

ΤΕΙ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΣΧΟΛΗ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΤΜΗΜΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΕΛΕΚΤΙΚΗΣ

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ANEK LINES A.E.**



**ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ: ΛΟΥΡΕΝΤΖΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΜΑΚΡΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ
ΙΟΥΛΙΟΣ 2010**

**ΣΔΟ(ΧΡΗΜΕΛ)
Π.536**

Πίνακας Περιεχομένων

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | ΕΙΣΑΓΩΓΗ | 1 |
| 2 | ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ | 2 |
| 2.1 | ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ | 5 |
| 2.2 | ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ | 10 |
| 2.2.1 | Τα Μεριδια Αγοράς στο Μεταφορικό Έργο Επιβατών και Αυτοκινήτων | 10 |
| 2.2.2 | Οι Μετοχικές Συνθέσεις της Ελληνικής Ακτοπλοΐας | 12 |
| 2.3 | ΑΝΑΛΥΣΗ ΖΗΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ | 15 |
| 2.3.1 | Ανάλυση της Ζήτησης | 15 |
| 2.3.2 | Ανάλυση Προσφοράς | 15 |
| 3 | ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | 18 |
| 3.1 | ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | 18 |
| 3.1.1 | Συνοπτικά Οικονομικά Στοιχεία | 18 |
| 3.1.2 | Η Σύθεση του Ομίλου | 20 |
| 3.1.3 | Οι Σημαντικότερες Εξελίξεις για το 2009 | 22 |
| 3.2 | ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | 24 |
| 3.3 | ΟΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΗΣ ΑΝΕΚ | 26 |
| 4 | ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΕΚ | 28 |
| 4.1 | ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ | 31 |
| 4.1.1 | Ανάλυση Αποδοτικότητας | 31 |
| 4.1.2 | Ανάλυση Κερδοφορίας | 34 |
| 4.2 | ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ | 38 |
| 4.2.1 | Επιχειρηματικός Κίνδυνος | 39 |
| 4.2.2 | Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος | 41 |
| 4.3 | ΑΝΑΛΥΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ | 44 |
| 4.3.1 | Δείκτες Ρευστότητας | 44 |
| 4.3.2 | Ο Λειτουργικός Κύκλος | 46 |
| 4.3.3 | Ο Ταμειακός Κύκλος | 49 |
| 4.4 | ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ | 54 |
| 4.4.1 | Τα Κέρδη Ανά Μετοχή | 56 |
| 4.4.2 | Η Τιμή προς Κέρδη Ανά Μετοχή | 58 |
| 4.4.3 | Η Μεριαματική Πολιτική | 61 |
| 5 | ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ | 64 |
| | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 65 |

Κατάλογος Πινάκων

| | |
|--|----|
| Πίνακας 3-1: Ανάλυση Αποτελεσμάτων Χρήσης του Ομίλου της ANEK..... | 18 |
| Πίνακας 3-2: Η Σύθεση του Ομίλου της ANEK..... | 20 |
| Πίνακας 3-3: Η Αξία των Συμμετοχών της Μητρικής σε θυγατρικές Εταιρίες..... | 21 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 4-1: Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας και Αποδοτικότητας και για ANEK, 2006-2009..... | 32 |
| Πίνακας 4-2: Ανάλυση Κερδοφορίας της ANEK, 2006-2009 | 34 |
| Πίνακας 4-3: Ανάλυση Κερδοφορίας της ANEK, 2006-2009 | 35 |
| Πίνακας 4-4: Ανάλυση Μεικτής Κερδοφορίας και Εξόδων της ANEK, 2006-2009 | 36 |
| Πίνακας 4-5: Βαθμός Λειτουργικής Μόχλευσης της ANEK | 40 |
| Πίνακας 4-6: Η Επίδραση Του Χρηματοοικονομικού Κίνδυνου Στην Μεταβλητότητα Των Κερδών ανά Μετοχή | 41 |
| Πίνακας 4-7: Βαθμός Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης ANEK | 42 |
| ΠΙΝΑΚΑΣ 4-8: Δείκτες Ρευστότητας της ANEK, 2005-2009..... | 44 |
| Πίνακας 4-9: Η Ταχύτητα Κυκλοφορίας των Αποθεμάτων της ANEK, 2006-2009..... | 47 |
| Πίνακας 4-10: Η Διάρκεια Είσπραξης των Απαιτήσεων της ANEK, 2006-2009 | 48 |
| Πίνακας 4-11: Η Διάρκεια Πίστωσης από τους Προμηθευτές της ANEK, 2006-2009..... | 51 |
| Πίνακας 4-12: Ο Λειτουργικός και Ταμειακός Κύκλος της ANEK, 2006-2009 | 52 |
| Πίνακας 4-13: Ανάλυση του Ποσοστού Επανεπένδυσης των Κερδών της ANEK, 2005-2009..... | 55 |
| Πίνακας 4-14: Η Μερισματική Απόδοση της ANEK, 2005-2009..... | 63 |

Κατάλογος Σχημάτων

| | |
|--|---|
| Σχήμα 2-1: Μεταφορικό Έργο Επιβατών, Αυτοκινήτων και Φορτηγών στην Ελλάδα, 2000-2006 | 2 |
| Σχήμα 2-2: Μεταφορικό Έργο Επιβατών: Εισηγμένες και Hellenic Seaways, 2000-2007..... | 3 |
| Σχήμα 2-3: Οι Εμπορικοί Στόλοι των Χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2004-2007 | 6 |
| Σχήμα 2-4: Η Εξέλιξη του Ελληνόκτητου Στόλου, 1997-2007..... | 7 |
| Σχήμα 2-5: Οι Κυριότερες Σημαίες του Ελληνόκτητου Εμπορικού Στόλου το 1998..... | 8 |
| Σχήμα 2-6: Το Φαινόμενο της Πολυεθνικότητας στην Ελληνόκτητη Ναυτιλία, 1958-2003..... | 8 |

| | |
|--|----|
| Σχήμα 2-7: Εξέλιξη Μεριδίων Αγοράς Επιβατών σε Ελλάδα και Αδριατική Ελλάδα, 2005-2007 | 10 |
| Σχήμα 2-8: Εξέλιξη Μεριδίων Αγοράς Αυτοκινήτου σε Ελλάδα και Αδριατική Ελλάδα, 2005-2007 | 11 |
| Σχήμα 2-9: Εξέλιξη Μεριδίων Αγοράς Φορτηγών σε Ελλάδα και Αδριατική Ελλάδα, 2005-2007 | 12 |
| Σχήμα 2-10: Τα 5 Σχήματα της Ελληνικής Ακτοπλοΐας..... | 13 |
| Σχήμα 2-11: Εξέλιξη Στόλου και Μέσου Όρου Ηλικίας Πλοίων: Εισηγμένες και Hellenic Sea Ways | 16 |
| Σχήμα 2-12: Ομαδοποίηση Γραμμών Εσωτερικού με Βάση την Κίνηση Επιβατών, Αυτοκινήτων και Φορτηγών | 17 |
| Σχήμα 3-1: Η Μετοχική Σύνθεση της ANEK..... | 22 |
| Σχήμα 3-2: Οι Προορισμοί της ANEK | 27 |
| Σχήμα 4-1:Τα EBITAD της ANEK και των Ανταγωνιστών, 2005-2008..... | 36 |
| Σχήμα 4-2: Οι Πωλήσεις και το Κόστος Πωλήσεων της ANEK..... | 37 |
| ΣΧΗΜΑ 4-3: Ο Συστηματικός Και Ο Μη-Συστηματικός Κίνδυνος Μιας Μετοχής..... | 38 |
| Σχήμα 4-4: Ο Ταμειακός Κύκλος μιας Εταιρείας | 46 |
| Σχήμα 4-5: Ο Ταμειακός Κύκλος μιας Εταιρείας | 50 |
| Σχήμα 4-6: Ο Θεμελιώδης Ρυθμός Μεγέθυνσης της ANEK..... | 56 |

