναι σκοπός κάθε επιχείρησης. Σε αντίθετη περίπτωση οι πολλές ημέρες παραμονής, συνεπάγονται κίνδυνο απαξίωσης των εμπορευμάτων, αύξηση του κόστους αποθήκευσης αλλά και περισσότερες πιθανότητες αλλοίωσης για τα ευπαθή προϊόντα. Από οικονομική σκοπιά, μεγάλες τιμές του δείκτη ουσιαστικά φανερώνουν δέσμευση κεφαλαίων και απώλεια εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσο ύψος Απαιτήσεων}} \quad (2.6)$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων παρουσιάζει την είσπραξη των απαιτήσεων από τις πιστωτικές πωλήσεις, σε φορές, κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης. Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν αυξημένες τιμές του δείκτη.

Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων

$$\frac{360}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων}} \quad (2.7)$$

Ο δείκτης 2.6 μετατρέπεται σε ημέρες όπως και ο αντίστοιχος (2.4) των αποθεμάτων. Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων εκφράζει το συναλλακτικό κύκλωμα. Το συναλλακτικό κύκλωμα ορίζεται ως το χρονικό διάστημα που διαμεσολαβεί από την πώληση μέχρι και την είσπραξη της εμπορικής απαίτησης. Αυξημένες τιμές του δείκτη συνεπάγονται κίνδυνο επισφαλειών. Επιπλέον, η έλλειψη ρευστότητας που συνεπάγεται η μεταχρονολογημένη είσπραξη των απαιτήσεων ωθεί τις επιχειρήσεις σε δανεισμό και αυξάνει το κονδύλι των χρεωστικών τόκων.

Από την άλλη πλευρά οι ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων είναι κομμάτι της πιστωτικής πολιτικής που διευκολύνει την επίτευξη των πωλήσεων. Η πίστωση που απολαμβάνουν οι πελάτες επηρεάζεται από μία σειρά παραγόντων (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008):

- Η φάση του οικονομικού κύκλου. Όπως είναι λογικό, περίοδοι οικονομικής κρίσης επηρεάζουν αρνητικά το εισόδημα των καταναλωτών και τη ζήτηση των περισσότερων αγαθών. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις αναγκάζονται ανπροβούν σε ελαστικοποίηση των όρων πίστωσης για να πετύχουν στον τομέα των πωλήσεων.
- Το επίπεδο του ανταγωνισμού στον κλάδο δραστηριότητας. Η ηγετική θέση στην αγορά δρα ενισχυτικά στη μείωση της παρεχόμενης πίστωσης και το αντίθετο.
- Οι πολιτικές πωλήσεων και θέσης στην αγορά. Οι επιθετικές πολιτικές, που επιδιώκουν την ενίσχυση των μεριδίων αγοράς, χρησιμοποιούν ως εργαλείο την ελαστικοποίηση των όρων πώλησης.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

$$\frac{\text{Κόστος Πωλήσεων} - \text{Αποσβέσεις}}{\text{Προμηθευτές} + \text{Γραμμάτια πληρ.} + \text{Επιταγές πληρ.}} \quad (2.8)$$

Μέση Διάρκεια Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

$$\frac{360}{\text{Κυκλοφ. Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων}} \quad (2.9)$$

Ο δείκτης αυτός εμφανίζει το μέσο ημερολογιακό διάστημα για την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Όταν η διάρκεια εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ξεπερνά την αντίστοιχη των απαιτήσεων, δημιουργείται το φαινόμενο της έμμεσης χρηματοδότησης της επιχείρησης από τους πιστωτές της. Στην αντίθετη περίπτωση, της συγκριτικά μειωμένης διάρκειας εξόφλησης υποχρεώσεων, ασκείται περεταίρω πίεση στη ρευστότητα της επιχείρησης.

Λειτουργικός Κύκλος – Παραγωγικό-Συναλλακτικό Κύκλωμα

$$\text{Λειτουργικός Κύκλος} = \text{Ημ. Παραμονής Αποθεμάτων} + \text{Ημ. Είσπραξης Απαιτήσεων} \quad (2.10)$$

Ο λειτουργικός κύκλος εκφράζεται σε ημέρες και περιγράφει το διάστημα που απαιτείται για τη μετατροπή των αποθεμάτων σε πωλήσεις και των πωλήσεων σε μετρητά. Ουσιαστικά αποτελεί μέτρο δέσμευσης χρηματικών κεφαλαίων.

Κύκλος Μετατροπής Μετρητών ή Κύκλος Ρευστότητας

$$\begin{aligned} &\text{Κύκλος Μετατροπής Μετρητών} \\ &= \text{Λειτουργικός Κύκλος} - \text{Ημ. Εξόφλησης Βραχ. Υποχρ.} \quad (2.11) \end{aligned}$$

Ο κύκλος μετατροπής μετρητών εκφράζει σε ημέρες το χρονικό διάστημα το οποίο η επιχείρηση πρέπει να καλύψει με εξωτερική χρηματοδότηση. Εάν είναι εφικτή η προσέγγιση των ημερήσιων λειτουργικών δαπανών, το γινόμενο τους με τον κύκλο μετατροπής μετρητών παρουσιάζει τις καθαρές χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίου Ενεργητικού

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}} \quad (2.12)$$

Ο δείκτης παρουσιάζει την αποδοτική ή μη, χρήση των παγίων για την επίτευξη των πωλήσεων της επιχείρησης. Χαμηλές τιμές του δείκτη μπορεί να σημαίνουν υπερ-επένδυση σε πάγιο εξοπλισμό.

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \quad (2.13)$$

Ο δείκτης παρουσιάζει τον βαθμό αποδοτικής χρησιμοποίησης του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης για την επίτευξη πωλήσεων. Ένας υψηλός δείκτης φανερώνει αποδοτική χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της εταιρίας και βελτιωμένη πιθανότητα κερδών.

2.3 Δείκτες Αποδοτικότητας

Η αποδοτικότητα προκύπτει από τη σύγκριση των πόρων που δεσμεύονται για μία δραστηριότητα και του αποτελέσματος που επιτυγχάνεται. Το αποτέλεσμα στη λογιστική επιστήμη είναι το κέρδος ή η ζημία (Wahlen, Baginski & Bradshaw, 2017).

Οι κυριότεροι δείκτες αποδοτικότητας παρουσιάζονται παρακάτω:

Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin)

$$\frac{\text{Μικτό Κέρδος (Πωλήσεις - Κόστος Πωληθέντων)}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100 \quad (2.14)$$

Ο τύπος 2.14 στην ουσία παρουσιάζει δύο προσδιοριστικές μεταβλητές του μικτού περιθωρίου κέρδους. Η πρώτη είναι τα έσοδα από τις πωλήσεις και η δεύτερη είναι το κόστος πωληθέντων. Ο κύκλος εργασιών εξαρτάται από την τιμή και την ποιότητα του προϊόντος. Το κόστος των πωλούμενων προϊόντων εξαρτάται από τον τρόπο αξιοποίησης των παραγωγικών συντελεστών από τη διοίκηση της επιχείρησης. Η αποδοτική χρήση των παραγωγικών συντελεστών και η βελτίωση της ποιότητας, η οποία επιτρέπει την αύξηση του επιπέδου πωλήσεων, αποτελούν κινητήριες δυνάμεις του περιθωρίου κέρδους.

Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin)

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100 \quad (2.15)$$

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους παρουσιάζει το ανά μονάδα κέρδος που επωφελούνται οι μέτοχοι – εταίροι μετά την αφαίρεση των έμμεσων εξόδων, των δαπανών χρηματοοικονομικής λειτουργίας και τυχόν απομειώσεων.

Οι μεγάλες διαφορές μεταξύ των δύο περιθωρίων κέρδους αποτελούν ένδειξη υπερβολικών έμμεσων εξόδων (διοίκησης, διάθεσης και έρευνας και ανάπτυξης) ή και σημαντικής επιβάρυνσης από χρεωστικούς τόκους. Επίσης, υπάρχει η πιθανότητα επιβάρυνσης της επιχείρησης από έκτακτα αποτελέσματα, ή κόστους που απορρέει από διακοπείσες δραστηριότητες.

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ReturnOnEquity - ROE)

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \times 100 \quad (2.16)$$

Ένας από τους σημαντικότερους δείκτες, που περιλαμβάνονται σε όλες τις αναλύσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών, είναι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Παρουσιάζει, σε ποσοστιαία μορφή, την απόδοση της επένδυσης των μετόχων. Ο δείκτης χρησιμοποιείται ως εργαλείο αξιολόγησης της διοίκησης να δημιουργεί θετικά λογιστικά αποτελέσματα (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008). Οι υψηλές τιμές του δείκτη αποτελούν ένδειξη:

- Επιτυχημένης διοίκησης.
- Υψηλής αποδοτικότητας.
- Θετικών οικονομικών συνθηκών.
- Επωφελούς χρήσης της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, δηλαδή της διαχείρισης ξένων κεφαλαίων στο μίγμα χρηματοδότησης της επιχείρησης.

Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return On Assets – ROA)

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times 100 \quad (2.17)$$

Εναλλακτικός δείκτης απόδοσης είναι ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού. Ο δείκτης παρουσιάζει, σε ποσοστιαία μορφή, την απόδοση που πετυχαίνει η επιχείρηση στο σύνολο των κεφαλαίων της.

2.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης αναφέρεται στο μίγμα χρηματοδότησης της επιχείρησης από ίδια και ξένα κεφάλαια. Σκοπός των αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η εκτίμηση της μακροχρόνιας οικονομικής θέσης της επιχείρησης (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008).

Τα ίδια κεφάλαια χορηγούνται από και ταυτόχρονα οφείλονται στους μετόχους. Το κύριο χαρακτηριστικό είναι ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων δεν είναι εγγυημένη. Η επιχείρηση μπορεί να εγγράψει κέρδη (θετική απόδοση) ή ζημίες (αρνητική απόδοση). Τα ίδια κεφάλαια διοχετεύονται κυρίως σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις, λόγω του μόνιμου χαρακτήρα τους.

Η χρήση ξένων κεφαλαίων συνδέεται θετικά με την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Αυτό οφείλεται στο συγκριτικά χαμηλότερο κόστος της σε σχέση με το αντίστοιχο των ιδίων κεφαλαίων (Αθανασόπουλος, Γεωργόπουλος & Μπέλας, 2008). Ωστόσο, η υπερβολική εξάρτηση της επιχείρησης από ξένα κεφάλαια αυξάνει την μεταβλητότητα των αποτελεσμάτων τα οποία επιβαρύνονται από τις πληρωμές των τόκων. Οι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης χρησιμοποιούνται από τους πιστωτές της επιχείρησης ως εργαλείο αξιολόγησης των αιτημάτων χρηματοδότησης.

Δείκτης Δανειακής Κάλυψης (Debt Ratio)

$$\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Παθητικού}} \times 100 \quad (2.20)$$

Ο δείκτης δανειακής κάλυψης εμφανίζει το ποσοστό συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων στο σύνολο του παθητικού. Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν μία σχετική ισορροπημένη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων ώστε να επιτυγχάνεται αυξημένη αποδοτικότητα, ταυτόχρονα όμως να μην αυξάνεται δραματικά η μεταβλητότητα των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

$$\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \times 100 \quad (2.21)$$

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης παρουσιάζεται ως το κλάσμα των δύο εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.

2.5 Δείκτες Επενδύσεων

Ορισμένες επιχειρήσεις επιδιώκουν την άντληση κεφαλαίων από χρηματιστηριακές αγορές. Σε αυτήν την περίπτωση οι μετοχές τους διατίθενται στο ευρύ επενδυτικό κοινό και θεσμικούς επενδυτές. Οι δείκτες επενδύσεων εστιάζουν στην εξέλιξη της τιμής της μετοχής, καθώς και την πολιτική διανομής μερισμάτων της επιχείρησης.

Δείκτης Αγοραίας Τιμής Μετοχής προς Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (Price/Earnings Ratio – P/E)

$$\frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}} \quad (2.22)$$

Ο δείκτης P/E συγκρίνει την τρέχουσα τιμή με τα κέρδη ανά μετοχή. Οι επενδυτές μπορεί να αξιολογούν μία μετοχή παραπάνω από τα κέρδη που προσφέρει όταν η επιχείρηση παρουσιάζει σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης. Την ίδια στιγμή υψηλές τιμές του δείκτη μπορεί να σημαίνουν απλά υπερεκτίμηση της αγοράς κατά τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής.

Μέρισμα ανά μετοχή

$$\frac{\text{Μέρισματα}}{\text{Αριθμός Μετοχών}} \quad (2.23)$$

Οι διοικήσεις των ανωνύμων εταιριών συγκαλούν μία φορά το χρόνο γενική συνέλευση των μετόχων για να παρουσιάσουν τα λογιστικά αποτελέσματα της προηγούμενης χρήσης και να αποφασίσουν τη διανομή μερίσματος σε περίπτωση ύπαρξης κερδών. Το μέρισμα αποτελεί σημαντικό κίνητρο για κάποιους επενδυτές οι οποίοι προτιμούν εταιρίες με γενναία μερισματική πολιτική.

Δείκτης Βαθμού Πληρωμής Μερισμάτων (Dividend Payout Ratio)

$$\frac{\text{Μερίσματα}}{\text{Καθαρά Κέρδη}} \quad (2.24)$$

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει την μερισματική πολιτική, καθώς δείχνει τι ποσοστό κερδών διανέμεται σε μερίσματα.

Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης (Dividend Ratio)

$$\frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής}} \times 100 \quad (2.25)$$

Ο δείκτης παρουσιάζει τη σχέση μερίσματος και τιμής μετοχής. Οι τιμές του δείκτη περιγράφουν τη μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Οι δείκτες επένδυσης ενσωματώνουν την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Η εξέλιξη της τιμής της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά εξαρτάται από πολλούς παράγοντες μεταξύ των οποίων η γενική πορεία της οικονομίας και της χρηματιστηριακής αγοράς, αλλά και των προσδοκιών των επενδυτών για την πορεία των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης.

Δείκτης Αγοραίας προς λογιστική τιμή (εσωτερική αξία) (Price to Book value ratio)

$$\frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική ή Εσωτερική Αξία Μετοχής}} \quad (2.26)$$

Η λογιστική αξία της μετοχής προκύπτει από το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων προς τον αριθμό των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία. Ο δείκτης παρουσιάζει μεγάλες τιμές σε επιχειρήσεις με προοπτικές ανάπτυξης, που παρουσιάζουν μεγάλη απόδοση στα ίδια κεφάλαια τους. Ένας δείκτης μικρότερος της μονάδας μπορεί να υποδείξει μία επενδυτική ευκαιρία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων υφίσταται ως εργαλείο οικονομικής ανάλυσης από το τέλος του 20^{ου} αιώνα (Horrigan, 1968). Το εργαλείο αυτό εφαρμόζεται τόσο στη διαχρονική ανάλυση των μεγεθών μίας εταιρίας, όσο και στη διεπιχειρησιακή ανάλυση κλάδου. Αναφέρεται στις επιχειρήσεις του ιδιωτικού αλλά και του δημοσίου τομέα, ενώ παρουσιάζει αυξημένο ακαδημαϊκό ενδιαφέρον (Healy & Palepu, 2012; Elliot&Elliot, 2011; Subramanyam, 2008; Fridson & Alvarez, 2002; Wild&Barnes, 1987).

Η οικονομική ανάλυση εστιάζει στην αξιολόγηση της ρευστότητας, του επιπέδου του χρέους και της κερδοφορίας. Η παραδοσιακή ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιεί διάφορες επιστημονικές τεχνικές όπως ανάλυση παραγόντων (Laurent, 1979), ανάλυση παλινδρόμησης (McDonald&Morris, 1984; Frecka & Lee, 1983), διακριτή ανάλυση (Altmanetal., 1994; Altman, 1968; Taffler 1982; Edmister, 1972), ανάλυση κατά συστάδες (clusteranalysis) (Capeceetal., 2010; Boillat, 2002; Salmietal., 1986) και ανάλυση βέλτιστων πρότυπων αποδοτικότητας (Data Envelopment Analysis) (Mousa, 2015; Simak, 1997,2000).

Ομάδα ερευνητικών άρθρων ενσωματώνει αριθμοδείκτες σε μοντέλα πρόβλεψης εταιρικών κερδών (Ou & Penman, 1989). Το μοντέλο των Ou και Penman (1989) στηρίχθηκε σε ανάλυση παλινδρόμησης. Μία πιο σύγχρονη μεθοδολογία είναι οι τεχνικές εξόρυξης δεδομένων (datamining) (Ishibashietal., 2016).

Η λογιστική επιστήμη παρουσιάζει, βασιζόμενη σε γενικά παραδεκτές αρχές, τις οικονομικές συναλλαγές, την οικονομική θέση και την επίδοση των επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα των λογιστικών εγγραφών συνοψίζεται στις οικονομικές καταστάσεις οι οποίες χρησιμοποιούνται από τη διοίκηση της επιχείρησης, τους επενδυτές, τους πιστωτές αλλά και τους δημόσιους φορείς. Παράλληλα με την ανάπτυξη της λογιστικής, αναπτύχθηκαν και φαινόμενα παραπονημένων λογιστικών μεθόδων και οικονομικών καταστάσεων. Η φαλκίδευση των στοιχείων στοχεύει στην παρουσίαση μίας ψευδούς εικόνας αποδοτικής και αποτελεσματικής λειτουργίας της επιχείρησης (Kanapickiene & Grundiene, 2015).

Έχουν αναπτυχθεί πολλά μοντέλα πρόβλεψης της λογιστικής απάτης (frauddetection) (Ravisankaretal., 2011; Lenard&Alam, 2009;Spathisetal., 2002;Ferozetal., 1991; Sticeetal., 1991; Persons, 1995; Wells, 1997; Fanning&Cogger, 1998;Beneish, 1999). Οι περισσότεροι ερευνητές συνδέουν με θετικό τρόπο το επίπεδο χρέους με την πιθανότητα της απάτης (Ravisankaretal.,2011;Kirkosetal. 2007; Fanning&Cogger, 1998).

Ενδεικτικά, οι δείκτες που χρησιμοποιούνται προκειμένου να εντοπιστεί η πιθανότητα λογιστικής απάτης είναι ο δείκτης χρέους προς συνολικό ενεργητικό (Kirkosetal., 2007; Gaganis, 2009;Sen&Terzi, 2012; Dalnialetal., 2014), ο δείκτης γενικής ρευστότητας (Lenard&Alam,2009; Ravisankaretal., 2011) και ο δείκτης χρέους προς τα ίδια κεφάλαια (Spathisetal., 2002; Kirkosetal., 2007; Dalnialetal., 2014). Πολλοί υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις «επηρεάζουν» σκοπίμως το δείκτη πωλήσεων προς σύνολο ενεργητικού, κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το ενεργητικό και το δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους ώστε να επιτύχουν τη συνέχιση της ανάπτυξής τους (Songetal., 2014; Sticeetal., 1991).

Από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τα αποθέματα και οι απαιτήσεις ενέχουν σημαντικό βαθμό υποκειμενικότητας (Perols, 2011; Persons, 1995; Sticeetal., 1991; Kaminskietal., 2004;Kirkosetal., 2007). Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί βασικό εργαλείο αποτίμησης της επιχειρησιακής αξίας (Brealey, Meyers&Allen, 2015; Soffer & Soffer, 2003).

Τέλος, για το φαινόμενο του Ιανουαρίου οι Rozeff & Kinney, το 1976 ήταν από τους πρώτους που εμφάνισαν αποδείξεις για τις υψηλότερες αποδόσεις του Μήνα Ιανουαρίου σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του έτους. Παρατηρώντας τις αποδόσεις του δείκτη NYSE(New York Stock Exchange) για την περίοδο 1904-1974, διαπίστωσαν ότι η μέση απόδοση κατά τον μήνα Ιανουάριο ήταν 3,48% μεγαλύτερη σε σύγκριση με το ποσοστό 0,42% των υπολοίπων μηνών του έτους. Οι πιθανές αιτίες ύπαρξης του φαινομένου του Ιανουαρίου στην Ελλάδα είναι: Α. Οικονομικοί Λόγοι από τους οποίους διακρίνουμε: τους φορολογικούς, τους λόγους υψηλής ρευστότητας (tax – loss-selling), της βελτίωσης της εμφάνισης του χαρτοφυλακίου (Window dressing), τους λόγους άμεσης χρηματικής ρευστότητας (shoppers raising cash), τις εκθέσεις αναφοράς (small cap year – andre search reports), λόγω των ετήσιων προβλέψεων, λόγω των δώρων και των μισθών, λόγω της ασυμμετρίας

πληροφοριών (information asymmetry), λόγω της μικροδομής της αγοράς, και τέλος λόγω του μεγέθους της επιχείρησης (firm size) σε αναλογία με τον κίνδυνο.

B. Ανθρώπινη συμπεριφορά και ψυχολογικοί λόγοι, λόγω της ψυχολογίας και των προσδοκιών στις αρχές του έτους, καθώς και λόγω της ψυχολογίας από τις διακοπές (Holiday psychology).

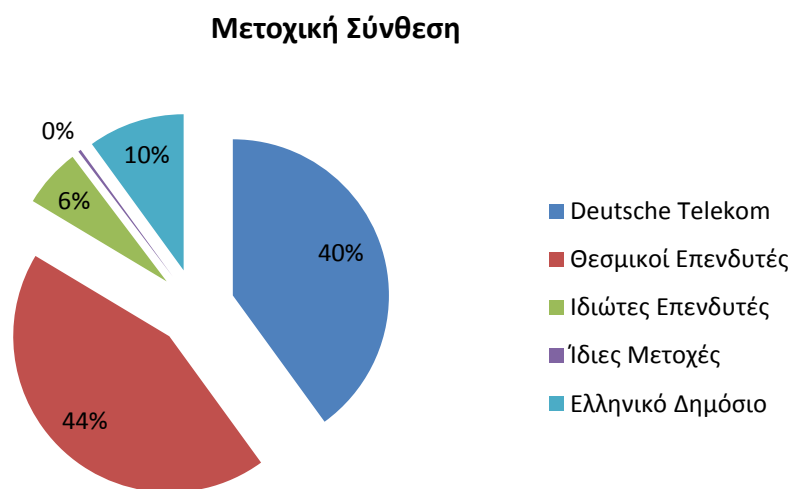
Στη συνέχεια θα ακολουθήσει η παρουσίαση δύο σημαντικών εισηγμένων επιχειρήσεων στο ελληνικό χρηματιστήριο, του ΟΤΕ Α.Ε. και της ΔΕΗ Α.Ε., ενώ το πρακτικό μέρος της διπλωματικής εργασίας θα εστιάσει στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΟΤΕ – COSMOTE Α.Ε.

4.1 Βασικά Χαρακτηριστικά Ο.Τ.Ε. Α.Ε.

Ο Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος Α.Ε. είναι ο ηγέτης πάροχος τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών στην Ελλάδα, με διεθνή παρουσία. Το έτος 2018 συνεχίζει να έχει παρουσία στην Αλβανία και τη Ρουμανία, ενώ τα προηγούμενα έτη είχε παρουσία και σε άλλες χώρες της Βαλκανικής. Η διακοπή των δραστηριοτήτων σε πολλές χώρες ήλθε ως αποτέλεσμα των πολιτικών εξορθολογισμού του κόστους και συγκέντρωσης στην τοπική αγορά.

Η επιχείρηση βρισκόταν παλαιότερα υπό κρατικό έλεγχο, παρείχε δε τις υπηρεσίες της σε συνθήκες μονοπωλίου. Μετά όμως από προγράμματα αποκρατικοποιήσεων, η συμμετοχή του κράτους στο εταιρικό σχήμα του ομίλου έχει μειωθεί στο 10%. Τα προγράμματα των αποκρατικοποιήσεων ήταν επιβεβλημένα, καθώς η ενιαία Ευρωπαϊκή αγορά επιδιώκει την ελαχιστοποίηση των μονοπωλίων.



Διάγραμμα 4-1 Μετοχική Σύμβαση ΟΤΕ Α.Ε. Έτος 2018

Ο όμιλος απασχολεί 20.305 εργαζόμενους ενώ οι κύριες λειτουργικές δραστηριότητες είναι η σταθερή τηλεφωνία (υπηρεσίες φωνής και ίντερνετ), η κινητή τηλεφωνία (υπηρεσίες φωνής και μεταφοράς δεδομένων) και η συνδρομητική τηλεόραση. Η επιχείρηση έχει θέση ηγέτη σε όλες τις αγορές. Η επιχείρηση απορρόφησε πλήρως τη θυγατρική της Cosmote Κινητές Επικοινωνίες και λειτουργεί υπό τη νέα ονομασία “COSMOTE”.

4.2 Αγορά Τηλεπικοινωνιών

Η αγορά τηλεπικοινωνιών περιλαμβάνει τρεις (3) υποτομείς, το τηλεπικοινωνιακό δίκτυο, τις αντίστοιχες υπηρεσίες και τον τηλεπικοινωνιακό τερματικό εξοπλισμό. Το δίκτυο αφορά την υποδομή η οποία μπορεί λάβει τρεις μορφές, τα επίγεια δίκτυα, τα δίκτυα κινητής τηλεφωνίας και τα δίκτυα δορυφορικών επικοινωνιών (Κιουλάφας, 1994).

Παλαιότερα όλες οι δραστηριότητες της αγοράς παρέχονταν από τον ΟΤΕ ο οποίος λειτουργούσε ως κρατικό μονοπώλιο. Ωστόσο οι παγκόσμιες τάσεις στην αγορά άλλαξαν σημαντικά. Οι περισσότερες χώρες υιοθέτησαν την πολιτική του ελεύθερου ανταγωνισμού και της κατάργησης των μονοπωλιακών αγορών. Η Ευρωπαϊκή Ένωση υιοθέτησε επίσης όμοιες πολιτικές. Ο ρόλος του κράτους άλλαξε και από ιδιοκτήτης των μονοπωλίων έγινε διαχειριστής μίας ρυθμιστικής πολιτικής μέσω της οποίας δημιουργείται ανταγωνισμός προς όφελος των καταναλωτών και των επιχειρήσεων. Η τάση αυτή είναι διαδεδομένη ως «Απορρύθμιση» (Deregulation) (Wilson&Zhou, 2001).

Στα πλαίσια των ανωτέρω πολιτικών θεσμοθετήθηκε η Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων (ΕΕΤΤ) αρχικά με τον νόμο 2075/1992, ενώ σήμερα η δράση της διέπεται από τις διατάξεις του νόμου 3431/2006. Οι αρμοδιότητές της περιλαμβάνουν τη ρύθμιση θεμάτων σχετικά με τον καθορισμό των προϊόντων των σχετικών αγορών και τον ορισμό των υποχρεώσεων των παρόχων με σημαντική ισχύ (όπως εν προκειμένω του ΟΤΕ). Ο φορέας εκδίδει της σχετικές άδειες για την άσκηση τηλεπικοινωνιακών δραστηριοτήτων ενώ διαχειρίζεται και το εμπορικό φάσμα ραδιοσυχνοτήτων, με την εξαίρεση της ραδιοφωνίας και τηλεόρασης.

