

Τ.Ε.Ι. Καλαμάτας  
Σχολή : Διοίκηση και  
Οικονομία

Τμήμα : Χρηματοοικονομική και  
Ελεγκτική

Πτυχιακή Εργασία

Θέμα: «Η μετοχή της εισηγμένης  
Δ.Ε.Η. Α.Ε. στο Χ.Α.Α. ως επενδυτική  
πρόταση για τους θεσμικούς και  
ιδιώτες επενδυτές»

Σπουδάστρια : Τάτα Μαρία (Α.Μ.: 2002150 )  
Επόπτης Καθηγητής : Κατσάρα Κωνσταντίνα

Καλαμάτα  
2008

## Ευχαριστίες

---

Μέσα στα πλαίσια της ολοκλήρωσης της παρούσας εργασίας, χρειάστηκε η βοήθεια αρκετών ανθρώπων τους οποίους θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά. Ιδιαίτερα όμως ευχαριστώ την καθηγήτριά μου κ. Κατοάρα Κωνσταντίνα για την βοήθειά της και την καθοδήγησή της στη συγκέντρωση του αρχικού υλικού, τον κ. Λογγίτσο για τη πολύ σημαντική βοήθειά του πάνω στους αριθμοδείκτες καθώς επίσης και τον συνάδελφό μου Ευστράτιο Τηνιακό για τη βοήθειά του στη μορφοποίηση της εργασίας μου.

## Περίληψη

---

Στην παρούσα εργασία, γίνεται μια προσπάθεια απεικόνισης της Δ.Ε.Η. Α.Ε. αλλά και της πορείας της μετοχής της από την είσοδό της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μέχρι σήμερα.

Στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται εκτενής αναφορά σε στοιχεία που αφορούν την εταιρεία, όπως την πορεία που έχει ακολουθήσει από την ίδρυσή της μέχρι τις μέρες μας, το σκοπό αλλά και τις δραστηριότητες της ενώ ταυτόχρονα παρουσιάζεται η πορεία βασικών μεγεθών της όπως η εξέλιξη του χρέους της, η πορεία των πωλήσεών της κ.α.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η πορεία της εταιρείας για την εισαγωγή στο Χ.Α.Α., η πορεία της μετοχής της, καθώς επίσης και η αξιολόγησή της με τη χρήση χρηματιστηριακών δεικτών.

Τέλος, στο τρίτο κεφάλαιο, με τη χρήση αριθμοδεικτών, αναλύεται η εξέλιξη βασικών στοιχείων που συνθέτουν την εταιρεία και τα οποία σε συνδυασμό με την πορεία της μετοχής, βοήθησαν στην εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων ως προς τη θέση της εταιρείας στη χρηματιστηριακή αγορά.

## Πίνακας Περιεχομένων

---

Ευχαριστίες .....	2
Περίληψη.....	3
Πίνακας Περιεχομένων.....	4
Εισαγωγή .....	6
<b>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> - Αναλυτική Παρουσίαση της Εταιρείας Δ.Ε.Η. Α.Ε.</b> .....	<b>7</b>
1.1. Γενικές πληροφορίες για τη Δ.Ε.Η. Α.Ε. ....	8
1.2. Ο σκοπός της Δ.Ε.Η. Α.Ε. ....	8
1.3. Ιστορική αναδρομή.....	10
1.4. Η δραστηριότητα της εταιρείας.....	14
1.5. Η βασική οργανωτική δομή της ΔΕΗ Α.Ε. ....	16
1.6. Η συνεισφορά της εταιρείας στην Εθνική οικονομία και στο κοινωνικό σύνολο .....	18
1.7. Η εξέλιξη βασικών μεγεθών της εταιρείας με την πάροδο των ετών.....	20
1.7.1. Ο τομέας του προσωπικού.....	20
1.7.2. Η εξέλιξη του χρέους.....	21
1.7.3. Η πορεία των πωλήσεων ηλεκτρικής ενέργειας.....	23
1.7.4. Η εξέλιξη των πωλήσεων λιγνίτη.....	24
<b>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> - Ανάλυση Ισολογισμού της Εταιρείας Δ.Ε.Η. Α.Ε.</b> .....	<b>26</b>



2.1. Η ανάλυση των αριθμοδεικτών της Δ.Ε.Η. για το 2007 .....	28
2.1.1. Οι δείκτες ρευστότητας .....	28
2.1.2. Οι δείκτες αποδοτικότητας .....	36
2.1.3. Οι δείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας.....	44
2.1.4. Οι δείκτες εκμετάλλευσης .....	49
2.1.5. Οι δείκτες χρηματοδότησης .....	51
<b>Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> - Η Είσοδος της Δ.Ε.Η. στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η Πορεία της Μετοχής.....</b>	<b>53</b>
3.1. Η είσοδος της Δ.Ε.Η. στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών .....	54
3.2. Το μετοχικό κεφάλαιο, η μετοχή και τα μερίσματα της Δ.Ε.Η. Α.Ε. ....	54
3.2.1. Το μετοχικό κεφάλαιο της Δ.Ε.Η. Α.Ε.....	54
3.2.2. Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	56
3.3. Τα μερίσματα της εταιρείας.....	60
3.4. Οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες.....	62
3.4.1. Ο δείκτης P/E.....	62
3.4.2. Ο δείκτης P.E.G. (Price Earnings Growth) .....	63
3.4.2.1. Ο υπολογισμός του δείκτη P.E.G. ....	64
3.4.3. Ο δείκτης P/BV .....	65
3.4.4. Ο δείκτης EBITDA.....	67
3.5. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες της Δ.Ε.Η. Α.Ε.....	69
Επίλογος.....	73
Βιβλιογραφία.....	77
Παράρτημα.....	79
Λίστα Πινάκων - Διαγραμμάτων.....	79
Ισολογισμοί ΔΕΗ Α.Ε. ....	82

## Εισαγωγή

---

Το σύγχρονο περιβάλλον γίνεται όλο και περισσότερο πολύπλοκο και ανταγωνιστικό για τις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς. Σ' αυτό το περιβάλλον οι επιχειρήσεις, προσπαθούν να αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα και την αποτελεσματικότητά τους.

Η ανταγωνιστικότητα και η αξιοπιστία του τομέα της ενέργειας, είναι καθοριστικές για τη λειτουργία μιας οικονομίας. Ο τομέας της ενέργειας αποτελείται από τους κλάδους εξόρυξης και λατόμησης ενεργειακών υλικών, επεξεργασίας καυσίμων και παροχής ηλεκτρισμού, αερίου και ατμού.

Ο σύγχρονος κόσμος εξαρτά την επιβίωση και την ευημερία του από αυτό το είδος ενέργειας. Η ενέργεια, και ειδικότερα η ηλεκτρική ενέργεια, αποτελεί τη βάση της οικονομίας και της σύγχρονης διαβίωσης. Σ' αυτήν στηρίζονται η βιομηχανία, η επιστημονική έρευνα, οι τηλεπικοινωνίες, ο τομέας των υπηρεσιών. Η παραγωγή και η ορθολογική κατανομή ενέργειας είναι ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζει κάθε χώρα όσον αφορά την οικονομική της ανάπτυξη και τη βελτίωση του επιπέδου ζωής των κατοίκων της.

Η μια λοιπόν από τις πλέον αναπτυσσόμενες αγορές, αυτή του ηλεκτρισμού αναμένεται να βρεθεί στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος τα επόμενα χρόνια. Έτσι, παρουσιάζει και το αντίστοιχο ενδιαφέρον η διακύμανση των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην αγορά ηλεκτρισμού.

Στη χώρα μας, τον κυρίαρχο ρόλο κατέχει η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού (Δ.Ε.Η. Α.Ε.) που καλύπτει τις ανάγκες για ηλεκτρισμό. Η εισαγωγή της στις

χρηματιστηριακές αγορές αποτέλεσε το εφαλτήριο για την περαιτέρω ανάπτυξη της. Η πορεία της μετοχής της παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, όχι μόνο από οικονομικής πλευράς αλλά και από κοινωνικής, καθώς αποτελεί τη μοναδική εταιρεία παροχής ηλεκτρικής ενέργειας.

# **Κεφάλαιο 1**

## **Αναλυτική Παρουσίαση της Εταιρείας**

### **Δ.Ε.Η. Α.Ε.**

---

### 1.1. Γενικές πληροφορίες για τη Δ.Ε.Η. Α.Ε.

---



Η εταιρεία με την επωνυμία «Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Ανώνυμη Εταιρεία» και διακριτικό τίτλο «Δ.Ε.Η. Α.Ε» ή «ΔΕΗ» ιδρύθηκε κατά μετατροπή και ως καθολική διάδοχος της προϋφισταμένης ιδιότυπης Δημόσιας Επιχείρησης υπό τον τίτλο «Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού»

δυνάμει του άρθρου 43 του Ν. 2773/1999 όπως ισχύει και σύμφωνα με το κατ' εξουσιοδότηση αυτού εκδοθέν Προεδρικό Διάταγμα 333/2000 (ΦΕΚ 278/20.12.2000τ. Α'), που αποτελεί και το καταστατικό της. Η Δ.Ε.Η. είναι καταχωρημένη ως ανώνυμη εταιρεία στο μητρώο ανωνύμων εταιρειών (Μ.Α.Ε.) με αριθμό 47829/06/Β/00/2 (Απόφαση Υπουργείου Ανάπτυξης Κ2-503/15.1.2002). Η έδρα της εταιρείας βρίσκεται στο Δήμο Αθηναίων, και η διάρκειά της ορίσθηκε έως την 31/12/2100, με δυνατότητα παράτασης.

### 1.2. Ο σκοπός της Δ.Ε.Η. Α.Ε.

---

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του καταστατικού της, σκοπός της εταιρείας σήμερα είναι:



- 1) Η άσκηση εμπορικής και βιομηχανικής δραστηριότητας στον τομέα της ενέργειας, στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Στη δραστηριότητα αυτή περιλαμβάνονται ενδεικτικά:
  - i. Η άσκηση εμπορικής και βιομηχανικής δραστηριότητας στον τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας, στην Ελλάδα και το εξωτερικό,
  - ii. η μελέτη, η επίβλεψη, η κατασκευή, η εκμετάλλευση, η συντήρηση και η λειτουργία εργοστασίων παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας όπως και δικτύων μεταφοράς και διανομής,
  - iii. η προμήθεια καθώς και η πώληση ηλεκτρικής ενέργειας,
  - iv. η εξόρυξη, η παραγωγή και η προμήθεια ενεργειακών πρώτων υλών, η ανάθεση με σύμβαση κάθε τέτοιου έργου σε τρίτους.
- 2) Η άσκηση εμπορικής και βιομηχανικής δραστηριότητας στον τομέα των τηλεπικοινωνιών, η παροχή υπηρεσιών προς τρίτους σε θέματα μελέτης, διαχείρισης και επίβλεψης έργων και η παροχή υπηρεσιών οργάνωσης και πληροφορικής προς τρίτες επιχειρήσεις, καθώς και η εκμετάλλευση κάθε είδους περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.
- 3) Η ίδρυση εταιρειών, η συμμετοχή σε κοινοπραξίες καθώς και η απόκτηση μετοχών άλλων εταιρειών, ελληνικών ή ξένων και εν γένει η συμμετοχή σε επιχειρήσεις που έχουν σκοπό παρεμφερή με αυτούς που περιγράφονται παραπάνω ή των οποίων η δραστηριότητα συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με τους σκοπούς της εταιρείας ή που έχουν ως σκοπό την αξιοποίηση της περιουσίας, κινητής ή ακίνητης της εταιρείας και την εκμετάλλευση των πόρων της.

Για την πραγμάτωση των σκοπών που αναφέρονται στην προηγούμενη παράγραφο, η Δ.Ε.Η. μπορεί ιδίως:

- i. να συνάπτει κάθε είδους συμβάσεις ή συμφωνίες με ημεδαπά ή αλλοδαπά φυσικά ή νομικά πρόσωπα και διακρατικούς οργανισμούς,

- ii. να συμμετέχει στο κεφάλαιο υφιστάμενων ή ιδρυόμενων εταιρειών, να δανειοδοτεί τις εταιρείες αυτές και να εγγυάται υπέρ αυτών,
- iii. να εκδίδει ομολογιακά δάνεια κάθε φύσεως και να συμμετέχει στο κεφάλαιο εταιρειών που δανειοδοτούνται από αυτή με μετατροπή ή μη σε μετοχές των ομολογιών των δανείων αυτών.

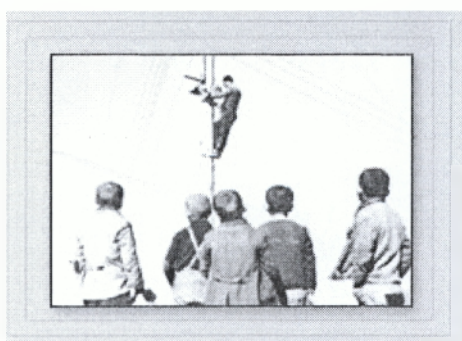
Η εταιρεία δύναται να προβαίνει σε κάθε άλλη ενέργεια και πράξη προς επιδίωξη των σκοπών της εντός των ορίων του καταστατικού της και των κειμένων διατάξεων, στην ανάληψη κάθε εμπορικής ή άλλης δραστηριότητας και στη διενέργεια κάθε υλικής πράξεως ή δικαιοπραξίας άμεσα ή έμμεσα συνδεόμενης με τους σκοπούς της Εταιρείας.

Σημειώνεται ότι με απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων στις 06/06/2002 τροποποιήθηκε ο σκοπός της εταιρείας, στον οποίο προστέθηκε η δραστηριότητα «παροχή υπηρεσιών προς τρίτους σε θέματα μελέτης, διαχείρισης και επίβλεψης έργων».

Η εταιρεία έχει κατοχυρώσει το υπ' αρ. 160076 σήμα «Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Ανώνυμη Εταιρεία» και «Δ.Ε.Η. Α.Ε.»<sup>1</sup>.

### 1.3. Ιστορική αναδρομή

---



Το 1889 φτάνει το «ηλεκτρικό» στην Ελλάδα. Η Γενική Εταιρεία Εργοληψιών, κατασκευάζει στην Αθήνα, στην οδό Αριστειδου, την πρώτη μονάδα παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος. Το πρώτο κτίριο που φωτίζεται είναι τα Ανάκτορα και πολύ σύντομα ο ηλεκτροφωτισμός επεκτείνεται στο ιστορικό κέντρο της πρωτεύουσας. Τον ίδιο χρόνο η τουρκοκρατούμενη Θεσσαλονίκη θα δει κι αυτή το ηλεκτρικό φως καθώς Βελγική εταιρία αναλαμβάνει απ' τις Τουρκικές αρχές το φωτισμό και

---

<sup>1</sup> Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ετήσιο δελτίο εταιρικής χρήσης 2006», Αθήνα

την τροχοδρόμηση της Πόλης με την κατασκευή εργοστασίου παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας.

Δέκα χρόνια αργότερα οι πολυεθνικές εταιρίες ηλεκτρισμού κάνουν την εμφάνισή τους στην Ελλάδα. Η αμερικανική εταιρία Thomson - Houston με τη συμμετοχή της Εθνικής Τράπεζας θα ιδρύσει την «Ελληνική Ηλεκτρική Εταιρία» που θα αναλάβει την ηλεκτροδότηση κι άλλων μεγάλων Ελληνικών πόλεων. Μέχρι το 1929 θα ηλεκτροδοτηθούν 250 πόλεις με πληθυσμό πάνω από 5.000 κατοίκους.

Στις πιο απόμακρες περιοχές, που ήταν ασύμφορο για τις μεγάλες εταιρίες να κατασκευάσουν μονάδες παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος, την ηλεκτροδότηση αναλαμβάνουν ιδιώτες ή δημοτικές και κοινοτικές αρχές κατασκευάζοντας μικρά εργοστάσια.

Το 1950 υπήρχαν στη Ελλάδα 400 περίπου εταιρίες παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας. Η πρώτη ύλη που χρησιμοποιούσαν ήταν το πετρέλαιο και ο γαιάνθρακας που φυσικά εισάγονταν από το εξωτερικό.

Η κατάτμηση αυτή της παραγωγής, σε συνδυασμό με τα εισαγόμενα καύσιμα, εξωθούσε την τιμή του ηλεκτρικού ρεύματος στα ύψη (τριπλάσιες ή και πενταπλάσιες τιμές απ' αυτές που ίσχυαν στις Ευρωπαϊκές χώρες). Το ηλεκτρικό λοιπόν ήταν ένα πολυτελείας αγαθό, αν και τις περισσότερες φορές παρεχόταν με ωράριο και οι ξαφνικές διακοπές ήταν σύνηθες φαινόμενο.

Για να εξαπλωθεί η ηλεκτρική ενέργεια ομοιόμορφα σε όλη τη χώρα και για να αξιοποιηθεί αποτελεσματικά τόσο στη βιομηχανία όσο και στην ύπαιθρο, έπρεπε να υιάρξουν οι εξής προϋποθέσεις :

- 1) Αξιοποίηση των εγχώριων πλουτοπαραγωγικών πόρων, που απαιτούσε όμως τεράστιες επενδύσεις, οι οποίες δεν μπορούσαν να πραγματοποιηθούν από τους μεμονωμένους βιομηχάνους παραγωγής ενέργειας.
- 2) Ενοποίηση της παραγωγής σε ενιαίο διασυνδεδεμένο δίκτυο, ώστε τα φορτία να επιμερίζονται σε εθνική κλίμακα.

3) Ύπαρξη ενιαίου φορέα που θα επέτρεπε τον επιμερισμό του κόστους ανάμεσα στις κερδοφόρες και ζημιωγόνες περιοχές.

Τις προϋποθέσεις αυτές κάλυψε η Δ.Ε.Η. με τον πλέον επιτυχή τρόπο. Πριν την ίδρυσή της Δ.Ε.Η., το δικαίωμα της παραγωγής, μεταφοράς και διανομής ηλεκτρικού ρεύματος είχε παραχωρηθεί από την Ελληνική Κυβέρνηση σε ιδιωτικές εταιρείες και δημοτικές επιχειρήσεις.

Έτσι τον Αύγουστο του 1950 ιδρύεται η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού, για να λειτουργήσει «χάριν του δημοσίου συμφέροντος» με σκοπό τη χάραξη και εφαρμογή μιας εθνικής ενεργειακής πολιτικής, η οποία μέσα από την εντατική εκμετάλλευση των εγχώριων πόρων, να κάνει το ηλεκτρικό ρεύμα κτήμα και δικαίωμα του κάθε Έλληνα πολίτη, στη φθηνότερη δυνατή τιμή.

Αμέσως με την ίδρυσή της, η Δ.Ε.Η. στρέφεται προς την αξιοποίηση των εγχώριων πηγών ενέργειας ενώ ξεκινά και η ενοποίηση των δικτύων σε ένα εθνικό διασυνδεδεμένο σύστημα. Τα πλούσια λιγνιτικά κοιτάσματα του ελληνικού υπεδάφους που είχαν νωρίτερα εντοπισθεί, άρχισαν να εξορύσσονται και να χρησιμοποιούνται ως καύσιμη ύλη στις λιγνιτικές μονάδες ηλεκτροπαραγωγής που δημιουργούσε. Παράλληλα, η επιχείρηση ξεκίνησε την αξιοποίηση της δύναμης των υδάτων με την κατασκευή υδροηλεκτρικών σταθμών στα μεγάλα ποτάμια της χώρας.

Η Δ.Ε.Η. ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1953 παράγοντας και πουλώντας ηλεκτρικό ρεύμα στις προαναφερόμενες ιδιωτικές εταιρίες και δημοτικές επιχειρήσεις.

Αρκετά νωρίς, το 1956, αποφασίστηκε η εξαγορά όλων των ιδιωτικών και δημοτικών επιχειρήσεων παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας ώστε να υπάρχει ένας ενιαίος φορέας διαχείρισης. Σιγά - σιγά, η Δ.Ε.Η. εξαγόρασε όλες αυτές τις επιχειρήσεις και ενέταξε το προσωπικό τους στις τάξεις της.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1957 - 1963, η εταιρεία προέβη σε εξαγορά των παραπάνω εταιρειών παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος, συμπεριλαμβανομένης και της Ηλεκτρικής Εταιρείας Αθηνών- Πειραιώς Ε.Π.Ε., η οποία εξυπηρετούσε



την μεγαλύτερη αστική περιοχή της Ελλάδας και παράγαγε ένα σημαντικό ποσοστό της συνολικής ηλεκτρικής ενέργειας που καταναλωνόταν στην ελληνική αγορά.

Σ' όλα αυτά τα χρόνια της παρουσίας της, αγωνίστηκε και πέτυχε την ενεργειακή αυτονομία της χώρας και έφερε σε πέρας το σπουδαίο έργο του εξηλεκτισμού της δημιουργώντας ταυτόχρονα το μεγαλύτερο μέρος της βαριάς ελληνικής βιομηχανίας. Το ηλεκτρικό ρεύμα έφτασε με επάρκεια σε κάθε άκρη της ελληνικής γης. Από τα μικρά ακριτικά νησιά μας ως τους πιο απόμακρους οικισμούς της ορεινής Ελλάδας<sup>2</sup>.

Οι νόμοι 1559 και 2244 που ψηφίσθηκαν το έτος 1985 και 1994 αντίστοιχα προέβλεψαν σχετική εξαίρεση από το αποκλειστικό δικαίωμα της Δ.Ε.Η. για παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας κυρίως ώστε να δοθεί το δικαίωμα σε βιομηχανικές επιχειρήσεις να παράγουν ηλεκτρική ενέργεια για δική τους κατανάλωση. Η εν λόγω νομοθεσία επέτρεψε επίσης σε ιδιώτες την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας και συμπαραγωγή για εμπορική μόνο χρήση.

Βάσει του νόμου 2773/1999 περί απελευθέρωσης της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και σε εφαρμογή του Προεδρικού Διατάγματος 333/2000, η Δ.Ε.Η. από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2001 μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία με μοναδικό μέτοχο το Δημόσιο και κύριο σκοπό την παραγωγή και προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας. Η Δ.Ε.Η. σήμερα λειτουργεί στο περιβάλλον της απελευθερωμένης αγοράς ενέργειας, είναι μια πλήρως καθετοποιημένη εταιρεία που καλύπτει το σύνολο των δραστηριοτήτων στην ηλεκτρική ενέργεια. Κατέχει ηγετική θέση σε μια από τις ταχύτατα αναπτυσσόμενες αγορές στην Ευρώπη, όπως είναι η ελληνική αλλά και η ευρύτερη αγορά της νοτιοανατολικής Ευρώπης<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ο όμιλος Δ.Ε.Η. Α.Ε.», Επίσημος διαδικτυακός ιστότοπος <http://www.dei.gr>, ημερ. ανάκτησης 12/07/2008

<sup>3</sup> Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ετήσιο δελτίο εταιρικής χρήσης 2007», Αθήνα

Η εταιρεία κατέχει περίπου το 89% της εγκατεστημένης ηλεκτρικής ισχύος στην Ελλάδα (12.695 MW) η οποία προέρχεται από λιγνιτικές, υδροηλεκτρικές, πετρελαϊκές μονάδες, μονάδες φυσικού αερίου καθώς και από αιολικά και ηλιακά πάρκα. Παράγει από λιγνίτη το 56% περίπου της ηλεκτρικής της παραγωγής (2ος μεγαλύτερος παραγωγός ηλεκτρικής ενέργειας από λιγνίτη στην Ευρωπαϊκή Ένωση).

Έχει στην ιδιοκτησία της το εθνικό σύστημα μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας μήκους 11.650 χλμ. καθώς και το δίκτυο διανομής συνολικού μήκους 210.200 χλμ. Είναι η μοναδική εταιρεία διανομής ηλεκτρικής ενέργειας, την οποία παρέχει σε 7,2 εκατομμύρια πελάτες μέσω ενός δικτύου των 277 καταστημάτων. Διεθνοποιεί τις δραστηριότητές της, με ιδιαίτερη έμφαση στις ενεργειακές αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και Μεσογείου, στοχεύοντας στη δημιουργία ενός σημαντικού ενεργειακού χαρτοφυλακίου. Το σχέδιο αυτό υλοποιείται μέσω της εταιρείας ενεργειακών συμμετοχών SENCAP A.E. που συνέστησε πρόσφατα από κοινού με την εταιρεία Contour Global LLC, ώστε η ΔΕΗ να κινηθεί ευέλικτα και ανταγωνιστικά στον τομέα των εξαγωγών και συγχωνεύσεων.