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε αυτή την εργασία θα αναλύσουμε τις λογιστικές καταστάσεις της ANEK Lines, μιας ελληνικής εταιρείας που δραστηριοποιείται στον κλάδο της επιβατηγού ναυτιλίας, κατά την περίοδο 2005-2009. Σύμφωνα με τον Νιάρχο (1997:32) υπάρχουν οι εξής τρεις τρόποι ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρείας: (α) η κάθετη μέθοδος αναλύσεως, (β) η διαχρονική μέθοδος αναλύσεως, και (γ) μέθοδος αναλύσεως δια της χρήσης αριθμοδεικτών.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρείας είναι χρήσιμη διότι παρέχουν *χρηματοοικονομικές πληροφορίες* σε διαφορετικές ομάδες προσώπων, οι οποίες, κατά τον Γεωργόπουλο (2005:79-80), μπορεί να είναι:

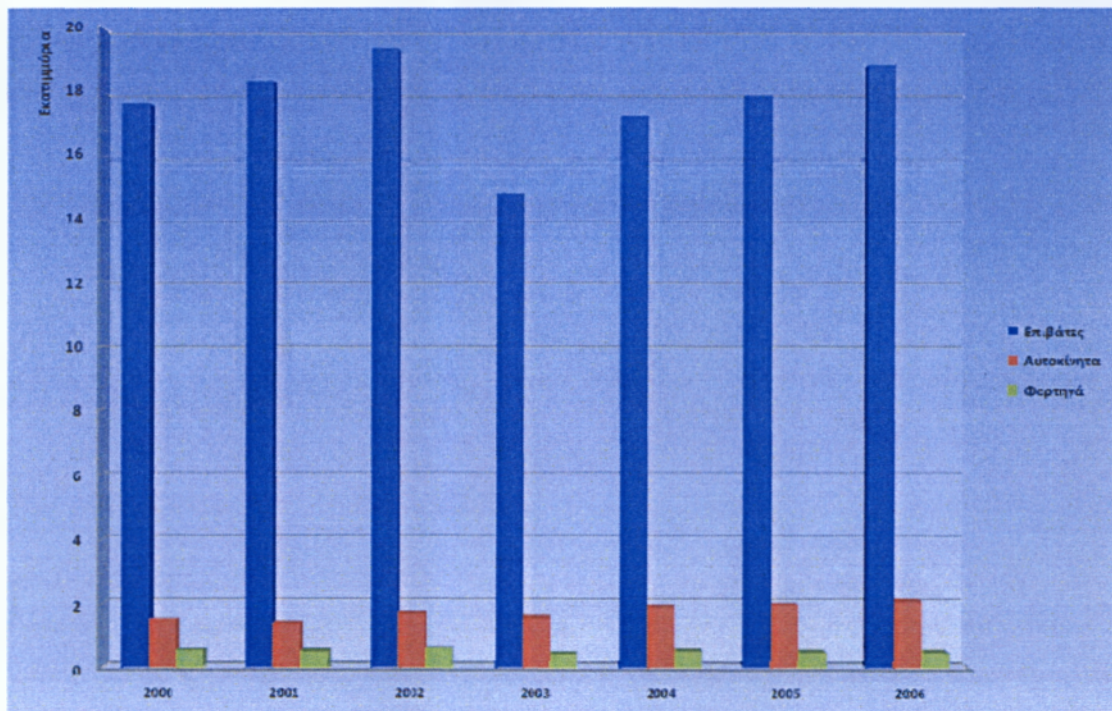
- *Μέτοχοι*
- *Διοίκηση*
- *Επενδυτικοί Σύμβουλοι*
- *Απασχολούμενο Προσωπικό*
- *Προμηθευτές*
- *Πελάτες*
- *Το Κράτος*
- *Το Κοινωνικό Σύνολο*
- *Δανειστές*

Η εργασία μας αποτελείται από πέντε ενότητες. Στην δεύτερη ενότητα παρουσιάζουμε μερικά βασικά στοιχεία του κλάδου της ελληνικής επιβατηγού ναυτιλίας. Στην τρίτη ενότητα κάνουμε μια μικρή παρουσίαση της εταιρείας και των δραστηριοτήτων που έχει αναπτύξει. Στην τέταρτη ενότητα αναφερόμαστε και, εν συνεχεία, εκτιμούμε ορισμένους αριθμοδείκτες για την αξιολόγηση της εταιρείας. Τέλος, στην πέμπτη ενότητα αναφερόμαστε στα συμπεράσματα που προκύπτουν από τα ευρήματα της εργασίας.

2ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Ο κλάδος της ακτοπλοΐας περιλαμβάνει τις θαλάσσιες μεταφορές μιας χώρας, οι οποίες διαχωρίζονται στη διακίνηση φορτίων (φορτηγός ναυτιλία) και στη μεταφορά επιβατών (επιβατηγός ναυτιλία).

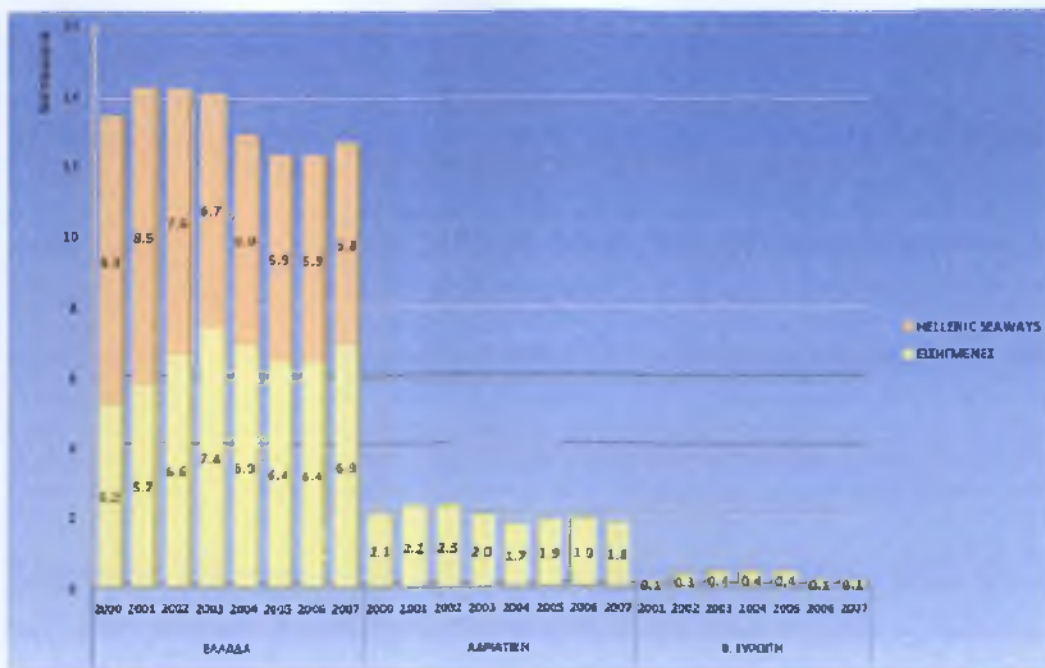
Κατά την περίοδο 2000-2006, ενώ η κίνηση φορτηγών και αυτοκινήτων παρουσιάζει μια σταθερή πορεία, η κίνηση επιβατών παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις (Σχήμα 2-1).



Σχήμα 2-1: Μεταφορικό Έργο Επιβατών, Αυτοκινήτων και Φορτηγών στην Ελλάδα, 2000-2006

Πηγή: ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2008:9)

Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζουμε την εξέλιξη του μεταφορικού έργου επιβατών της Hellenic Seaways και των λοιπών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον χώρο της επιβατηγού ναυτιλίας. Αυτές είναι, εκτός από την ANEK, η Attica Group, η Blue Star Ferries, η Minoan Lines, η NEA, και η ΣΑΟΣ.