Η πλήρης απελευθέρωση της αγοράς τηλεπικοινωνιών στη χώρα μας έγινε το έτος 2001, οπότε και καταργήθηκαν τα αποκλειστικά δικαιώματα του ΟΤΕ. Με αυτόν τον τρόπο επιτεύχθηκε η εναρμόνιση της ελληνικής αγοράς με τις αντίστοιχες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

4.3 Εξέλιξη Βασικών Οικονομικών Μεγεθών

Ο κύκλος εργασιών της επιχείρησης είχε σημαντικές διακυμάνσεις την τελευταία πενταετία. Η πτώση που παρατηρήθηκε αρχικά ήταν συνδυασμός των δυσμενών οικονομικών συνθηκών αλλά και κορεσμού των τηλεπικοινωνιακών προϊόντων. Ο Πίνακας 4-2 παρουσιάζει την εξέλιξη τόσο σε απόλυτα όσο και σε ποσοστιαία μεγέθη.

Πίνακας 4-1 Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών – Καθαρών Κερδών (σε εκ. €)

	2017	2016	2015	2014	2013
Κύκλος Εργασιών	3.857,1	3.908,1	3.902,9	3.918,4	4.054,1
Μεταβολή %	-1,30%	0,13%	-0,40%	-3,35%	
Καθαρά Κέρδη	22,8	84	128,7	271,5	322,8

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου μειώνεται από το 2015 και μετά μόνο οριακά. Η επιχείρηση καταφέρνει να καταγράφει κέρδη σε όλες τις διαχειριστικές χρήσεις. Το απόλυτο ποσό των κερδών είναι σημαντικά μειωμένο. Στην ανάλυση αριθμοδεικτών θα παρουσιαστούν οι μεταβλητές που επηρέασαν την τελική διαμόρφωση των κερδών.

4.4 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

4.4.1 Δείκτες Ρευστότητας

Στα πλαίσια της ανάλυσης ρευστότητας υιοθετήθηκαν τρεις δείκτες, της γενικής, της άμεσης ρευστότητας και του δείκτη μετρητών. Ο Πίνακας 4-2 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη των δεικτών.

Πίνακας 4-2 Δείκτες Ρευστότητας

	2017	2016	2015	2014	2013
Γενικής Ρευστότητας	87,40%	111,83%	96,84%	102,42%	103,57%
Άμεσης Ρευστότητας	84,05%	107,90%	92,94%	98,81%	99,57%
Δείκτης Μετρητών	47,69%	64,98%	53,14%	62,01%	59,57%

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας μειώνεται σημαντικά το τελευταίο έτος. Η αξία των κυκλοφορούντων στοιχείων υπολείπεται της αντίστοιχης των βραχυπρόθεσμων

υποχρεώσεων. Αυτό ίσως να συνεπάγεται τη χρήση δανειακών κεφαλαίων για την εξυπηρέτησή τους. Ωστόσο, ο κλάδος δραστηριότητας είναι τέτοιος που επιτρέπει στις επιχειρήσεις να έχουν ισχυρές ταμειακές ροές σε τακτά, εκ των προτέρων γνωστά, χρονικά διαστήματα. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας δεν διαφοροποιείται σημαντικά, ενδεικτικό της μικρής συμμετοχής των αποθεμάτων στο συνολικό κονδύλι του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, καθώς διαθέτει έναν εξαιρετικά υψηλό δείκτη μετρητών. Το 47,69% των κυκλοφορούντων στοιχείων ήταν σε μορφή ταμειακών διαθεσίμων, ποσοστό υψηλό που επιτρέπει την απρόσκοπτη λειτουργία της επιχείρησης και την άμεση ικανοποίηση αντίστοιχου ποσοστού βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

4.4.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Η επιχείρηση βασίζεται κυρίως στην παροχή υπηρεσιών. Για το λόγο αυτό δεν θα εξεταστούν τα αποθέματα, τα οποία δεν έχουν σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση των αποτελεσμάτων. Ο δείκτης είσπραξης απαιτήσεων είναι σημαντικός γιατί επηρεάζει τις χρηματοροές και τις επισφάλειες της επιχείρησης.

Πίνακας 4-3 Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες)

	2017	2016	2015	2014	2013
Μ.Ο. Ημερών Είσπραξης	67,17	67,29	67,21	62,92	63,97

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η επιχείρηση καταφέρνει να διατηρεί το δείκτη σταθερό στις 67 ημέρες τα τελευταία τρία χρόνια. Η οικονομική κρίση είχε ως αποτέλεσμα την μικρή αύξηση των ημερών είσπραξης. Η διατήρηση του δείκτη σε σταθερό επίπεδο δεν δημιουργεί πρόσθετες χρηματοδοτικές ανάγκες. Παράλληλα δεν αυξάνεται η πιθανότητα επισφαλειών.

Οι δείκτες δραστηριότητας μελετούν και την αξιοποίηση των πόρων της επιχείρησης. Ο Πίνακας 4-4 περιλαμβάνει τους δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων και ενεργητικού. Οι δείκτες αυτοί παρουσιάζουν την αποτελεσματική χρήση των πόρων συγκρίνοντας την αξία τους με την αντίστοιχη των πωλήσεων. Ο όμιλος ΟΤΕ είναι μία επιχείρηση εντάσεως παγίου, καθώς το πάγιο ενεργητικό αντιστοιχεί στο 67% του συνολικού ενεργητικού (μέσος όρος πενταετίας).

Πίνακας 4-4 Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας (φορές)

	2017	2016	2015	2014	2013
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	0,82	0,81	0,77	0,74	0,76
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,54	0,52	0,52	0,50	0,52

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του πάγιου ενεργητικού βελτιώνεται σταδιακά. Αυτό αποτελεί μία σημαντική εξέλιξη, καθώς ο κύκλος εργασιών είναι πτωτικός και συνεπώς αναμενόμενη είναι μία διαφορετική τάση. Η βελτίωση του δείκτη οφείλεται στη μείωση της αξίας του πάγιο ενεργητικού τα έτη 2017, 2016. Από τη μελέτη των σχετικών σημειώσεων των οικονομικών καταστάσεων προκύπτει ότι αυτή οφείλεται στην αναπροσαρμογή, μέσω απομείωσης, της αξίας του πάγιου ενεργητικού των θυγατρικών Telekom Romaniaka και Telekom Albania. Επιπλέον υπάρχει η φυσιολογική μείωση του πάγιου λόγω αποσβέσεων τόσο στις ενσώματες ακινητοποιήσεις, όσο και στα άυλα στοιχεία όπως τα δικαιώματα χρήσης αδειών τηλεφωνίας.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού παραμένει σε πιο σταθερά επίπεδα. Ο όμιλος πετυχαίνει πωλήσεις ίσες με το 50% της αξίας των συνολικών περιουσιακών στοιχείων. Η σταθερή πορεία του δείκτη είναι αξιοσημείωτη, καθώς οι μακροοικονομικές συνθήκες δεν είναι ευνοϊκές και ο ανταγωνισμός, ιδιαίτερα από τις εταιρίες Vodafone και Wind, έντονος.

4.4.3 Δείκτες Αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας συγκρίνουν το αποτέλεσμα (κέρδος / ζημία) με τους πόρους που χρησιμοποιήθηκαν για την επίτευξή του. Οι δείκτες περιθωρίου κέρδους είναι οι σημαντικότεροι της κατηγορίας.

Αρχικά, θα παρουσιαστεί η εξέλιξη του περιθωρίου κέρδους EBITDA, δηλαδή των κερδών προ φόρων, αποσβέσεων, απομειώσεων και τόκων. Ο Πίνακας 4-5 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του περιθωρίου EBITDA την τελευταία πενταετία.

Πίνακας 4-5 Περιθώριο EBITDA

	2017	2016	2015	2014	2013
Περιθώριο EBITDA	32,21%	32,42%	31,27%	35,36%	29,05%

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Το περιθώριο βελτιώνεται σημαντικά το έτος 2014 στο 35% και σταθεροποιείται στο 32% τα επόμενα έτη. Η βελτίωση του περιθωρίου το έτος 2014 οφείλεται κυρίως στη μείωση των λειτουργικών εξόδων. Η επιχείρηση υλοποιεί πρόγραμμα εθελούσιας αποχώρησης. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται η μείωση του απασχολούμενου προσωπικού το οποίο αμείβεται με αμοιβές σημαντικά υψηλότερες του μέσου όρου αμοιβών του υπόλοιπου ιδιωτικού τομέα. Το έτος 2014 το κονδύλι αμοιβών προσωπικού μειώθηκε κατά 16% (2014: 697,1 2013:821,5). Την ίδια στιγμή το κονδύλι του κόστους του προγράμματος εθελούσιας αποχώρησης μειώθηκε κατά 97% (2014: 8,4 2013:272,4). Οι αμοιβές προσωπικού μειώνονται σταθερά σε όλα τα έτη αναφοράς. Η ηγετική θέση που κατέχει ο όμιλος στην ελληνική αγορά του επιτρέπει να διατηρεί σταθερό το περιθώριο κέρδους, καθώς επιτυγχάνει θετικά αποτελέσματα χωρίς να χρειάζεται να θυσιάζει μέρος από των κερδών του.

Ο Πίνακας 4-6 παρουσιάζει την εξέλιξη των καθαρών περιθωρίων κέρδους προ και μετά φόρων.

Πίνακας 4-6 Καθαρά Περιθώρια Κέρδους

	2017	2016	2015	2014	2013
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους προ φόρων	4,52%	6,46%	6,32%	10,09%	7,76%
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους μετά φόρων	0,59%	2,15%	3,30%	6,93%	7,25%

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Ο όμιλος πετυχαίνει θετικά καθαρά αποτελέσματα και τα πέντε έτη, παρά τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Από το έτος 2014 και μετά παρατηρείται έντονη φορολογική επιβάρυνση η οποία μειώνει το περιθώριο κατά 3% τα έτη 2015, 2014 και κατά 4% τα έτη 2017, 2016. Η μείωση του ποσοστού περιθωρίου κέρδους προ φόρων οφείλεται στη μείωση του κύκλου εργασιών. Η μείωση του κύκλου εργασιών οφείλεται στην ένταση του ανταγωνισμού, τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες αλλά και τις συνθήκες ωρίμανσης των αγορών (πλην της συνδρομητικής τηλεόρασης).

Πίνακας 4-7 Δείκτες Αποδοτικότητας

	2017	2016	2015	2014	2013
Αποδοτικότητα Ενεργητικού - ROA	0,32%	1,11%	1,73%	3,48%	3,74%
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων ROCE	2,17%	2,87%	3,66%	5,96%	4,00%
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ROE	0,88%	3,17%	4,93%	10,87%	12,80%

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Η πτώση των κερδών έχει σαν συνέπεια τη μείωση των δεικτών αποδοτικότητας. Το έτος 2017 η αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων αγγίζει το 2,17% μειωμένη αρκετά από τη μέγιστη τιμή έτους 2014. Η αποδοτικότητα συνολικών κεφαλαίων δεν λαμβάνει υπόψη τον τρόπο χρηματοδότησης του ομίλου και απασχολεί το σύνολο των πιστωτών. Οι μέτοχοι παρατηρούν την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (μετοχικού κεφαλαίου και αποθεματικών) να μειώνεται σημαντικά. Το 0,88% του έτους 2017 υπολείπεται σημαντικά του αντίστοιχου μεγέθους του έτους 2013. Η σημαντική πτώση του έτους 2015 οφείλεται κυρίως στο κόστος του προγράμματος εθελουσίας εξόδου το οποίο επιβάρυνε σημαντικά τα αποτελέσματα χρήσης (Κόστος Προγράμματος €100,7 εκατομμύρια). Την επόμενη διαχειριστική χρήση σημαντική ήταν η φορολογική επιβάρυνση, ενώ το τελευταίο έτος (2017) η χαμηλή αποδοτικότητα οφείλεται στις απομειώσεις των ξένων αγορών, την αύξηση των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις και τον μειωμένο κύκλο εργασιών.

Τέλος, ο Πίνακας 4-8 παρουσιάζει το δείκτη κάλυψης τόκων. Ο όμιλος ΟΤΕ διαθέτει αρκετά κέρδη για την κάλυψη των χρεωστικών τόκων. Για μία ακόμα φορά επιβεβαιώνεται η ανθεκτική οικονομική κατάσταση. Τον Ιούλιο του 2014 ο όμιλος εξέδωσε ομόλογο σταθερού επιτοκίου 3,5% ονομαστικού ποσού 700 εκατομμυρίων και λήξης τον Ιούλιο 2020. Το ποσοστό του επιτοκίου υπολείπεται ακόμα και του αντίστοιχου των κρατικών ομολόγων, σημάδι εμπιστοσύνης των επενδυτών στον όμιλο. Τα κέρδη ξεπερνούν το κονδύλι των τόκων 8,9 φορές το έτος 2017 χωρίς να αφήνουν περιθώρια αμφιβολίας ως προς την κάλυψή του.

Πίνακας 4-8 Δείκτης Κάλυψης Τόκων (σε φορές)

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	8,91	8,48	7,75	6,84	4,73

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

4.4.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Η κεφαλαιακή διάρθρωση αναφέρεται στο μίγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Η μελέτη του μίγματος των δύο μορφών χρηματοδότησης είναι σημαντική, καθώς καθορίζει την μεταβλητότητα των αποτελεσμάτων.