#### 1.4. Η δραστηριότητα της εταιρείας

---



Η ΔΕΗ Α.Ε. είναι σήμερα η μεγαλύτερη εταιρεία παραγωγής και η μοναδική εταιρεία διανομής ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα, που προμηθεύει με ηλεκτρική ενέργεια τα 7,2 εκατ. και πλέον πελατών της (παροχές). Στην ιδιοκτησία της ανήκει επίσης και το σύστημα μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας.

Με την τεράστια υποδομή σε εγκαταστάσεις ορυχείων λιγνίτη, παραγωγής γραμμών μεταφοράς και δικτύων διανομής ηλεκτρικής ενέργειας που έχει δημιουργήσει, η Δ.Ε.Η. είναι η μεγαλύτερη βιομηχανική επιχείρηση στην Ελλάδα, ως προς τα πάγια ενεργητικά στοιχεία. Κατά τη διάρκεια του έτους 2006

η Εταιρεία παρήγαγε περίπου το 92% από τις 56,7 TWh ηλεκτρικής ενέργειας που παρήχθησαν στην Ελλάδα.

Η ζήτηση και η παραγωγή ηλεκτρικού ρεύματος διαφέρουν ανά περιοχές της Ελλάδας. Η εξυπηρέτηση των πελατών της πραγματοποιείται μέσα από το δίκτυο των 277 καταστημάτων της, καλύπτοντας ολόκληρη την επικράτεια ακόμα και τις πλέον δυσπρόσιτες περιοχές στα πλαίσια των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας που παρέχει.

Στόχος της εταιρείας είναι η περαιτέρω ανάπτυξη της εμπορικής της υποδομής, για τη συνεχή βελτίωση του επιπέδου των προσφερομένων υπηρεσιών. Στην ηπειρωτική Ελλάδα, το μέγιστο της παραγωγικής ισχύος είναι συγκεντρωμένο στο βόρειο τμήμα της χώρας, κοντά στα μεγάλα λιγνιτωρυχεία, τα οποία αποτελούν την

κυριότερη πηγή καυσίμου.

Στα νησιά, η παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας εξαρτάται από την απόσταση των νησιών από την ηπειρωτική Ελλάδα, και συνεπώς από τη δυνατότητα σύνδεσής τους με το σύστημα μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας της ηπειρωτικής Ελλάδας.

Τα νησιά του Ιονίου, όπως επίσης και ορισμένα του Αιγαίου, είναι συνδεδεμένα με το σύστημα μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας της ηπειρωτικής Ελλάδας και μαζί με το σύστημα αυτό αποτελούν το «διασυνδεδεμένο σύστημα».

Τα υπόλοιπα νησιά, τα οποία αναφέρονται ως «μη διασυνδεδεμένα νησιά», εξυπηρετούνται από αυτόνομους σταθμούς παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας, οι οποίοι λειτουργούν κατά κύριο λόγο με πετρέλαιο και δευτερευόντως με αιολική ενέργεια. Οι περισσότεροι σταθμοί παραγωγής στα μη διασυνδεδεμένα νησιά είναι μικρού μεγέθους λόγω του περιορισμένου αριθμού των πελατών που εξυπηρετούν. Ο ακόλουθος πίνακας 1 παρουσιάζει ορισμένα στοιχεία σχετικά με τη λειτουργική δραστηριότητα της εταιρείας κατά την τελευταία τριετία<sup>4</sup>.

### Πίνακας 1

---

<sup>4</sup> Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ετήσιο δελτίο εταιρικής χρήσης 2007», Αθήνα

Λειτουργική δραστηριότητα Δ.Ε.Η. για τα έτη 2005-2007

31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ	2007	2006	2005
Εγκατεστημένη ισχύς (MW)	12.760	12.695	12.276
Καθαρή Παραγωγή (TWh) (1)	53,9	52,1	52,9
Πωληθείσα Ηλεκτρική Ενέργεια στους τελικούς καταναλωτές (TWh) (2)	56,1	54,7	51,8
Πελάτες (σε εκατ.)	7,4	7,2	7,1
Αριθμός εργαζομένων	24.602	26.208	27.278
Πελάτες ανά εργαζόμενο	299	276	260
Πωλήσεις ανά εργαζόμενο (MWh)	2.282	2.088	1.900

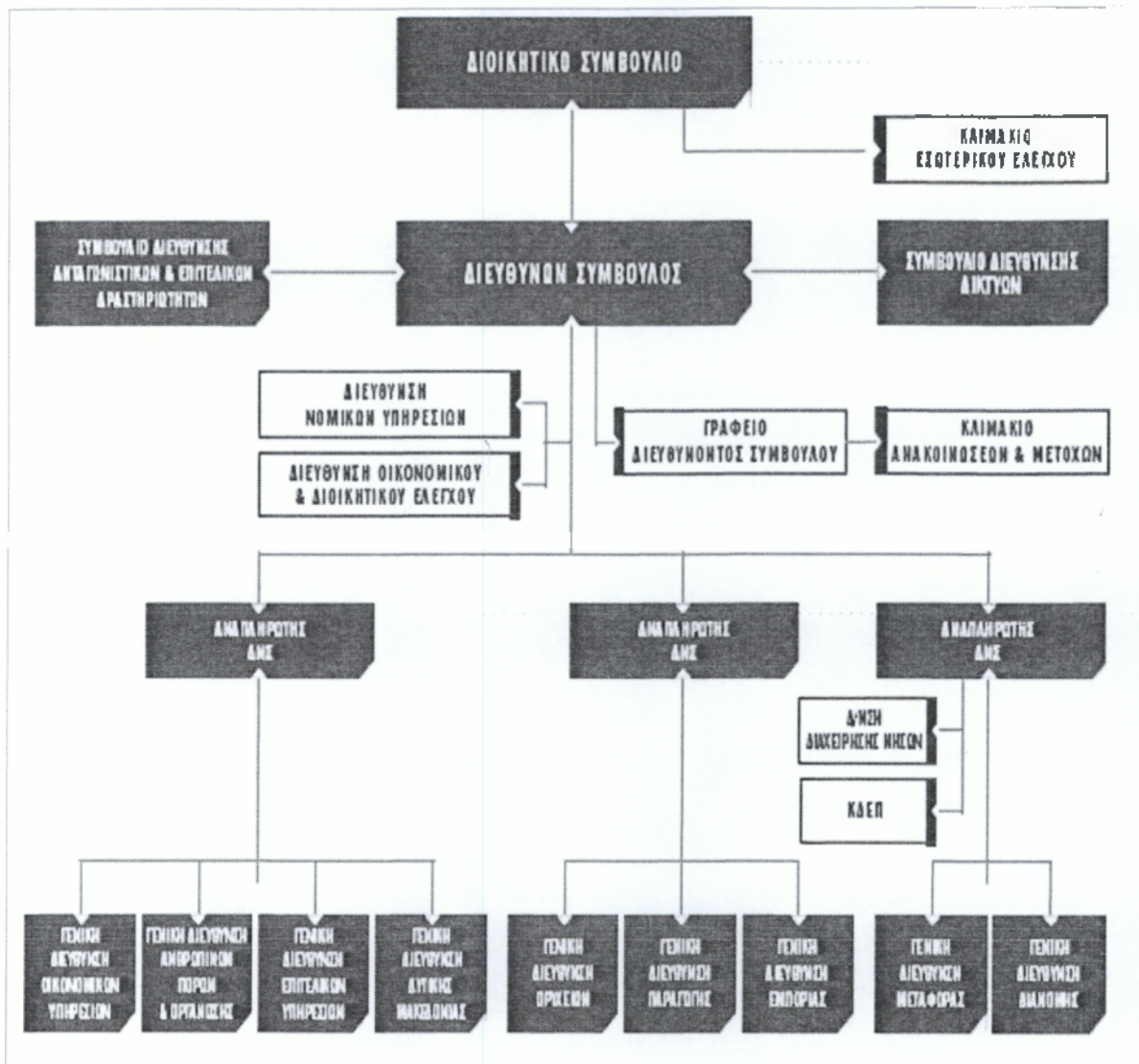
Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε., Ετήσιο δελτίο 2007

**1.5. Η βασική οργανωτική δομή της ΔΕΗ Α.Ε.**

Η βασική οργανωτική δομή της εταιρείας παρουσιάζεται στο σχήμα που ακολουθεί.

Σχήμα 1  
Η οργανωτική δομή της Δ.Ε.Η. Α.Ε.





Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε., Ετήσιο δελτίο 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι το ανώτατο διοικητικό όργανο της εταιρείας, διαμορφώνει κατά κύριο λόγο τη στρατηγική και την πολιτική ανάπτυξης της και εποπτεύει και ελέγχει τη διαχείριση της περιουσίας της και γενικά ασκεί κάθε εξουσία που αφορά την επιδίωξη του σκοπού της με εξαίρεση τα θέματα που από το νόμο ή το καταστατικό της Εταιρείας υπάγονται στην αρμοδιότητα της Γενικής Συνέλευσης.

Ο Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας είναι το ανώτατο εκτελεστικό όργανο της Δ.Ε.Η. και προϊστάται όλων των υπηρεσιών της, διευθύνει το έργο τους και

παίρνει τις αναγκαίες αποφάσεις μέσα στο πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της εταιρείας.

Το Συμβούλιο Διεύθυνσης απαρτίζεται από το Διευθύνοντα Σύμβουλο ως πρόεδρο και τους Γενικούς Διευθυντές (πλην των Γενικών Δ/νσεων Μεταφοράς και Διανομής) ως μέλη.

Είναι αρμόδιο για το συντονισμό και την εξασφάλιση της απαραίτητης συνοχής της λειτουργίας της Εταιρείας, την επίλυση σημαντικών προβλημάτων της τρέχουσας διαχείρισης, φροντίζει για την εκτέλεση των αποφάσεων του Δ.Σ., για την εκτέλεση του στρατηγικού και επιχειρησιακού σχεδίου στους τομείς ευθύνης του, παρακολουθεί την απόδοση των μονάδων της εταιρείας.

Για τις αναθέσεις έργων, προμηθειών και υπηρεσιών μέχρι ένα ορισμένο ποσό, καθορισμένο από το Δ.Σ., αποφασίζει το Συμβούλιο Έργων και Προμηθειών, στο οποίο συμμετέχει ο Δ/νων Σύμβουλος ως πρόεδρος και όλοι οι Γενικοί Διευθυντές ως μέλη.

Σύμφωνα με το άρθρο 10 του καταστατικού της εταιρείας, το Διοικητικό της Συμβούλιο αποτελείται από 11 μέλη με τριετή θητεία. Εξ' αυτών:

- 1) έξι μέλη, μεταξύ των οποίων και ο Διευθύνων Σύμβουλος, εκλέγονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας, στην οποία όμως δεν μπορούν να συμμετέχουν οι μέτοχοι που συμμετέχουν στην Ειδική Συνέλευση των μετόχων της μειοψηφίας,
- 2) δύο μέλη είναι αντιπρόσωποι των εργαζομένων,
- 3) δύο μέλη εκπροσωπούν τη μειοψηφία και εκλέγονται από την ειδική συνέλευση των μετόχων της μειοψηφίας και
- 4) ένα μέλος υποδεικνύεται από την Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή (Ο.Κ.Ε.).

Σύμφωνα με το άρθρο 20 του καταστατικού, κάθε φορά που απαιτείται εκλογή εκπροσώπου της μειοψηφίας στο Δ.Σ., οι μέτοχοι της μειοψηφίας καλούνται από το Δ.Σ. σε ειδική συνέλευση στην έδρα της εταιρείας με αποκλειστικό θέμα την

εκλογή των μελών του Δ.Σ. που δικαιούνται να εκλέξουν και οι αποφάσεις λαμβάνονται με τη συνήθη απαρτία και πλειοψηφία.

Το Δ.Σ. συνέρχεται με πρόσκληση του Προέδρου μια φορά το μήνα και εκτάκτως κάθε φορά που ο Πρόεδρος θεωρεί σκόπιμο ή μετά από σχετική αίτηση τεσσάρων συμβούλων.

Οι Γενικοί Διευθυντές είναι ανώτατα στελέχη της εταιρείας, τα οποία προΐστανται αυτοτελών τομέων δράσης της εταιρείας και αναφέρονται στο Διευθύνοντα Σύμβουλο. Σύμφωνα με το οργανόγραμμα της Δ.Ε.Η. οι αυτοτελείς τομείς δράσης της εταιρείας είναι οι εξής επτά:

- i. Γενική Διεύθυνση Οικονομικών Υπηρεσιών,
- ii. Γενική Διεύθυνση Ανθρωπίνων Πόρων,
- iii. Γενική Διεύθυνση Παραγωγής,
- iv. Γενική Διεύθυνση Μεταφοράς,
- v. Γενική Διεύθυνση Διανομής,
- vi. Γενική Διεύθυνση Ορυχείων, και
- vii. Γενική Διεύθυνση Εμπορίας<sup>5</sup>.

#### **1.6. Η συνεισφορά της εταιρείας στην Εθνική οικονομία και στο κοινωνικό σύνολο**

---

Το έργο που έχει επιτελέσει η Δ.Ε.Η. , από την ίδρυσή της ως σήμερα, έχει συνεισφέρει τα μέγιστα στην ανάπτυξη της Εθνικής οικονομίας.

Σ' όλα τα χρόνια της παρουσίας της, αγωνίστηκε και πέτυχε την ενεργειακή αυτονομία της χώρας και έφερε σε πέρας το σπουδαίο έργο του εξηλεκτισμού της, δημιουργώντας ταυτόχρονα το μεγαλύτερο μέρος της βαριάς ελληνικής βιομηχανίας.

Το ηλεκτρικό ρεύμα έφτασε με επάρκεια σε κάθε άκρη της ελληνικής γης. Από τα μικρά ακριτικά νησιά ως τους πιο απόμακρους οικισμούς της ορεινής Ελλάδας.

---

<sup>5</sup> Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ετήσιο δελτίο εταιρικής χρήσης 2007», Αθήνα

Σ' ολόκληρη τη μεταπολεμική περίοδο αποτέλεσε την κινητήρια δύναμη, τη «σπονδυλική στήλη» της βιομηχανίας, του εμπορίου και των υπηρεσιών. αλλά και το βασικό καταλύτη ανόδου της ποιότητας ζωής.

Η παρουσία της Δ.Ε.Η. συνιστά οικονομία κλίμακας, η οποία πέραν της λειτουργικής δραστηριότητας στην οποία εισέρχονται εκατοντάδες μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις, πραγματοποιούνται επενδύσεις πολλών εκατομμυρίων ευρώ που αφορούν σε έργα για την επέκταση των ορυχείων, για εκσυγχρονισμό των μονάδων, για προμήθεια αντιρρυπαντικών τεχνολογιών και έργων προστασίας και αποκατάστασης του περιβάλλοντος, για επενδύσεις σε διεθνείς διασυνδέσεις του εθνικού συστήματος.

Η Δ.Ε.Η. εκτός από την κάλυψη των αναγκών της χώρας σε ηλεκτρισμό προσφέρει κοινωνικό έργο το οποίο είναι λιγότερο γνωστό. Με τη δημιουργία φραγμάτων στους ποταμούς της χώρας αρδεύει μεγάλες γεωργικές εκτάσεις εκατομμυρίων στρεμμάτων που άλλως θα μαράζωναν, ειδικά σε περιόδους ανομβρίας. Ταυτόχρονα δημιουργούνται νέοι υδροβιότοποι και τοπία φυσικού κάλλους που προσφέρονται για τουριστική αξιοποίηση.

Δίνοντας μεγάλη έμφαση στη χρήση εγχώριων πηγών ενέργειας (υδάτων και λιγνίτη) έχει συνεισφέρει τα μέγιστα στην εξοικονόμηση συναλλάγματος. Μεταφέροντας την παραγωγή ενέργειας εκτός Αττικής, κυρίως στη Βόρεια Ελλάδα, έχει προσφέρει μεγάλη βοήθεια στη καταπολέμηση της ανεργίας και έχει βοηθήσει στην ανάπτυξη πόλεων που παλαιότερα ήταν υποβαθμισμένες<sup>6</sup>.

## **1.7. Η εξέλιξη βασικών μεγεθών της εταιρείας με την πάροδο των ετών**

---

### **1.7.1. Ο τομέας του προσωπικού**

---

Σύμφωνα με τις τιμές του πίνακα 2 που ακολουθεί, παρατηρείται το φαινόμενο της μείωσης του προσωπικού με την πάροδο των ετών για το διάστημα μεταξύ

---

<sup>6</sup> Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Κοινωνική συνεισφορά», Επίσημος διαδικτυακός ιστότοπος <http://www.dei.gr>, ημερ. ανάκτησης 13/07/2008



των ετών 1994 - 2006. Ενώ ο αριθμός των εργαζομένων το 1994 ανερχόταν σε 35.581 άτομα, το 2006 ήταν 26.208, παρουσιάστηκε δηλαδή μια μείωση προσωπικού κατά 35,76% (Πίνακας 2).

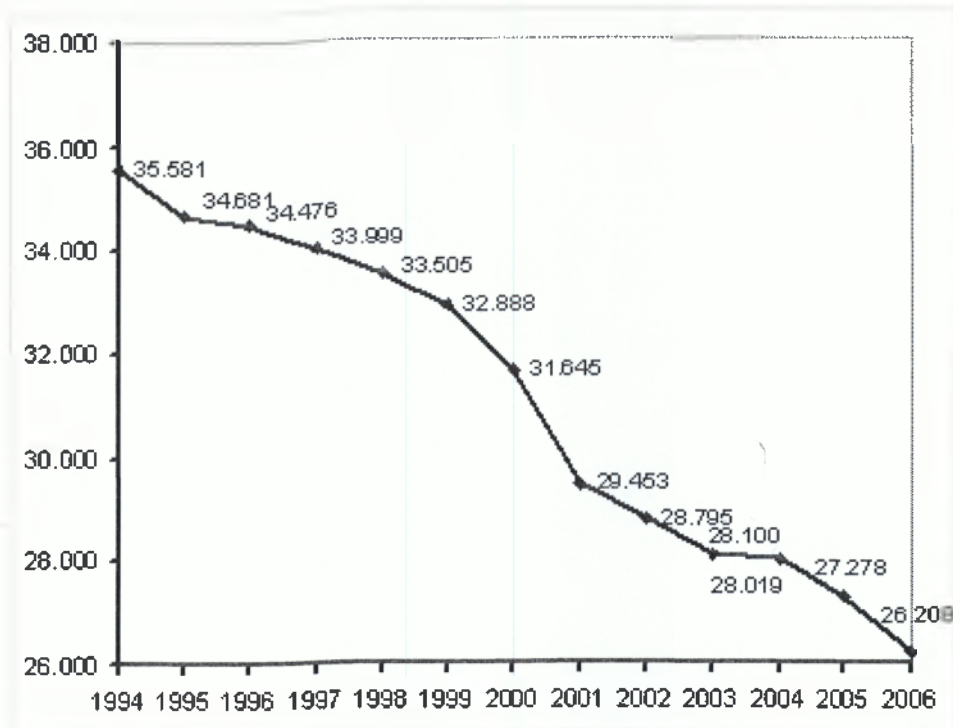
**Πίνακας 2**  
**Αριθμός εργαζομένων Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006**

<b>Έτος</b>	<b>Αριθμός εργαζομένων</b>	<b>Ποσοστιαία μεταβολή</b>
1994	35.581	-0,75%
1995	34.681	-2,60%
1996	34.476	-0,59%
1997	33.999	-1,40%
1998	33.505	-1,47%
1999	32.888	-1,88%
2000	31.645	-3,93%
2001	29.453	-7,44%
2002	28.795	-2,29%
2003	28.100	-2,47%
2004	28.019	-0,29%
2005	27.278	-2,72%
2006	26.208	-4,08%

Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε.

Η απεικόνιση των τιμών του παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται στο διάγραμμα 1 που ακολουθεί.

**Διάγραμμα 1**  
**Αριθμός εργαζομένων Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006**



### 1.7.2. Η πορεία των πωλήσεων ηλεκτρικής ενέργειας

Ο βασικός σκοπός της Δ.Ε.Η. δεν είναι άλλος από την παραγωγή και διάθεση ηλεκτρικής ενέργειας. Σύμφωνα με τα παρακάτω στοιχεία, είναι σαφές ότι ο στόχος αύξησης των πωλήσεων επιτυγχανόταν κάθε χρόνο για το διάστημα 1994 - 2006, με μοναδική εξαίρεση τη χρονιά 2005 που υπήρξε μια ελάχιστη μείωση. Είναι ιδιαίτερα εντυπωσιακή η αύξηση που σημειώθηκε από το 1994 έως το 2006, φθάνοντας το 2006 σε επίπεδο πωλήσεων 39,36% μεγαλύτερο απ' ότι το 1994 (Πίνακας 3, Διάγραμμα 2).

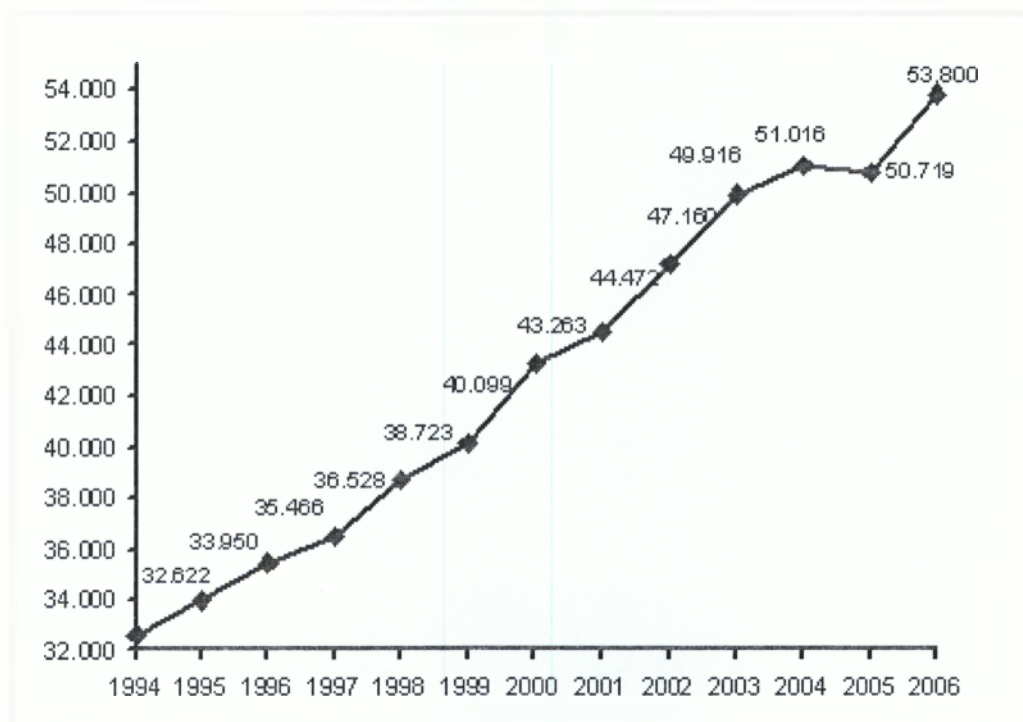
**Πίνακας 3**  
**Πωλήσεις Η/Ε (GWh) Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006**

Έτος	Πωλήσεις Η/Ε (GWh)	Ποσοστιαία μεταβολή
1994	32.622	3,28%
1995	33.950	3,91%

1996	35.466	4,27%
1997	36.528	2,91%
1998	38.723	5,67%
1999	40.099	3,43%
2000	43.263	7,31%
2001	44.472	2,72%
2002	47.160	5,70%
2003	49.916	5,52%
2004	51.016	2,16%
2005	50.719	-0,59%
2006	53.800	5,73%

Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε.

**Διάγραμμα 2**  
**Πωλήσεις Η/Ε (GWh) Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006**



### 1.7.3. Η εξέλιξη των πωλήσεων λιγνίτη

Η πορεία των πωλήσεων λιγνίτη παρουσίασε πολλά скаμπανεβάσματα για τα έτη 1994 - 2006. Ιδιαίτερα αυξήθηκαν οι πωλήσεις την πενταετία 1997 - 2002,

ακολουθώντας μια πτωτική πορεία τα επόμενα χρόνια, που όμως διατήρησε σε υψηλά επίπεδα τις πωλήσεις λιγνίτη. Ο πίνακας 5 που ακολουθεί μας παρουσιάζει αυτά τα στοιχεία, ενώ το διάγραμμα 3 μας βοηθά να κατανοήσουμε ευκολότερα αυτή την πορεία.