Σχήμα 2-2: Μεταφορικό Έργο Επιβατών: Εισηγμένες και Hellenic Seaways, 2000-2007

Πηγή: ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2008:11)

Όπως βλέπουμε στο Σχήμα 2-2 το μεταφορικό έργο επιβατών τόσο των εισηγμένων όσο και της Hellenic Seaways εμφανίζει σταθεροποιητικές τάσεις. Ειδικότερα για την περίπτωση της Ελλάδας η κίνηση εμφανίζεται να κυμαίνεται μεταξύ 12 και 13 εκατομμυρίων επιβατών κυρίως μετά από μία περίοδο τριών ετών μεταξύ του 2001 και 2003 όπου είχε ξεπεράσει τα 14 εκατομμύρια. Η περιοχή της Αδριατικής εμφανίζει τις λιγότερες διακυμάνσεις με τους Έλληνες ακτοπλόους να μοιράζονται μία πίττα της τάξεως των 2 εκατομμυρίων επιβατών. Στην αγορά της Βόρειας Ευρώπης η οποία περιλαμβάνει τις περιοχές της Βόρειας Θάλασσας και της Βαλτικής το μεταφορικό έργο των επιβατών είχε σημαντική μείωση λόγω της σταδιακής εξόδου της ATTICA GROUP από την αγορά αυτή. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι η εταιρεία δεν δραστηριοποιείται πλέον στην περιοχή της Βαλτικής και έχει περιοριστεί στην γραμμή της Βόρειας Θάλασσας συνδέοντας τη Σκωτία με το Βέλγιο.

Ο νησιωτικός χαρακτήρας της Ελλάδος, δημιουργεί ιδιαίτερες ανάγκες για επαρκείς και ποιοτικές συγκοινωνίες, καθιστώντας έτσι φανερό τον τεράστιο ρόλο της επιβατηγού ναυτιλίας, η οποία με τα επιβατηγά και τα επιβατηγά οχηματαγωγά πλοία, συνδέει την ηπειρωτική χώρα με τα νησιά, ικανοποιώντας τις ανάγκες των κατοίκων των νησιών, των μεταφορέων και του τουρισμού.

Η ζήτηση ακτοπλοϊκών υπηρεσιών για μεταφορά επιβατών, εμπορευμάτων και οχημάτων

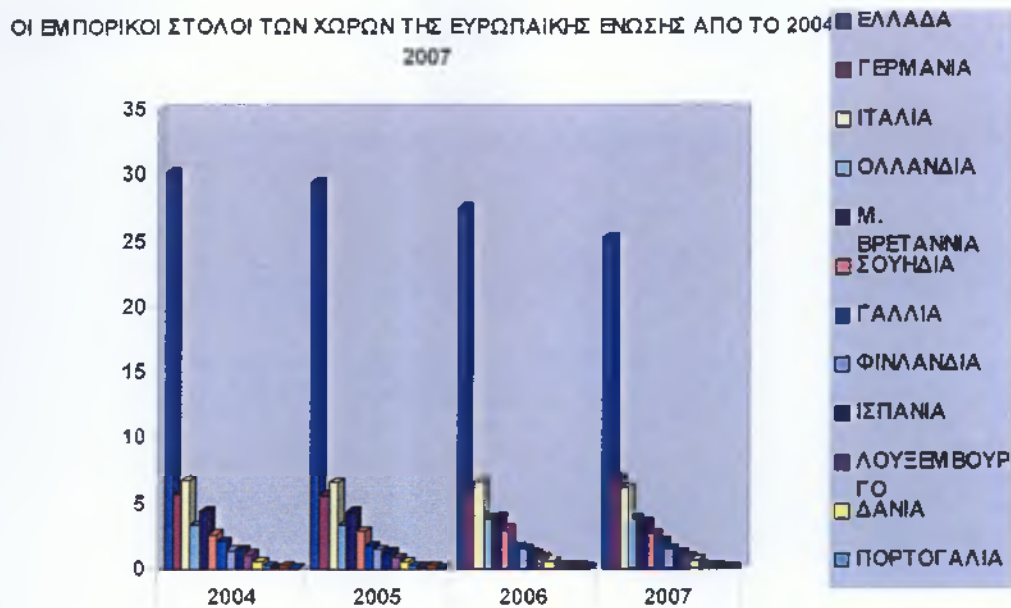
προέρχεται τόσο από την ανάγκη σύνδεσης της ηπειρωτικής χώρας με το νησιωτικό σύμπλεγμα όσο και από τις ανάγκες του εσωτερικού και εξωτερικού τουρισμού, καθώς επίσης και από την ανάγκη μεταφοράς εμπορευμάτων από τη χώρα μας προς άλλες χώρες και αντίστροφα. Πρωτίστως η τουριστική κίνηση, αλλά και το κόστος των ναύλων, η ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών, η δημογραφική και οικονομική ανάπτυξη των ελληνικών νησιών, οι καιρικές συνθήκες και οι λιμενικές υποδομές, αποτελούν τους κυριότερους παράγοντες επηρεασμού της ζήτησης των ακτοπλοϊκών υπηρεσιών. Σύμφωνα με τα στοιχεία επιβατικής κίνησης της Ε.Σ.Υ.Ε., το 2006 διακινήθηκαν μέσω των ακτοπλοϊκών γραμμών του εσωτερικού πάνω από 18 εκατ. επιβάτες, μέσω των πορθμιακών γραμμών περισσότεροι από 24 εκατ. επιβάτες, ενώ ξεπέρασαν τα 2,5 εκατ. οι επιβάτες της γραμμής Ελλάδας - Ιταλίας. Τα παραπάνω επισημαίνονται στην κλαδική μελέτη που εκπόνησε η Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της ICAP.

2.1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

Όπως είναι ευρέως γνωστό, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και ιδιαίτερα το ευρωπαϊκό, χαρακτηρίζεται από αυξημένη ανεξαρτησία από τις εθνικές οικονομίες μέσω της συνεχιζόμενης διαδικασίας για μία ενωποιημένη και παγκόσμια αγορά. Αυτή η διαδικασία μέσα στους κόλπους της ευρωπαϊκής ένωσης είναι ιδιαίτερα ευνοϊκή και κερδοφόρα για το ευρωπαϊκό εμπόριο αφού τα σύνορα έχουν πέσει και όλα λειτουργούν με τους όρους της ελεύθερης αγοράς. Ο ανταγωνισμός λοιπόν πια είναι πολύ έντονος στην ευρωπαϊκή εμπορική ναυτιλία με νέες χώρες να προσπαθούν να προσελκύσουν πλοία στο νηολόγιο τους.

Ο όγκος του διεθνούς κεφαλαίου έχει αυξηθεί σημαντικά καθώς και η κινητικότητα του, κάνοντας έτσι τις εθνικές οικονομίες πιο ευάλωτες σε γεγονότα που συμβαίνουν εκτός της χώρας καθώς και εκτός των συνόρων της ευρωπαϊκής ένωσης. Η ελληνική ναυτιλία έχοντας κυρίως δραστηριοποιηθεί εκτός των στενών ελληνικών συνόρων και πολύ πριν ξεκινήσει η διαδικασία όπου η παγκοσμιοποίηση της αγοράς να είναι ζωτικής σημασίας για κάθε επιχείρηση και βιομηχανία, είναι ικανή και έχει τις δυνατότητες να προσαρμοστεί γρήγορα στα νέα δεδομένα και να βγει κερδισμένη από τις εξελίξεις στο παγκόσμιο σκηνικό και ιδίως από το ελεύθερο εμπόριο που τείνει να γίνει παγκόσμιος κανόνας.

Η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας σε παγκόσμιο αλλά και ευρωπαϊκό επίπεδο καθώς και η σημαντική αύξηση του ευρωπαϊκού ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, της δεύτερης οικονομικής δύναμης στον κόσμο, τα τελευταία χρόνια έχει ως συνέπεια την αύξηση του ευρωπαϊκού αλλά και του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου καθώς και την αύξηση του ανταγωνισμού μέσα στην ευρωπαϊκή ένωση για τον έλεγχο του θαλάσσιου εμπορίου πιέζοντας σημαντικά την ελληνική εμπορική ναυτιλία και οδηγώντας την να χάσει πάνω από το 10% της δύναμης της στον ευρωπαϊκό χώρο τα τέσσερα τελευταία χρόνια. Επειδή όμως τόσο το παγκόσμιο όσο και το ευρωπαϊκό θαλάσσιο εμπόριο έχει αυξηθεί σημαντικά τον τελευταίο χρόνο πιστεύεται ότι η ελληνική εμπορική ναυτιλία θα ανακάμψει διατηρώντας έτσι τις υπάρχουσες θέσεις εργασίας για τους Έλληνες ναυτικούς.