Ο Πίνακας 4-9 παρουσιάζει τους σημαντικότερους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών κεφαλαίων. Το ποσοστό μειώνεται από το 70,8% του έτους 2013 στο 63,54% το έτος 2017. Η μικρότερη εξάρτηση από ξένα κεφάλαια μειώνει τη μεταβλητότητα των λογιστικών αποτελεσμάτων και τις πληρωμές χρεωστικών τόκων. Η πτώση του δείκτη οφείλεται στη σταδιακή αύξηση των ιδίων κεφαλαίων και τη μείωση των υποχρεώσεων προς τρίτους. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης παρουσιάζει επίσης την ίδια πτωτική τάση που περιγράφηκε παραπάνω.

Πίνακας 4-9 Δείκτες Δανειακής Κάλυψης & Επιβάρυνσης

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Δανειακής Κάλυψης	63,54%	64,98%	65,03%	67,99%	70,79%
Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	1,74	1,86	1,86	2,12	2,42

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Ο Πίνακας 4-10 παρουσιάζει τα απόλυτα ποσά που διατίθενται για πληρωμή τόκων (σε εκατομμύρια ευρώ) και την ποσοστιαία μεταβολή τους. Είναι φανερό ότι το ποσό των χρεωστικών τόκων μειώνεται σημαντικά.

Πίνακας 4-10 Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων

	2017	2016	2015	2014	2013
Χρεωστικοί Τόκοι (εκ. €)	139,4	149,4	157,4	202,7	249
Μεταβολή %	-6,69%	-5,08%	-22,35%	-18,59%	

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Ο Πίνακας 4-11 παρουσιάζει τη σημαντικότητα του πάγιου ενεργητικού στα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης. Ο όμιλος ΟΤΕ είναι επιχείρηση εντάσεως

παγίου ενεργητικού. Τα πάγια απαρτίζονται τόσο από σημαντικές επενδύσεις σε ενσώματες ακινητοποιήσεις, όσο και σε άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως οι άδειες τηλεφωνίας. Η μείωση του δείκτη παγιοποίησης οφείλεται στις αποσβέσεις αλλά κυρίως στις απομειώσεις των θυγατρικών του εξωτερικού. Η επιχείρηση χρηματοδοτεί τα πάγια κατά κύριο λόγο με διαρκή κεφάλαια, ήτοι ίδια κεφάλαια και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η πτώση του δείκτη το έτος 2017 οφείλεται στη μετάπτωση ποσού μακροπρόθεσμης υποχρέωσης σε καθεστώς βραχυπρόθεσμης (εξαιτίας λήξης του δανείου).

Πίνακας 4-11 Δείκτες Παγιοποίησης και Κάλυψης με Διαρκή Κεφάλαια

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Παγιοποίησης	66,51%	63,96%	67,69%	68,04%	68,05%
Δείκτης Κάλυψης Παγίων με Διαρκή Κεφάλαια	61,69%	67,77%	66,64%	68,80%	69,15%

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

4.4.5 Δείκτες Επενδυτικοί

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες συγκρίνουν την πορεία της μετοχής στο χρηματιστήριο με τις αντίστοιχες λογιστικές τιμές. Επίσης μελετούν την μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Πολλοί επενδυτές καθορίζουν τις επιλογές τους βάσει της μερισματικής πολιτικής των εταιριών. Υπάρχουν οι πολιτικές σταθερού ποσού μερίσματος ανά μετοχή, σταθερού ποσοστού ή και μεταβαλλόμενου ανάλογα με το επίπεδο των επιτευχθέντων κερδών.

Πίνακας 4-12 Δείκτες Μερισματικής Πολιτικής

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Πληρωμής Μερισμάτων	7,50	0,93	0,38	0,14	0,00
Μερισματική Απόδοση	0,03	0,02	0,01	0,01	0,00

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Ο ΟΤΕ επιλέγει να διανέμει μερίσματα, με εξαίρεση τη χρήση του έτους 2013. Σε εκείνο το χρονικό σημείο η συνθήκες ρευστότητας στη χώρα ήταν οριακές και αυτό επηρέασε και την απόφαση για τη μη διανομή. Για τα οικονομικά έτη 2014 και 2015 πληρώθηκε το 14% των κερδών και το 38% των κερδών αντίστοιχα, τιμές που

αντιστοιχούν σε μερισματική απόδοση 0,01 ή 1%. Για τη διαχειριστική χρήση 2016 πληρώθηκε μέρισμα ίσο με το 93% των κερδών. Το ποσό που προκύπτει αντιστοιχεί σε διπλάσια μερισματική απόδοση, 2%. Η αύξηση της απόδοσης συνδέεται με την πτώση της τιμής της μετοχής.

Στις 18 Ιανουαρίου 2018 η επιχείρηση ανακοίνωσε νέα μερισματική πολιτική (Οικονομικές Καταστάσεις 2017, σελ. 121). Τα ποσά που θα διατίθενται για μερίσματα θα προκύπτουν από τις ελεύθερες ταμειακές ροές, αφού αφαιρεθούν οι εξαγορές φάσματος και οι μη επαναλαμβανόμενες δαπάνες. Το ποσό που προκύπτει για διανομή θα επιμερίζεται με την αναλογία 65% για πληρωμή μερισμάτων και 35% για την αγορά ιδίων μετοχών και την ακύρωσή τους. Η αλλαγή αυτή ήταν ιδιαίτερα επωφελής για τους μετόχους, σε όρους μερισματικής απόδοσης, καθώς αυτή ανήλθε στο 3%. Η μερισματική πολιτική άλλαξε σημαντικά καθώς διατέθηκε για τη διανομή μερίσματος ποσό το οποίο υπερβαίνει τα κέρδη χρήσης.

Ακολουθούν οι δείκτες αποτίμησης του ΟΤΕ. Ο **Σφάλμα! Το αρχείο προέλευσης της αναφοράς δεν βρέθηκε.** παρουσιάζει τους δύο κυριότερους δείκτες. Ο ΟΤΕ διαπραγματεύεται 2,17 φορές πιο πάνω από την λογιστική αξία των μετοχών του. Οι επενδυτές προχωρούν σε μία τέτοια επένδυση καθώς αξιολογούν τις προοπτικές της επιχείρησης θετικά. Ο δείκτης P/Ε είναι φανερά αυξημένος κάτι που οφείλεται στη σημαντική πτώση των κερδών ανά μετοχή για το έτος 2017. Ίσως για κάποιους επενδυτές η μετοχή να είναι πολύ ακριβή. Εναλλακτικά αυτοί που τοποθετούνται στις μετοχές του Οργανισμού βλέπουν τις προοπτικές της επιχείρησης και θεωρούν τη σημερινή αποτίμηση της επιχείρησης χαμηλή.

Πίνακας 4-13 Δείκτες Αποτίμησης

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Αξία	2,17	1,65	1,73	1,78	2,05
Δείκτης P/E	246,55	51,96	35,09	16,35	15,99

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

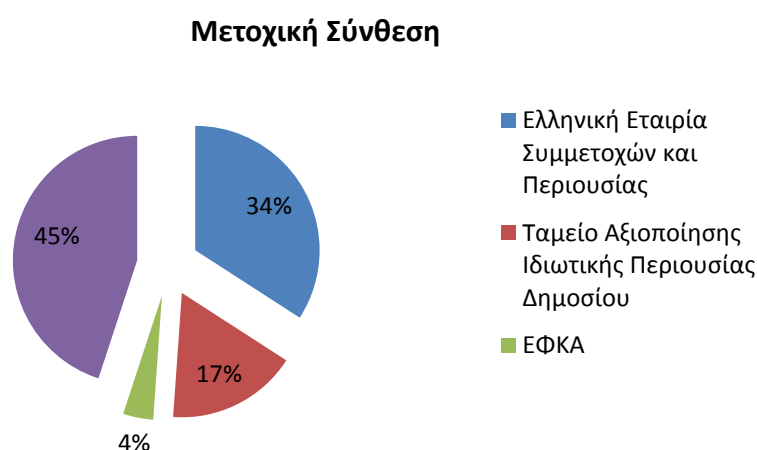
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΔΕΗ Α.Ε.

5.1 Βασικά Χαρακτηριστικά ΔΕΗ Α.Ε.

Η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού ιδρύθηκε το έτος 1950. Αποτελούσε αμιγώς κρατική επιχείρηση παραγωγής, μεταφοράς και διανομής ενέργειας. Στις αρχές του έτους 2001 μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρία και τον Δεκέμβριο του ίδιου έτους οι μετοχές της επιχείρησης εισήχθησαν για διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Στα πλαίσια της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας και της κατάργησης των κρατικών μονοπωλίων, η ΔΕΗ δημιούργησε δύο θυγατρικές εταιρίες οι οποίες επιφορτίστηκαν με τη μεταφορά (Ανεξάρτητος Διαχειριστής Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας – ΑΔΜΗΕ) και τη διανομή ηλεκτρικού ρεύματος (Διαχειριστής Ελληνικού Δικτύου Διανομής Ηλεκτρικής Ενέργειας – ΔΕΔΔΗΕ). Μέσα στο έτος 2017 η ΔΕΗ απώλεσε τον έλεγχο της ΑΔΜΗΕ, όπως προβλέπονταν από τις διατάξεις του νόμου 4389/2016.

Η επιχείρηση διαθέτει διεθνή προσανατολισμό. Δραστηριοποιείται σε Βουλγαρία, Τουρκία και Αλβανία στον τομέα της εμπορίας ηλεκτρικής ενέργειας μέσω θυγατρικών επιχειρήσεων. Το τακτικό προσωπικό του ομίλου στις 31.12.2017 ανήλθε σε 17.519 άτομα. Το Διάγραμμα 5-1 παρουσιάζει τη μετοχική σύνθεση της ΔΕΗ (στις 07/09/2018 σύμφωνα με τον επίσημο ιστότοπο της επιχείρησης).



Διάγραμμα 5-1 Μετοχική Σύνθεση ΔΕΗ Α.Ε.

Το ελληνικό δημόσιο ελέγχει έμμεσα το 51,12% της επιχείρησης, μέσω της Ελληνικής Εταιρίας Συμμετοχών και Περιουσίας και της θυγατρικής της, Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας Δημοσίου.

5.2 Αγορά Ενέργειας

Η αγορά ενέργειας ακολούθησε την ίδια πορεία με την αγορά τηλεπικοινωνιών. Η βασική αρχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη ρύθμιση των αγορών των πρώην κρατικών μονοπωλίων περιλάμβαναν την ίδρυση μίας ανεξάρτητης αρχής η οποία θα εποπτεύει την αγορά. Στη συνέχεια αφού διαχωριζόταν η παραγωγή από τη διανομή και την πώληση, ο ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων που θα πουλούσαν ενέργεια θα λειτουργούσε προς όφελος των καταναλωτών.

Στο παραπάνω πλαίσιο, ιδρύθηκε με τον νόμο 2773/1999, η Ρυθμιστική Αρχή Ενέργειας (ΡΑΕ). Ο νόμος ενσωμάτωσε ευρωπαϊκές οδηγίες (2003/54/EK και 2003/55/EK) στην ελληνική έννομη τάξη. Σταδιακά οι αρμοδιότητες της αρχής μετασχηματίστηκαν από γνωμοδοτικές σε αποφασιστικές. Η ΡΑΕ είναι πλέον αρμόδια για την εποπτεία της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου. Η εποπτεία περιλαμβάνει τον έλεγχο της έντασης του ανταγωνισμού, την παρακολούθηση των τιμολογίων των προμηθευτών ενέργειας, των όρων που ενσωματώνουν στα συμβόλαια παροχής και την ευθυγράμμισή τους με το εθνικό και το ευρωπαϊκό δίκαιο.

Η Αρχή είναι επίσης υπεύθυνη για την προστασία των καταναλωτών, την παρακολούθηση της ασφάλειας του ενεργειακού ανεφοδιασμού, τη χορήγηση αδειών για την άσκηση ενεργειακών δραστηριοτήτων. Εποπτεύει τους ανεξάρτητους διαχειριστές μεταφοράς ενέργειας, εγκρίνει τιμολόγια μη ανταγωνιστικών δραστηριοτήτων και μπορεί να επιβάλει μέτρα που διασφαλίζουν συνθήκες υγιούς ανταγωνισμού στην αγορά.

5.3 Εξέλιξη Βασικών Οικονομικών Μεγεθών

Ο κύκλος εργασιών της επιχείρησης παρουσίασε σημαντική πτώση τα έτη 2014 και 2015. Η πτωτική πορεία συνεχίζεται με μειωμένους όμως ρυθμούς και τις χρήσεις 2016, 2017. Η πτώση των πωλήσεων σχετίζεται με την αύξηση του ανταγωνισμού από λοιπούς παρόχους ενέργειας. Στα πλαίσια της απελευθέρωσης της αγοράς και της

αναγκαστικής μείωσης των μεριδίων της επιχείρησης με σκοπό την αύξηση του ανταγωνισμού, ο νόμος 4472/2017 ορίζει ότι τα μερίδια αγοράς στη λιανική πρέπει να μειωθούν σε 62,24% το έτος 2018 και 49,24% το έτος 2019. Το σημερινό μερίδιο αγοράς της επιχείρησης στη χαμηλή τάση είναι 88,5% (Οικονομική Έκθεση Έτους 2017, σελ. 8). Ο Πίνακας 5-1 παρουσιάζει την εξέλιξη των πωλήσεων ενέργειας τόσο σε απόλυτα όσο και σε ποσοστιαία μεγέθη.