**Πίνακας 4**

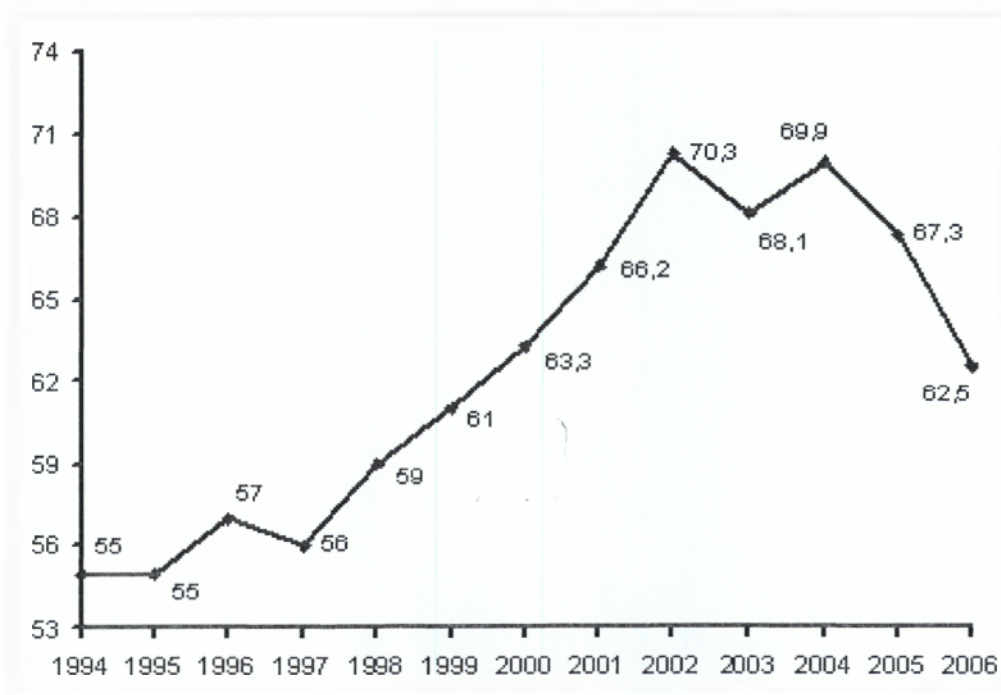
**Πωλήσεις λιγνίτη (σε εκ. τόννους) της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006**

<b>Έτος</b>	<b>Παραγωγή λιγνίτη (σε εκ. τόννους)</b>	<b>Ποσοστιαία μεταβολή</b>
1994	55	2,18%
1995	55	0,00%
1996	57	3,51%
1997	56	-1,79%
1998	59	5,08%
1999	61	3,28%
2000	63,3	3,63%
2001	66,2	4,38%
2002	70,3	5,83%
2003	68,1	-3,23%
2004	69,9	2,58%
2005	67,3	-3,86%
2006	62,5	-7,68%

Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε.

**Διάγραμμα 3**

**Πωλήσεις λιγνίτη (σε εκ. τόννους) της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006**



### 1.7.2. Η εξέλιξη του χρέους

Το χρέος της Δ.Ε.Η. Α.Ε. παρουσίασε για το διάστημα των ετών 1996 - 2006 μια διπλή πορεία. Έως το 2000, το χρέος παρουσίαζε συνεχώς αύξηση σε μια τάξη ποσοστού περίπου 10% κατ' έτος. Από το 2001 - 2004, ξεκίνησε η πτωτική πορεία των χρεών με μεγαλύτερη μείωση εκείνη του 2002 που έφτασε το 15,34%. Τις δυο επόμενες χρονιές έδειξε σημάδια σταθεροποίησης. Εντούτοις, αξίζει να αναφερθεί ότι σ' όλο αυτό το διάστημα μόνο το 1996 βρισκόταν κάτω από τα 3.500 εκ. € (Πίνακας 5, Διάγραμμα 4).

Πίνακας 5



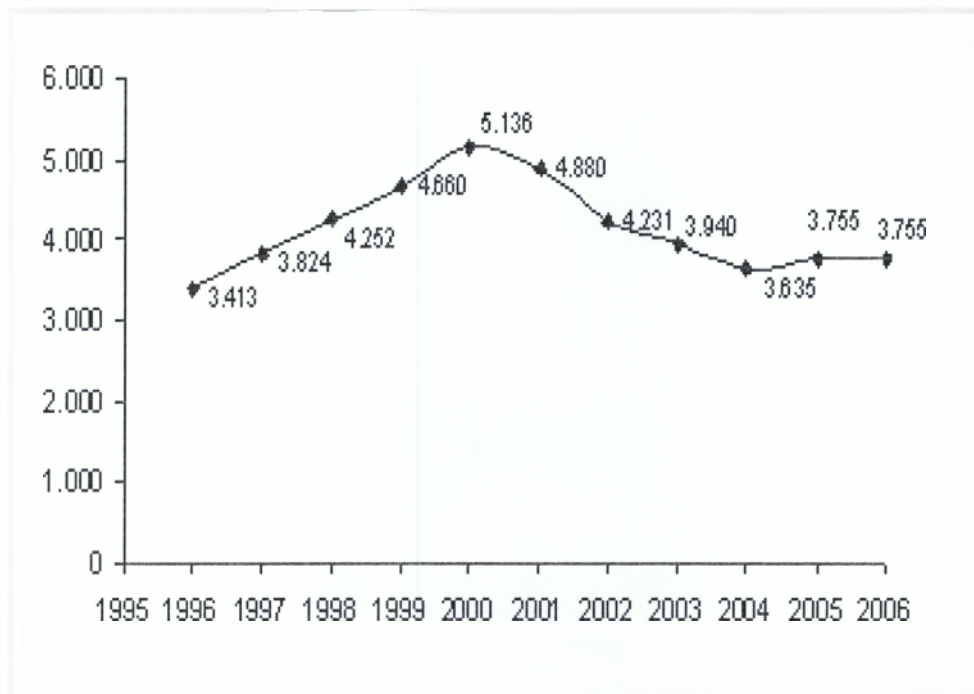
Η εξέλιξη του χρέους της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1996 - 2006

Έτος	Χρέος (σε εκ. €)	Ποσοστιαία μεταβολή
1996	3.413	6,28%
1997	3.824	10,75%
1998	4.252	10,07%
1999	4.660	8,76%
2000	5.136	9,27%
2001	4.880	-5,25%
2002	4.231	-15,34%
2003	3.940	-7,39%
2004	3.635	-8,39%
2005	3.755	3,20%
2006	3.755	0,00%

Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε.

Διάγραμμα 4

Η εξέλιξη του χρέους της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1996 - 2006



**Κεφάλαιο 2**  
**Ανάλυση Ισολογισμού της Εταιρείας**  
**Δ.Ε.Η. Α.Ε.**

Για την περαιτέρω ανάλυση των αριθμοδεικτών της εταιρίας ΔΕΗ Α.Ε. κρίναμε απαραίτητο να συγκεντρώσουμε σε ένα πίνακα (6) τα κυριότερα στοιχεία των ισολογισμών της των ετών 2006 και 2007.

**Πίνακας 6**  
**Ισολογισμοί Δ.Ε.Η. για τα έτη 2006 - 2007 (Ποσά σε χιλ. €)**

	31/12/2007	31/12/2006
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>		
I.ΜΗΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	11.565.622	11.325.132
II. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	708.736	602.520
III. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	969.506	886.081
IV. ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	0	0
V.ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	196.541	35.537
VI.ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓ.	1.874.783	1.524.138
VII. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ.ΕΝΕΡΓ.	0	0
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>13.440.405</b>	<b>12.849.270</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>		
I. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	5.279.901	5.078.431
II.ΜΕΤΟΧΙΚΟ-ΕΤΑΙΡΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	1.067.200	1.067.200
III. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠ.	5.849.159	5.582.719
IV. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠ.	2.311.345	2.188.120
V. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ.ΠΑΘ.	0	0
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>13.440.405</b>	<b>12.849.270</b>
<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ</b>		
I. ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ (ΠΩΛΗΣΕΙΣ)	5.154.168	4.787.403
II.ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	4.877.812	4.745.412
III. ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	807.090	785.514
IV. ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	276.356	41.991
V. ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	486.652	495.795

*Πηγή. Ετήσιο Δελτίο ΔΕΗ 2007, Ίδια επεξεργασία*

## 2.1. Η ανάλυση των αριθμοδεικτών της Δ.Ε.Η. για το 2007

---

### 2.1.1. Οι δείκτες ρευστότητας

---

Η ανεπάρκεια ρευστότητας σε μια επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της, αλλά και στη βιωσιμότητά της. Γιατί, αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δε μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα, τότε:

- δεν θα είναι σε θέση να προμηθευτεί εμπορεύματα, πρώτες ύλες ή υπηρεσίες με μετρητά, γεγονός που θα οδηγήσει σε κάπως μειωμένα κέρδη, λόγω αυξημένου κόστους αγοράς,
- δεν θα είναι σε θέση να πληρώσει τις λήγουσες υποχρεώσεις της. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα, όχι μόνο τη δυσκολία εφοδιασμού της με εμπορεύματα «επί πιστώσει», αλλά και τη συρρίκνωση της δραστηριότητάς της και συνεπώς των κερδών της, αλλά ταυτόχρονα και τη δυσφήμισή της, τη μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων με αυτήν, την αναγκαστική πώληση παγίων στοιχείων και πιθανώς, κάποια στιγμή, την κήρυξή της σε κατάσταση πτώχευσης.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις φροντίζουν να διατηρούν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων ανάλογο προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, ώστε να μπορούν να τις εξοφλούν κανονικά. Η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κυκλοφοριακά στοιχεία δεν αποτελεί κατά κανόνα παραγωγική επένδυση και ως εκ τούτου η διατήρηση υπερβολικά υψηλών κυκλοφοριακών στοιχείων ενδέχεται να μειώσει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης.

Στο ίδιο αποτέλεσμα μπορεί όμως να οδηγήσει και η ανεπάρκεια κυκλοφοριακών στοιχείων, διότι η αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων καταλήγει σε οικονομικό κλονισμό με καταστρεπτικές συνέπειες για την

επιχείρηση. Πάντως, για κάθε επιχείρηση υπάρχει ένα άριστο ύψος κυκλοφοριακών στοιχείων και τρεχουσών υποχρεώσεων.

Κατά την ανάλυση της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης δημιουργούνται ερωτήματα σχετικά με τη ρευστότητα και την ικανότητά της να εκπληρώνει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Πιο συγκεκριμένα τα ερωτήματα αυτά αναφέρονται :

- Στην ύπαρξη επαρκών κυκλοφοριακών στοιχείων και συνέπειας στην εκπλήρωση των υποχρεώσεών της.
- Στην ύπαρξη επαρκών διαθεσίμων για την ομαλή λειτουργία της και την εκμετάλλευση τυχόν παρουσιαζόμενων ευκαιριών.
- Στην ύπαρξη υπερβολικών αποθεματοποιήσεων.
- Στο μέγεθος των πιστώσεων στους πελάτες της.
- Στο ύψος των απαιτήσεών της.

Όλα τα πιο πάνω ερωτήματα είναι δυνατόν να βρουν την απάντησή τους με τη λεπτομερή ανάλυση των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης χρησιμοποιώντας τους αριθμοδείκτες ρευστότητας.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αναφέρονται στο μέγεθος και στις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και των κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχείρησης, τα οποία αποτελούν τις πηγές κάλυψης αυτών των υποχρεώσεων. Η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί καλή, μόνον αν αυτή έχει επαρκή ρευστότητα.

Έτσι οι αριθμοδείκτες ρευστότητας προορίζονται να δώσουν την εικόνα της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Τα μέσα που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για αυτό το σκοπό, είναι μετρητά, καταθέσεις σε τράπεζες, επιταγές, απαιτήσεις από λογαριασμούς χρεωστών, πελατών και γραμματίων εισπρακτέων. Ο προσδιορισμός της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης ενδιαφέρει τόσο τη διοίκησή της, όσο και τους εκτός αυτής πιστωτές και μετόχους της. Ιδιαίτερα όμως, ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών ρευστότητας αποτελεί πολύτιμη βοήθεια για τη διοίκησή της, διότι της επιτρέπει να ελέγξει κατά ποιο



τρόπο απασχολούνται μέσα στην επιχείρηση τα κεφάλαια κίνησής της, δηλαδή αν και κατά πόσο γίνεται η κατάλληλη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων κίνησης, αν τα κεφάλαια αυτά είναι επαρκή σε σύγκριση με τις εργασίες, ή αν υπολείπονται από τα κανονικά, οπότε υπάρχει πρόβλημα ρευστών.

Σε γενικές γραμμές για να θεωρηθεί ότι μια επιχείρηση βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση, από απόψεως κεφαλαίων κίνησης, θα πρέπει να πληρεί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- Να μπορεί να ανταποκρίνεται στις καθημερινές απαιτήσεις των βραχυχρόνιων δανειστών της και να είναι σε θέση να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- Να μπορεί να εκτελεί απρόσκοπτα τις εργασίες της και να εκμεταλλεύεται τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες.
- Να μπορεί να ανταποκρίνεται στην εξόφληση των απαιτητών τόκων και μερισμάτων των μετόχων της.

Καλή οικονομική κατάσταση υπάρχει, όταν οι τρέχουσες δραστηριότητες της, πέρα από τη χρησιμοποίηση των κυκλοφοριακών στοιχείων, χρηματοδοτούνται και από τους βραχυχρόνιους πιστωτές. Έτσι, αν αγοράζονται προϊόντα με πίστωση και στη συνέχεια ρευστοποιούνται μέσα στα χρονικά όρια των πιστώσεων, τότε η επιχείρηση μπορεί να λειτουργεί με τις διευκολύνσεις των πιστωτών της. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές - μέτοχοι, ενώ προσφέρουν μόνο το ελάχιστο απαιτούμενο ποσό για κεφάλαιο κίνησης, καρπούνται και την απόδοση των κεφαλαίων των πιστωτών, τα οποία αποτελούν, κατά κάποιο τρόπο, επενδύσεις των πιστωτών της σε αυτή.

Στην κατηγορία αυτή μπορεί να ενταχθεί μεγάλος αριθμός δεικτών, διότι η ρευστότητα επηρεάζεται από τα περισσότερα μεγέθη της επιχείρησης. Οι βασικοί συσχετισμοί αφορούν:

- Στοιχεία ενεργητικού και παθητικού αντίστοιχων λήξεων.
- Επιχειρησιακά πλεονάσματα και αμοιβές ξένων κεφαλαίων.
- Διάρκεια χορηγούμενων και λαμβανόμενων πιστώσεων.

Στόχος των πιο πάνω συσχετισμών είναι η διαπίστωση της ικανότητας της επιχείρησης να ικανοποιεί τις υποχρεώσεις της χωρίς προσφυγή σε συμπληρωματική χρηματοδότηση. Έτσι εξετάζεται κατά πόσο :

- Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μπορούν να εξυπηρετηθούν από εισροές που
- προέρχονται από το κυκλοφορούν ενεργητικό.
- Η απόκτηση παγίων στοιχείων χρηματοδοτείται από τα κεφάλαια αντίστοιχης (μακράς) διάρκειας.
- Τα προ τόκων κέρδη καλύπτουν τους (χρεωστικούς) τόκους της χρήσης.
- Η διάρκεια των χορηγούμενων πιστώσεων είναι μικρότερη από εκείνη των λαμβανόμενων πιστώσεων<sup>7</sup>.

➤ Δείκτης Γενικής Ρευστότητας = Κυκλ. Ενεργ. + Χρ. Μετ. Λογ. / Βραχ. Υποχρ. + Πιστ. Μετ. Λογ

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας φανερώνει την ευχέρεια ανταπόκρισης στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, με βάση τις εισροές που εξασφαλίζουν τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (πελάτες, αποθέματα, διαθέσιμα και χρεώστες γενικά). Ο υπολογισμός του δείκτη (ΚΕ / ΒΥ), ουσιαστικά στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι απαιτήσεις και τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού έχουν πρακτικά ίδιο χρόνο ρευστοποίησης, ο οποίος είναι αντίστοιχος με εκείνο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η πραγματικότητα, βέβαια, είναι αρκετά πολυπλοκότερη και δεν είναι εφικτό να διαπιστωθεί κατά πόσο οι αποκλίσεις από την πιο πάνω υπόθεση συμψηφίζονται. Έτσι, για τη συντηρητική αντιμετώπιση του θέματος, θεωρείται

---

<sup>7</sup> Αθανασόπουλου Κ., Γεωργόπουλου Α., Μπέλλα Αθ. (2007), Σημειώσεις μαθήματος «Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», Αθήνα

ότι είναι αναγκαία η ύπαρξη ενός περιθωρίου το οποίο θα εξασφαλίζει την επιχείρηση από ενδεχόμενες καθυστερήσεις στην πλευρά των εισροών.

Με άλλα λόγια, τιμές του Δ.Γ.Ρ. κοντά στη μονάδα κρίνονται ως μη ικανοποιητικές. Αν και δεν υπάρχει μια γενικά αποδεκτή ή επιστημονικά θεμελιωμένη άριστη τιμή, μπορεί να λεχθεί ότι τιμές μεταξύ 1,5 και 2,5 είναι ενδεικτικές πολύ καλής ρευστότητας.

Ουσιαστικά, δηλαδή, ζητείται η ύπαρξη ενός περιθωρίου που κυμαίνεται από 50% ως 150%, κυρίως διότι το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι πιθανό να περιλαμβάνει στοιχεία τα οποία παρουσιάζουν δυσκολίες ρευστοποίησης ή δεν ρευστοποιούνται στη λογιστική τους αξία. Για παράδειγμα, τα αποθέματα μπορεί να είναι μερικώς απαξιωμένα, μέρος των απαιτήσεων να είναι επισφαλές, κάποιες συναλλαγματικές να διαμαρτυρηθούν κλπ.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, υψηλές τιμές του δείκτη δείχνουν αναποτελεσματική χρήση των κεφαλαιακών πόρων ή υπερβολική πιστωτική επέκταση λόγω ύπαρξης ανταγωνιστικών μειονεκτημάτων κλπ. Μια αναπτυσσόμενη μονάδα, θα μπορούσε να διαθέσει τα πλεονάσματά της για πραγματοποίηση νέων επενδύσεων, μια φθίνουσα για πληρωμή αυξημένων μερισμάτων και μια ώριμη για εκουγχρονισμό ή επέκταση σε άλλους τομείς δραστηριότητας ή διαφοροποίηση των προϊόντων της. Σε κάθε περίπτωση, δηλαδή, υπάρχει κάποια εναλλακτική λύση η οποία είναι προτιμότερη από τη διόγκωση των απαιτήσεων ή των αποθεμάτων ή τη διακράτηση διαθεσίμων. Στον πίνακα 7 που ακολουθεί, παρουσιάζεται η γενική ρευστότητα της Δ.Ε.Η. Παρατηρούμε ότι η ρευστότητα είναι πάντοτε θετική και μικρότερη της μονάδας. Από αυτό συμπεραίνουμε ότι ο όμιλος δεν βρίσκεται σε ικανοποιητικό επίπεδο που μπορεί να εξασφαλίσει τα απαραίτητα όρια ασφάλειας.

#### Πίνακας 7

#### Γενική Ρευστότητα Δ.Ε.Η. για το έτος 2007

Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	2007
---------------------------	------

Γενική ρευστότητα = $\frac{\{(1.874.783+1.524.1381)+(0+0)\}/2}{\{(2.311.345+2.188.120)+(0+0)\}/2}$	0,7554
---	--------

➤ Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας = (Κυκλ. Ενεργ. + Χρ. Μετ. Λογ.) - (Αποθέματα) / Βραχ. Υποχ. + Πιστ. Μετ. Λογ

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας διαφοροποιείται από τον ΔΓΡ κατά το ότι δεν περιλαμβάνει στον αριθμητή τα αποθέματα, επειδή θεωρείται ότι αυτά ρευστοποιούνται με σχετικά μικρότερη ταχύτητα από τα άλλα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Στόχος του δείκτη, επομένως, είναι να μετρήσει την ικανότητα της επιχείρησης για εξόφληση των υποχρεώσεών της, με χρήση των κατά τεκμήριο ευκολότερα ρευστοποιήσιμων στοιχείων της. Κατά τα λοιπά ισχύουν όσα αναφέρθηκαν για τον ΔΓΡ, με τη διαφορά ότι τα όρια των ικανοποιητικών τιμών του θα μπορούσαν να τεθούν μεταξύ 1 και 2<sup>8</sup>. Στον πίνακα 8, παρατηρούμε ότι το 2007, ο όμιλος έχει ιδιαίτερα χαμηλή άμεση ρευστότητα. Αυτό σημαίνει σχετική δυσκολία στην αντιμετώπιση των υποχρεώσεων της με τη χρήση των ρευστοποιήσιμων στοιχείων της, για τη συγκεκριμένη χρονιά.

#### Πίνακας 8

##### Άμεση Ρευστότητα Δ.Ε.Η. για το έτος 2007

<u>Αριθμοδείκτες Ρευστότητας</u>	<u>2007</u>
Άμεση ρευστότητα = $\frac{\{(1.874.783+0-708.736)+(1.524.138+0-602.520)\}/2}{\{(2.311.345+0)+(2.188.120+0)\}/2}$	0,464

➤ Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας = Ταμειακά και Ισοδ. Ταμ. Στοιχ. / Βραχ. Υποχ. + Πιστ. Μετ. Λογ.

<sup>8</sup> Walsh C.(2000), «Αριθμοδείκτες και management», Εκδόσεις Πατάκη, Αθήνα

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας εκφράζει την ικανότητα μιας επιχείρησης για την εξόφληση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της με τα μετρητά που διαθέτει.

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας είναι το πηλίκο του συνόλου του διαθέσιμου ενεργητικού μιας επιχείρησης ως προς το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Παρέχει λοιπόν μια ένδειξη για την επάρκεια ή ανεπάρκεια των διαθεσίμων μιας επιχείρησης με σκοπό την ικανοποίηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

Γενικά, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή αυτού του δείκτη, τόσο ισχυρότερη είναι η ταμειακή θέση της επιχείρησης και τόσο, συνεπώς, μικρότερος είναι ο κίνδυνος αδυναμίας εξόφλησης των τρεχουσών υποχρεώσεων της. Δεν υπάρχει κανόνας για το ποια πρέπει να είναι η τιμή του δείκτη<sup>9</sup>. Στο πίνακα 9, βλέπουμε ότι η τιμή της ταμειακής ρευστότητας για την συγκεκριμένη χρονική περίοδο βρίσκεται σε αρκετά καλό επίπεδο. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ο όμιλος είναι σε ικανοποιητικό επίπεδο όσον αφορά στην εξόφληση των υποχρεώσεων του με μετρητά.

#### Πίνακας 9

#### Ταμειακή Ρευστότητα Δ.Ε.Η. για το έτος 2007

<b>Αριθμοδείκτης Ρευστότητας</b>	<b>2007</b>
Ταμειακή ρευστότητα = $\{(196.541+35.537)/2\}/\{2.311.345+0\}+(2.188.120+0)/2$	0,0516

➤ Δείκτης Ανακύκλωσης Αποθεμάτων = Κόστος Πωληθέντων / Μέσος Όρος Αποθεμάτων

<sup>9</sup> Fisher A. (2007), «Η δημιουργία των αριθμοδεικτών», Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα



Η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων (Τ.Κ.Α.) ή δείκτης κυκλοφορίας αποθεμάτων είναι ένα κριτήριο για την αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων της επιχείρησης, καθώς και για το βαθμό ρευστότητάς τους. Αν η επιχείρηση διατηρεί υπερεπαρκή αποθέματα, αυτό σημαίνει ότι κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε εναλλακτικές χρήσεις δεσμεύονται σε αποθέματα.

Επιπρόσθετα, θα υπάρχει υψηλό κόστος διαχείρισης, καθώς και κίνδυνος οικονομικής απαξίωσής τους. Αντίθετα, αν τα αποθέματα είναι πολύ χαμηλά (ανεπαρκή), η επιχείρηση μπορεί να χάνει πελάτες (πωλήσεις), λόγω εξάντλησης των αποθεμάτων και συνεπώς αδυναμίας εκτέλεσης παραγγελιών. Ένας σημαντικός δείκτης για την αξιολόγηση των αποθεμάτων, τόσο από την άποψη της ρευστότητας, όσο και από την άποψη της αποδοτικότητας της επιχείρησης, είναι ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων.

Ο δείκτης της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές ανανεώθηκαν (αγοράστηκαν ή κατασκευάστηκαν) και πωλήθηκαν, κατά μέσο όρο, τα αποθέματα της επιχείρησης, μέσω των πωλήσεων (σε τιμές κτήσης), μέσα στη χρήση. Έτσι μια τιμή του δείκτη 8 φορές, σημαίνει ότι η επιχείρηση, κατά μέσο όρο, αγόρασε (ή κατασκεύασε) και πώλησε τα αποθέματά της 8 φορές μέσα στη χρήση. Για μια ορθή αξιολόγηση και ερμηνεία αυτού του αριθμοδείκτη, θα πρέπει να συγκρίνεται με τον όμοιο δείκτη προηγούμενων χρήσεων, καθώς επίσης και με το όμοιο δείκτη παρόμοιων επιχειρήσεων ή με το δείκτη του κλάδου, στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Θα πρέπει, ακόμα, ο αναλυτής να λάβει υπόψη του τις συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο, και κυρίως τις ιδιαιτερότητες που παρουσιάζει η υπό ανάλυση επιχείρηση<sup>10</sup>. Ο πίνακας 10 που ακολουθεί μας δείχνει ότι ο όμιλος ανακύκλωσε τα αποθέματά του σχεδόν 2 φορές μέσα στο έτος που εξετάζεται.