Σχήμα 2-3: Οι Εμπορικοί Στόλοι των Χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2004-2007
 Πηγή: ΕΣΥΕ(2007) Στατιστικά για την Ελληνική Ναυτιλία

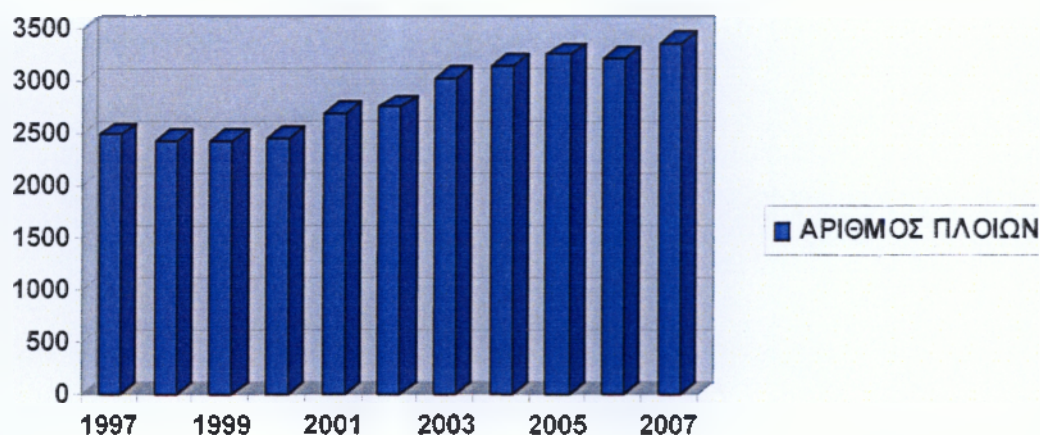
Η κρίση αυτή που φαίνεται να διέρχεται η ελληνική εμπορική ναυτιλία είναι λόγω των καινούργιων συνθηκών και προκλήσεων που πρέπει να αντιμετωπίσει στο νέο ευρωπαϊκό σκηνικό, της τάσης για εμπόριο χωρίς οικονομικούς περιορισμούς και την προοπτική της παγκόσμιας αγοράς. Η τάση πάντως δεν είναι αρνητική στο σύνολο της αφού από το 1988 έως το 1994 η αύξηση του ελληνικού εμπορικού στόλου ήταν της τάξεως του 37,55% ή αύξηση 8.234 νέα πλοία. Από το 2004 όμως έως το 2007 η ελληνική εμπορική ναυτιλία γνώρισε μεγάλη κρίση χάνοντας το 16,14% της δύναμης του ή περίπου 4.871 εμπορικά πλοία όλων των κατηγοριών (Σχήμα 2-3). Τα τελευταία χρόνια λοιπόν η ελληνική ναυτιλία αύξησε την δύναμή της συνολικά κατά 3.363 εμπορικά πλοία ή κατά 15,35%. Ωστόσο η ελληνική εμπορική ναυτιλία θα έρθει αντιμέτωπη με ένα ιδιαίτερα ανταγωνιστικό περιβάλλον, στο οποίο για να επιβιώσει και να σταματήσει η αιμοραγία που παρατηρείται ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια θα πρέπει να αυξήσει την ανταγωνιστικότητά της και να μειώσει το λειτουργικό της κόστος.

Ο ελληνόκτητος στόλος σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στον ελληνικό εμπορικό στόλο εξακολουθεί να βρίσκεται σε ανοδική πορεία την τελευταία δεκαετία αν και δέχτηκε σοβαρές πιέσεις και έντονο ανταγωνισμό για τον έλεγχο όσο το δυνατόν μεγαλύτερου μέρους του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου. Ο υπό ελληνική διαχείριση στόλος εξακολουθεί, λοιπόν, κατά την τελευταία δεκαετία να κατέχει την πρώτη θέση παγκοσμίως, παρά τις εντεινόμενες

καθημερινά πιέσεις στην λειτουργία της ναυτιλιακής βιομηχανίας που παρατηρούνται διεθνώς.

Το 40% των ελληνόκτητων πλοίων είναι πλοία μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου και σιδηρομεταλλευμάτων, ενώ από πλευράς χωρητικότητας τα πλοία ελληνικών συμφερόντων ελέγχουν το 20% του παγκόσμιου στόλου. Οι παραγγελίες νέων πλοίων υπό ελληνική διαχείριση έφθασαν το 2007 τα 89, συνολικής χωρητικότητας 6.900.000 dwt. Την ίδια χρονιά η χωρητικότητα των πλοίων που απέκτησαν εταιρείες ελληνικών συμφερόντων ανήλθε στο εντυπωσιακό επίπεδο των 5.900.000 dwt, ενώ την ίδια χρονιά ο υπό ελληνική σημαία εμπορικός στόλος έχασε πλοία συνολικής χωρητικότητας άνω των 1.400.000 dwt.

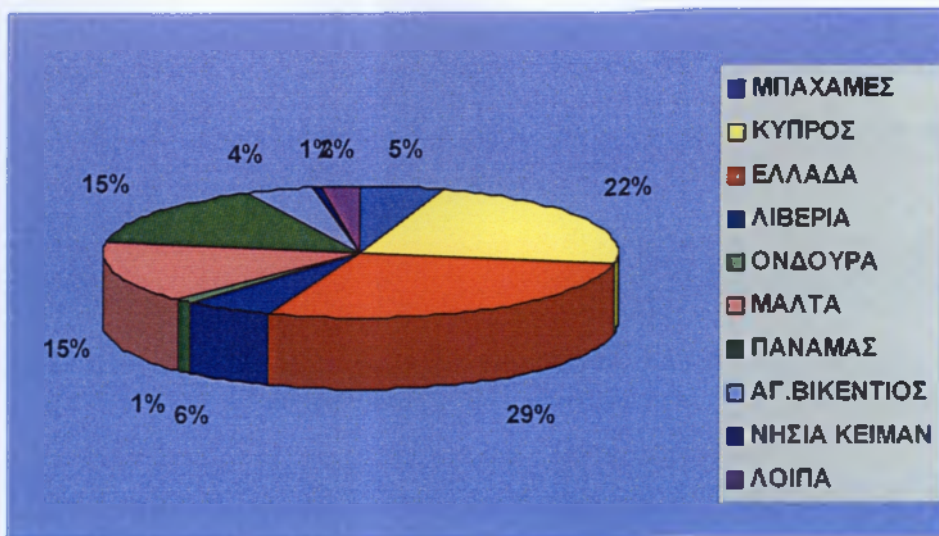
Μια μικρή μείωση επήλθε το 2006, όμως από αυτήν την χρονιά και μετά η άνοδος είναι εντυπωσιακή. Ως τον Φεβρουάριο του 2007, ο ελληνόκτητος στόλος αριθμούσε 3.358 πλοία όλων των κατηγοριών με συνολική χωρητικότητα 133.700.000 dwt. Όσον αφορά τα πλοία μεγάλης χωρητικότητας, άνω των 1000 κόρων, ο ελληνόκτητος στόλος αυξήθηκε μέσα σε έναν χρόνο κατά 4,8% και η χωρητικότητά του κατά 4,6%.



Σχήμα 2-4: Η Εξέλιξη του Ελληνόκτητου Στόλου, 1997-2007

Πηγή: ΕΣΥΕ(2007) Στατιστικά για την Ελληνική Ναυτιλία

Η αύξηση αυτή του ελληνόκτητου στόλου είχε ως άμεση συνέπεια την αύξηση της ελληνικής συμμετοχής στον παγκόσμιο εμπορικό στόλο από 8,98% το 2006, σε 9,3% το 2007, ενώ κατέχει και το 15,8 της παγκόσμιας μεταφορικής δύναμης. Η κύρια σημαία προτίμησης του ελληνόκτητου εμπορικού στόλου τα τελευταία δέκα χρόνια είναι η ελληνική με τάση όμως συνεχούς μείωσης, ενώ διαρκώς αυξητική τάση έχει η κυπριακή σημαία.