Πίνακας 5-1 Εξέλιξη Κύκλου Εργασιών – Καθαρών Αποτελεσμάτων (σε χιλιάδες €)

	2017	2016	2015	2014	2013
Κύκλος Εργασιών ¹	4.593.645	4.997.694	5.547.082	5.654.609	5.765.807
Μεταβολή %	-1,93%	-1,90%	-9,90%	-8,08%	
Καθαρά Κέρδη / Ζημίες	237.717	67.523	-102.516	91.320	-225.288

Πηγή: Οικονομικές Καταστάσεις

Τα καθαρά αποτελέσματα μετά φόρων ακολουθούν επίσης μία μικτή εικόνα. Μετά τις σημαντικές ζημίες των ετών 2013 και 2015, τα δύο τελευταία έτη καταγράφονται κέρδη. Μάλιστα το έτος 2017 η αύξηση είναι σημαντική και ίση με 252%. Η αύξηση των κερδών οφείλεται εν μέρει στη σημαντική μείωση των προβλέψεων από 447,945 εκατομμύρια σε 76,526 εκατομμύρια ευρώ.

Η αναμενόμενη πτώση του κύκλου εργασιών σε βάθος χρόνου κάνει επιτακτική την ανάγκη αποδοτικής χρήσης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και της μείωσης του κόστους παραγωγής.

5.4 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

5.4.1 Δείκτες Ρευστότητας

Στα πλαίσια της ανάλυσης ρευστότητας υιοθετήθηκαν τρεις δείκτες, της γενικής, της άμεσης ρευστότητας και του δείκτη μετρητών, όπως και στην περίπτωση του ΟΤΕ. Ο

Πίνακας 5-2 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη των δεικτών.

¹ Ο κύκλος εργασιών αναφέρεται μόνο στις πωλήσεις ενέργειας και δεν περιλαμβάνει τα έσοδα από λοιπές πηγές.

Πίνακας 5-2 Δείκτες Ρευστότητας

	2017	2016	2015	2014	2013
Γενικής Ρευστότητας	106,64%	117,31%	106,36%	126,89%	70,49%
Άμεσης Ρευστότητας	85,00%	100,88%	83,66%	99,82%	50,84%
Δείκτης Μετρητών	7,45%	5,16%	13,72%	15,94%	6,51%

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Με εξαίρεση το έτος 2013, τα κυκλοφορούντα στοιχεία της επιχείρησης ξεπερνούν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ωστόσο, τα κονδύλια των κυκλοφορούντων περιλαμβάνουν αποθέματα και απαιτήσεις, στοιχεία μειωμένης δυνατότητας άμεσης ρευστοποίησης. Εάν δεν ληφθεί υπόψη το κονδύλι των αποθεμάτων, τα υπόλοιπα κυκλοφορούντα στοιχεία αντιστοιχούν στο 85% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Το ποσοστό αποτελεί σίγουρα βελτιωμένη τιμή με το 50,84% του έτους 2013, αλλά δεν μπορεί να θεωρηθεί και ικανοποιητική, καθώς ακόμα και οι απαιτήσεις της επιχείρησης δεν εισπράττονται εγκαίρως. Προς αυτή την κατεύθυνση η επιχείρηση υιοθέτησε προγράμματα ανταμοιβής της συνέπειας (έκπτωση 15%) για εμπρόθεσμες πληρωμές λογαριασμών και σειρά ρυθμίσεων για απλήρωτες οφειλές καταναλωτών.

Ο δείκτης μετρητών είναι μειωμένος σημαντικά σε σχέση με τις τιμές των ετών 2015, 2014. Η επιχείρηση λογικά αντιμετωπίζει κάποια προβλήματα ρευστότητας ή μπορεί να αντιμετωπίσει στο άμεσο μέλλον.

5.4.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Η επιχείρηση βασίζεται στα έσοδα από πωλήσεις ρεύματος. Τα αποθέματα της επιχείρησης αποτελούνται από λιγνίτη, υγρά καύσιμα (κυρίως ντίζελ για τις γεννήτριες των νησιών) και ανταλλακτικά και αναλώσιμα. Τα αποθέματα αποτελούν το 20,3% του κυκλοφορούντος ενεργητικού το έτος 2017.

Εξαιρετικά σημαντικός είναι ο δείκτης είσπραξης απαιτήσεων (Πίνακας 5-3) γιατί επηρεάζει τις χρηματοροές και συνεπώς τη ρευστότητα, αλλά και τις επισφάλειες της επιχείρησης.

Πίνακας 5-3Μ.Ο. Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες)

	2017	2016	2015	2014	2013
Μ.Ο. Ημερών Είσπραξης	103,90	93,28	119,69	112,86	81,52

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Ο δείκτης ακολουθεί ανοδική τάση και διαμορφώνεται στις 104 ημέρες το έτος 2017. Η αύξηση των ημερών είσπραξης απαιτήσεων σχετίζεται άμεσα με την οικονομική συγκυρία και την αδυναμία των καταναλωτών να πληρώσουν εμπρόθεσμα. Επιπλέον η χρήση συσκευών που στηρίζονται στον ηλεκτρισμό για θέρμανση έχει αυξήσει τον τζίρο, αλλά και τις επισφάλειες της επιχείρησης.

Μεγάλες καθυστερήσεις εντοπίζονται στην κατηγορία τελικών πελατών, δηλαδή αυτών που άλλαξαν πάροχο και δεν μπορούν να εντοπιστούν από την επιχείρηση λόγω έλλειψης στοιχείων. Σε πρόσφατο δημοσίευμα, ο πρόεδρος της επιχείρησης υποστηρίζει ότι οι οφειλές από αυτήν την κατηγορία πελατών αγγίζουν τα 700 εκατομμύρια ευρώ. Ταυτόχρονα αναγγέλλει τη μείωση της έκπτωσης εμπρόθεσμης εξόφλησης κατά 5% και την αύξηση της τιμής ρεύματος σε μία προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας της επιχείρησης² (www.kathimerini.gr).

Ο Πίνακας 5-4 παρουσιάζει την κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων και του συνολικού ενεργητικού. Η επιχείρηση είναι εντάσεως παγίων στοιχείων, καθώς τα τελευταία αποτελούν το μεγαλύτερο μερίδιο στο σύνολο του ενεργητικού. Η αποδοτική χρησιμοποίηση των παγίων είναι ιδιαίτερα σημαντική για την πορεία της επιχείρησης.

Πίνακας 5-4 Δείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας (φορές)

	2017	2016	2015	2014	2013
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	0,39	0,41	0,40	0,41	0,44
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	0,30	0,30	0,32	0,33	0,36

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των παγίων μειώνεται σημαντικά. Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση της αξίας των πωλήσεων. Ίσως η επιχείρηση να μην εκμεταλλεύεται αποτελεσματικά τα πάγια της ή να έχει επενδύσει μεγαλύτερα κεφάλαια από ό,τι απαιτείται. Η μη αποτελεσματική χρήση του συνόλου του ενεργητικού προκύπτει από

²<http://www.kathimerini.gr/1005152/article/oikonomia/epixeirhseis/erxontai-ay3hseis-sta-timologia-hlektrikoy-reymatos-apo-th-deh> (Πρόσβαση 17/01/2019)

τη μειωμένη κυκλοφοριακή ταχύτητα. Οι πωλήσεις αντιστοιχούν στο 30% της αξίας των δεσμευμένων στοιχείων του ενεργητικού.

5.4.3 Δείκτες Αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας αποτελούν σημείο αναφοράς για αναλυτές και επενδυτές. Συγκρίνουν τα λογιστικά αποτελέσματα (κέρδος / ζημία) με τους χρησιμοποιούμενους πόρους. Ο Πίνακας 5-5 παρουσιάζει την εξέλιξη του περιθωρίου κέρδους EBITDA, δηλαδή των κερδών προ φόρων, αποσβέσεων, απομειώσεων και τόκων.

Πίνακας 5-5 Περιθώριο EBITDA

	2017	2016	2015	2014	2013
Περιθώριο EBITDA	21,34%	20,08%	14,46%	16,33%	14,69%

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Η βελτίωση του περιθωρίου EBITDA οφείλεται στη μείωση των επισφαλών απαιτήσεων και την πραγματοποίηση έκτακτων εσόδων. Η επιχείρηση έχει να αντιμετωπίσει αυξημένα κόστη για τις δαπάνες ενεργειακού μίγματος (υγρά καύσιμα, δικαιώματα CO₂ και αγορές ηλεκτρικής ενέργειας), τα οποία αυξήθηκαν κατά το έτος 2017, κατά 32,9%. Ο Πίνακας 5-6 παρουσιάζει την εξέλιξη των καθαρών περιθωρίων κέρδους προ και μετά φόρων.

Πίνακας 5-6 Καθαρά Περιθώρια Κέρδους

	2017	2016	2015	2014	2013
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους προ φόρων	5,89%	3,38%	-1,92%	2,43%	0,61%
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους μετά φόρων	5,17%	1,35%	-1,85%	1,61%	-3,91%

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Τα υψηλά περιθώρια EBITDA μειώνονται σημαντικά όταν υπολογίζονται οι τόκοι και οι αποσβέσεις. Εκτός από τα έτη 2013 και 2015 που παρουσιάζονται ζημίες, τα έτη 2014, 2016 τα περιθώρια κέρδους είναι ιδιαίτερα χαμηλά. Το τελευταίο έτος υπάρχει σημαντική βελτίωση του περιθωρίου. Μάλιστα η φορολογική επιβάρυνση το ίδιο έτος είναι σχετικά μικρή.

Ο Πίνακας 5-7 παρουσιάζει τους δείκτες αποδοτικότητας ενεργητικού, συνολικών κεφαλαίων και ιδίων κεφαλαίων. Τόσο η αποδοτικότητα ενεργητικού όσο και η αντίστοιχη των συνολικών κεφαλαίων κινείται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων αναφέρεται στο σύνολο των πιστωτών. Οι μέτοχοι επίσης δεν μπορεί να είναι ευχαριστημένοι με αποδόσεις κοντά στο 1%, πολλώ δε μάλλον με αρνητικές. Μόνο το έτος 2017 υπάρχει σημαντική βελτίωση στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Πίνακας 5-7 Δείκτες Αποδοτικότητας

	2017	2016	2015	2014	2013
Αποδοτικότητα Ενεργητικού - ROA	1,55%	0,40%	-0,59%	0,53%	-1,42%
Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων ROCE	0,82%	-0,51%	-1,74%	-0,71%	-2,81%
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ROE	4,24%	1,15%	-1,73%	1,49%	-4,17%

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η αύξηση της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων το έτος 2017 οφείλεται στην ταυτόχρονη αύξηση των κερδών, αλλά περισσότερο στη σημαντική μείωση των ιδίων κεφαλαίων. Η επιχείρηση αποφάσισε τη μείωση της ονομαστικής αξίας των μετοχών και το μετοχικό κεφάλαιο μειώθηκε κατά 491.840€. Η μείωση του κεφαλαίου σχετίζεται με την απόσχιση του ΑΔΜΗΕ.

Ο Πίνακας 5-8 παρουσιάζει τον δείκτη κάλυψης τόκων από τα κέρδη προ αποσβέσεων, τόκων και φόρων. Η διαχρονική αύξηση του δείκτη είναι ιδιαίτερα θετική. Αυτό επιτρέπει την αναχρηματοδότηση του χρέους της επιχείρησης με ευνοϊκούς όρους.

Πίνακας 5-8 Δείκτης Κάλυψης Τόκων (σε φορές)

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	9,55	6,85	4,18	4,48	4,00

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

5.4.4 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Στην υποενοότητα αυτή θα εξεταστούν οι δείκτες διάρθρωσης των δύο πηγών κεφαλαίων. Ο Πίνακας 5-9 παρουσιάζει τους σημαντικότερους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα ξένα κεφάλαια αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών κεφαλαίων. Ωστόσο, η αναλογία κρίνεται ικανοποιητική. Η δανειακή επιβάρυνση μειώνεται στο 1,74 το έτος 2017 και η αναλογία των ξένων κεφαλαίων ανέρχεται στο 63,47%. Η πτώση του δείκτη οφείλεται στη σημαντική μείωση των ξένων κεφαλαίων.

Πίνακας 5-9 Δείκτες Δανειακής Κάλυψης & Επιβάρυνσης

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Δανειακής Κάλυψης	63,47%	65,19%	65,86%	64,69%	65,83%
Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	1,74	1,87	1,93	1,83	1,93

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Ο Πίνακας 5-10 παρουσιάζει τα απόλυτα ποσά που διατίθενται για πληρωμή τόκων (σε εκατομμύρια ευρώ) και την ποσοστιαία μεταβολή τους. Η μείωση του κονδυλίου των τόκων είναι διαχρονική από το 2014, μέχρι και το τέλος της διαχειριστικής χρήσης το 2017.

Πίνακας 5-10 Μεταβολή Χρεωστικών Τόκων

	2017	2016	2015	2014	2013
Χρεωστικοί Τόκοι (χιλ. €)	216.112	250.906	266.035	277.994	266.794
Μεταβολή %	-14%	-6%	-5%	+5%	

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία

Ο όμιλος ΔΕΗ δεσμεύει μεγάλο ποσοστό των κεφαλαίων της σε πάγια στοιχεία. Η σταδιακή πτώση του δείκτη παγιοποίησης οφείλεται στη μείωση της αξίας των παγίων, κυρίως λόγω αποσβέσεων. Η αξία των παγίων καλύπτεται σε μεγάλο βαθμό από μακροπρόθεσμα κεφάλαια, τηρούμενης σε μεγάλο βαθμό της αρχής της χρηματοοικονομικής αντιστοιχίας.