---

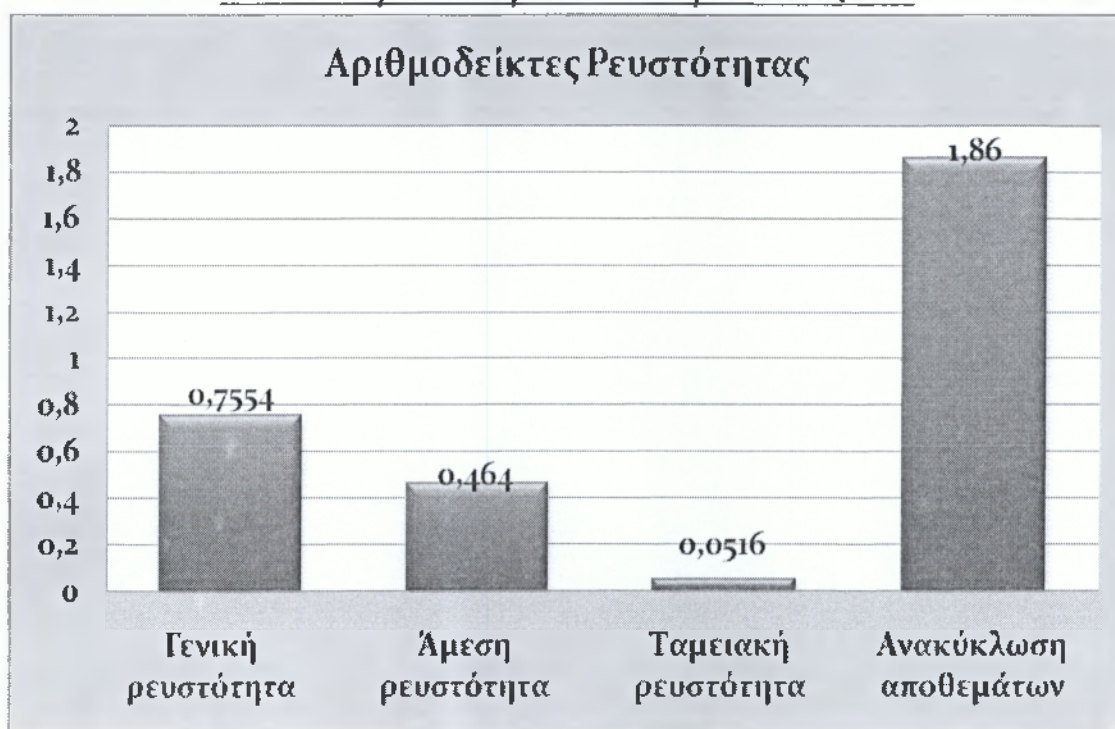
<sup>10</sup> Κάντζος Κ. (2002), «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

**Πίνακας 10**  
**Ανακύκλωση Αποθεμάτων Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	2007
Ανακύκλωση αποθεμάτων = $4.877.812 / \{(708.736 + 602.520) / 2\} =$	1,86

Στο παρακάτω διάγραμμα 5, παρουσιάζεται συγκεντρωτικά η ρευστότητα του ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007.

**Διάγραμμα 5**  
**Η Ρευστότητα του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**



### 2.1.2. Οι δείκτες αποδοτικότητας

Η ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη ενδιαφέρει σχεδόν όλους τους αναλυτές των οικονομικών καταστάσεων, ιδιαίτερα όμως τους πιστωτές, τις τράπεζες, τους επενδυτές, τους μετόχους, τους εργαζόμενους και φυσικά τη

διοίκηση της επιχείρησης. Το κέρδος αποτελεί τον κύριο, αν όχι αποκλειστικό, σκοπό της λειτουργίας μιας επιχείρησης.

Επίσης, η διοίκηση της εταιρείας, συνήθως, αμείβεται με βάση τις επιτεύξεις της, ενώ αποτελεσματικά κριτήρια για τη μέτρηση και αξιολόγηση των επιτεύξεων αυτών, αποτελούν οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας. Ακόμα, η διοίκηση της εταιρείας, κατά την επιλογή διαφόρων επενδυτικών προγραμμάτων, χρησιμοποιεί ως βασικό κριτήριο την αναμενόμενη αποδοτικότητα από τις επενδύσεις αυτές. Οι πιστωτές και οι τράπεζες θέλουν να εισπράττουν τον τόκο κανονικά και να τους επιστραφεί έγκαιρα το κεφάλαιο που δάνεισαν. Οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης (μέτοχοι, εταίροι, ατομικός επιχειρηματίας) επιθυμούν να έχουν μια εύλογη απόδοση της επένδυσής τους και αυτό είναι δυνατόν, μόνο όταν η εταιρεία πραγματοποιεί επαρκή κέρδη. Οι εργαζόμενοι ενδιαφέρονται για την αποδοτικότητα της επιχείρησης, γιατί γνωρίζουν ότι μια ασφαλής αύξηση των αμοιβών τους πρέπει να βασίζεται στην αύξηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η επιχείρηση βραχυχρόνια πρέπει να εξασφαλίζει επαρκή ρευστότητα για την ομαλή αντιμετώπιση των τρεχουσών υποχρεώσεών της. Από την άλλη πλευρά, μακροχρόνια να επιτυγχάνει ικανοποιητική αποδοτικότητα, γιατί η χρηματοοικονομική σταθερότητα, η φερεγγυότητα και η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, εξαρτώνται από την ικανότητά της να δημιουργεί κέρδη.

Για τη μέτρηση της αποδοτικότητας, οι αναλυτές χρησιμοποιούν μια σειρά αριθμοδεικτών, από τους οποίους άλλοι μετρούν την απόδοση των κεφαλαίων σε κέρδη και μπορεί να χαρακτηρισθούν ως αριθμοδείκτες απόδοσης των επενδύσεων, ενώ άλλοι μετρούν την απόδοση των πωλήσεων σε μικτά κέρδη, λειτουργικά κέρδη, καθαρά κέρδη, κλπ. και μπορεί να χαρακτηρισθούν ως αριθμοδείκτες απόδοσης της εκμετάλλευσης της επιχείρησης. Η ανάγκη χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, είτε ως σχέσεις μεταξύ κερδών και κεφαλαίων, είτε μεταξύ κερδών και πωλήσεων, οφείλεται στο γεγονός

ότι με αυτούς μπορεί να μετρηθεί η κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης. Συνεπώς, μπορούμε να πούμε ότι με τους αριθμοδείκτες αυτούς οι αναλυτές παίρνουν απάντηση στο θεμελιώδες ερώτημα: πόσο αποτελεσματικά διοικείται η επιχείρηση.

Στο κεφάλαιο αυτό, θα παρουσιάσουμε, αναλυτικά, τους πιο πάνω αριθμοδείκτες, ώστε να έχουμε μια πλήρη σειρά δεικτών για την αξιολόγηση, τόσο της λειτουργικής αποδοτικότητας (πωλήσεων), όσο και της αποδοτικότητας των κεφαλαίων μιας επιχείρησης, επισημαίνοντας τα εξής:

Οι δείκτες αποδοτικότητας, όπως και όλοι σχεδόν οι δείκτες, έχουν κυρίως συγκριτική αξία και αποκτούν, συνεπώς, μεγαλύτερη σημασία και πληροφοριακή αξία, σε περίπτωση διαχρονικής και διεπιχειρησιακής ανάλυσης.

Για τον ορθό υπολογισμό των δεικτών και την εξαγωγή σωστών συμπερασμάτων, πρέπει να προσδιορίζεται με σαφήνεια το περιεχόμενο των λογιστικών μεγεθών που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό τους, ιδιαίτερα όταν υπάρχουν εναλλακτικοί ορισμοί του περιεχομένου αυτών, ώστε να έχει έννοια και αξία η διαχρονική και η διεπιχειρησιακή σύγκριση των δεικτών.

Απαιτείται μεγάλη προσοχή, από την πλευρά του αναλυτή, κατά την αξιολόγηση και ερμηνεία των δεικτών, προς αποφυγή εξαγωγής λανθασμένων συμπερασμάτων<sup>11</sup>.

#### ➤ Δείκτης Μικτού κέρδους = Μικτά Κέρδη / Πωλήσεις

Ο αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους, γνωστός και ως «ποσοστό μικτού κέρδους», είναι ένας σημαντικός δείκτης, γιατί απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του μικτού κέρδους και των πωλήσεων. Ταυτόχρονα, προσδιορίζει βαθμό κάλυψης

---

<sup>11</sup> Αθανασόπουλου Κ., Γεωργόπουλου Α., Μπέλλα Αθ. (2007), Σημειώσεις μαθήματος, «Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», Αθήνα

των λειτουργικών και άλλων εξόδων, καθώς και το περιθώριο πραγματοποίησης καθαρών κερδών.

Μια επιχείρηση θεωρείται ως επιτυχημένη, εφόσον έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους, το οποίο, σε συνδυασμό με το ύψος των πωλήσεών της, επιτρέπει να καλύψει τα έξοδά της και να αποκομίσει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος, σε σχέση με τα απασχολούμενα ίδια κεφάλαια. Γενικά, μια υψηλή τιμή του δείκτη περιθωρίου μικτού κέρδους δείχνει πολύ καλή λειτουργική αποδοτικότητα ή αλλιώς, αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης στο να επιτυγχάνει φθηνές αγορές εμπορευμάτων ή χαμηλό κόστος παραγωγής προϊόντων και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Αντίθετα, μια χαμηλή τιμή του δείκτη αντανακλά χαμηλή λειτουργική αποδοτικότητα ή αδυναμία της διοίκησης της επιχείρησης στο να επιτυγχάνει τα παραπάνω.

Συνεπώς, μια επιχείρηση μπορεί να έχει υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους και όμως να έχει μικρά μικτά κέρδη, εφόσον οι πωλήσεις της είναι χαμηλές. Και αντίστροφα, με χαμηλό ποσοστό μικτού κέρδους, μπορεί να επιτύχει υψηλά μικτά κέρδη, εφόσον πραγματοποιεί υψηλές πωλήσεις. Πάντως, με δεδομένο το ύψος των πωλήσεων, η επιχείρηση που έχει το μεγαλύτερο ποσοστό μικτού κέρδους, πραγματοποιεί τα υψηλότερα μικτά κέρδη<sup>12</sup>. Από τις τιμές του πίνακα 11 και σύμφωνα με όσα ειπώθηκαν παραπάνω συμπεραίνουμε ότι ο όμιλος μπορεί να παρουσιάζει χαμηλά μικτά κέρδη, παρ' όλα ο συνδυασμός με το αυξανόμενο ύψος των πωλήσεων της και των παροχών υπηρεσίας, δύναται να αυξήσουν και το καθαρό της κέρδος για το εξεταζόμενο διάστημα.

**Πίνακας 11**  
**Μικτό Κέρδος Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

<b>Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας</b>	<b>2007</b>
Μικτό κέρδος = 807.090/ 5.154.168=	0,1566

<sup>12</sup> Αθανασόπουλου Κ., Γεωργόπουλου Α. , Μπέλλα Αθ. (2007), Σημειώσεις μαθήματος, «Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», Αθήνα



➤ Δείκτης Κόστους Πωληθέντων = Κόστος Πωληθέντων / Πωλήσεις

Δείχνει τη σχέση του κόστους των πωληθέντων προϊόντων προς τις καθαρές πωλήσεις και μετρά την αποτελεσματικότητα ελέγχου του κόστους πωληθέντων. Ο δείκτης είναι συναφής με το δείκτη μικτού κέρδους και ισχύουν τα ίδια που αναφέρθηκαν στο δείκτη αυτόν προηγουμένως<sup>13</sup>. Η τιμή του κόστους πωληθέντων σύμφωνα με τον πίνακα 12, δικαιολογεί τη σχέση του με το μικτό κέρδος. Όσο μειώνεται το κόστος πωληθέντων συνεχώς αυξάνεται το μικτό κέρδος. Στην προκειμένη περίπτωση, υψηλό κόστος πωληθέντων σημαίνει και χαμηλό μικτό κέρδος όπως παρουσιάστηκε παραπάνω.

**Πίνακας 12**  
**Κόστος Πωληθέντων Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	2007
Κόστος πωληθέντων = 4.877.812/ 5.154.168=	0,9464

➤ Δείκτης Απόδοσης Συνόλου Απασχ. Κεφαλαίων = Κέρδη Προ Φόρων / Σύνολο Παθητικού

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων (Σ.Κ.), ο οποίος διεθνώς είναι γνωστός και ως αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού, μετρά την αποτελεσματικότητα, με την οποία το Σ.Κ., δηλαδή τα κεφάλαια της επιχείρησης, ανεξάρτητα από την πηγή προέλευσής τους (ίδια, ξένα), απασχολείται μέσα στην επιχείρηση.

Για τον υπολογισμό του δείκτη, στον αριθμητή λαμβάνονται τα καθαρά κέρδη μετά τους φόρους, προσαυξημένα με τους τόκους του ξένου κεφαλαίου (Ξ.Κ.).

<sup>13</sup> Κίντζος Κ. (2002), «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

Έτσι, στον αριθμητή υπάρχει η αμοιβή του Σ.Κ. (κέρδη για τους μετόχους + τόκοι για τους δανειστές) και στον παρονομαστή βρίσκονται τα Σ.Κ. (ίδια + ξένα).

Μια χαμηλή τιμή του δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση δεν είναι επιτυχημένη, εξαιτίας, π.χ. κάποιας υπερεπένδυσης κεφαλαίων, σε σύγκριση με τις πωλήσεις της, υψηλών διοικητικών εξόδων, κακής διαχείρισης, κακών οικονομικών συνθηκών, κλπ., χωρίς να είναι σε θέση ο εξωτερικός αναλυτής, με βάση μόνο την τιμή αυτού του δείκτη, να εντοπίσει τα αδύνατα σημεία της επιχείρησης. Όμως, μια υψηλή τιμή του δείκτη αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση είναι επιτυχημένη και αυτό μπορεί να οφείλεται στην ικανή διοίκησή της, στις ιδιαίτερα ευνοϊκές γι' αυτήν συνθήκες, στην αποτελεσματική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της και την υψηλή παραγωγικότητά της, κλπ. Ο δείκτης αυτός, όπως και όλοι οι άλλοι, έχει κυρίως συγκριτική αξία<sup>14</sup>. Όλα τα παραπάνω βρίσκουν εφαρμογή στον πίνακα 13 όπου παρατηρούμε μια χαμηλή τιμή του δείκτη, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι μπορεί από μόνο του να χαρακτηρίσει την πορεία του ομίλου ως αποτυχημένη ή επιτυχημένη για το έτος 2007.

### Πίνακας 13

#### Απόδοση Συνόλου Απασχ. Κεφαλαίων Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007

<u>Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας</u>	<u>2007</u>
Απόδοση Συνόλου Απασχ. Κεφαλαίων = $276.356 / 13.440.405 =$	0,0206

#### ➤ Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων = Κέρδη Προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (I.K.) μετρά την αποτελεσματικότητα, με την οποία το I.K. απασχολείται μέσα στην επιχείρηση.

<sup>14</sup> Κάντζος Κ. (2002), «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

Πρόκειται για ένα σημαντικό δείκτη, γιατί δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Είναι φανερό ότι οι υψηλές τιμές του δείκτη είναι, γενικά, επιθυμητές από τη διοίκηση, τους μετόχους, τους υποψήφιους επενδυτές, τους υπάρχοντες και τους υποψήφιους δανειστές, τους εργαζόμενους στην επιχείρηση για διεκδίκηση αυξήσεων, κλπ. Χρειάζεται όμως προσοχή, γιατί, όπως θα δούμε στην συνέχεια, είναι δυνατόν μια υψηλή τιμή του δείκτη να προκύπτει λόγω υψηλής δανειακής επιβάρυνσης, η οποία εγκυμονεί σοβαρούς κινδύνους για την ρευστότητα της επιχείρησης, σε περίπτωση παρατεταμένης κάμψης της δραστηριότητάς της.

Για τον υπολογισμό του δείκτη, στον αριθμητή συνήθως λαμβάνονται τα καθαρά κέρδη. Στον παρονομαστή πρέπει να χρησιμοποιείται το ύψος των ιδίων κεφαλαίων (Μετοχικό Κεφάλαιο + Αποθεματικά ± Αποτέλεσμα εις Νέο) που απασχολήθηκαν μέσα στη χρήση, εφόσον το ίδιο κεφάλαιο αρχής διαφέρει σημαντικά από εκείνο του τέλους της χρήσης. Μια επιχείρηση θεωρείται ως επιτυχημένη, εφόσον έχει μια ικανοποιητική τιμή στο δείκτη, σε σύγκριση με τις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου της.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένα σημαντικό κριτήριο για τη μέτρηση της κερδοφόρου δυναμικότητας μιας επιχείρησης, παρέχοντας παράλληλα ένδειξη για την επίτευξη ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Μια χαμηλή τιμή του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση δεν είναι επιτυχημένη, για έναν ή περισσότερους από τους εξής λόγους:

- Αναποτελεσματική διοίκηση.
- Χαμηλή παραγωγικότητα.
- Υπερεπένδυση κεφαλαίων που δεν απασχολούνται παραγωγικά.
- Δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, κλπ., χωρίς να είναι σε θέση ο εξωτερικός αναλυτής, με βάση μόνο την τιμή αυτού του δείκτη, να εντοπίσει τα αδύνατα σημεία της επιχείρησης.

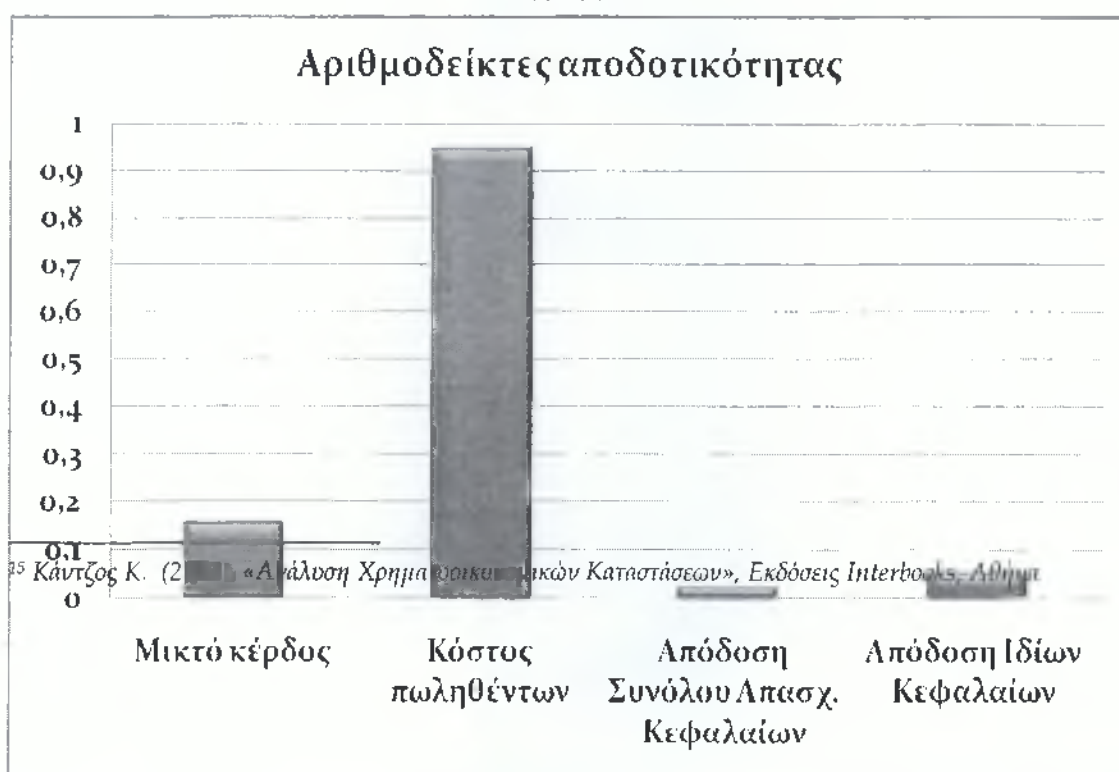
Μια, όμως, υψηλή τιμή του δείκτη αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση είναι επιτυχημένη και αυτό μπορεί να οφείλεται στην ικανή διοίκησή της, στις ιδιαίτερα ευνοϊκές γι' αυτήν συνθήκες, στην αποτελεσματική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της, στην επωφελή χρησιμοποίηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Financial leverage), κλπ.<sup>15</sup>. Έτσι στον παρακάτω πίνακα 14 θα δούμε για την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων Δ.Ε.Η. για το έτος 2007.

**Πίνακας 14**  
**Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	2007
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων = $276.356 / 5.279.901 =$	0,0523

Σύμφωνα με τον πίνακα 20, παρατηρούμε μια μέτρια τιμή για τον συγκεκριμένο δείκτη, δείχνοντας ότι υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω αξιοποίησης των δυνατοτήτων του ομίλου. Στο διάγραμμα 22 που ακολουθεί παρουσιάζεται συγκεντρωτικά η αποδοτικότητα του ομίλου για το έτος 2007.

**Διάγραμμα 6**



**2.1.3. Οι δείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας**

---

➤ Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης = Μακρ. Υποχρεώσεις / Σύνολο Παθητικού

Ο δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης που αποτελεί παραλλαγή δύο δεικτών, συσχετίζει άμεσα τις δύο μορφές κεφαλαίων και απεικονίζει τη σχέση των Ιδίων Κεφαλαίων ως προς τα Ξένα Κεφάλαια. Είναι ο πιο δημοφιλής δείκτης για τον προσδιορισμό της δομής των κεφαλαίων και τη μέτρηση του κινδύνου της αφερεγγυότητας της επιχείρησης. Γενικά, για τον δείκτη αυτό μπορεί να λεχθεί ότι:

- Μια τιμή του  $X = 1$  θεωρείται, σύμφωνα με έναν εμπειρικό κανόνα, ως καλή, γιατί συνιστάται τα Ίδια Κεφάλαια να είναι, τουλάχιστον, ίσα με τα Ξένα Κεφάλαια. Όμως, η τιμή αυτή δείχνει παράλληλα κορεσμό στη δανειοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.
- Μια τιμή του  $X < 1$  δείχνει ικανότητα δανεισμού και εξασφάλισης των πιστωτών.
- Μια τιμή του  $X > 1$  δείχνει περιορισμένη δανειοληπτική ικανότητα ή δανεισμό με επαχθείς όρους (υψηλοί τόκοι, αυστηρές ρήτρες, κλπ.)<sup>16</sup>.

Σύμφωνα με τα παραπάνω και παρατηρώντας τις τιμές του δείκτη στον πίνακα 15 για το 2007, συμπεραίνουμε ότι η επιχείρηση έχει καλή ικανότητα στη λήψη δανείων.

---

<sup>16</sup> Fisher A. (2007), «Η δημιουργία των αριθμοδεικτών», Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα



Πίνακας 15  
Δανειακή Επιβάρυνση του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007

Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας	2007
Δανειακή επιβάρυνση = 5.849.159/ 13.440.405=	0,4352

➤ Δείκτης Παγιοποίησης = Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού

Ο δείκτης παγιοποίησης δείχνει τι ποσοστό του συνολικού ενεργητικού αποτελεί το πάγιο ενεργητικό της επιχείρησης. Πρόκειται για έναν σημαντικό δείκτη, ο οποίος προσδιορίζει τόσο τη διάρθρωση της περιουσίας, όσο και το γενικό βαθμό ρευστότητας αυτής και συνακόλουθα της επιχείρησης. Ακραίες τιμές του δείκτη αυτού είναι οι τιμές 0 και 1, από τις οποίες η τιμή 0 αντιστοιχεί στην περίπτωση που η επιχείρηση δεν κατέχει κανένα στοιχείο του πάγιου ενεργητικού, η δε τιμή 1 αντιστοιχεί στην περίπτωση που η επιχείρηση κατέχει μόνο στοιχεία του πάγιου ενεργητικού. Συνεπώς, γενικά, στις δρώσες οικονομικές μονάδες, για τις τιμές X του δείκτη παγιοποίησης της περιουσίας (α' μορφής) ισχύει το εξής:  $0 < X < 1$ . Γενικά, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή αυτού του δείκτη, τόσο πιο υψηλό βαθμού είναι η περιουσία και συνεπώς, τόσο πιο έντονα είναι τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης σχετικά με:

- τη σύνθεση και ελαστικότητα του κόστους,
- τον τρόπο χρηματοδότησης,
- την άσκηση τιμολογιακής πολιτικής και
- την οργάνωση και εγκατάσταση της επιχείρησης.