Σχήμα 2-5: Οι Κυριότερες Σημαίες του Ελληνόκτητου Εμπορικού Στόλου το 1998

Πηγή: ΕΣΥΕ(2007) Στατιστικά για την Ελληνική Ναυτιλία

Η επιλογή της σημαίας είναι ο πολυεθνικός παράγοντας της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Με την επιλογή της σημαίας, τα υπό ελληνικής διαχείρισης πλοία αλλάζουν νομικό καθεστώς δηλαδή ουσιαστικά αλλάζουν χώρα εγκατάστασης κάθε φορά που αλλάζουν την εθνική σημαία με άλλη. Το φαινόμενο της πολυεθνικότητας στην ελληνόκτητη ναυτιλία από το 1958 έως το 2007 αποτυπώνεται στο ακόλουθο διάγραμμα, όπου το 50% και άνω των πλοίων υπό ελληνική σημαία παρατηρείται σε ελάχιστες χρονικές περιόδους όπως το 1960-1962 και το 1974-1986 με σημείο ουσιαστικής καμψής το 1995 όπου η φυγή των πλοίων από την ελληνική σημαία έγινε ιδιαίτερα αισθητή.



Σχήμα 2-6: Το Φαινόμενο της Πολυεθνικότητας στην Ελληνόκτητη Ναυτιλία, 1958-2003

Πηγή: ΕΣΥΕ(2007) Στατιστικά για την Ελληνική Ναυτιλία

Με την περίοδο αυτή της δεκαετούς συνεχούς αύξησης της δύναμης του ελληνόκτητου εμπορικού στόλου, τίποτα δεν φαίνεται να απειλεί την πρωτοκαθεδρία της στις παγκόσμιες θαλάσσιες μεταφορές και διαφαίνεται ότι οποιαδήποτε μικρή αναδίπλωση στο εγγύς μέλλον θα οφείλεται στην προσπάθεια ποιοτικής της βελτίωσης και διαγραφής των πλοίων αντισυμβατικής χωρητικότητας. Παρ' όλες τις θετικές ενδείξεις για το μέλλον της ελληνόκτητης ναυτιλίας δεν λείπουν και οι συντηρητικές απόψεις βασιζόμενες στο γεγονός ότι μεγάλος αριθμός ελληνόκτητων πλοίων έχει παροπλισθεί ενώ μεγάλο μέρος των πλοίων ξηρού φορτίου δημιουργεί σε πολλές επιχειρήσεις οικονομικό αδιέξοδο. Η οικονομική ύφεση και αστάθεια παγκοσμίως δεν επιτρέπει αισιοδοξία τουλάχιστον για το άμεσο μέλλον.

2.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

2.2.1 Τα Μεριδία Αγοράς στο Μεταφορικό Έργο Επιβατών και Αυτοκινήτων

Τα μερίδια αγοράς των εταιριών διαφέρουν τόσο ανάλογα με την γεωγραφική περιοχή (Ελλάδα ή Αδριατική) όσο και με το είδος του μεταφορικού έργου (επιβάτες, αυτοκίνητα, φορτηγά).

Συγκεκριμένα, στην Ελληνική αγορά επιβατών η *Hellenic Seaways*¹ κατέχει περίπου το 50% της επιβατικής κίνησης, ακολουθούμενη από την *Blue Star Ferries* με 25%, και τρίτη την ANEK με ποσοστό 10% (Σχήμα 2-3). Οι Μινωικές, η ΝΕΛ και η ΣΑΟΣ ελέγχουν ποσοστά μικρότερα του 10% κάτι που οφείλεται στην περιορισμένη δραστηριότητα τους στην περιοχή. Τα μερίδια αγοράς δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερες διαφορές τα τελευταία 3 χρόνια κάτι που μπορεί να εξηγηθεί εν μέρη από την συγκεκριμένη δραστηριότητα των εταιριών.

Στην Αδριατική τα πράγματα είναι πιο ισορροπημένα με την *Attica Group*, τις *Μινωικές* και την ANEK να ελέγχουν η κάθε μια το 30% τις επιβατικής κίνησης (Σχήμα 2-3).



Σχήμα 2-7: Εξέλιξη Μεριδίων Αγοράς Επιβατών σε Ελλάδα και Αδριατική Ελλάδα, 2005-2007

¹ Μεγάλη ώθηση στην εταιρεία δίνει η γραμμή του Αργοσαρωνικού η οποία αποφέρει τα 2/5 της πελατείας Hellenic Seaways

Πηγή: ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2008:14)

Όπως θα ήταν αναμενόμενο τα μερίδια αγοράς των αυτοκινήτων τόσο στην Ελληνική αγορά όσο και στην αγορά της Αδριατικής ακολουθούν την ίδια τάση και κατανομή με αυτή των επιβατών. Για παράδειγμα, στην Ελληνική αγορά η Hellenic Seaways κατέχει περίπου το 40% της επιβατικής κίνησης, ακολουθούμενη από την Blue Star Ferries με 25% και την ANEK με 13%, ενώ στην Αδριατική οι Attica Group, Μινωικές και ANEK κατέχουν από 1/3 του συνολικού μεταφορικού έργου την τελευταία τριετία (Σχήμα 2-4).



Σχήμα 2-8: Εξέλιξη Μεριδίων Αγοράς Αυτοκινήτου σε Ελλάδα και Αδριατική Ελλάδα, 2005-2007

Πηγή: ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2008:15)

Τελείως διαφορετική εικόνα αναφορικά με τα μερίδια αγοράς παρουσιάζει ο τομέα μεταφορικού έργου των φορτηγών. Όπως βλέπουμε από το Σχήμα 2-5 φαίνεται η ANEK με ποσοστό 30% είναι πρώτη, ακολουθούμενη από την Blue Star Ferries με ποσοστό 22%, την Hellenic Seaways με ποσοστό 17% και τις Μινωικές με ποσοστό 15%. Αξιοσημείωτη είναι η παρουσία της ΣΑΟΣ η οποία παρόλο που είναι μια νεαρή εταιρεία (πενταετίας) έχει καταφέρει να αποσπάσει ένα 6,5% της αγοράς των φορτηγών. Στην περιοχή της Αδριατικής η Attica Group μαζί με την Blue Star Ferries κατέχουν το 40% της αγοράς των φορτηγών, η ANEK το 26% και οι Μινωικές το 25%.



Σχήμα 2-9: Εξέλιξη Μεριδίων Αγοράς Φορτηγών σε Ελλάδα και Αδριατική Ελλάδα, 2005-2007

Πηγή: ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2008:15)