Πίνακας 5-11 Δείκτες Παγιοποίησης και Κάλυψης με Διαρκή Κεφάλαια

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Παγιοποίησης	76,54%	72,01%	79,77%	80,09%	82,19%
Δείκτης Κάλυψης Παγίων	78,00%	76,14%	80,98%	84,31%	74,73%

με Διαρκή Κεφάλαια					
--------------------	--	--	--	--	--

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

5.4.5 Δείκτες Επενδυτικοί

Ο Πίνακας 5-12 παρουσιάζει τους δείκτες μερισματικής πολιτικής. Η επιχείρηση δεν διανέμει μερίσματα τις τελευταίες τρεις διαχειριστικές χρήσεις. Μετά την αυξητική πορεία των δύο ετών, η πολιτική άλλαξε άρδην κυρίως λόγω των περιορισμών στη ρευστότητα της επιχείρησης.

Πίνακας 5-12 Δείκτες Μερισματικής Πολιτικής

	2017	2016	2015	2014	2013
Μέρισμα ανά μετοχή	0	0	0	0,05	0,025
Μερισματική Απόδοση	0	0	0	0,93%	0,23%

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Η μερισματική απόδοση αυξάνεται κυρίως λόγω της σημαντικής πτώσης της τιμής της μετοχής, κατά 50%.

Ακολουθεί ο Πίνακας 5-13 με τους δείκτες αποτίμησης. Ενδιαφέρουσα εικόνα αποτελεί η εξέλιξη του δείκτη αγοραίας προς λογιστική αξία. Με βάση τις τιμές του δείκτη, η μετοχή της επιχείρησης αποτελεί επενδυτική ευκαιρία, καθώς η τιμή της αγοράς υπολείπεται σημαντικά της θεωρητικής τιμής με βάση τα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης. Ο δείκτης P/Εξεξελίσσεται επίσης πτωτικά. Ίσως η πτώση αυτή να αποτελεί ένδειξη των μειωμένων προοπτικών ανάπτυξης της επιχείρησης. Οι επενδυτές δεν προτιμούν την επένδυση στην επιχείρηση φοβούμενοι την προγραμματισμένη μείωση του κύκλου εργασιών (μέσω της επιβεβλημένης μείωσης των μεριδίων αγοράς) και των προβλημάτων ρευστότητας της επιχείρησης.

Πίνακας 5-13 Δείκτες Αποτίμησης

	2017	2016	2015	2014	2013
Δείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Αξία	0,08	0,11	0,15	0,20	0,46
Δείκτης P/E	1,90	9,93	-	13,72	-

Πηγή: Ιδία Επεξεργασία

Στο επόμενο κεφάλαιο θα παρουσιαστούν βασικές πληροφορίες της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς. Θα μελετηθούν οι αποδόσεις των μετοχών των δύο

εταιριών ενώ θα ελεγχθεί η ερμηνεία της απόδοσης με βάση τις ημέρες του μήνα αναφοράς, μέσω ανάλυσης παλινδρόμησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών - Πορεία Μετοχών ΟΤΕ - ΔΕΗ

6.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ιδρύθηκε το 1876. Το χρηματιστήριο αποτελεί μία πολύτιμη αγορά κεφαλαίων για πολλές επιχειρήσεις. Οι μετοχικές επιχειρήσεις, καθώς επεκτείνονται, διαθέτουν μέρος των μετοχών τους στη χρηματιστηριακή αγορά για να αντλήσουν κεφάλαια για την περαιτέρω ανάπτυξή τους. Οι επενδυτές από την άλλη πλευρά διαθέτουν ακόμα έναν τρόπο να επενδύσουν τα χρήματά τους, σε κινητές πλέον αξίες.

Το έτος 2000 ιδρύεται η εταιρία Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (ΕΧΑΕ) ως εταιρία συμμετοχών και οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο τον Αύγουστο του ίδιου έτους. Στο τέλος του έτους 2017 η πλειοψηφία των μετοχών της επιχείρησης ήταν στην κατοχή ξένων επενδυτών (57,2%), ενώ το 21,5% κατέχεται από Έλληνες ιδιώτες επενδυτές και το 12,4% από θεσμικούς (Οικονομική Έκθεση ΕΧΑΕ, 2017: 97).

Η γενική πορεία των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζεται σε δείκτες τιμών. Οι δείκτες αυτοί σταθμίζουν τις μετοχές και υπολογίζουν μία τιμή που προκύπτει ως σταθμισμένος μέσος των τιμών των μετοχών.

Το χρηματιστήριο Αθηνών παρακολουθεί πολλούς κλαδικούς δείκτες (όπως τραπεζών) αλλά και δείκτες που βασίζονται στην κεφαλαιοποίηση των μετοχών. Η κεφαλαιοποίηση προκύπτει ως το γινόμενο της τρέχουσας αξίας της μετοχής με τον αριθμό των μετοχών των επιχειρήσεων. Οι είκοσι πέντε μεγαλύτερες εταιρίες σε όρους κεφαλαιοποίησης περιλαμβάνονται στον δείκτη FTSE/LargeCap. Μέσα στις είκοσι πέντε μεγαλύτερες εταιρίες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο είναι ο ΟΤΕ με συντελεστή στάθμισης 12,79% και η ΔΕΗ με συντελεστή στάθμισης 0,71%.

6.2 Μεθοδολογική Προσέγγιση Ανάλυσης Αποδόσεων Μετοχών

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστεί η μεθοδολογική προσέγγιση που υιοθετήθηκε για την ανάλυση της πορείας των αποδόσεων των μετοχών κατά την περίοδο Ιανουαρίου 2014 – Ιανουαρίου 2019 (πέντε ετών).

Ειδικότερα θα παρουσιαστούν τα βασικά μέτρα περιγραφικής στατιστικής για τις αποδόσεις των δύο μετοχών αλλά θα γίνει και έλεγχος της επίδρασης του μήνα διαπραγμάτευσης στις αποδόσεις των μετοχών.

Το οικονομετρικό μοντέλο που ελέγχθηκε παρουσιάζεται παρακάτω:

$$R = a + \sum_{i=1}^{12} \beta_i D_i + e$$

Στην παραπάνω εξίσωση “i” είναι ο αριθμός του μήνα ενώ η μεταβλητή D συμβολίζει τη ψευδομεταβλητή του μήνα. Η ψευδομεταβλητή λαμβάνει τιμές 1 για τις αληθείς παρατηρήσεις (λόγου χάριν D₁ όταν η παρατήρηση αφορά απόδοση μηνός Ιανουαρίου) και μηδέν για τις αναληθείς παρατηρήσεις. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η ημερήσια απόδοση της μετοχής η οποία υπολογίστηκε ως $\log(X_2/X_1)$, όπου X₂ είναι η τρέχουσα τιμή κλεισίματος και X₁ η προηγούμενη. Η στατιστική και οικονομετρική ανάλυση έγινε με τη βοήθεια του Excel και του IBMSPSS24.

6.3 Περιγραφική Στατιστική Μετοχών

Ο Πίνακας 6-1 παρουσιάζει τα μέτρα περιγραφικής στατιστικής για τις αποδόσεις των μετοχών του ΟΤΕ και της ΔΕΗ.

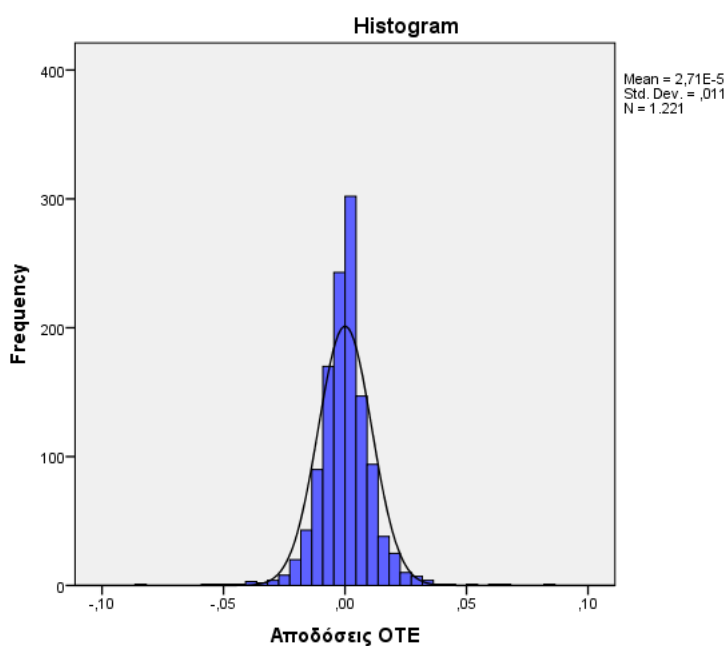
Πίνακας 6-1. Περιγραφική Στατιστική Αποδόσεων

Μέτρο Στατιστικής	ΟΤΕ Α.Ε.	ΔΕΗ Α.Ε.
Μ.Ο.	0,000	-0,001
Τ.Α.	0,011	0,017
Λοξότητα	0,158	-2,474
Κύρτωση	8,731	28,647
Ελάχιστη τιμή	-0,082	-0,230
Μέγιστη τιμή	0,082	0,060

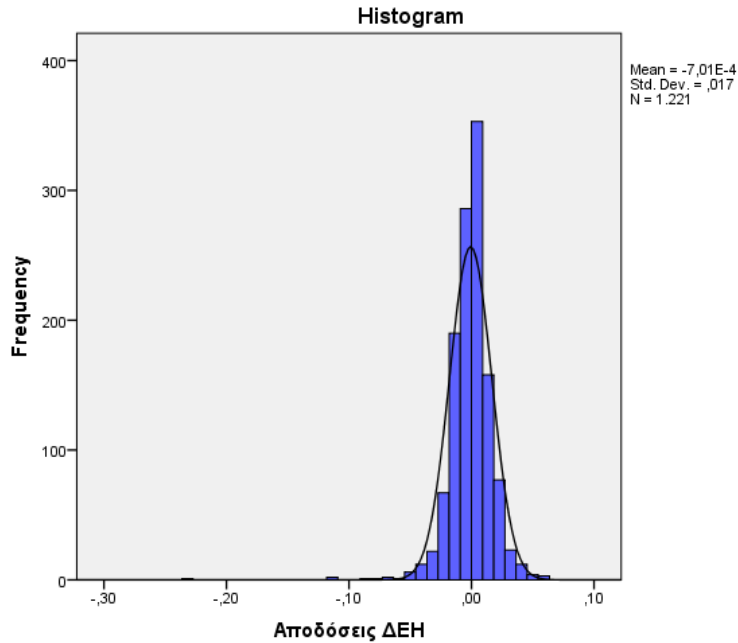
Η περίοδος που μελετήθηκε χαρακτηρίστηκε από έντονη πτώση του χρηματιστηρίου και μείωση του επενδυτικού ενδιαφέροντος. Η επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων επηρέασε σημαντικά την κεφαλαιαγορά, ενώ οι κεφαλαιοποιήσεις των επιχειρήσεων μειώθηκαν σημαντικά. Η μέση απόδοση των δύο επιχειρήσεων είναι $0,000 \pm 0,011\%$ για τον ΟΤΕ και $-0,001 \pm 0,017\%$ για τη ΔΕΗ. Επίσης η ελάχιστη τιμή για τον ΟΤΕ είναι -0,082 και η μέγιστη 0,082 ενώ για τη ΔΕΗ οι αντίστοιχες τιμές είναι -0,230 και

0,060. Συνεπώς, η τυπική απόκλιση και το εύρος τιμών είναι μεγαλύτερο για την πορεία της ΔΕΗ, άρα η μετοχή του ΟΤΕ αποδεικνύεται μία ασφαλέστερη επιλογή.

Οι αποδόσεις της ΔΕΗ είναι αρνητικά συμμετρικές (λοξότητα=-0,274<0). Επομένως υπάρχουν πολλές αρνητικές αποδόσεις που επηρεάζουν τη διαμόρφωση της μέσης τιμής. Αντίθετα οι αποδόσεις της μετοχής του ΟΤΕ παρουσιάζουν θετική συμμετρία (λοξότητα=0,158>0). Επιπλέον υπάρχουν σημαντικές διαφορές στην κυρτότητα. Η καμπύλη αποδόσεων της ΔΕΗ είναι έντονα λεπτόκυρτη (κύρτωση=28,647>3), κάτι που σημαίνει ότι υπάρχει υψηλή συγκέντρωση των παρατηρήσεων γύρω από τη τιμή του μέσου. Λεπτόκυρτη χαρακτηρίζεται και η καμπύλη αποδόσεων του ΟΤΕ (κύρτωση=8,731>3) με το φαινόμενο να είναι λιγότερο έντονο σε σχέση με την καμπύλη αποδόσεων της ΔΕΗ. Τα διαγράμματα 6.1 και 6.2 παρουσιάζουν τα ιστογράμματα για την καμπύλη αποδόσεων του ΟΤΕ και της ΔΕΗ αντίστοιχα.



Διάγραμμα 6-1. Αποδόσεις ΟΤΕ



Διάγραμμα 6-2. Αποδόσεις ΔΕΗ

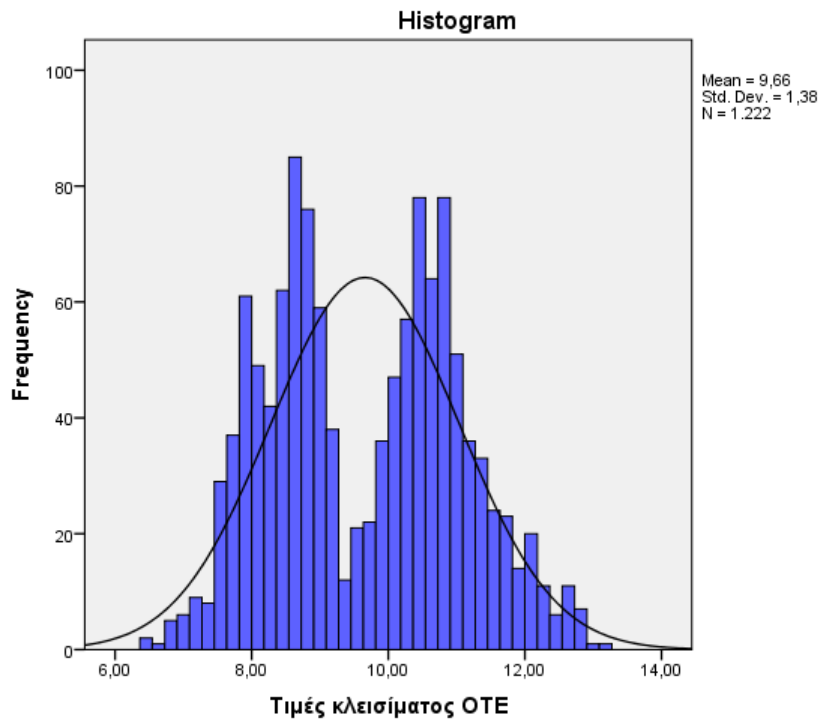
Ο Πίνακας 6-2 παρουσιάζει τα μέτρα περιγραφικής στατιστικής για τις τιμές κλεισίματος των μετοχών.