Αντίθετα, όσο μικρότερη είναι η τιμή του δείκτη αυτού, τόσο πιο ήπια είναι τα πιο πάνω χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Στο πλαίσιο της ανάλυσης των διαφόρων πτυχών της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης, υψηλές τιμές του δείκτη παγιοποίησης της περιουσίας, σε περιόδους οικονομικών κρίσεων (μεγάλη και παρατεταμένη πτώση των πωλήσεων) συνεπάγονται σοβαρά προβλήματα

στην αποδοτικότητα, δανειοληπτική ικανότητα, προστασία των δανειστών και το κυριότερο στη ρευστότητα.

Από την άλλη πλευρά, υψηλές τιμές του δείκτη παγιοποίησης σε περιόδους άνθησης (αυξημένης δραστηριότητας) οδηγούν σε αυξημένη αποδοτικότητα, αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα και προστασία των πιστωτών, μέσω των υψηλών κερδών. Παρατηρώντας κανείς τις τιμές του δείκτη στον πίνακα 16 που ακολουθεί συμπεραίνει ότι για το 2007 βρίσκεται πολύ κοντά στη μονάδα. Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι ο όμιλος είχε αυξημένη αποδοτικότητα..

**Πίνακας 16**  
**Παγιοποίηση του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας	2007
Παγιοποίηση = 11.565.622/ 13.440.405 =	0,8605

➤ Δείκτης Σχέσεως Κεφαλαίων (Αυτονομίας) = Ίδια Κεφάλαια / Σύνολο Παθητικού

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει τη σχέση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης προς το σύνολο των κεφαλαίων της. Η σχέση ιδίων κεφαλαίων και συνολικών κεφαλαίων σε μία επιχείρηση εξαρτάται από την προσωπικότητα της συγκεκριμένης επιχείρησης, του αντικειμένου της και τη θέση της στην ευρύτερη αγορά. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται κυρίως στην αξιολόγηση της επιχείρησης ενώ τα όρια του είναι μικρότερα της μονάδος. Ένας υψηλός δείκτης δεν προδιαθέτει αρνητικά για τη ρευστότητα στα επόμενα χρόνια<sup>17</sup>. Σύμφωνα με τις τιμές του πίνακα 17, συμπεραίνουμε ότι ο δείκτης προδιαθέτει για θετική εξέλιξη όσον αφορά τη ρευστότητα της επιχείρησης.

<sup>17</sup> Σωτηριάδης Μ. (2005), «Οικονομικό management ξενοδοχειακών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Προπομπός, Αθήνα

**Πίνακας 17**

**Σχέσεων Κεφαλαίου του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

<b>Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας</b>	<b>2007</b>
Αυτονομία = $5.279.901 / 13.440.405 =$	0,3928

➤ **Δείκτης Υπερχρέωσης και Επιπέδου Κεφαλαιακής Μόχλευσης = Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια**

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τη σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια και πιο συγκεκριμένα το επίπεδο κεφαλαιακής μόχλευσης της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης (και πάνω από τη μονάδα), τόσο υπερχρεωμένη είναι η επιχείρηση ή τόσο υψηλότερο το επίπεδο άσκησης κεφαλαιακής μόχλευσης. Στον παρακάτω πίνακα 18 βλέπουμε τις τιμές του δείκτη να είναι σε καλό επίπεδο, που σημαίνει μικρές σχετικά υποχρεώσεις.

**Πίνακας 18**

**Υπερχρέωσης και Επιπέδου Κεφαλαιακής Μόχλευσης του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

<b>Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας</b>	<b>2007</b>
Υπερχρέωση και Επίπεδο Κεφαλαιακής Μόχλευσης = $(5.849.159 + 2.311.345) / 5.279.901 =$	1,5456

➤ **Δείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού Προς Σύνολο Υποχρεώσεων = Κυκλοφορούν Ενεργ. / Υποχρεώσεις**

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει τη σχέση των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού με το σύνολο των υποχρεώσεων. Στα πλαίσια του κλάδου της επιχείρησης και ανάλογα με τη χρονική διάρθρωση δείχνει τη μακροχρόνια ρευστότητα της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός είναι συνήθως ίσος ή

μεγαλύτερος της μονάδος. Ένας υψηλός δείκτης δείχνει ότι αν δεν υπάρξουν συσσωρευμένες ζημιές οι υποχρεώσεις της επιχείρησης θα μπορέσουν να εξοφληθούν χωρίς να χρειαστεί αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής δομής<sup>18</sup>. Από τις τιμές του πίνακα 19, καταλαβαίνουμε ότι για να μπορέσει ο όμιλος να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις του πρέπει να προβεί σε αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής του δομής.

**Πίνακας 19**

**Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς Σύνολο Υποχρεώσεων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

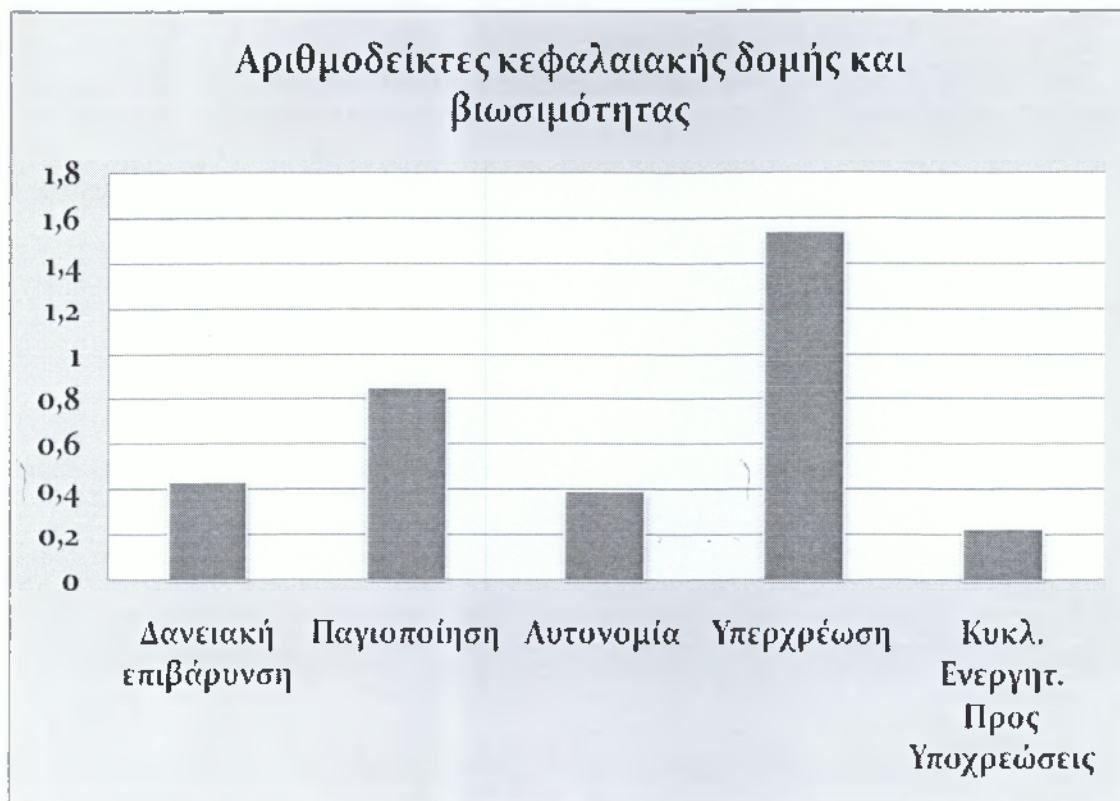
<b>Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας</b>	<b>2007</b>
Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς Σύνολο Υποχρεώσεων = $1.874.783 / (5.849.159 + 2.311.345) =$	0,2297

Το διάγραμμα 7 που ακολουθεί θα μας παρουσιάσει συγκεντρωτικά, την πορεία της κεφαλαιακής δομής και της βιωσιμότητας του ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007.

**Διάγραμμα 7**

**Η Πορεία της Κεφαλαιακής Δομής και της Βιωσιμότητας του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

<sup>18</sup> Ρετινιώτης Ν. (2005), «Κριτήρια αξιολόγησης επενδύσεων», Εκδόσεις Νέων Τεχνολογιών, Αθήνα



#### 2.1.4. Οι δείκτες εκμετάλλευσης

➤ Δείκτης Εκμετάλλευση Συνόλου Ενεργητικού = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Δείχνει το σχετικό μέγεθος του ενεργητικού σε σύγκριση με τις πωλήσεις (και το αντίστροφο) ή την κυκλοφορία / ανακύκλωση του ενεργητικού. Ένας χαμηλός τέτοιος δείκτης μπορεί να σημαίνει ότι υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στη επιχείρηση σε σχέση με τις πωλήσεις που είναι δυνατόν να πραγματοποιηθούν στη συγκεκριμένη αγορά. Στον συγκεκριμένο όμιλο, παρατηρούμε σύμφωνα με τον πίνακα 20, ότι υπάρχει μια σχετική υπερεπένδυση κεφαλαίων.

#### Πίνακας 20

Εκμετάλλευση Συνόλου Ενεργητικού του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007



Αριθμοδείκτες εκμετάλλευσης	2007
Εκμετάλλευση Συνόλου Ενεργητικού = 5.154.168/ 13.440.405=	0,3835

➤ Δείκτης Εκμετάλλευσης Παγίων = Πωλήσεις / Σύνολο Παγίων

Δείχνει το σχετικό μέγεθος του παγίου ενεργητικού σε σύγκριση με τις πωλήσεις (και το αντίστροφο) ή την κυκλοφορία / ανακύκλωση του παγίου ενεργητικού της επιχείρησης. Χρησιμοποιείται στην εκτίμηση της εντατικότητας με την οποία χρησιμοποιεί και εκμεταλλεύεται η επιχείρηση τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της. Ένα χαμηλός τέτοιος δείκτης μπορεί να σημαίνει ότι υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων της επιχείρησης σε πάγια<sup>19</sup>. Όπως και παραπάνω, έτσι εδώ σύμφωνα με τις τιμές του πίνακα 21, βλέπουμε ότι υπάρχει υπερεπένδυση παγίων το 2007.

**Πίνακας 21**

**Εκμετάλλευση Παγίων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

Αριθμοδείκτες εκμετάλλευσης	2007
Εκμετάλλευση Παγίων = 5.154.168/ 11.565.622 =	0,4456

➤ Δείκτης Εκμετάλλευσης Ιδίων Κεφαλαίων = Πωλήσεις / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Δείχνει το σχετικό μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων σε σύγκριση με τις πωλήσεις ή κατά πολλούς το βαθμό ανακύκλωσης των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης με βάση τις πωλήσεις της. Χρησιμοποιείται στην εκτίμηση του ορθολογικού μεγέθους των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της.

<sup>19</sup> Γκλεζάκος Μ. (2004), Σημειώσεις μαθήματος «Εισαγωγή στην ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων», Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής

Ένας υψηλός τέτοιος δείκτης σημαίνει ότι η επιχείρηση πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις με ολίγα ίδια κεφάλαια το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερα κέρδη αν οι πωλήσεις είναι επικερδείς<sup>20</sup>. Ο πίνακας 22 που ακολουθεί, και σύμφωνα με τα παραπάνω, μας δείχνει ότι οι όμιλος πραγματοποιεί πωλήσεις που απασχολούν λίγα ίδια κεφάλαια.

**Πίνακας 22**

**Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

Αριθμοδείκτες εκμετάλλευσης	2007
Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων = $5.154.168 / 5.279.901 =$	0,9762

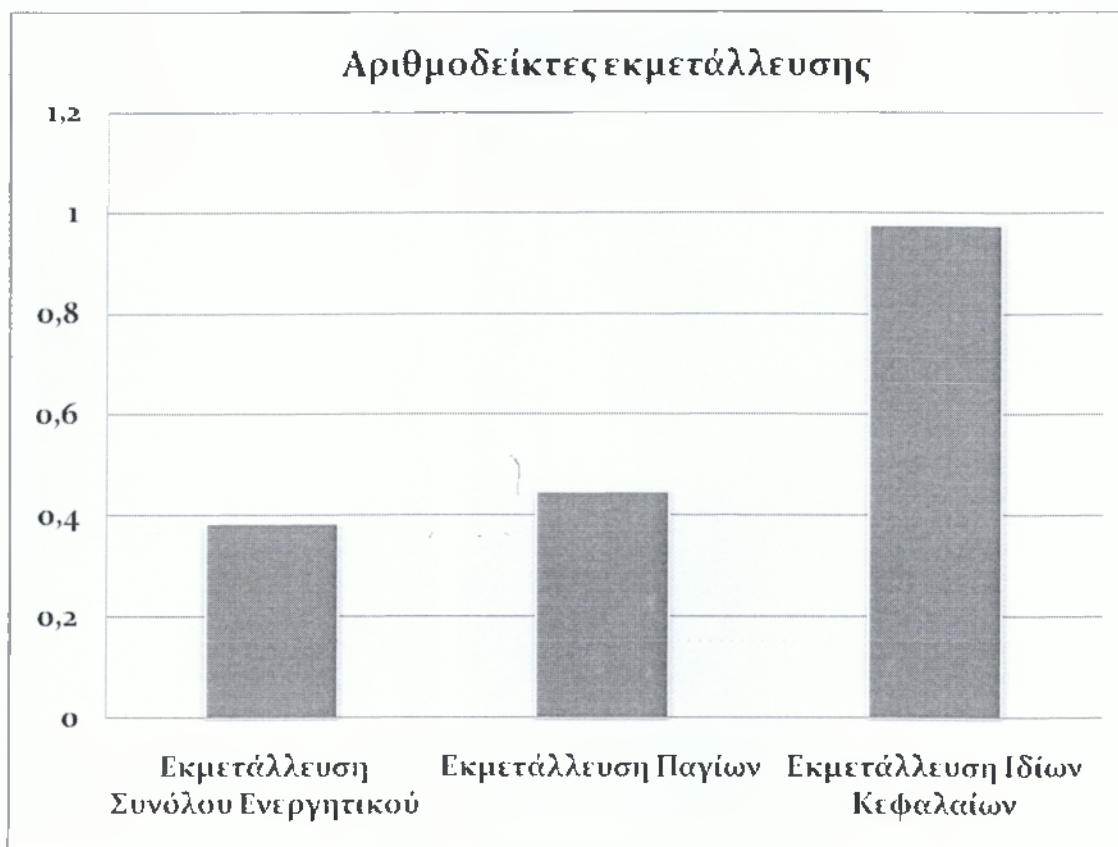
Η πορεία των δεικτών εκμετάλλευσης παρουσιάζεται στο διάγραμμα 8.

**Διάγραμμα 8**

**Η Πορεία των Δεικτών Εκμετάλλευσης του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007**

---

<sup>20</sup> Αθανασόπουλου Κ., Γεωργόπουλου Α. , Μπέλλα Αθ. (2007), Σημειώσεις μαθήματος, «Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», Αθήνα



### 2.1.5. Οι δείκτες χρηματοδότησης

➤ Δείκτης Χρηματοδότησης Παγίων = Ίδια Κεφάλαια / Αξία Παγίων

Ο συγκεκριμένος δείκτης μας δείχνει τη σχέση ιδίων κεφαλαίων προς την καθαρή αξία των παγίων της επιχείρησης. Χρησιμοποιείται για τον τρόπο χρηματοδότησης των παγίων της επιχείρησης και είναι μία ένδειξη της άνεσης που έχει η επιχείρηση σε κεφάλαια κίνησης. Από τις τιμές του πίνακα 23, συμπεραίνουμε ότι η άνεση του ομίλου σε κεφάλαια κίνησης είναι αυξημένη.

Πίνακας 23

Η Χρηματοδότηση Παγίων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007

Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης	2007
Παγίων = 5.279.901/ 11.565.622 =	0,4565

➤ Δείκτης Αυτοχρηματοδότησης = Αποθεματικά / Μετοχοποιημένα Κεφάλαια

Μας δείχνει τη σχέση των αποθεματικών προς το μετοχοποιημένο κεφάλαιο. Χρησιμοποιείται στη διάγνωση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης αλλά και της χρηματοδοτικής πολιτικής και ικανότητας της διοίκησης καθώς και των προθέσεων των ιδιοκτητών αναφορικά με τις μακροχρόνιες επενδυτικές προθέσεις της επιχείρησης<sup>21</sup>. Από τις τιμές του παρακάτω πίνακα 24, παρατηρούμε ότι για το έτος 2007 η πιστοληπτική ικανότητα του ομίλου παρουσιάζει αυξημένη τιμή, γεγονός που δίνει δυνατότητες εξέλιξης.

Πίνακας 24

Η Αυτοχρηματοδότηση του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007

Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης	2007
Αυτοχρηματοδότηση = 708.736/ 1.067.200 =	0,6641

<sup>21</sup> Κάντζος Κ. (2002), «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

## **Κεφάλαιο 3**

### **Η είσοδος της Δ.Ε.Η. στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η Πορεία της Μετοχής**



### **3.1. Η είσοδος της Δ.Ε.Η. στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών**

---

Το Δεκέμβριο του 2001, μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και διάθεση υφισταμένων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου, οι μετοχές

της Δ.Ε.Η. εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Παράλληλα ξεκίνησε η διαπραγμάτευση Διεθνών Αποθετηρίων Εγγράφων (GDRs) στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Το Δεκέμβριο 2002 και τον Οκτώβριο 2003 διατέθηκαν υφιστάμενες μετοχές, κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου, με δημόσια εγγραφή στο ευρύ επενδυτικό κοινό, με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών σε θεσμικούς επενδυτές στην Ελλάδα και το εξωτερικό και με ιδιωτική τοποθέτηση στους εργαζόμενους της εταιρείας<sup>22</sup>.

### **3.2. Το μετοχικό κεφάλαιο, η μετοχή και τα μερίσματα της Δ.Ε.Η. Α.Ε.**

---

#### **3.2.1. Το μετοχικό κεφάλαιο της Δ.Ε.Η. Α.Ε.**

---

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ανέρχεται σε ένα δισεκατομμύριο εξήντα επτά εκατομμύρια διακόσιες χιλιάδες ευρώ 1.067.200.000, διαιρούμενο σε διακόσια τριάντα δύο εκατομμύρια (232.000.000) κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας τεσσάρων ευρώ και εξήντα λεπτών (€ 4,60), η κάθε μία. Κατά τη τελευταία τριετία δεν υπήρξε μεταβολή επί του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρείας. Στον ακόλουθο πίνακα 25, παρουσιάζεται η εξέλιξη του μετοχικού κεφαλαίου, όπως αυτό έχει διαμορφωθεί σήμερα.

---

<sup>22</sup> Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ετήσιο δελτίο εταιρικής χρήσης 2007», Αθήνα

**Πίνακας 25**  
**Η εξέλιξη του μετοχικού κεφαλαίου της Δ.Ε.Η. Α.Ε.**

Ημ/νία Γ.Σ.	Αριθμός ΦΕΚ	Αριθμός μετοχών	Αύξηση/(μείωση) με μετρητά		Αύξηση με κεφ/ποίηση αποθ/κών	Μετοχικό κεφάλαιο μετά την αύξηση/ μείωση		Όνομαστική αξία μετοχής		Σύνολο μετοχών
			σε χιλ. δρακ.	σε €		σε €	σε χιλ. δρακ.	σε €	σε. δρακ.	
Π.Δ. 333/2000	278/20.12.2000	220.000.000	-	-		220.000.000	645.634.629	1.000	2.935	220.000.000
Ε.Γ.Σ. 22.11.2001	11061/12.12.01	12.000.000	12.000.000	35.216.434		232.000.000	680.851.064	1.000	2.935	232.000.000
Ε.Γ.Σ. 6.6.2002	6557/3.7.02			(1.091.063,83)		-	679.760.000	-	2,93	232.000.000
Ε.Γ.Σ. 15.11.2002	12296/9.12.02				387.440.000	-	1.067.200.000	-	4,60	232.000.000

Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε., Ετήσιο δελτίο 2006

Οι κύριοι μέτοχοι παρουσιάζονται στον πίνακα 26 που ακολουθεί.

**Πίνακας 26**  
**Οι κύριοι μέτοχοι της Δ.Ε.Η. Α.Ε.**

Μέτοχοι	Ποσοστό
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ	51,12%
CAPITAL RESEARCH & MANAGEMENT <sup>(1)</sup>	5,42%
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΔΕΗ (ΟΑΠ-ΔΕΗ)	3,81%
ΛΟΙΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ	39,65%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>100,00%</b>

Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε., Ετήσιο δελτίο 2007

### 3.2.2. Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Η είσοδος της εταιρείας στο Χ.Α.Α. σηματοδότησε μια νέα εποχή. Η διαπραγμάτευση της μετοχής της στο χρηματιστήριο της χώρας, αποτέλεσε το επιστέγασμα των προσπάθειών αρκετών χρόνων για περαιτέρω εξέλιξη της εταιρείας. Σαν εισηγμένη εταιρεία, δεν θα μπορούσε να διαφύγει τους κινδύνους που συνεπάγονται από τις διαπραγματεύσεις μετοχών. Στον πίνακα 27 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι τιμές της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. από το 2003 έως το πρώτο εξάμηνο του 2008.