2.2.2 Οι Μετοχικές Συνθέσεις της Ελληνικής Ακτοπλοΐας

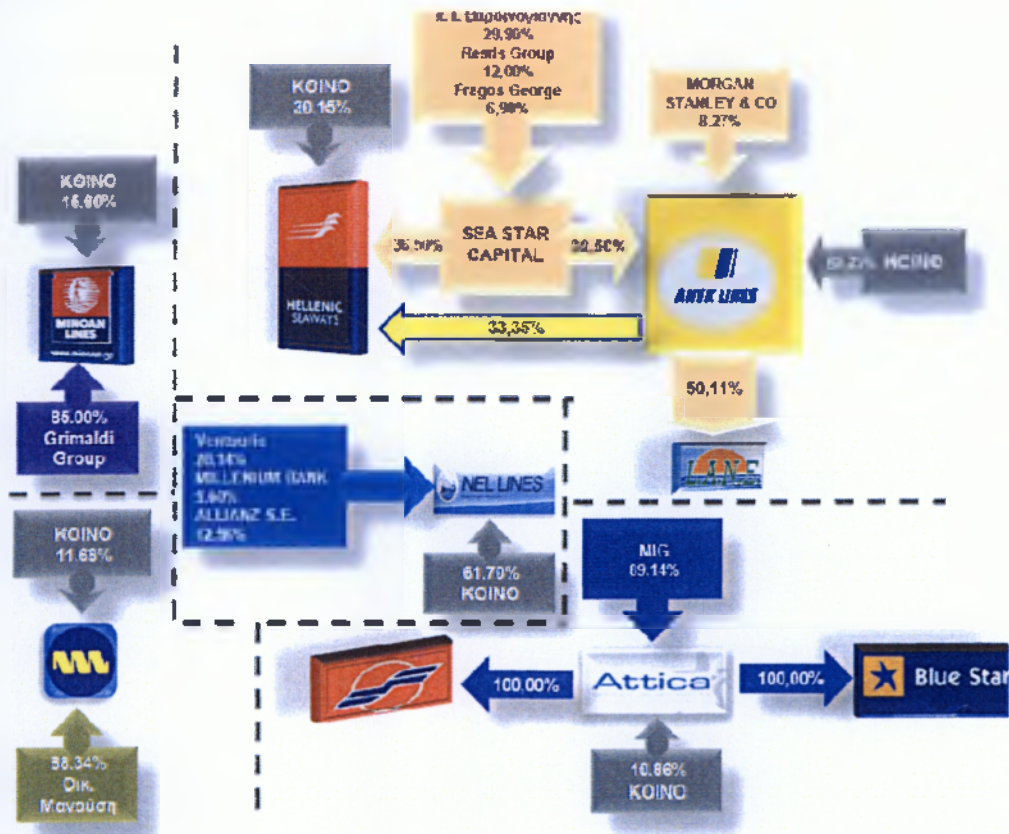
Η διάρθρωση του κλάδου έχει μεταβληθεί τα τελευταία χρόνια, με κύριο χαρακτηριστικό τη συρρίκνωση του αριθμού των εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αυτόν. Από πλευράς ιδιοκτησιακού καθεστώτος, σήμερα οι εταιρείες της ελληνικής ακτοπλοΐας διακρίνονται στις μεγάλες επιχειρήσεις, οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και οι οποίες ανήκουν σε μεγάλους επιχειρηματικούς ομίλους, σε εταιρείες πολυμετοχικής βάσης στις οποίες κυριαρχεί το στοιχείο της εντοπιότητας, καθώς η πλειοψηφία των μετόχων προέρχεται από τη συγκεκριμένη νησιωτική περιοχή και σε ολιγομετοχικές εταιρείες, στις οποίες η πλειοψηφία των μετοχών ανήκει σε εφοπλιστικές οικογένειες.

Το 2009 συνεχίστηκαν οι έντονες μετοχικές αλλαγές των παρελθόντων ετών, με τις βασικότερες να είναι οι ακόλουθες

- Η τριπλή συγχώνευση των Superfast και Blue Star Ferries υπό την Attica Group
- Η ανταλλαγή μετοχικών πακέτων Minoan Lines και Anel Lines μεταξύ των E. Grimaldi και I. Βαρδινογιάννη.
- Η πώληση του μετοχικού πακέτου (*33,35%) που κατείχε ο E. Grimaldi μέσω της

MINOAN LINES στην ANEK LINES.

Ουσιαστικά πλέον στην Ελληνική ακτοπλοϊκή αγορά δραστηριοποιούνται πέντε σχήματα (Σχήμα 2-6)



Σχήμα 2-10: Τα 5 Σχήματα της Ελληνικής Ακτοπλοΐας

Πηγή: ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2009:22)

Το πρώτο σχήμα περιλαμβάνει την **ATTICA GROUP** (με στόλο 13 πλοία και ελεγχόμενη από την Marfin Investment Group (MIG) με ποσοστό 89,14%), η οποία ελέγχει τις **Superfast Ferries** (με ποσοστό 100%) και την **Blue Star Ferries** (με ποσοστό 100%).

Το δεύτερο σχήμα περιλαμβάνει την **SEA STAR CAPITAL** (με στόλο 47 πλοία, και συμφερόντων Ι. Βαρδινογιάννη (29,90%) και Β. Ρέστη (12%)), η οποία ελέγχει τις **Anek Lines** (με ποσοστό 32,5%), **Anen Lines** (με ποσοστό 50,11%) και **Hellenic Seaways** (με ποσοστό

36,5%).

Το τρίτο σχήμα περιλαμβάνει την **ATLANTICA DI NAVIGAZIONE**, συμφερόντων του E. Grimaldi, η οποία ελέγχει την **Minoan Lines** (με στόλο 5 πλοία). Το τέταρτο σχήμα περιλαμβάνει την **NEL LINES** (με στόλο 7 πλοία), συμφερόντων Βεντούρη (20,14%), και το πέμπτο σχήμα την η **SAOS FERRIES** (με στόλο 11 πλοία).

2.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΖΗΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ

2.3.1 Ανάλυση της Ζήτησης

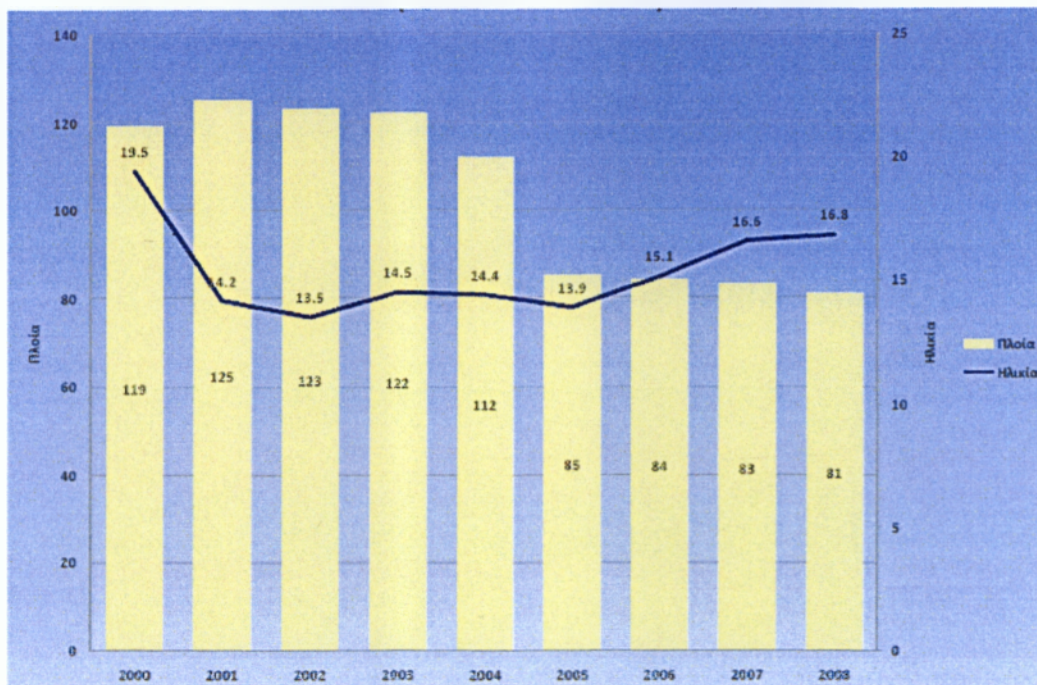
Οι προσφερόμενες ακτοπλοϊκές υπηρεσίες ικανοποιούν δύο είδη ζήτησης: την ζήτηση για μεταφορά επιβατών και την ζήτηση για μεταφορά εμπορευμάτων

Η επιβατική κίνηση ουσιαστικά τροφοδοτείται από τους εγχώριους και από τους κατοίκους του εξωτερικού. Οι εγχώριους επιβάτες να κάνουν πιο συχνή χρήση σε σχέση με τους ξένους καθώς αρκετοί από αυτούς χρησιμοποιούν τις ακτοπλοϊκές συνδέσεις όχι μόνο για λόγους αναψυχής αλλά και για επαγγελματικούς λόγους και λόγους υγείας ιδιαίτερα σε περιοχές στις οποίες δεν υπάρχει εναλλακτικός τρόπος σύνδεσης όπως είναι το αεροπλάνο. Αυτό λοιπόν που αξίζει να μελετηθεί είναι η τάση δαπάνης τόσο των εγχώριων όσο και των ξένων υποψηφίων επιβατών σε συνδυασμό με τον αριθμό διανυκτερεύσεων που πραγματοποιούν.

2.3.2 Ανάλυση Προσφοράς

Η προσφορά μεταφορικών υπηρεσιών για την ικανοποίηση της ζήτησης μεταφοράς επιβατών και οχημάτων σχετίζεται βεβαίως με το μέγεθος του στόλου των Ελληνικών ακτοπλοϊκών εταιριών.