Πίνακας 6-2. Περιγραφική Στατιστική Τιμών Κλεισίματος

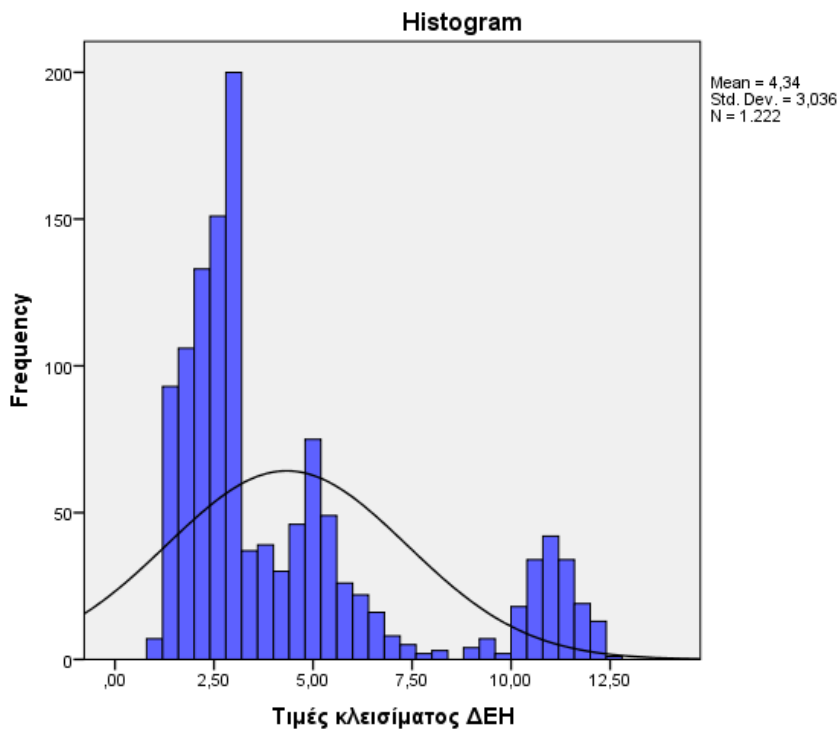
Μέτρο Στατιστικής	ΟΤΕ Α.Ε.	ΔΕΗ Α.Ε.
Μ.Ο.	9,659	4,336
Τ.Α.	1,380	3,036
Λοξότητα	0,135	1,374
Κύρτωση	-0,924	0,693
Ελάχιστη τιμή	6,450	1,152
Μέγιστη τιμή	13,180	12,590

Η μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής του ΟΤΕ ήταν $9,659 \pm 1,38\text{€}$ και της ΔΕΗ $4,336 \pm 3,036\text{€}$ για το διάστημα που μελετήθηκε. Για την εταιρεία ΟΤΕ η μέγιστη τιμή ήταν 13,180 και η ελάχιστη 6,450 ενώ για την ΔΕΗ 12,590€ και 1,152€, αντίστοιχα. Τα συμπεράσματα είναι παρόμοια με αυτά των αποδόσεων καθώς και στις τιμές κλεισίματος μετοχής μεγαλύτερος κίνδυνος υπάρχει για την εταιρεία ΔΕΗ καθώς και η τυπική απόκλιση και το εύρος τιμών είναι μεγαλύτερο. Η λοξότητα είναι θετική για τον ΟΤΕ ($0,135 > 0$) και την ΔΕΗ (1,374) γεγονός που υποδηλώνει ότι οι περισσότερες παρατηρήσεις βρίσκονται δεξιά της κορυφής. Επίσης η κατανομή είναι πλατύκυρτη (< 3) για τον ΟΤΕ (-0,924) και την ΔΕΗ (0,693) γεγονός που υποδηλώνει μεγάλη διασπορά των τιμών γύρω από την μεση τιμή. Τα διαγράμματα 6.3 και

6.4 παρουσιάζουν τα ιστογράμματα για την καμπύλη κλεισίματος του ΟΤΕ και της ΔΕΗ αντίστοιχα.



Διάγραμμα 6-3. Τιμές κλεισίματος ΟΤΕ



Διάγραμμα 6-4. Τιμές κλεισίματος ΔΕΗ

6.4 Οικονομετρική Ανάλυση

Στην παρούσα υπό-ενότητα θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης, θεωρώντας τον σταθερό όρο μηδέν με στόχο την καλύτερη ερμηνεία της επίδρασης των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξαρτημένη. Ο Πίνακας 6.3 παρουσιάζει τα αποτελέσματα προσαρμογής του πολλαπλού μοντέλου γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΟΤΕ και ανεξάρτητες τις μεταβλητές των μηνών. Προκύπτει ότι η αρχική υπόθεση της μη προσαρμογής του μοντέλου γίνεται δεκτή ($F(12,1209)=0,306$, $p=0,989>0,05$). Ο βαθμός προσαρμογής είναι ελάχιστος καθώς $R^2=0,003 \cong 0$.

Πίνακας 6-3. Αποτελέσματα προσαρμογής του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΟΤΕ

R	R²	AdjR²	F	df1	df2	p
0,055	0,003	-0,007	0,306	12	1209	0,989

Ανεξάρτητες μεταβλητές: Οι 12 μήνες του χρόνου

Στον Πίνακα 6.4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των συντελεστών του πολλαπλού μοντέλου παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΟΤΕ και ανεξάρτητες τις μεταβλητές των μηνών. Προκύπτει ότι καμία μεταβλητή των μηνών δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή

Πίνακας 6-4. Αποτελέσματα των συντελεστών του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΟΤΕ.

Ανεξάρτητες	B	Beta	t	p
Ιανουάριος	-0,001	-0,014	-0,479	0,632
Φεβρουάριος	0,001	0,027	0,948	0,343
Μάρτιος	0,000	-0,013	-0,447	0,655
Απρίλιος	0,001	0,013	0,443	0,658
Μάιος	0,000	-0,006	-0,203	0,839
Ιούνιος	$-3,397 \cdot 10^{-5}$	-0,001	-0,031	0,975
Ιούλιος	0,000	0,012	0,402	0,687
Αύγουστος	$3,642 \cdot 10^{-5}$	0,001	0,034	0,973
Σεπτέμβριος	-0,001	-0,028	-0,985	0,325
Οκτώβριος	0,000	-0,007	-0,251	0,801
Νοέμβριος	0,001	0,027	0,952	0,341
Δεκέμβριος	$-9,806 \cdot 10^{-7}$	0,000	-0,001	0,999

Εξαρτημένη μεταβλητή: Αποδόσεις ΟΤΕ

Ο Πίνακας 6.5 παρουσιάζει τα αποτελέσματα προσαρμογής του πολλαπλού μοντέλου γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΔΕΗ και ανεξάρτητες τις μεταβλητές των μηνών. Προκύπτει ότι η αρχική υπόθεση της μη προσαρμογής του μοντέλου γίνεται δεκτή ($F(12,1209)=1,042$, $p=0,407>0,05$). Ο βαθμός προσαρμογής είναι ελάχιστος καθώς $R^2=0,010\cong 0$.

Πίνακας 6-5. Αποτελέσματα προσαρμογής του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΔΕΗ

R	R²	AdjR²	F	df1	df2	p
0,101	0,010	0,000	1,042	12	1209	0,407

Ανεξάρτητες μεταβλητές: Οι 12 μήνες του χρόνου

Στον Πίνακα 6.6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των συντελεστών του πολλαπλού μοντέλου παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΔΕΗ και ανεξάρτητες τις μεταβλητές των μηνών. Προκύπτει ότι στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση στην εξαρτημένη μεταβλητή έχει ο μήνας Ιούνιος ($t=-2,588$, $p=0,010<0,05$)

Πίνακας 6-6. Αποτελέσματα συντελεστών του μοντέλου πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις ΔΕΗ

Ανεξάρτητες	B	Beta	t	p
Ιανουάριος	0,001	0,015	0,537	0,591
Φεβρουάριος	0,002	0,027	0,926	0,354
Μάρτιος	-0,001	-0,013	-0,465	0,642
Απρίλιος	0,000	0,006	0,213	0,832
Μάιος	-0,001	-0,012	-0,415	0,678
Ιούνιος	-0,004	-0,074	-2,588	0,010
Ιούλιος	0,000	0,007	0,243	0,808
Αύγουστος	-0,001	-0,018	-0,619	0,536
Σεπτέμβριος	-0,001	-0,022	-0,776	0,438
Οκτώβριος	-0,001	-0,025	-0,887	0,375
Νοέμβριος	0,001	0,013	0,471	0,637
Δεκέμβριος	-0,003	-0,042	-1,474	0,141

Εξαρτημένη μεταβλητή: Αποδόσεις ΔΕΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται την χρηματοοικονομική ανάλυση δύο μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων, του ΟΤΕ Α.Ε. και της ΔΕΗ Α.Ε.. Αφού παρουσιάστηκε το θεωρητικό υπόβαθρο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και η σχετική βιβλιογραφική επισκόπηση αφιερώθηκαν ξεχωριστά κεφάλαια για την ανάλυση της κάθε επιχείρησης.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την αξιολόγηση της πορείας των επιχειρήσεων ήταν αυτή των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Το χρονικό διάστημα της μελέτης ήταν τα οικονομικά έτη 2013-2017 και τα πρωτογενή δεδομένα (ετήσιες οικονομικές καταστάσεις) αντλήθηκαν από τις επίσημες ιστοσελίδες των εταιριών.

Οι δύο επιχειρήσεις αποτελούν πρώην μονοπωλιακές επιχειρήσεις. Η απελευθέρωση των αγορών τηλεπικοινωνιών και ενέργειας παρουσιάζει ιδιαίτερες προκλήσεις. Η γενική τάση των αγορών είναι η μεταβίβαση του δικτύου σε μία ανεξάρτητη αρχή που ελέγχεται από το κράτος και ο μετασχηματισμός των επιχειρήσεων σε παρόχους των υπηρεσιών. Ταυτόχρονα στην αγορά δραστηριοποιούνται πλέον και άλλες επιχειρήσεις πάροχοι, σε μία προσπάθεια αύξησης της έντασης του ανταγωνισμού προς όφελος του καταναλωτή. Η πολιτική που ακολουθείται προϋποθέτει τη σταδιακή μείωση των μεριδίων αγοράς, ώστε η αγορά να είναι ανταγωνιστική. Οι παραπάνω πολιτικές δημιουργούν σημαντικά ερωτηματικά για τη μελλοντική πορεία των επιχειρήσεων.

Ο ΟΤΕ Α.Ε. αποτελεί πλέον επιχείρηση του ιδιωτικού τομέα, καθώς η κρατική συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο μειώθηκε στο 10%. Στα έτη που μελετήθηκαν η επιχείρηση κατάφερε να επιτύχει σταθεροποίηση του κύκλου εργασιών με μικρές μειώσεις. Η αγορά των τηλεπικοινωνιών χαρακτηρίζεται από στοιχεία κορεσμού αλλά και έντονου ανταγωνισμού κυρίως από τις Vodafone και Wind. Ο ΟΤΕ καταφέρνει να καταγράφει κέρδη σε όλες τις διαχειριστικές χρήσεις παρά τις αντίξοες μακροοικονομικές συνθήκες. Η ρευστότητα του οργανισμού είναι υψηλή και χαρακτηριστικές είναι οι τιμές του δείκτη μετρητών οι οποίες προσεγγίζουν το 50%. Ο ΟΤΕ κατάφερε να διατηρήσει σταθερές και τις ημέρες είσπραξης απαιτήσεων, στις 67 παρά τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και τις συνεπακόλουθες καθυστερήσεις πληρωμών. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίου και

συνόλου ενεργητικού είναι ικανοποιητική, ενώ βαίνει βελτιούμενη μετά την απομείωση της αξίας των θυγατρικών σε Ρουμανία και Αλβανία.

Το περιθώριο κέρδους της επιχείρησης προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) διατηρείται διαχρονικά στο 32%. Ο οργανισμός επιβαρύνεται σημαντικά από τους φόρους, όπως αυτό παρουσιάζεται στα εξαιρετικά χαμηλά καθαρά περιθώρια κέρδους μετά φόρων. Η σύνθεση των κεφαλαίων χρηματοδότησης είναι σταθερή σε μία αναλογία 65% ξένα κεφάλαια και 35% ίδια, ενώ το κονδύλι των χρεωστικών τόκων μειώνεται σημαντικά. Αυτό ίσως να αποτελεί ένδειξη εμπιστοσύνης των πιστωτών η οποία μεταφράζεται σε μειωμένο επιτόκιο δανεισμού. Τέλος, η μερισματική πολιτική του οργανισμού άλλαξε δραματικά το έτος 2017, προς όφελος των μετόχων. Μετά την σταθερή πολιτική των ετών 2014, 2015 με μερισματική απόδοση 1%, το έτος 2017 τα μερίσματα αυξήθηκαν τόσο σε απόλυτο μέγεθος όσο και σε όρους μερισματικής απόδοσης (3%).