#### Πίνακας 27

#### Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. για το διάστημα 2003 - 2008

Ημερ/νία	Κλείσιμο	Ανοιγμα	Υψ. Ημέρας	Χαμ. Ημέρας	Μέση Τιμή	Διαφ.	Διαφ.%
31/5/2008	24,48	27,8	27,82	24,04	24,64	-2,6	-9,6
30/4/2008	27,08	27,22	29,7	25,64	26,74	-0,62	-2,24
31/3/2008	27,7	28,2	28,7	23,58	27,24	-0,5	-1,77
29/2/2008	28,2	30,96	32,2	26,12	27,42	-2,9	-9,32
31/1/2008	31,1	36	36,66	26,6	31,03	-4,9	-13,61
31/12/2007	36	33,9	37,4	32,7	35,94	2,52	7,53

30/11/2007	33,48	28,06	33,48	24,64	32,81	5,5	19,66
31/10/2007	27,98	27,5	30,1	26,6	28,1	0,18	0,65
30/9/2007	27,8	22,9	27,94	21,56	27,28	4,9	21,4
31/8/2007	22,9	21,88	22,92	19,02	22,71	0,82	3,71
31/7/2007	22,08	20,9	23,4	20,42	22,2	1,18	5,65
30/6/2007	20,9	20,2	22,66	19,8	20,74	0,7	3,47
31/5/2007	20,2	19,5	21	19,4	20,09	0,88	4,55
30/4/2007	19,32	18,08	19,38	17,26	19,24	1	5,46
31/3/2007	18,32	19,74	20,3	18,14	18,41	-1,22	-6,24
28/2/2007	19,54	22,28	22,42	19,52	19,8	-2,56	-11,58
31/1/2007	22,1	19,34	22,18	19,28	22,02	2,9	15,1
31/12/2006	19,2	18,86	19,86	18,82	19,28	0,54	2,89
30/11/2006	18,66	20	20,36	18,66	18,84	-1,34	-6,7
31/10/2006	20	18,86	21	18,86	20,08	1	5,26
30/9/2006	19	18,76	19,5	18,3	18,92	0,34	1,82
31/8/2006	18,66	18,54	19,26	17,9	18,47	-0,02	-0,11
31/7/2006	18,68	18,68	19,18	17,54	18,7	0,16	0,86
30/6/2006	18,52	19,12	19,6	17,34	18,57	-0,6	-3,14
31/5/2006	19,12	20,48	22,02	18,26	18,99	-1,18	-5,81
30/4/2006	20,3	19,4	20,36	18,68	20,13	0,9	4,64
31/3/2006	19,4	18,78	20,2	18,06	19,31	0,64	3,41
28/2/2006	18,76	17,76	19,16	17,2	18,54	1	5,63
31/1/2006	17,76	18,6	19,96	17,64	17,74	-0,7	-3,79
31/12/2005	18,46	17,7	18,7	17,36	18,5	0,8	4,53
30/11/2005	17,66	17,8	18,9	16,86	17,54	0	0
31/10/2005	17,66	18,32	19,26	17,52	17,65	-0,66	-3,6
30/9/2005	18,32	19,98	20,08	18,06	18,26	-1,48	-7,47
31/8/2005	19,8	20,78	21,06	19,1	19,75	-0,82	-3,98
31/7/2005	20,62	20,68	21,14	19,12	20,74	-0,02	-0,1
30/6/2005	20,64	20,38	20,96	19,4	20,54	0,52	2,58
31/5/2005	20,12	20,96	21,86	20,06	20,31	-0,62	-2,99
30/4/2005	20,74	22,54	23,18	20,64	20,9	-1,5	-6,74
31/3/2005	22,24	23,38	23,88	21,5	22,28	-1,14	-4,88
28/2/2005	23,38	22,38	24,1	21,8	23,12	1	4,47
31/1/2005	22,38	20,62	23,04	20,62	22,56	1,78	8,64
31/12/2004	20,6	20,66	21	19,72	20,59	0,12	0,59

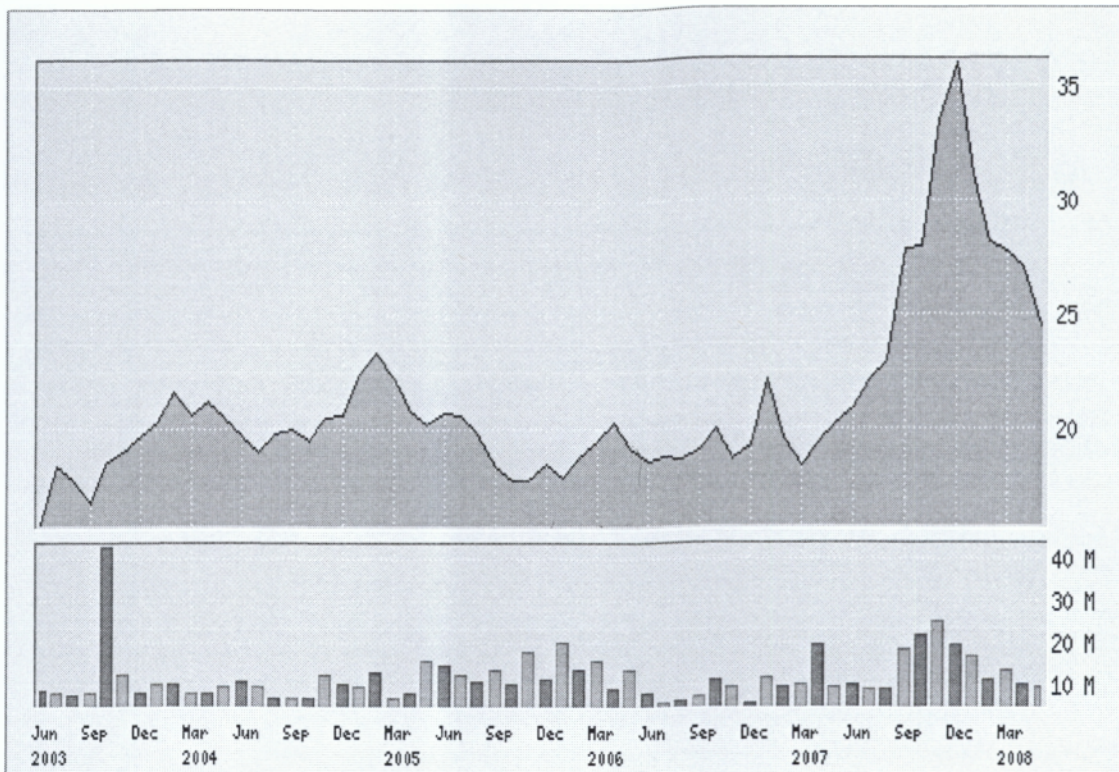


30/11/2004	20,48	19,46	20,8	19,26	20,51	1,02	5,24
31/10/2004	19,46	19,8	20,56	19,12	19,39	-0,5	-2,51
30/9/2004	19,96	19,82	20,06	19,3	19,9	0,22	1,11
31/8/2004	19,74	18,88	20,04	18,16	19,63	0,86	4,56
31/7/2004	18,88	19,5	19,56	18,44	19,07	-0,72	-3,67
30/6/2004	19,6	20,5	20,78	18,9	19,64	-0,86	-4,2
31/5/2004	20,46	20,76	21,34	18,52	20,37	-0,7	-3,31
30/4/2004	21,16	20,52	22,2	19,96	21,24	0,56	2,72
31/3/2004	20,6	21,6	22,26	19,5	20,68	-1	-4,63
29/2/2004	21,6	20,26	22,14	20,02	21,49	1,34	6,61
31/1/2004	20,26	19,34	20,88	19,34	20,18	0,66	3,37
31/12/2003	19,6	19	19,74	18,92	19,49	0,68	3,59
30/11/2003	18,92	18,56	18,96	18,12	18,81	0,38	2,05
31/10/2003	18,54	16,72	19,08	16,6	18,38	1,82	10,89
30/9/2003	16,72	17,68	18	15,94	16,61	-0,96	-5,43
31/8/2003	17,68	18,36	18,6	16,5	17,77	-0,68	-3,7
31/7/2003	18,36	15,5	19	15,5	18,46	2,66	16,94
30/6/2003	15,7	13,6	16,24	13,6	15,81	-	-
<i>Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Χ.Α.Α., Ιδία επεξεργασία</i>							

Από τις τιμές του παραπάνω πίνακα, μπορεί κανείς να συμπεράνει ότι η τιμή της μετοχής έχει παρουσιάσει αισθητή αύξηση, με скаμπανεβάσματα στην πορεία της. Ωστόσο, μια μέση τιμή της κυμάνθηκε υψηλότερα από τον πρώτο μήνα εισαγωγής της. Η διαγραμματική απεικόνιση των τιμών του παραπάνω πίνακα, βοηθά στην ευκολότερη κατανόηση της πορείας της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε.

**Διάγραμμα 9**  
**Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2003 - 05/2008**



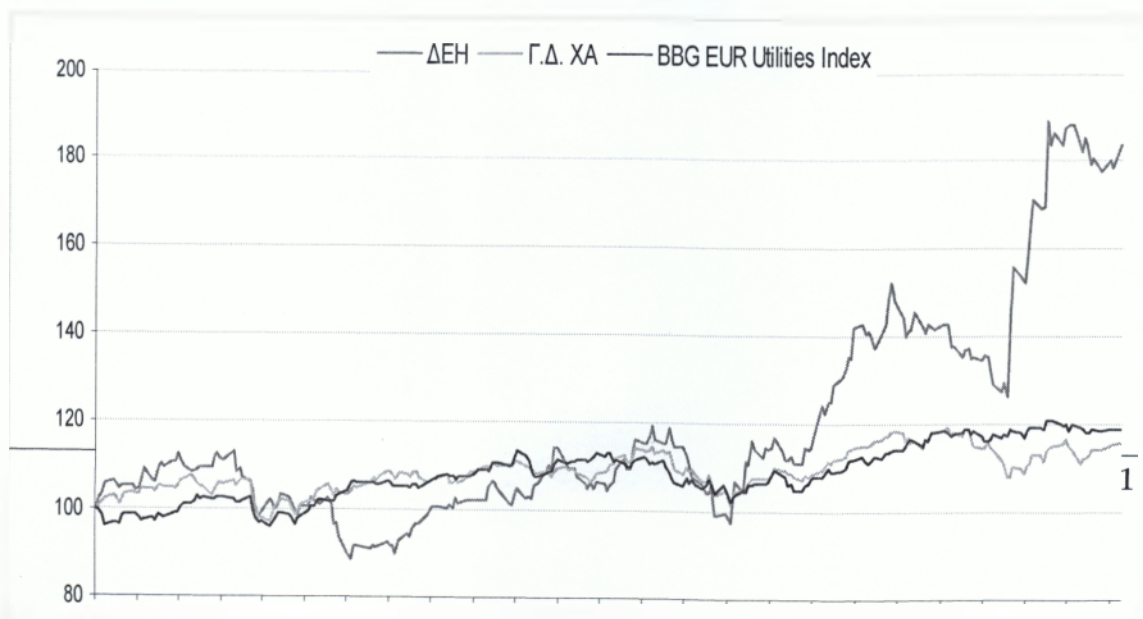


Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Χ.Α.Α.

Στο διάγραμμα 10 παρακάτω, παρουσιάζεται η πορεία της μετοχής της εταιρείας κατά το έτος 2007 σε συνάρτηση με την αντίστοιχη πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

### Διάγραμμα 10

Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. σε συνάρτηση με το Γενικό Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α για το έτος 2007

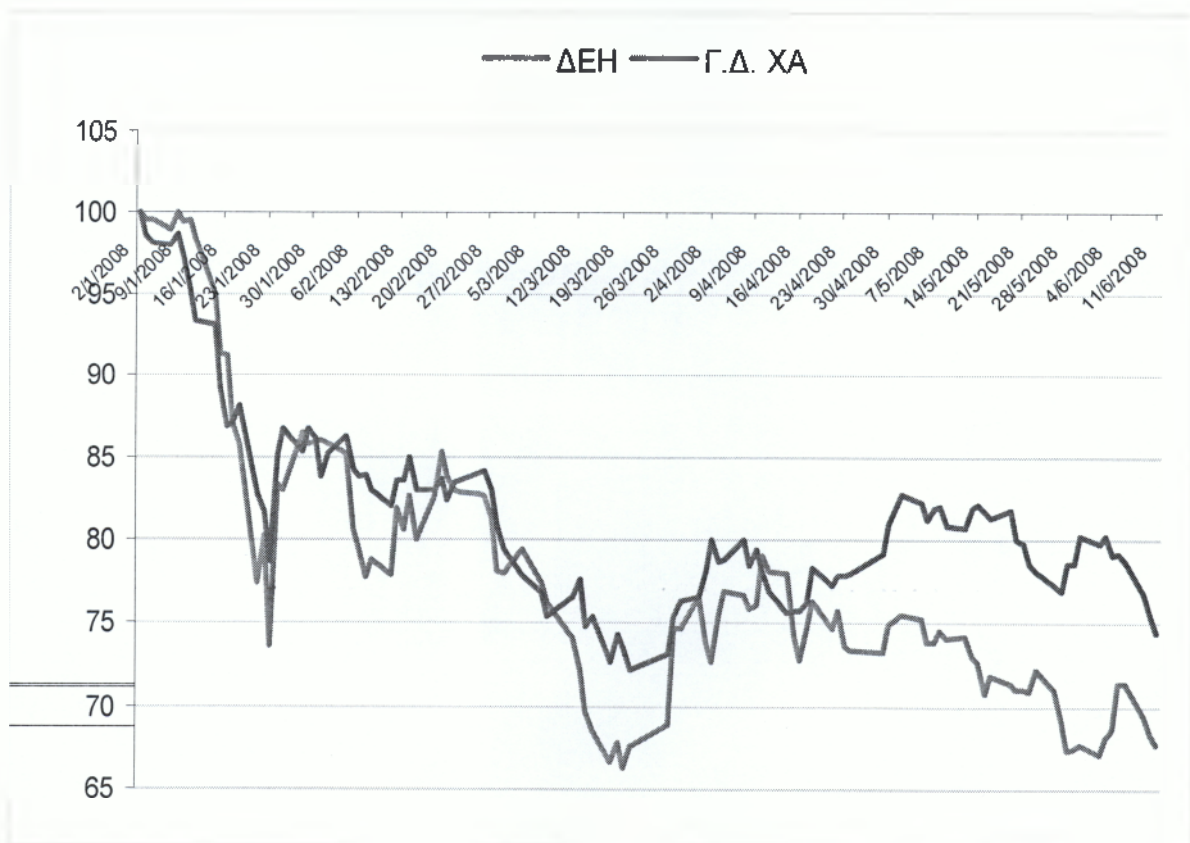


Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Χ.Α.Α.

Στο διάγραμμα 11, απεικονίζεται η πορεία της μετοχής της εταιρείας κατά το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους.

**Διάγραμμα 11**

**Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. κατά το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2008**



### 3.3. Τα μερίσματα της εταιρείας

---

Σύμφωνα με τις διατάξεις της ελληνικής εμπορικής νομοθεσίας, οι εταιρίες είναι υποχρεωμένες να διανέμουν κάθε έτος μερίσματα που αντιστοιχούν τουλάχιστον στο 35% των κερδών μετά φόρων και μετά τον σχηματισμό του κατά νόμο τακτικού αποθεματικού, ή κατά ελάχιστο, ποσό που αντανάκλα το 6% του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, οιοιοδήποτε από τα δύο είναι μεγαλύτερο. Η διανομή μερίσματος σε ποσοστό μικρότερο του 35% των κερδών μετά φόρων, και μετά το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, αλλά μεγαλύτερου του 6% του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να διανεμηθεί και καταβληθεί κατόπιν έγκρισης των μετόχων που εκπροσωπούν το 70% του συνόλου του μετοχικού κεφαλαίου. Η μη διανομή μερίσματος τελεί υπό την έγκριση του συνόλου των μετόχων της εταιρείας.

Επιπλέον, η ελληνική εμπορική νομοθεσία επίσης απαιτεί να πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις για την διανομή μερίσματος, οι οποίες έχουν ως εξής:

- 1) Απαγορεύεται η διανομή μερίσματος στους μετόχους εάν τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας, όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό μετά από αυτή την διανομή είναι μικρότερα από τα ίδια κεφάλαια πλέον των μη διανεμομένων αποθεματικών.
- 2) Απαγορεύεται η διανομή μερίσματος στους μετόχους εάν το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων πρώτης εγκατάστασης είναι μεγαλύτερο από τα έκτακτα αποθεματικά συν το υπόλοιπο κερδών εις νέο.



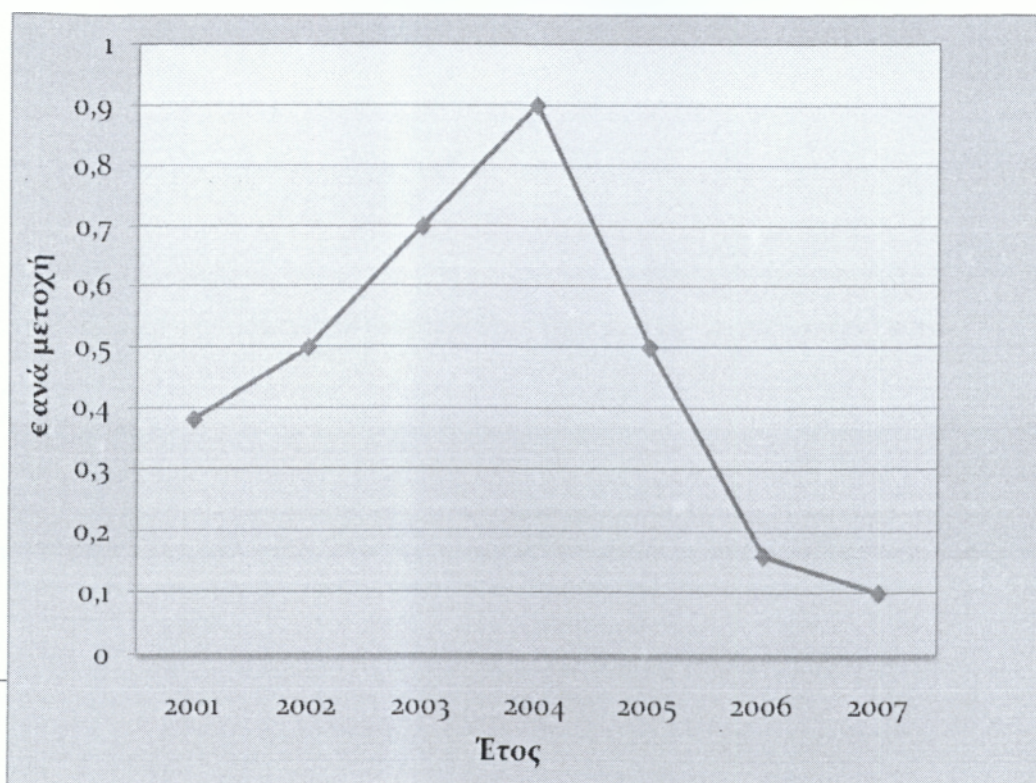
Στον πίνακα 28, παρουσιάζονται τα μερίσματα που διένειμε η εταιρεία στους μετόχους της, από το 2001 - 2007 και η διαγραμματική απεικόνιση στο διάγραμμα 12.

**Πίνακας 28**  
**Διάθεση μερισμάτων της Δ.Ε.Η. Α.Ε. 2001 - 2007**

Έτος	Μέρισμα (€ ανά μετοχή)
2001	0,38
2002	0,5
2003	0,7
2004	0,9
2005	0,5
2006	0,16
2007	0,1

Πηγή: Δ.Ε.Η. Α.Ε., Ετήσια δελτία χρήσεων 2001-2007

**Διάγραμμα 12**  
**Η πορεία των μερισμάτων της Δ.Ε.Η. Α.Ε. 2001 - 2007**



### 3.4. Οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες

---

Οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες, όπως ο P/E, ο P/BV, ο PEG και ο EBITDA αποτελούν δείκτες βάσει των οποίων οι αναλυτές μπορούν να διαμορφώσουν μια αντιπροσωπευτική εικόνα για το κατά πόσο μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με μια άλλη.

#### 3.4.1. Ο δείκτης P/E

---

Το P/E (πολλαπλασιαστής κερδών) των μετοχών, είναι ο λόγος της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη της εταιρείας σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Σ' αυτόν απεικονίζεται η σχέση της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής με τα κέρδη του πιο πρόσφατου 12μηνου ανά μετοχή<sup>23</sup>.

#### 3.4.2. Ο δείκτης P.E.G. (Price Earnings Growth)

---

Ο δείκτης P.E.G., είναι συνδυασμός των αρχικών γραμμάτων των λέξεων price, earnings, growth (τιμή, κέρδη, μεγέθυνση). Σύμφωνα με τους υποστηρικτές του εμφανίζεται πληρέστερος από τους προϋπάρχοντες και ικανός να επιλύσει αρκετά προβλήματα που ανακύπτουν από τη χρήση άλλων δεικτών αποτίμησης. Τα παραπάνω προβλήματα «ενοσρκώνονται» στην περίπτωση του δείκτη P/E που αντιπροσωπεύει το γνωστό λόγο «Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή».

---

<sup>23</sup> Ντόκας Α. (2008), «EBITDA: χρησιμοποιείται μόνο ως συμπλήρωμα», άρθρο εφημερίδας «Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ», ημερ. δημοσίευσης 18/05/2008, Αθήνα

Το αρνητικό σημείο της υπόθεσης του P/E προκύπτει από την αδυναμία του ίδιου του δείκτη να λάβει υπόψη τη μελλοντική πορεία και την ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας. Υποστηρικτές βέβαια του δείκτη P/E εικάζουν ότι το πρόβλημα δεν υφίσταται, καθώς η χρηματιστηριακή αγορά έρχεται να προσφέρει μόνη της τη λύση στο θέμα αυτό, ανταμείβοντας με μεγάλο P/E τις εταιρίες που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανόδου στην κερδοφορία τους και αντίστοιχα με χαμηλό P/E τις εταιρίες που εμφανίζουν στασιμότητα.

Στην περίπτωση όμως που οι ρυθμοί αύξησης της κερδοφορίας διακοπούν απροσδόκητα σε μια και μόνο χρονιά (ενώ σε μακροχρόνιο επίπεδο εξακολουθεί να υπάρχει μεγέθυνση), τότε ο δείκτης P/E λειτουργεί υποπολλαπλασιαστικά στην πτώση της τιμής της μετοχής που ενδεχομένως να επακολουθήσει. Το ενδεχόμενο αυτό μπορεί εύκολα να αντιμετωπισθεί από το δείκτη P.E.G. αφού σκοπός του είναι να σταθμίσει τη σχέση «Τιμή / Κέρδη ανά Μετοχή» δηλαδή το P/E με τη διαχρονική πορεία των κερδών. Η χρησιμότητά του προκύπτει ουσιαστικά από τη διαίρεση του λόγου P/E με το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης των κερδών (MEPA ή Compounded Average Growth Rate) της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου (3ετίας, 5ετίας κλπ.). Με τον τρόπο αυτό, το εξαγόμενο αποτέλεσμα είναι πιο «συμβατό» και ευέλικτο σε απότομες αλλαγές μεγεθών.

#### *3.4.2.1. Ο υπολογισμός του δείκτη P.E.G.*

---

Ο δείκτης P/E αντιπροσωπεύει το λόγο Τιμή/(Κέρδη / Μετοχή), όπου:

- Τιμή. Τρέχουσα τιμή μετοχής.
- Κέρδη. Αναμενόμενα κέρδη τρέχοντος έτους.
- Μετοχή. Συνολικός αριθμός (κοινών και προνομιούχων) μετοχών κατά το τρέχον έτος.



Αφού υπολογισθεί ο δείκτης P/E, το επόμενο στάδιο για τον υπολογισμό του δείκτη P.E.G. αποτελεί η εύρεση του μέσου ετήσιου ρυθμού αύξησης των κερδών της εξεταζόμενης εισηγμένης εταιρίας σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Αξιζει να σημειωθεί ότι:

- 1) Όταν μια μετοχή έχει δείκτη P.E.G. = 0,5 τότε προτείνεται η αγορά της, ενώ αν ο δείκτης P.E.G. = 2 (ή ανώτερος του 2) τότε προτείνεται η πώληση της μετοχής.
- 2) Ο δείκτης λειτουργεί σαν εργαλείο για μακροχρόνιες επενδυτικές επιλογές και σε μετοχές με ικανοποιητική εμπορευσιμότητα. Αντίθετα δεν προσφέρει ιδιαίτερα σημαντικό έργο στην αναζήτηση επιλογών βραχυχρόνιας διάρκειας.
- 3) Ο δείκτης P.E.G. δεν είναι «εξαντλητικός» ως κριτήριο, γεγονός που σημαίνει ότι δεν πρέπει να χρησιμοποιείται αυτόνομα αλλά σε συνδυασμό και με άλλα κριτήρια αιοτίμησης<sup>24</sup>.

### 3.4.3. Ο δείκτης P/BV

---

Η εμπειριστατωμένη ανάγνωση των λογιστικών καταστάσεων κατά τα τελευταία έτη, καθιστά εμφανές το γεγονός ότι τα ίδια κεφάλαια των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών δεν είναι πλέον αντιπροσωπευτικά της τρέχουσας πραγματικής (εσωτερικής) αξίας των εν λόγω επιχειρήσεων.

Το P/BV, είναι ο λόγος της τιμής μιας μετοχής στο Χ.Α. προς τη λογιστική της αξία (book value). Όταν ο δείκτης είναι μικρότερος από τη μονάδα, η μετοχή θεωρείται «υποτιμημένη» ή «φθηνή», ενώ όταν είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα θεωρείται «υπερτιμημένη» ή «ακριβή».

Ο χαρακτηρισμός «φθηνές» δεν σημαίνει αναγκαστικά ότι θα σημειώσουν και άνοδο στο επόμενο διάστημα. Περισσότερο σημαίνει πως ο επενδυτής που θα

---

<sup>24</sup> Γεωργιάδης Ν. (2007), «Ο δείκτης Price Earnings Growth (P.E.G.)», άρθρο περιοδικού «Investment Research and Analysis Journal», τεύχος 24<sup>ο</sup>, ημερ. δημοσίευσης 10/04/2007, Αθήνα

επιλέξει να τοποθετηθεί σε μια από αυτές «αγοράζει» στην τρέχουσα περίοδο κάτι που ενδεχομένως να κοστίζει ακριβότερα σε λίγο καιρό.

Αντίστοιχα οι θεωρούμενες «ακριβές» μετοχές χαρακτηρίζονται έτσι διότι διαθέτουν υψηλότερες αποτιμήσεις απ' ό,τι η αγορά ή ο κλάδος. Το γεγονός αυτό δεν είναι κατ' ανάγκη αρνητικό, γιατί ενδεχομένως κάποιες εταιρείες «δικαιούνται» να έχουν μεγαλύτερη αποτίμηση λόγω των προσδοκιών που συγκεντρώνουν για το μέλλον<sup>25</sup>.

Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους ο δείκτης P/BV δεν πρέπει να θεωρείται ενδεικτικός της πραγματικής αξίας μιας εισηγμένης εταιρίας είναι μεταξύ των άλλων οι ακόλουθοι:

- 1) Πολλές από τις συμμετοχές τις οποίες διατηρούν οι εισηγμένες εταιρίες, παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερη λογιστική αξία σε σύγκριση με το κόστος κτήσης τους (τιμή εξαγοράς της θυγατρικής από τη μητρική εταιρία), χωρίς αυτή η υποαξία να έχει «απορροφηθεί» επαρκώς από τα ίδια κεφάλαιά τους. Κατά συνέπεια, τα τελευταία παρουσιάζονται σε σημαντικό βαθμό υπερεκτιμημένα, καθώς εξακολουθούν να υφίστανται μεγάλες λογιστικές αποκλίσεις ή κοινώς «μαύρες λογιστικές τρύπες».
- 2) Σε αρκετές περιπτώσεις παρατηρείται το φαινόμενο οι εισηγμένες εταιρίες να μην έχουν προβεί στις απαιτούμενες προβλέψεις, είτε για επισφαλείς πελάτες – το ύψος των ομοίων δύναται να είναι ιδιαίτερα μεγάλο σε σύγκριση με τον κύκλο εργασιών τους – είτε για την αποζημίωση του προσωπικού τους σε περίπτωση συνταξιοδότησης. Επίσης ακόμη και αν οι πραγματοποιηθείσες προβλέψεις μπορεί να κρίνονται ως αντιπροσωπευτικές των οικονομικών «ισορροπιών» μιας εταιρίας, αρκετά συχνά παρατηρούνται φαινόμενα όπου οι εν λόγω προβλέψεις δεν διαγράφονται πλήρως και συνεπώς επηρεάζουν σε μικρότερο – από τον

---

<sup>25</sup> Ντόκας Α. (2008), «EBITDA: χρησιμοποιείται μόνο ως συμπλήρωμα», άρθρο εφημερίδας «Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ», ημερ. δημοσίευσης 18/05/2008, Αθήνα

ορθό βαθμό - τα ίδια κεφάλαια ή τα αποτελέσματα μιας εισηγμένης εταιρίας.

- 3) Οι περισσότερες εταιρίες αρνούνται κατά έναν τρόπο ή μεταθέτουν κατά έναν άλλον τρόπο το χρόνο της υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων, τα οποία κατά κανόνα απαιτούν με αυστηρότερα κριτήρια - σε σύγκριση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα - την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων, και ιδιαίτερα τα ίδια κεφάλαια αυτών.
- 4) Το γεγονός ότι αρκετές διαδικασίες συγχωνεύσεων ή εξαγορών βρίσκονται σε εξέλιξη υπό την έννοια της τελικής αποτύπωσης όλων των πιθανών επιδράσεων τους στις λογιστικές καταστάσεις και ειδικότερα στα ίδια κεφάλαια των «αντισυμβαλλόμενων» εισηγμένων εταιριών αποτελεί παράγοντα περαιτέρω δυσκολίας στην αξιόπιστη χρήση του δείκτη P/BV. Αυτό άλλωστε φαίνεται αρκετές φορές και από το γεγονός του περιορισμένου ενδιαφέροντος που οι επενδυτές αποδίδουν σε μετοχές εταιριών, οι οποίες ανήκουν στην παραπάνω κατηγορία.
- 5) Ένας ακόμη παράγοντας δυναμικού επηρεασμού των ιδίων κεφαλαίων αφορά στην αποτύπωση της αξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων και πιο συγκεκριμένα των ακινήτων μιας εισηγμένης εταιρίας στις λογιστικές της καταστάσεις.
- 6) Επιπρόσθετα, σε επιλεκτικές - αλλά αρκετές - περιπτώσεις, τα ενοποιημένα ίδια κεφάλαια εξάγονται όπως είναι φυσικό από λογιστικές καταστάσεις - πέραν της μητρικής - και θυγατρικών εταιριών, οι οποίες δεν ελέγχονται από ορκωτούς λογιστές, με αποτέλεσμα να μην είναι ασφαλής η αποτύπωση της εσωτερικής λογιστικής αξίας του εκάστοτε εισηγμένου ομίλου επιχειρήσεων<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Γεωργιάδης Ν. (2004), «Η ερμηνεία του δείκτη P/BV βάσει των λογιστικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιριών στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά», άρθρο περιοδικού «Investment Research and Analysis Journal», τεύχος 11<sup>ο</sup>, ημερ. δημοσίευσης 06/02/2004, Αθήνα

#### 3.4.4. Ο δείκτης EBITDA

---

Ο όρος EBITDA χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά - πριν από αρκετά χρόνια - από τραπεζικούς και επενδυτικούς κύκλους αλλά και αναλυτές προκειμένου να υπάρξει μια διαφορετική οπτική γωνία αξιολόγησης της εταιρικής κερδοφορίας. Αγνοώντας παράγοντες όπως τους χρεωστικούς τόκους, τα έσοδα-έξοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις και τις αποσβέσεις επί των στοιχείων, οι επαγγελματίες της αγοράς προσπάθησαν εμμέσως να υποστηρίξουν την υπόθεση ότι εφόσον μια εταιρεία επιλέξει τις κατάλληλες επενδύσεις για την περαιτέρω ανάπτυξη της, τότε το EBITDA αντικατοπτρίζει αρκετά καλά την ικανότητα της εισηγμένης να πετυχαίνει την επιθυμητή τελική κερδοφορία. Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) και οι βασιζόμενοι σε αυτά δείκτες αποτίμησης δεν αποτελούν επίσης αναγκαία συνθήκη στην επιλογή μετοχικών αξιών, ενώ μόνο υπό προϋποθέσεις δύνανται να αποτελέσουν ικανή συνθήκη στην αναζήτηση μιας ελκυστικής αποτίμησης<sup>27</sup>. Τα υπέρ και τα κατά της εφαρμογής του EBITDA από εταιρείες μπορούμε να τα κωδικοποιήσουμε ως εξής (Πίνακας 29):

**Πίνακας 29**  
**Η εφαρμογή του EBITDA από εταιρείες**

---

<sup>27</sup> Ντόκας Α. (2008), «EBITDA: χρησιμοποιείται μόνο ως συμπλήρωμα», άρθρο εφημερίδας «Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ», ημερ. δημοσίευσης 18/05/2008, Αθήνα

<b>ΥΠΕΡ του EBITDA είναι Εταιρίες με:</b>	<b>ΚΑΤΑ του EBITDA είναι Εταιρίες με:</b>
Υψηλές επενδύσεις σε πάγια στοιχεία όπου απαιτείται χρόνος για την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων	Συγκριτικά λιγότερο φιλόδοξες επενδύσεις και μικρότερο χρόνο αποπληρωμής τους
Περιουσιακά στοιχεία που έχουν μικρότερη διάρκεια ζωής και “προκαλούν” υψηλότερες επήσεις αποσβέσεις	Περιουσιακά στοιχεία με συγκριτικά μεγαλύτερη διάρκεια ζωής
Θυγατρικές μονάδες που εμφανίζουν μικρή κερδοφορία ή είναι ζημιωγόνες	Χρηματοοικονομικά υγιείς και κερδοφόρες θυγατρικές επιχειρήσεις
Υψηλά χρηματοοικονομικά έξοδα (λόγω μεγάλου τραπεζικού δανεισμού), μη ανάλογα της δυναμικής απόδοσης των επενδύσεων των δανειζόμενων εταιριών	Ορθολογικά χρηματοοικονομικά έξοδα που δεν αλλοιώνουν την εικόνα της τελικής κερδοφορίας
“Υποβόσκουσες” υποαξίες οι οποίες στο μέλλον θα πρέπει να εμφανισθούν στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης	Αποτελέσματα απαλλαγμένα από αγοραπωλησίες χρεογράφων ή / και αρνητικές υπεραξίες
Μικρά περιθώρια καθαρού κέρδους (δείκτης κερδών μ.φ. ως προς τις πωλήσεις)	Ικανοποιητικά ή υψηλά περιθώρια καθαρού κέρδους

Πηγή: *Investment Research and Analysis Journal* (2002)

Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) τείνουν εκ φύσεως να ωραιοποιούν την εικόνα μιας εισηγμένης επιχείρησης σε διάφορα επίπεδα.

Αρχικά, «αποκρύπτουν» έμμεσα την ικανότητα της εταιρίας να αποπληρώνει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Το κυριότερο πρόβλημα όμως έγκειται στη λογιστική εξαγωγή του μεγέθους EBITDA, εξαγωγή η οποία όταν γίνεται από τους αναλυτές ή από τις ίδιες τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις, διαφέρει ή τροποποιείται - συνειδητά ή μη - από εταιρία σε εταιρία και από κλάδο σε κλάδο. Αντίθετα, τα κέρδη (μετά από φόρους) ανά μετοχή που χρησιμοποιούνται στην εξαγωγή του δείκτη P/E, δεν επιδέχονται πολλαπλών μεθόδων εξαγωγής.



Μάλιστα αρκετές φορές παρατηρείται το φαινόμενο, μία μετοχή η οποία εμφανίζεται ως η πιο φθηνή με βάση το δείκτη EBITDA μεταξύ ενός δείγματος εισηγμένων εταιριών, να είναι ουσιαστικά ακριβότερη εάν εξετασθεί με βάση το - συγκριτικά πιο «αξιόπιστο» - κριτήριο του δείκτη P/E.

Συμπερασματικά θα πρέπει να υπογραμμίσουμε ότι σε κάθε περίπτωση ο πολλαπλασιαστής κερδών P/E μπορεί να αποτελέσει αυτόνομο μέτρο σύγκρισης και αποτίμησης εταιριών/μετοχών, το μέγεθος EBITDA πρέπει σχεδόν πάντα να χρησιμοποιείται σε συμπληρωματική και όχι εξαντλητική βάση από τις εισηγμένες επιχειρήσεις<sup>28</sup>.

### 3.5. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες της Δ.Ε.Η. Α.Ε.

---

Σύμφωνα με τα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, στην παρούσα ενότητα θα γίνει μια προσπάθεια παρουσίασης και εκτίμησης των χρηματιστηριακών δεικτών της Δ.Ε.Η. Α.Ε. Ο παρακάτω πίνακας, παρουσιάζει τους βασικούς χρηματιστηριακούς δείκτες για κάθε χρονιά σε συνάρτηση με τα στοιχεία της προηγούμενης.

Εντούτοις, για την εξαγωγή ορθότερων συμπερασμάτων, απαιτείται ο υπολογισμός τους σε διάρκεια περισσότερων ετών. Για μερικούς αναλυτές ο δείκτης P/E/είναι αρκετός για να γίνει μια αξιολόγηση. Τον δείκτη P/E συμπληρώνει, αν όχι βοηθά περισσότερο ο δείκτης P.E.G.. Οι δείκτες P/E και P.E.G. λοιπόν, θα βοηθήσουν περισσότερο στην εξαγωγή ορθότερων συμπερασμάτων αν υπολογιστούν σε ολόκληρο το διάστημα 2004 - 2007, και όχι από χρονιά σε χρονιά μόνο (Πίνακας 30). Έτσι έχουμε:

$$\text{P/E} = \text{Τιμή} / \text{Κέρδη ανα μετοχή} = 24,11 / (276356000/232000000) = 20,24$$

φορές

---

<sup>28</sup> Γεωργιάδης Ν. (2002), « Η ελαφρότητα του EBITDA και των παραγώγων δεικτών αποτίμησης στην Ελληνική αγορά μετοχών», άρθρο περιοδικού « Investment Research and Analysis Journal», τεύχος 6<sup>ο</sup>, ημερ. δημοσίευσης 10/11/2002, Αθήνα



➤  $PEG = [(Αναμενόμενα \ κέρδη \ τελευταίου \ έτους / \ κέρδη \ αρχικού \ έτους)^{(1/(n-1))} - 1]^* = [(0,5502^{1/3}) - 1] = 17,89 \text{ (μείωση)}$

(\*Μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης κερδών τετραετίας 2004-2007 =  $276356000/502271000 = 0,5502$ )

Άρα, P.E.G. σε συνάρτηση με τον P/E =  $20,24 / 17,89 = 1,131$

Ο P.E.G. εμφανίζεται ως 1,131, ένα νούμερο μικρότερο του 2 οπότε θα μπορούσαμε να πούμε ότι επιτρέπεται η αγορά της μετοχής της ΔΕΗ αλλά δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι δε είναι κοντά και στο απόλυτο θεμικό σημείο του 0,5, οπότε μια οποιαδήποτε αγορά πρέπει να είναι προϊόν σκέψης από κάθε επενδυτή.

### Πίνακας 30

#### Βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2004 - 2007

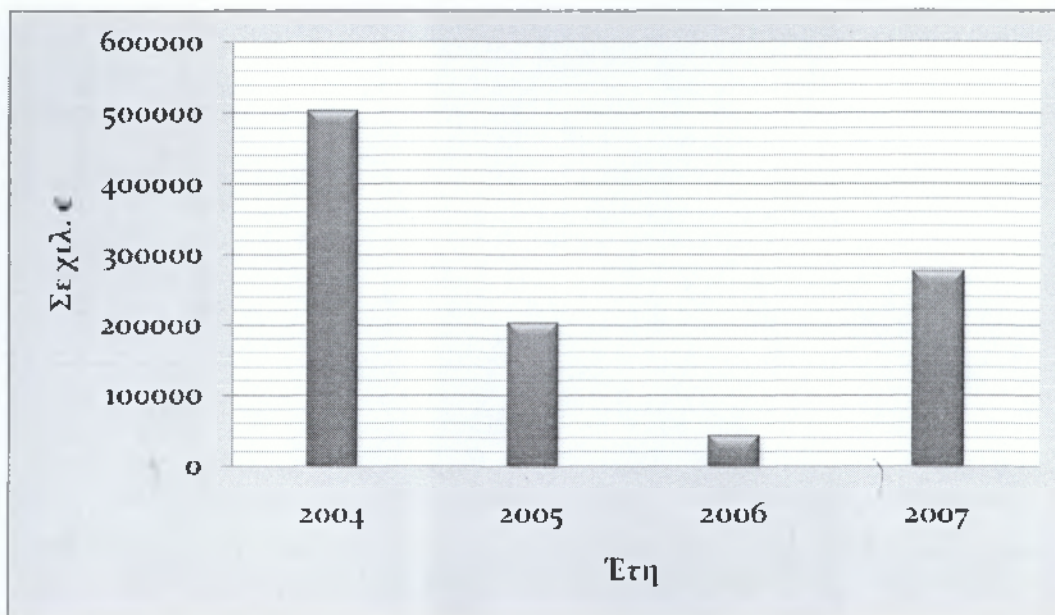
Έτος	Κέρδη/μετοχή	Κέρδη προ φόρων (σε χιλ. €)	Δ% Κέρδη προ φόρων	Τιμή	ΕΒΙΤΔΑ (σε εκ. €)	Δ% ΕΒΙΤΔΑ	P/E	PEG
2004	1,26	502271	-	20,22	1206,8	-	9,341	-
2005	0,58	201564	-59,87%	20,18	906,8	-24,86%	23,226	0,3879
2006	0,1	41991	-79,17%	18,96	739,7	-18,43%	104,78	1,3234
2007	0,96	276356	558,13%	24,11	818,7	10,68%	20,241	0,0362

Πηγή: Δ.Ε.Η.Α.Ε., Ετήσια δελτία χρήσεων 2004 - 2007, Ιδία επεξεργασία

Στα διαγράμματα 13 και 14 που ακολουθούν, παρουσιάζονται τα στοιχεία τόσο για την εξέλιξη των κερδών προ φόρων όσο και του δείκτη ΕΒΙΤΔΑ.

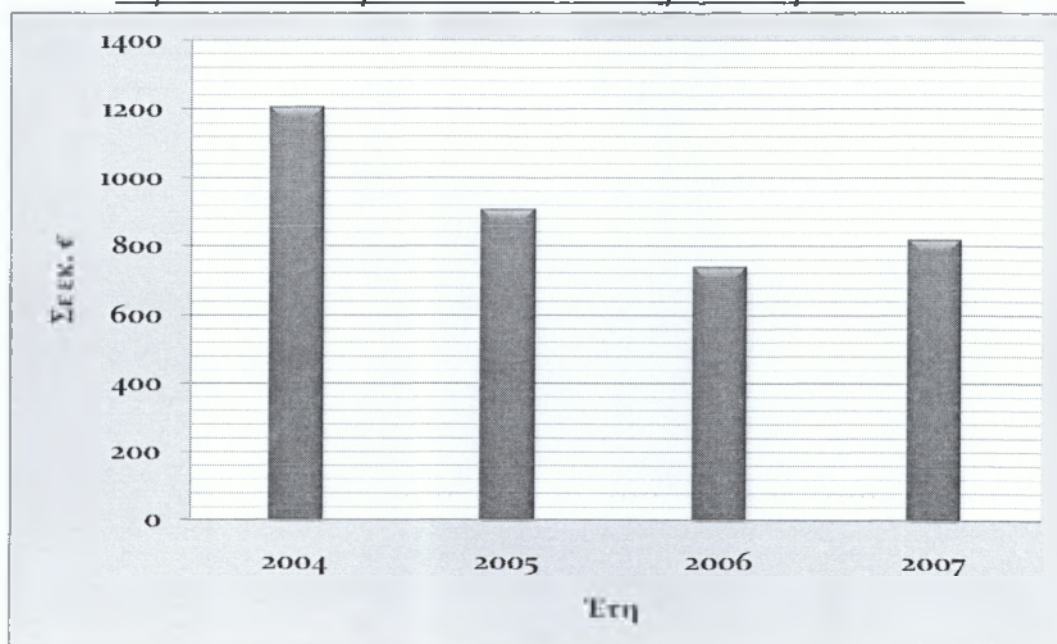
### Διάγραμμα 13

#### Πορεία κερδών προ φόρων Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2004 - 2007



Διάγραμμα 14

Πορεία του δείκτη EBITDA Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2004 - 2007



Από τις τιμές του πίνακα, παρατηρούμε ότι όσον αφορά τα κέρδη προ φόρων, παρουσίασαν πολύ μεγάλη κάμψη το διάστημα μεταξύ των ετών 2004 - 2006. Την αμέσως επόμενη χρονιά είχαμε μια εντυπωσιακή άνοδο της τάξης του

558,13%. Αντίστοιχα, το EBITDA ακολούθησε παρόμοια πορεία μειούμενο κατά 24,86% το 2005, 18,43% το 2006 ενώ το 2007 αυξήθηκε κατά 10,68%.

Οι εκτιμώμενες τιμές των δεικτών για την τρέχουσα χρονιά για την Δ.Ε.Η. Α.Ε., σύμφωνα με την εταιρία FactSet, είναι<sup>29</sup>:

**Πίνακας 31**  
**Εκτιμώμενες τιμές δεικτών Δ.Ε.Η. Α.Ε. για το 2008**

Έτος	P/E	PEG	P/BV
2008	25,51	0,06	1,13

Πηγή: FactSet, Εταιρεία Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

## Επίλογος

---

<sup>29</sup> FactSet, Εκτιμώμενες τιμές δεικτών Δ.Ε.Η. Α.Ε. για το 2008, Εταιρεία Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, Αθήνα

Στην παρούσα εργασία, έγινε μια προσπάθεια απεικόνισης των οικονομικών στοιχείων της Δ.Ε.Η. Α.Ε., καθώς επίσης και της πορείας της επιχείρησης στη χρηματιστηριακή αγορά. Η ανάλυση όλων αυτών των στοιχείων με τη χρήση αριθμοδεικτών, βοήθησε στην εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων αναφορικά με τη συμφέρουσα ή μη αγορά της μετοχής της επιχείρησης, τόσο από ιδιώτες όσο και από θεσμικούς επενδυτές. Παρακάτω, αναλύονται όλα τα συμπεράσματα που εξήχθησαν καθώς και προτάσεις βελτίωσης της πορείας της επιχείρησης.

Μια θεμελιώδης αρχή της οικονομικής επιστήμης, πρεσβεύει ότι οι τιμές των αξιογράφων και χρεογράφων καθορίζονται από την προσφορά και τη ζήτηση που διαμορφώνονται στην αγορά. Η προσφορά και η ζήτηση προσδιορίζονται, με τη σειρά τους, από διάφορους παράγοντες, οι οποίοι σχετίζονται κυρίως με τις μελλοντικές προοπτικές των επιχειρήσεων και την κερδοφορία τους, όπως αυτές απεικονίζονται στις προσδοκίες των συμμετεχόντων. Βεβαίως, οι προσδοκίες δεν ειαληθεύονται πάντα, ούτε προσδιορίζονται από αλάνθαστα μοντέλα που απεικονίζουν σε τέλειο βαθμό την πραγματικότητα. Οι προσδοκίες αυτές ενδέχεται να στρεβλώνονται από διάφορους ψυχολογικούς παράγοντες, βραχυχρόνιες διακυμάνσεις κ.τ.λ.

Παρόλα αυτά, οι παρατηρούμενες τιμές στις χρηματιστηριακές αγορές απεικονίζουν προσδοκίες, όπως αυτές έχουν διαμορφωθεί σε χιλιάδες συμμετέχοντες και πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν. Εκτός από τις περιπτώσεις παράνομων ενεργειών, κανένας συμμετέχων δε θα προβεί σε συναλλαγές που είναι αντίθετες με το συμφέρον του, αντίθετες με τις δικές του προσδοκίες και εννοείται ότι δε συμμετέχει σε καμία συμφωνία εναντίον συγκεκριμένων εταιρειών. Όσο καλύτερη πληροφόρηση και γνώση έχουν οι επενδυτές για την πραγματική κατάσταση, τα θεμελιώδη μεγέθη και τις προοπτικές των εταιρειών, τόσο προσεγγίζεται η «δίκαιη» τιμή των αξιογράφων.

Τα τελευταία χρόνια, η συμμετοχή των ξένων θεσμικών επενδυτών στη Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών έχει αυξηθεί εντυπωσιακά. Οι επενδυτές αυτοί ασκούν επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους και, κατά

συνέπεια, έχουν πολύ πιο ολοκληρωμένη γνώση των χαρακτηριστικών των εταιρειών. Ταυτόχρονα, είναι λιγότερο εκτεθειμένοι στις συμπεριφορικές στρεβλώσεις που χαρακτηρίζουν τους μικροεπενδυτές.

□χοντας αποσαφηνίσει τη σημασία και τον τρόπο καθορισμού των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές, ο επενδυτής που ενδιαφέρεται να εξηγήσει τα φαινόμενα σε ένα ορθολογικό επιστημονικό πλαίσιο, θα πρέπει να εξάγει τα αναγκαία συμπεράσματα παρατηρώντας τις τιμές που διαμορφώνονται στις αγορές. Το θεμελιώδες μέγεθος για μια εισηγμένη εταιρεία είναι η κεφαλαιοποίηση της (αριθμός μετοχών επί τιμή μετοχής). Το μέγεθος αυτό είναι άμεσα συγκρίσιμο μεταξύ των εταιρειών και προσδίδει την τρέχουσα αξία της εταιρείας, όπως αυτή προσδιορίζεται από τις προσδοκίες των συναλλασσόμενων για τη μελλοντική της πορεία.

Στην περίπτωση της Δημόσιας Επιχείρησης Ηλεκτρισμού Α.Ε., αποτελεί σημείο αναφοράς η πολύ χαμηλή αποτίμηση της επιχείρησης παραγωγής ηλεκτρισμού και μεγαλύτερης βιομηχανικής επιχείρησης στην Ελλάδα. Εκτός από την ουσιαστικά μονοπωλιακή της θέση, που θεωρητικά της εξασφάλιζε μεγάλα περιθώρια κέρδους, η Δ.Ε.Η. έχει και έναν εντυπωσιακό ρυθμό αύξησης πωλήσεων. Για μια 25ετία οι πωλήσεις της παρουσίασαν έναν ετήσιο ρυθμό αύξησης της τάξης του 4-4.5%. Το 1980 η κατανάλωση ηλεκτρικής ενέργειας ήταν 20.065 GWh, το 1990 αυξήθηκε σε 28.337 GWh, ενώ το 2004 η κατανάλωση έφτασε στις 51.016 GWh. Συνεπώς, η ζήτηση για ηλεκτρική ενέργεια είναι έντονα ανοδική, ενώ η παραγωγή έχει αγγίξει τα ανώτερα της όρια. Το γεγονός αυτό θα έπρεπε να σημαίνει ότι η οριακή απόδοση των νέων επενδύσεων σε μονάδες παραγωγής θα ήταν ιδιαίτερος υψηλή.

Η Δ.Ε.Η. Α.Ε. είναι μια εταιρεία η οποία κατέχει μονοπωλιακή θέση στον πιο σημαντικό κλάδο της εγχώριας οικονομίας, αντιμετωπίζει μια έντονα ανοδική ζήτηση, ενώ η παραγωγή ενέργειας είναι περιορισμένη. Παρόλα αυτά τα αισιόδοξα μηνύματα για τη Δ.Ε.Η., η χρηματιστηριακή αγορά αποτιμά την αξία της μόλις στα 4,8 δις ευρώ.



Ταυτόχρονα με τα στοιχεία αυτά, η εταιρεία δεν έχει την ελευθερία διαμόρφωσης της τιμής πώλησης της ενέργειας, λόγω του κρατικού ελέγχου. Η πολιτική χαμηλής τιμής στην ηλεκτρική ενέργεια και οι υποστηρικτές της έχουν επικρατήσει τις τελευταίες δεκαετίες. Το πιο σημαντικό επιχείρημα υπέρ της πολιτικής χαμηλής τιμής, ανεξαρτήτως κόστους, είναι η άσκηση «κοινωνικής πολιτικής». Αλλά η ΔΕΗ Α.Ε. δεν δύναται να ασκήσει αποτελεσματική κοινωνική πολιτική γιατί, εκτός των άλλων, απλούστατα δεν έχει στη διάθεσή της στοιχεία για τις κοινωνικές ανάγκες των πολιτών, ούτως ώστε να ακολουθήσει διαφορική τιμολογιακή πολιτική.