Όπως φαίνεται στο Σχήμα 2-7 από το 2001 υπάρχει μια μείωση του διαχειριζόμενου στόλου, η οποία οφείλεται σε δυο βασικούς λόγους. Πρώτον, υπήρξε η ανάγκη ανανέωσης του στόλου λόγω του υψηλού μέσου όρου ηλικίας των πλοίων. Δεύτερον, αρκετές εταιρείες επιδίωξαν μια ποιοτικότερη προσφορά υπηρεσιών μέσω νεότερων πολυτελών πλοίων με ελκυστικότερους χώρους.

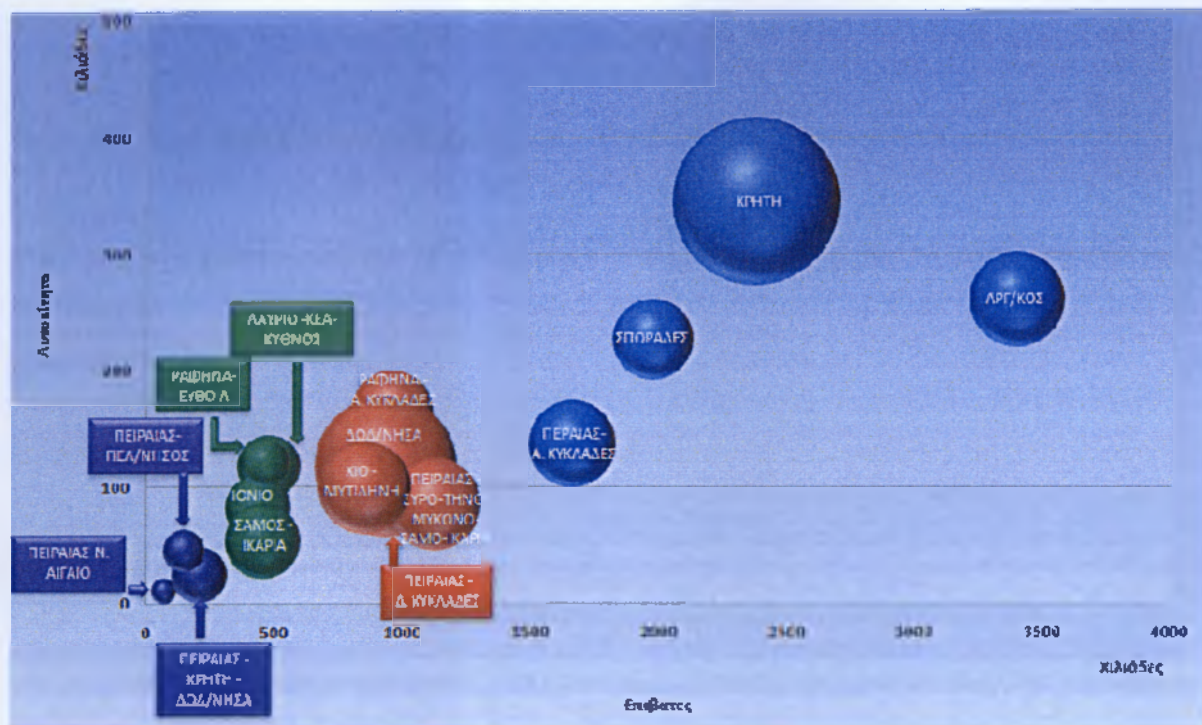


Σχήμα 2-11: Εξέλιξη Στόλου και Μέσου Όρου Ηλικίας Πλοίων: Εισηγμένες και Hellenic Sea Ways

Πηγή: XRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2008: 17)

Αναφορικά με την κατανομή των προορισμών αυτοί κατατάσσονται σε τέσσερις βασικές ομάδες λαμβάνοντας υπόψη τα κριτήρια της κίνησης των επιβατών, αυτοκινήτων και φορτηγών όπως παρουσιάζεται στο Σχήμα 2-8, όπου βλέπουμε στον οριζόντιο άξονα την κίνηση των επιβατών, στο κάθετο αυτής των αυτοκινήτων, και στο μέγεθος της φούσκας την κίνηση των φορτηγών.

Στην πρώτη ομάδα (μπλε χρώμα) ανήκουν οι γραμμές της Κρήτης, του Αργοσαρωνικού (κυρίως λόγω του όγκου των επιβατών), των Σποράδων και των Ανατολικών Κυκλάδων. Η δεύτερη ομάδα (κόκκινο χρώμα) ανήκουν οι γραμμές των Ανατολικών και Δυτικών Κυκλάδων που εξυπηρετούνται από Ραφήνα και Πειραιά αντίστοιχα, των Δωδεκανήσων, της Χίου-Μυτιλήνης και η γραμμή που συνδέει τις Κυκλάδες (Σύρο - Τήνο - Μύκονο) με Σάμο και Ικαρία. Στη τρίτη ομάδα (πράσινο χρώμα) ανήκουν οι γραμμές του Ιονίου που εξυπηρετούνται από Πάτρα, και οι γραμμές της Σάμου – Ικαρίας, Ραφήνας – Εύβοιας και του Λαυρίου προς και Κέα και Κύθνο. Τέλος η τελευταία ομάδα απαρτίζεται από τις γραμμές Πειραιά – Κρήτη – Δωδεκάνησα, του Νοτίου Αιγαίου και Πελοποννήσου.



Σχήμα 2-12: Ομαδοποίηση Γραμμών Εσωτερικού με Βάση την Κίνηση Επιβατών, Αυτοκινήτων και Φορτηγών

Πηγή: ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2009: 16)

3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Η ANEK, η πρώτη εταιρεία λαϊκής βάσης, ιδρύθηκε στις 10 Απριλίου του 1967, με την επωνυμία «Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία Κρήτης Α.Ε.» και τον διακριτικό τίτλο «ANEK LINES», με μετόχους απλούς ανθρώπους της Κρήτης, και έχει έδρα τα Χανιά.

3.1 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

3.1.1 Συνοπτικά Οικονομικά Στοιχεία

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε την διάρθρωση των αποτελεσμάτων χρήσης του Ομίλου της ANEK

Πίνακας 3-1: Ανάλυση Αποτελεσμάτων Χρήσης του Ομίλου της ANEK

Ποσά σε χιλ. ευρώ

| | ΣΤΟΙΧΕΙΟ | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|------------------------------|--------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| A. ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΗ | A1. Λειτουργικά Έσοδα | 275.972,0 | 283.945,0 | 257.548,0 | 260.137,0 | 231.624,0 |
| | A2. Μη Λειτουργικά Έσοδα | -1.396,0 | -2.410,0 | 3.031,0 | 2.410,0 | 1.087,0 |
| | A3. Κέρδη από Πωλήσεις Παγίων | | | | | |
| | Συνολο | 274.576,0 | 281.535,0 | 260.579,0 | 262.547,0 | 232.711,0 |
| B. ΔΑΠΑΝΕΣ ΚΑΙ ΖΗΜΙΕΣ | B1. Λειτουργικές Δαπάνες | 265.177 | 268.815 | 230.444 | 224.494 | 207.489 |
| | B2. Μη-Λειτουργικές Δαπάνες | 14.364 | 19.133 | 17.851 | 15.211 | 13.619 |
| | B3. Ζημιές από Πωλήσεις Παγίων | | | | | |
| | Συνολο | 279.541,0 | 287.948,0 | 248.295,0 | 239.705,0 | 221.108,0 |
| ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ | A-B | -4.965,0 | -6.413,0 | 12.284,0 | 22.842,0 | 11.603,0 |
| ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ | | -5.303 | -6.630 | 11.811 | 21.505 | 10.014 |

Όπως βλέπουμε από τον παραπάνω πίνακα, ο Όμιλος παρουσίασε το 2009 μια μικρή πτώση σε σχέση με το 2008. Συγκεκριμένα, τα λειτουργικά έσοδα του Ομίλου για το 2009 διαμορφώθηκαν σε 275,9 εκατ. ευρώ, έναντι 283,9 εκατ. ευρώ το 2008. Τα καθαρά αποτελέσματα μετά από φόρους του Ομίλου για το 2009 διαμορφώθηκαν σε ζημίες ευρώ 5,3 εκατ., έναντι ζημιών ευρώ 6,63 εκατ. το 2008.