Η ΔΕΗ Α.Ε. έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά. Η επιχείρηση παραμένει μέχρι σήμερα υπό κρατικό έλεγχο (51,12%). Οι αλλαγές στην αγορά ενέργειας ήταν όμοιες με αυτές των τηλεπικοινωνιών. Στην περίπτωση της ΔΕΗ προβλέπεται μέσω ιδιαίτερης νομοθετικής πρόβλεψης η υποχρέωση της χώρας μας να μειώσει το μερίδιο της αγοράς προς όφελος άλλων παρόχων ενέργειας. Αυτή η εξέλιξη είχε σημαντική επίπτωση στην εξέλιξη του κύκλου εργασιών, όπου τα έτη 2014, 2015 η μείωση ήταν σημαντική για να ακολουθήσει μία ηπιότερη πτώση τα έτη 2016, 2017. Η επιχείρηση σημείωσε ζημίες τα έτη 2013, 2015. Η εικόνα αυτή αλλάζει άρδην το έτος 2017 με την καταγραφή σημαντικών κερδών, τα οποία όμως προκύπτουν κυρίως μέσω της μείωσης των προβλέψεων της επιχείρησης.

Η ΔΕΗ αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, καθώς ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι μικρότερος της μονάδος ενώ ο δείκτης μετρητών κινείται σε μονοψήφια ποσοστά. Η επιχείρηση επιβαρύνεται σημαντικά από την ενσωμάτωση στο λογαριασμό των δημοτικών φόρων και τελών αλλά και του προβληματικού ενεργειακού δικτύου της χώρας. Οι λογαριασμοί αποτελούν πονοκέφαλο για τους καταναλωτές, οι οποίοι καθυστερούν σημαντικά την αποπληρωμή. Οι δυσμενείς μακροοικονομικές συνθήκες και η έλλειψη στοιχείων για την εξόφληση υποχρεώσεων από πελάτες που άλλαξαν πάροχο κρατούν τις ημέρες είσπραξης απαιτήσεων πάνω από τις 100 ημέρες, επιβαρύνοντας περαιτέρω τη ρευστότητα της

επιχείρησης. Το περιθώριο κέρδους προ φόρων και αποσβέσεων κυμαίνεται στην περιοχή του 20%. Η επιχείρηση έχει να αντιμετωπίσει αυξημένο κόστος παραγωγής αλλά και υψηλές ανελαστικές δαπάνες (κόστος μισθοδοσίας). Οι τελευταίες αντιμετωπίζονται μέσω προγραμμάτων εθελουσίας εξόδου των εργαζομένων. Η χρηματοοικονομική διάρθρωση είναι ισορροπημένη με τα ξένα κεφάλαια να καταλαμβάνουν το 65% του συνόλου των κεφαλαίων. Η ΔΕΗ άλλαξε τη μερισματική πολιτική από το 2015 και μετά. Δεν διανέμει μερίσματα προφανώς σε μία προσπάθεια άμβλυνσης των προβλημάτων ρευστότητας που αντιμετωπίζει. Ο δείκτης αγοραίας προς λογιστική αξίας είναι μικρότερος της μονάδας. Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή της επιχείρησης είναι υποεκτιμημένη από την αγορά ή ότι οι προοπτικές της επιχείρησης δεν ελκύουν το επενδυτικό κοινό.

Η εργασία ολοκληρώνεται με την παρουσίαση του θεσμού του χρηματιστηρίου και των βασικών μέτρων στατιστικής για τις ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών την περίοδο Ιανουάριος 2014-Ιανουάριος 2019. Οι εξελίξεις στην ελληνική κεφαλαιαγορά ήταν αρνητικές το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Η επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων αποτέλεσε καίριο πλήγμα στην αγορά και μείωσε σημαντικά το επενδυτικό ενδιαφέρον εγχώριο και αλλοδαπό. Ο ΟΤΕ παρουσιάζει μέση απόδοση κοντά στο μηδέν αλλά και λιγότερη μεταβλητότητα στις αποδόσεις της μετοχής του. Η ΔΕΗ από την άλλη πλευρά έχει αρνητική μέση απόδοση -0,07% και μεγαλύτερη μεταβλητότητα των αποδόσεων. Οι απόλυτες τιμές των μετοχών ακολουθούν πτωτική πορεία.

Τελευταίο κομμάτι της εμπειρικής ανάλυσης ήταν η οικονομετρική ανάλυση των ημερήσιων αποδόσεων. Εξετάστηκε η πιθανή επίδραση των μηνών διαπραγμάτευσης στις αποδόσεις των μετοχών. Παρατηρήθηκε ότι σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση στις αποδόσεις της ΔΕΗ έχει ο μήνας Ιούνιος. Οι αρνητικές αποδόσεις του Ιουνίου για την ΔΕΗ μπορούν να εξηγηθούν και από το φαινόμενο των διακοπών (holiday effect & sell in may and go away), πρόκειται για άλλη μια σημαντική ημερολογιακή ανωμαλία στην οποία έχουμε αρνητικές αποδόσεις τον μήνα Ιούνιο κυρίως λόγω των διακοπών, και της απροθυμίας των επενδυτών να αγοράσουν την περίοδο των διακοπών.

Ολοκληρώνοντας, θα συνοψίζαμε στη συγκριτικά καλύτερη επίδοση του ΟΤΕ έναντι της ΔΕΗ σε όλους τους σχετικούς δείκτες. Οι προοπτικές των επιχειρήσεων επηρεάζονται άμεσα από τις διαδικασίες απελευθέρωσης της αγοράς. Ο ΟΤΕ φαίνεται να ανταπεξέρχεται και να διατηρεί μερίδια αγοράς και κέρδη. Η ΔΕΗ ταλανίζεται από προβλήματα ρευστότητας ενώ έχει να αντιμετωπίσει το υψηλό κόστος παραγωγής και τις υψηλές ανελαστικές δαπάνες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8. Βιβλιογραφία

- Αθανασόπουλος, Κ., Γεωργόπουλος, Α., & Μπέλας, Α., (2008). *Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πατρών.
- Κιουλάφας, Κ. (1994). *Ο Τομέας των Τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα – Προβλήματα Προοπτικές*, Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE).
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, 23 (4) 589–609.
- Altman, E.I., Marco, G. & Varetto, F. (1994). Corporate distress diagnosis: comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience), *Journal of Banking and Finance*, 3 (18) 505–529
- Barnes, P. (1987). The analysis and use of financial ratios: a review article, *Journal of Business Finance and Accounting*, (14) 449–461.
- Beneish, M. D. (1999). The detection of earnings manipulation, *Financial Analysts Journal*, 55, 24–36.
- Boillat, P., Skowronski, N. & Tuchscheid, N. (2002). Cluster analysis: application to sector indices and empirical validation, *Financial Market Portfolio Management*, (12) 467–486.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2005). *Principles of corporate finance*, (8th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham E. & Weston F. (1986). *Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής*, Αθήνα: Παπαζήση.
- Capece G., Cricelli L., & Di Pillo F. (2010). A cluster analysis study based on profitability and financial indicators in the Italian gas retail market, *Energy Policy* (38), 3394–3402.
- Dalnial, H., Kamaluddin, A., Sanusi, Z. M., & Khairuddin, K. S. (2014). Accountability in financial reporting: detecting fraudulent firms, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 145, 61–69.

- Edmister, R. O. (1972). Financial ratios as discriminant predictors of small business failure, *Journal of Finance*, (27), 139–140.
- Fabozzi, F. & Drake, P. (2012). *Analysis of Financial Statements*, John Wiley and Sons. 3rd edition. New York
- Fanning, K. M., & Cogger, K. O. (1998). Neural network detection of management fraud using published financial data. *Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 7, 21–41.
- Feroz, E. H., Kwon, T. M., Pastena, V. S., & Park, K. (2000). The efficacy of red flags in predicting the SEC's targets: an artificial neural networks approach, *Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 9, 145–157.
- Frecka T. J., & Lee C. F. (1983). Generalized financial ratio adjustment processes and their implications, *Journal of Accounting*, 1 (21), (1983) 308–316.
- Fridson M., & Alvarez F. (2002). *Financial Statement Analysis: a Practitioner's Guide*, 3rd edition. John Wiley & Sons, New York
- Gaganis, C. (2009). Classification techniques for the identification of falsified financial statements: a comparative analysis, *Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 16, 207–229.
- Healy P. M., & Palepu K. G. (2012). *Business Analysis Valuation: using Financial Statements*, 5th edition, Cengage Learning, Mason.
- Horrigan J. (1968). A short history of financial ratio analysis, *Account. Rev.* 2 (43) 284–294.
- Ishibashi K., Iwasaki T., Otomasa S., & Yada K. (2016). Model selection for Financial Statement Analysis: Variable selection with data mining technique, *Procedia Computer Science*, 96, 1681-1690.
- Kaminski, K. A., Wetzel, T. S., & Guan, L. (2004). Can financial ratios detect fraudulent financial reporting? *Managerial Auditing Journal*, 1, 15–28.

Kanapickiene, R. & Grundiene, Z. (2015). The model of Fraud Detection in Financial Statements by means of Financial Ratios, *Procedia Social Behavioral Sciences*, 213 321-327.

Kirkos, E., Spathis, Ch., & Manolopoulos, Y. (2007). Data mining techniques for the detection of fraudulent financial statements, *Expert Systems with Applications*, 32, 995–1003.

Laurent, C.R. (1979). Improving the efficiency and effectiveness of financial ratio analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, (6), 401–413.

Lenard, M. J., & Alam, P. (2009). An historical perspective on fraud detection: from bankruptcy models to most effective indicators of fraud in recent incidents, *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 1, 1–27.

McDonald, B., & Morris, M.H. (1984). The statistical validity of the ratio method in financial analysis: an empirical examination, *Journal of Business Finance and Accounting*, 1 (11), 89–97.

Mousa, G.A. (2015). Financial ratios versus data envelopment analysis: the efficiency assessment of banking sector in Bahrain Bourse, *International Journal of Business Statistics Analysis*, (2), 75–84.

Ou, J. A. & Penman, S. H. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns, *Journal of Accounting and Economics*, 11 (4), 295-329.

Perols, J. (2011). Financial Statement Fraud Detection: An Analysis of Statistical and Machine Learning Algorithms, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30, 19–50.

Persons, O. (1995). Using financial statement data to identify factors associated with fraudulent financing reporting, *Journal of Applied Business Research*, 11, 38–46.

Rao, P. (2011). *Financial Statement Analysis and Reporting*, PHI Learning Limited, New Delhi.

Ravisankar, P., Ravi, V., Raghava R. G., & Bose, I. (2011). Detection of financial statement fraud and feature selection using data mining techniques, *Decision Support Systems*, 50, 491–500.

Salmi, T., Dahlstedt, R., Luoma, M., & Laakkonen, A. (1986). Financial ratio variability and industry classification, *Finnish Journal of Business Economics*, (35), 333–356.

Sheridan, T., Keown, A., & Martin, J. (2015). *Χρηματοοικονομική Διαχείριση. Αρχές και Εφαρμογές*, Αθήνα: Παπαζήση.

Simak, P.C. (1997). *DEA Based Analysis of Corporate Failure*, Master Degree Dissertation, University of Toronto.

Simak, P.C. (2000). *Inverse and Negative DEA and Their Application to Credit Risk Evaluation*, PhD Thesis University of Toronto.

Soffer, L. C., & Soffer, R. J. (2003). *Financial statement analysis: A valuation approach*, Pearson/Prentice Hall.

Song, X. P., Hu, Z. H., Du J. G., & Sheng Z. H. (2014). Application of Machine Learning Methods to Risk Assessment of Financial Statement Fraud: Evidence from China, *Journal of Forecasting*, 33, 611–626.

Spathis, Ch., Doumpos, M., & Zopounidis, C. (2002). Detecting falsified financial statements: a comparative study using multicriteria analysis and multivariate statistical techniques, *European Accounting Review*, 11, 509–535.

Stice, J. D. (1991). Using Financial and Market Information to Identify Pre-Engagement Factors Associated with Lawsuits against Auditors, *The Accounting Review*, 66, 516-533.

Taffler, R.J. (1982). Forecasting company failure in the UK using discriminant analysis and financial ratio data, *Journal of R. Statistics*, (145), 342–358.

Wahlen, J., Baginski, S., & Bradshaw, M., (2017). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Reporting*, 9th Edition, Cengage, USA.

Wells, J. T. (1997). *Occupational fraud and abuse*, Austin, TX: Obsidian Publishing.

Wild, J.J., & Subramanyam, K.R. (2008). *Financial Statement Analysis*, 10th ed., McGraw-Hill, New York.

Wilson, W., & Zhou, Y., (2001). Telecommunications deregulation and sub-additive costs: Are local telephone monopolies unnatural? *International Journal of Industrial Organization*, 19(6), 909-930.

Νομοθετικά Κείμενα

Νόμος 4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 251).

Ηλεκτρονικές Πηγές

<http://www.kathimerini.gr/1005152/article/oikonomia/epixeirhseis/erxontai-ay3hseis-sta-timologia-hlektrikoy-reymatos-apo-th-deh> (Πρόσβαση 17/01/2019)

[\(https://www.euretirio.com/apotelesmatiki-agora/\)](https://www.euretirio.com/apotelesmatiki-agora/) (Πρόσβαση 20/01/2020)