Σε μια οργανωμένη κοινωνία υπάρχουν άλλοι μηχανισμοί άσκησης κοινωνικής πολιτικής, όπως η στοχευμένη επιδοματική πολιτική, και είναι συγκεκριμένες κρατικές υπηρεσίες οι οποίες την επιτελούν, όχι εισηγμένες στο χρηματιστήριο ανώνυμες εταιρείες.

Σε ένα διαφορετικό, αλλά εξ' ίσου σημαντικό επίπεδο, δεν μπορούν ουσιαστικά να αναληφθούν υγιείς επενδύσεις στην αγορά ηλεκτρικής ενέργειας, ως αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής. Λόγω της πολύ χαμηλής τιμής και της μεγάλης διακύμανσης του κόστους παραγωγής που εξαρτάται από τις διεθνείς τιμές πετρελαίου και λοιπών ορυκτών, η προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση μιας τέτοιας επένδυσης είναι εξαιρετικά χαμηλή, αποτρέποντας κάθε ιδιώτη ή θεσμικό επενδυτή. Μακροπρόθεσμα, η πολιτική της χαμηλής τιμής για μια εισηγμένη εταιρεία συνεπάγεται την περιορισμένη πρόσβασή της σε νέα κεφάλαια. Η στρέβλωση που προκαλείται στο μηχανισμό κατανομής κεφαλαίων είναι προφανής, με επιβλαβείς συνέπειες για την πιο κρίσιμη εγχώρια βιομηχανία.

Σε επίπεδο ζήτησης, η πολιτική χαμηλής τιμής οδηγεί σε αλόγιστη σπατάλη ενέργειας. Το επιχείρημα ότι η χαμηλή τιμή ενέργειας είναι απαραίτητη για την κάλυψη βασικών αναγκών του πληθυσμού είναι λογικοφανές, αλλά παύει να υφίσταται όταν η κατανάλωση υπερβεί ένα όριο. Αν και είναι λογικό το αντεπιχείρημα της αύξησης των αναγκών σε κατανάλωση με την πάροδο των ετών, πρέπει να παρατηρηθεί ότι κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών



παρουσιάσθηκε σημαντική αποβιομηχάνιση στην Ελλάδα και υπήρξαν εντυπωσιακά τεχνολογικά άλματα για την εξοικονόμηση ενέργειας στις ηλεκτρικές και ηλεκτρονικές συσκευές. Τα στοιχεία αυτά οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η αύξηση της κατανάλωσης οφείλεται σε σπατάλη και όχι σε κάλυψη βιοτικών αναγκών.

Σε επίπεδο δημοσιονομικής και φορολογικής πολιτικής, η μεγάλη μείωση των κερδών της Δ.Ε.Η., στην οποία το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών κατέχει το κράτος, οδήγησε τα κέρδη ως ποσοστό των επενδεδυμένων κεφαλαίων στο 4%. Αν αναλογιστεί κανείς ότι τα επενδεδυμένα κεφάλαια ουσιαστικά προήλθαν από κρατικό δανεισμό κατά τις προηγούμενες δεκαετίες, με πολύ υψηλότερο επιτόκιο, τότε η απόδοση του δανεισμού αυτού είναι αρνητική.

Συμπερασματικά, θα μπορούσε να πει κανείς, ότι η εταιρεία Δ.Ε.Η. Α.Ε. αποτελεί έναν από τους στυλοβάτες της εθνικής οικονομίας με τεράστιες δυνατότητες εξέλιξης. Η τιμή της μετοχής της στα τρέχοντα επίπεδα, το περιθώριο ανόδου το οποίο υποδηλώνεται από τις εκτιμήσεις των αναλυτών και οι τιμές από τους αντίστοιχους δείκτες, είναι «δευαστικοί» παράγοντες για την αγορά της μετοχής της, ωστόσο, μέχρις ότου ξεκαθαριστεί το θέμα των τιμολογίων, το να αγοράσει κανείς τη μετοχή είναι πολύ ριψοκίνδυνο. Ένα πιθανό «πάγωμα» των τιμολογίων θα έχει καταστροφικά αποτελέσματα και θα πλήξει την αξιοπιστία και την εμπιστοσύνη των επενδυτών στη μετοχή της επιχείρησης.

Η άρση της υποχρέωσης άσκησης κοινωνικής πολιτικής εκ μέρους της Δ.Ε.Η. Α.Ε. και η απελευθέρωση της τιμολογιακής πολιτικής της, ούτως ώστε να ενσωματώνει το κόστος παραγωγής της, θα αποτελούσε μια καλή λύση. Με τον τρόπο αυτό, θα πάψει να υφίσταται η στρέβλωση στην κατανομή των κεφαλαιακών πόρων και θα δημιουργηθεί αντικίνητρο για τη σπατάλη ενέργειας καθώς επίσης θα υπάρξει μεγαλύτερο ενδιαφέρον τόσο από ιδιώτες όσο και από θεσμικούς επενδυτές.

## Βιβλιογραφία

---

- FactSet, Εταιρεία Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, Αθήνα
- Fisher A. (2007), «Η δημιουργία των αριθμοδεικτών», Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα
- Ντόκας Α. (2008), «EBITDA: χρησιμοποιείται μόνο ως συμπλήρωμα», άρθρο εφημερίδας «Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ», Αθήνα
- Walsh C.(2000), «Αριθμοδείκτες και management», Εκδόσεις Πατάκη, Αθήνα
- Αθανασόπουλου Κ., Γεωργόπουλου Α. , Μπέλλα Αθ. (2007), Σημειώσεις μαθήματος «Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», Αθήνα
- Γεωργιάδης Ν. (2002), « Η ελαφρότητα του EBITDA και των παραγώγων δεικτών αποτίμησης στην Ελληνική αγορά μετοχών», άρθρο περιοδικού «Investment Research and Analysis Journal», τεύχος 6<sup>ο</sup>, Αθήνα
- Γεωργιάδης Ν. (2004), «Η ερμηνεία του δείκτη P/BV βάσει των λογιστικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιρειών στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά», άρθρο περιοδικού «Investment Research and Analysis Journal», τεύχος 11<sup>ο</sup>, Αθήνα

- Γεωργιάδης Ν. (2007), «Ο δείκτης Price Earnings Growth (P.E.G.)», άρθρο περιοδικού «Investment Research and Analysis Journal», τεύχος 24<sup>ο</sup>, Αθήνα
- Γκλεζάκος Μ. (2004), Σημειώσεις μαθήματος, «Εισαγωγή στην ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων», Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής
- Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ετήσιο δελτίο εταιρικής χρήσης 2006», Αθήνα
- Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), «Ετήσιο δελτίο εταιρικής χρήσης 2007», Αθήνα
- Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. (2008), Επίσημος διαδικτυακός ιστότοπος <http://www.dei.gr>
- Κάντζος Κ. (2002), «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα
- Ρετινιώτης Ν. (2005), «Κριτήρια αξιολόγησης επενδύσεων», Εκδόσεις Νέων Τεχνολογιών, Αθήνα
- Σωτηριάδης Μ. (2005), «Οικονομικό management ξενοδοχειακών επιχειρήσεων», Εκδόσεις Προπομπός, Αθήνα

## Παράρτημα

---

### Λίστα Πινάκων - Διαγραμμάτων - Σχημάτων

---

Πίνακας 1. Λειτουργική δραστηριότητα Δ.Ε.Η. για τα έτη 2005-2007 .....	15
Πίνακας 2. Αριθμός εργαζομένων Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006 .....	20
Πίνακας 3. Πωλήσεις Η/Ε (GWh) Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006.....	22
Πίνακας 4. Πωλήσεις λιγνίτη (σε εκ. τόννους) της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006.	23
Πίνακας 5. Η εξέλιξη του χρέους της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1996 - 2006 .....	25
Πίνακας 6. Ισολογισμοί Δ.Ε.Η. για τα έτη 2006 - 2007 (Ποσά σε χιλ. €).....	27
Πίνακας 7. Γενική Ρευστότητα Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	32
Πίνακας 8. Άμεση Ρευστότητα Δ.Ε.Η. για το έτος 2007.....	33
Πίνακας 9. Ταμειακή Ρευστότητα Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	34
Πίνακας 10. Ανακύκλωση Αποθεμάτων Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	35
Πίνακας 12. Μικτό Κέρδος Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	39
Πίνακας 12. Κόστος Πωληθέντων Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007.....	40
Πίνακας 13. Απόδοση Συνόλου Απασχ. Κεφαλαίων Ομίλου Δ.Ε.Η. για το 2007.	41
Πίνακας 14. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007.....	43
Πίνακας 15. Δανειακή Επιβάρυνση του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	44
Πίνακας 16. Παγιοποίηση του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	46
Πίνακας 17. Σχέσεων Κεφαλαίου του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	46

Πίνακας 18. Υπερχρέωσης και Επιπέδου Κεφαλαιακής Μόχλευσης του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	47
Πίνακας 19. Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς Σύνολο Υποχρεώσεων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	48
Πίνακας 20. Εκμετάλλευση Συνόλου Ενεργητικού του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	49
Πίνακας 21. Εκμετάλλευση Παγίων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	50
Πίνακας 22. Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	50
Πίνακας 23. Η Χρηματοδότηση Παγίων του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	52
Πίνακας 24. Η Αυτοχρηματοδότηση του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	52
Πίνακας 25. Η εξέλιξη του μετοχικού κεφαλαίου της Δ.Ε.Η. Α.Ε. ....	55
Πίνακας 26. Οι κύριοι μέτοχοι της Δ.Ε.Η. Α.Ε. ....	55
Πίνακας 27. Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. για το διάστημα 2003 - 2008 .....	56
Πίνακας 28. Διάθεση μερισμάτων της Δ.Ε.Η. Α.Ε. 2001 - 2007 .....	61
Πίνακας 29. Η εφαρμογή του EBITDA από εταιρείες .....	68
Πίνακας 30. Βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2004 - 2007 .....	70
Πίνακας 31. Εκτιμώμενες τιμές δεικτών Δ.Ε.Η. Α.Ε. για το 2008 .....	72
Διάγραμμα 1. Αριθμός εργαζομένων Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006 .....	21
Διάγραμμα 2. Πωλήσεις Η/Ε (GWh) Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006 .....	22
Διάγραμμα 3. Πωλήσεις λιγνίτη (σε εκ. τόννους) της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1994 - 2006 .....	24
Διάγραμμα 4. Η εξέλιξη του χρέους της Δ.Ε.Η. για τα έτη 1996 - 2006 .....	25
Διάγραμμα 5. Η Ρευστότητα του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	36
Διάγραμμα 6. Η Αποδοτικότητα του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	43
Διάγραμμα 7. Η Πορεία της Κεφαλαιακής Δομής και της Βιωσιμότητας του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το έτος 2007 .....	48



Διάγραμμα 8. Η Πορεία των Δεικτών Εκμετάλλευσης του Ομίλου Δ.Ε.Η. για το 2007 .....	51
Διάγραμμα 9. Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2003 - 05/2008 ..	58
Διάγραμμα 10. Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. σε συνάρτηση με το Γενικό Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α για το έτος 2007 .....	59
Διάγραμμα 11. Η πορεία της μετοχής της Δ.Ε.Η. Α.Ε. κατά το 1ο εξάμηνο του 2008.....	60
Διάγραμμα 12. Η πορεία των μερισμάτων της Δ.Ε.Η. Α.Ε. 2001 - 2007.....	62
Διάγραμμα 13. Πορεία κερδών προ φόρων Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2004 - 2007 ...	71
Διάγραμμα 14. Πορεία του δείκτη EBITDA Δ.Ε.Η. Α.Ε. για τα έτη 2004 - 2007....	71
Σχήμα 1. Η οργανωτική δομή της Δ.Ε.Η. Α.Ε. ....	16



## Ισολογισμοί ΔΕΗ Α.Ε.

	Σημ.	Ομίλος		Εταιρεία	
		31/12/2007	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2006
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
<b>Μακροπρόθεσμο ενεργητικό:</b>					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	12	11.432.877	11.224.946	11.374.519	11.168.136
Ασώματες ακινητοποιήσεις	13	21.173	25.937	21.120	25.937
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	14	-	-	137.934	65.574
Επενδύσεις σε κοινοπραξίες	15	1.368	17	2.570	30
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	16	34.027	12.886	30.800	37.032
Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση	21	72.453	56.046	72.453	56.046
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		3.724	5.300	3.135	5.299
Σύνολο μακροπρόθεσμου ενεργητικού		<u>11.565.622</u>	<u>11.325.132</u>	<u>11.642.531</u>	<u>11.358.054</u>
<b>Βραχυπρόθεσμο ενεργητικό:</b>					
Αποθέματα	18	708.736	602.520	707.973	602.031
Εμπορικές αποπλήσεις	19	782.658	700.272	782.658	700.272
Λοιπές αποπλήσεις	20	152.253	149.443	153.928	150.520
Απαιτηση φόρου εισοδήματος		7.450	18.695	25.995	18.695
Λοιπές βραχυπρόθεσμες αποπλήσεις		22.168	13.735	21.938	13.735
Χρηματικά διαθέσιμα	22	196.541	35.537	28.290	31.535
Παροχώρα χρηματοοικονομικά προϊόντα	28	4.977	3.936	4.977	3.936
		<u>1.874.783</u>	<u>1.524.138</u>	<u>1.725.759</u>	<u>1.520.724</u>
Περιουσιακά στοιχεία κλειδου υπό απόρριξη ταξινομημένων ως «διαθέσιμα προς πώληση»	11	-	-	-	57.296
Σύνολο βραχυπρόθεσμου ενεργητικού		<u>1.874.783</u>	<u>1.524.138</u>	<u>1.725.759</u>	<u>1.578.020</u>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>		<u><b>13.440.405</b></u>	<u><b>12.849.270</b></u>	<u><b>13.368.290</b></u>	<u><b>12.936.074</b></u>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
<b>Ιδία Κεφάλαια:</b>					
Μετοχικό Κεφάλαιο	23	1.067.200	1.067.200	1.067.200	1.067.200
Διαφορά έκδοσης μετοχών υπέρ το όριο		106.679	106.679	106.679	106.679
Τοκτικά αποθεματικά	24	45.628	42.464	45.628	42.464
Κεφαλαιοποίηση νέων επενδύσεων φορολογικών αποπληρωμών παγίων στοιχείων		(947.342)	(947.342)	(947.342)	(947.342)
Υπερβία αποπληρωμής παγίων		4.175.422	4.175.422	4.150.222	4.175.422
Υπερβία αποπληρωμής παγίων		262.074	246.017	262.074	246.017
Λοιπά αποθεματικά	25	570.240	387.991	523.827	467.898
Αποτελέσματα εις νέο		<u>5.279.901</u>	<u>5.078.431</u>	<u>5.208.288</u>	<u>5.158.338</u>
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων					
<b>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις:</b>					
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	27	2.769.775	2.695.987	2.769.775	2.695.834
Παράκες στο προσωπικό	29	241.037	237.855	241.037	237.855
Προβλέψεις	30	213.486	241.249	213.486	241.249
Αναβαλλόμενες φόρες παθητικού	10	323.270	281.891	329.716	288.839
Συμμετοχές κατανοητών και επικερπήσας	31	1.835.913	1.691.876	1.829.350	1.685.444
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	32	465.678	433.861	465.678	433.861
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων		<u>5.849.159</u>	<u>5.582.719</u>	<u>5.849.042</u>	<u>5.583.082</u>
<b>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις:</b>					
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	33	903.457	837.733	903.736	837.682
Βραχυπρόθεσμο δανεισμός	34	196.900	117.600	196.900	117.600
Βραχυπρόθεσμο μέρος μικρ/σμου δανεισμού	27	1.026.766	1.033.209	1.026.766	1.033.135
Μερίσματα πληρωτέα	26	231	212	231	212
Δεδουλευμένες και λοιπές υποχρεώσεις	35	183.991	199.372	183.327	199.372
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		<u>2.311.345</u>	<u>2.188.126</u>	<u>2.310.960</u>	<u>2.188.001</u>
Υποχρεώσεις κλειδου υπό απόρριξη ταξινομημένες ως «διαθέσιμες προς πώληση»	11	-	-	-	6.653
<b>Σύνολο παθητικού και ιδίων κεφαλαίων</b>		<u><b>13.440.405</b></u>	<u><b>12.849.270</b></u>	<u><b>13.368.290</b></u>	<u><b>12.936.074</b></u>

	Σημ.	Ομίλος		Εταιρεία	
		2007	2006	2007	2006
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ:</b>					
Έσοδα από πωλήσεις ενέργειας	4	4.788.757	4.442.629	4.776.954	4.442.629
Λοιπές πωλήσεις	4	365.411	344.774	365.348	344.774
		<u>5.154.168</u>	<u>4.787.403</u>	<u>5.142.302</u>	<u>4.787.403</u>
<b>ΕΞΟΔΑ:</b>					
Αμοιβές προσωπικού	5	1.082.673	1.050.255	1.078.667	1.046.682
Ληγνίτης		742.105	705.745	742.105	705.745
Υγρό καύσιμα		786.974	733.251	786.974	733.251
Φυσικό αέριο		629.236	524.179	629.236	524.179
Αποσβέσεις	6	486.652	495.795	481.799	490.474
Αγορές ηλεκτρικής ενέργειας		643.287	523.837	643.287	533.547
Υλικά και αναλώσιμα		100.358	93.816	100.279	93.816
Τέλη πρόσβασης και χρήσης δικτύου	17	308.904	285.445	308.904	285.445
Συντηρήσεις και παροχές τρίτων		80.553	88.466	79.871	88.466
Αμοιβές τρίτων		34.151	26.154	32.642	26.154
Αγορές δικαιωμάτων εκπομπών αερίων	13, 36	7.430	13.789	7.430	13.789
Προβλέψεις για κινδύνους		(25.597)	(1.868)	(25.597)	(1.868)
Προβλέψεις απομείωσης αξίας υλικών	18	2.468	3.051	2.468	3.051
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις		(14.897)	27.715	(14.897)	27.715
Χρηματοοικονομικά έξοδα	7	183.582	167.318	183.557	167.315
Χρηματοοικονομικά έσοδα	8	(29.069)	(34.308)	(28.786)	(34.214)
Λοιπά (έσοδα) έξοδα, καθαρά	9	43.246	54.687	38.165	53.479
Ζημία / (αντιστροφή ζημίας) απομείωσης συμμετοχής σε συγγενή επιχείρηση		-	-	6.232	(37.032)
Ζημία απομείωσης θυγατρικών		-	-	-	1.225
Κέρδη από πώληση συγγενών επιχειρήσεων	16	(165.000)	-	-	-
Καθαρό κέρδος από συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	15, 16	(12.300)	(2.120)	-	-
Καθαρά κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές		(6.944)	(9.795)	(6.944)	(9.795)
		<u>4.877.812</u>	<u>4.745.412</u>	<u>5.045.392</u>	<u>4.711.424</u>
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>		<b>276.356</b>	<b>41.991</b>	<b>96.910</b>	<b>75.979</b>
Φόρος Εισοδήματος	10	(54.047)	(19.907)	(30.383)	(26.767)
<b>ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ ΑΠΟ ΣΥΝΕΧΙΖΟΜΕΝΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>		<b>222.309</b>	<b>22.084</b>	<b>66.527</b>	<b>49.212</b>
Κέρδη μετά από φόρους κλόου υπό απόσχιση	11	-	-	-	215
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ</b>		<b>222.309</b>	<b>22.084</b>	<b>66.527</b>	<b>49.427</b>
Κέρδη ανά μετοχή, βασικά και απομειωμένα		0,96	0,10	0,29	0,21
Σταθμισμένος μέσος όρος αριθμού μετοχών		<u>232.000.000</u>	<u>232.000.000</u>	<u>232.000.000</u>	<u>232.000.000</u>

	Σημ.	Όμιλος		Εταιρεία	
		2005	2004	2005	2004
<b>ΠΩΛΗΣΕΙΣ:</b>					
Έσοδα από πωλήσεις ενέργειας	6	3.965.288	3.791.496	3.965.288	3.791.496
Λοιπές πωλήσεις	6	325.572	303.517	325.572	303.517
		<u>4.290.860</u>	<u>4.095.013</u>	<u>4.290.860</u>	<u>4.095.013</u>
<b>ΕΞΟΔΑ:</b>					
Αμοιβές προσωπικού	7	952.123	885.515	952.123	885.515
Λογιστική		687.654	611.664	687.654	611.664
Υγρα καύσιμα		592.573	427.175	592.573	427.175
Φυσικά αέρια		392.513	306.665	392.513	306.665
Αποσβέσεις	8	484.614	461.797	484.614	461.797
Αγορές ηλεκτρικής ενέργειας		239.995	183.376	239.995	183.376
Υλικά και αναλώσιμα		103.342	96.783	103.342	96.783
Τέλη πρόσβασης και χρήσης δικτύου	2	269.279	258.023	269.279	258.023
Συμπληρωματικές και παροχές τρίτων		78.805	94.382	78.805	94.382
Αμοιβές τρίτων		21.510	20.865	21.510	20.865
Αγορές εκπομπών CO <sub>2</sub>		12.603	-	12.603	-
Προβλέψεις για κινδύνους		2.683	220	2.683	220
Προβλέψεις για βραδείας κινούμενα αποθέματα	18	6.529	562	6.529	562
Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις		22.006	4.684	22.006	4.684
Χρηματοοικονομικά έσοδα	9	154.747	165.817	154.745	165.811
Χρηματοοικονομικά έσοδα	10	(32.919)	(35.212)	(32.709)	(35.142)
Λοιπά (έσοδα) έξοδα	11	81.306	91.824	80.826	91.217
Ζημιές από συγγενείς επιχειρήσεις	16	13.214	8.242	-	-
(Κέρδη) Ζημιές από συνικές διαφορές		6.719	10.360	6.719	10.360
<b>ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</b>		<u>201.564</u>	<u>502.271</u>	<u>215.050</u>	<u>511.056</u>
Φόρος εισοδήματος	12	(65.848)	(209.145)	(63.124)	(211.792)
<b>ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ</b>		<u>135.716</u>	<u>293.126</u>	<u>151.926</u>	<u>299.264</u>
Κέρδη ανα μετοχή, βασικά και απομειωμένα		<u>0.58</u>	<u>1.26</u>	<u>0.65</u>	<u>1.29</u>
Σταθμισμένος μέσος όρος αριθμού μετοχών		<u>232.000.000</u>	<u>232.000.000</u>	<u>232.000.000</u>	<u>232.000.000</u>



<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>Σημ.</b>	<b>Ομίλος</b>		<b>Εταιρεία</b>	
		<b>31/12/2005</b>	<b>31/12/2004</b>	<b>31/12/2005</b>	<b>31/12/2004</b>
<b>Μακροπρόθεσμο ενεργητικό:</b>					
Εκπόμενα πάγια περιουσιακά στοιχεία	13	11.175.439	9.705.934	11.175.434	9.705.927
Λοιπα	14	15.658	8.281	15.658	8.281
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	15	-	-	65.098	63.398
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις	16	4.544	17.372	144	144
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		7.495	9.652	7.495	9.652
Αναβαλλόμενοι φόροι ενεργητικού	12	-	90.290	-	87.643
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμου ενεργητικού</b>		<b>11.203.136</b>	<b>9.831.529</b>	<b>11.263.829</b>	<b>9.875.045</b>
<b>Βραχυπρόθεσμο ενεργητικό:</b>					
Αποθέματα	18	557.834	582.669	557.834	582.669
Εμπορικές απαιτήσεις	19	695.072	660.437	695.072	660.437
Λοιπές απαιτήσεις	20	85.545	68.789	87.209	69.408
Απίσπηση φόρου εισοδήματος		20.709	-	20.709	-
Λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις		20.974	7.781	20.974	7.781
Χρεόγραφα	21	40.203	28.439	40.203	28.439
Χρηματικά διαθέσιμα	22	38.176	28.071	29.351	20.274
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμου ενεργητικού</b>		<b>1.459.513</b>	<b>1.376.186</b>	<b>1.451.352</b>	<b>1.369.008</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>12.662.549</b>	<b>11.207.715</b>	<b>12.715.181</b>	<b>11.244.053</b>
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ:</b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	23	1.067.200	1.067.200	1.067.200	1.067.200
Διαφορά έκδοσης μετοχών υπέρ το έρσο		106.679	106.679	106.679	106.679
Τεκνικό αποθεματικό	24	40.398	33.319	40.398	33.319
Υπεράξια απροσαρτημένης παγίων		4.175.422	3.145.640	4.175.422	3.145.640