Η μείωση του κύκλου εργασιών αποδίδεται, κυρίως, στη μείωση της εμπορευματικής κίνησης, απόρροια της ύφεσης και της γενικότερης διεθνούς κρίσης. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο Όμιλος στο 2009 διατήρησε υψηλά μερίδια στην αγορά της Αδριατικής, διακινώντας το 32% των επιβατών, το 34% των Ι.Χ. και το 33% των φορτηγών, εκτελώντας το 34% των συνολικών δρομολογίων στις γραμμές της Αγκόνας και της Βενετίας. Η διακίνηση στις γραμμές του εσωτερικού ενισχύθηκε κυρίως από την διεύρυνση σε νέες γραμμές και στο ΒΑ Αιγαίο. Όσον αφορά στην πορεία της Μητρικής, ο κύκλος εργασιών ανήλθε σε ευρώ 254,3 εκατ. αυξημένος κατά 1,0% έναντι του 2008 που ανήλθε σε ευρώ 252,1 εκατ.

Η μείωση του μεικτού κέρδους συνέτεινε στη διαμόρφωση του αρνητικού καθαρού αποτελέσματος μετά από τους φόρους. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι το καθαρό χρηματοοικονομικό κόστος μειώθηκε σε ευρώ 14,2 εκατ. από ευρώ 17,9 εκατ. το 2008 για τον Όμιλο και σε ευρώ 13,9 εκατ. από ευρώ 17,4 εκατ. το 2008 για την Εταιρεία λόγω της μείωσης του κόστους δανεισμού και της αποπληρωμής δανείων. Τα μεικτά κέρδη του Ομίλου υποχώρησαν σε ευρώ 49,5 εκατ. έναντι ευρώ 54,4 εκατ. το 2008. Αντίστοιχα, το μεικτό περιθώριο κέρδους διαμορφώθηκε στο 18,0% επί του ενοποιημένου κύκλου εργασιών έναντι 19,3% το 2008. Στη διαμόρφωση του αποτελέσματος αυτού συνετέλεσε το αυξημένο κόστος διαχείρισης και λειτουργίας πλοίων και των συνολικών αποσβέσεων λόγω της αύξησης του στόλου του Ομίλου. Αντίστοιχα, τα μικτά κέρδη της Μητρικής ανήλθαν σε ευρώ 47,1 εκατ. έναντι ευρώ 52,3 εκατ. το 2008.

Κατά τη χρήση 2009 ο Όμιλος ANEK δραστηριοποιήθηκε στις γραμμές της Κρήτης, του Αιγαίου, της Αδριατικής και της Βόρειας Αφρικής έχοντας υπό διαχείριση, συνολικά, 16 πλοία (13 ιδιόκτητα).

Ο Όμιλος διεύρυνε τις γραμμές δημόσιας υπηρεσίας καλύπτοντας τις ανάγκες διακίνησης μεταξύ των νησιών του Αιγαίου με την ανάληψη εξυπηρέτησης επιδοτούμενων γραμμών από το Υπουργείο Οικονομίας, Ανταγωνιστικότητας και Ναυτιλίας. Το 2009 η Εταιρεία εδραιώθηκε στη γραμμή του Βορειοανατολικού Αιγαίου, όπου είχε ξεκινήσει δρομολόγια στα μέσα του 2008, αυξάνοντας το μεταφορικό της έργο, ενώ ταυτόχρονα, έκανε αισθητή την παρουσία της στα περισσότερα νησιά των Κυκλάδων και των Δωδεκανήσων μέσω της εξυπηρέτησης γραμμών δημόσιας υπηρεσίας. Συνολικά, η ANEK το 2009 διακίνησε 2,5 εκατομμύρια επιβάτες (έναντι 2,3 εκατ. το 2008), 421 χιλιάδες Ι.Χ. αυτοκίνητα (έναντι 389 χιλ.) και 256 χιλ. φορτηγά (έναντι 256 χιλ.).

3.1.2 Η Σύνθεση του Ομίλου

Η σύνθεση του Ομίλου είναι η ακόλουθη

Πίνακας 3-2: Η Σύνθεση του Ομίλου της ANEK

| ΕΤΑΙΡΕΙΑ | Ποσοστό Ομίλου(%) | Έδρα | Δραστηριότητα |
|--|-------------------|-----------------------|--|
| ΛΑΣΙΘΙΩΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (ΛΑΝΕ) | 50,11% | Αγ. Νικόλαος Λασιθίου | Επιβατηγός ναυτιλία |
| ΑΙΓΑΙΟΝ ΠΕΛΑΓΟΣ Α.Ε. | 99,9% | Ελ. Βενιζέλος Χανίων | Ναυτική εταιρεία Ν.959/79 |
| ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΕΠΑΡΧΙΑΣ ΑΠΟΚΟΡΩΝΑ Α.Ε.(ΕΤΑΝΑΠ) | 50% | Στύλος Χανίων | Παραγωγή και διάθεση εμφιαλωμένου νερού |
| ΛΕΥΚΑ ΟΡΗ Α.Β.Ε.Ε. | 62% | Στύλος Χανίων | Παραγωγή και εμπορία πλαστικών φιαλών και ειδών σισκευασίας |
| ΑΝΕΚ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ – ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ – ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ | 99,5% | Ελ. Βενιζέλος Χανίων | Τουρισμός – συμμετοχή σε άλλες εταιρείες – παραγωγή συμβουλευτικών υπηρεσιών κ.λπ. |
| ΤΙ.ΣΙ. ΣΕΪΛΙΝΓΚ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ | 97,5% | Ελ. Βενιζέλος | Ναυτική εταιρεία Ν.959/79 |

| | | | |
|-----------------------|-----|-------------------|--|
| | | Χανίων | |
| ANEK LINES ITALIA srl | 49% | Ancona Ιταλίας | Πρακτόρευση και αντιπροσώπευση ναυτιλιακών εταιρειών |

Πηγή: ANEK Lines (2010β)

Οι συμμετοχές² της μητρικής εταιρείας σε θυγατρικές εταιρείες είχαν ως εξής

Πίνακας 3-3: Η Αξία των Συμμετοχών της Μητρικής σε Θυγατρικές Εταιρείες

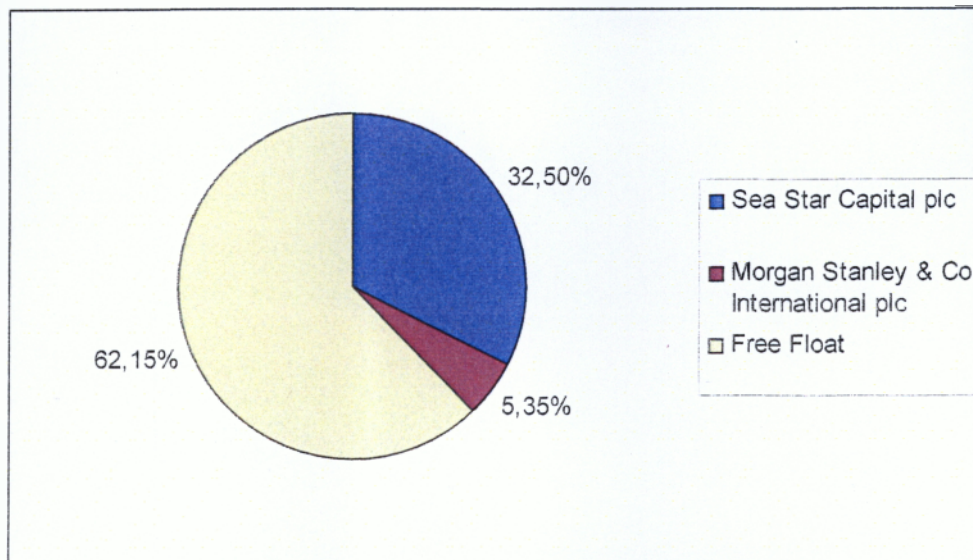
| ΘΥΓΑΤΡΙΚΗ | 2009 | 2008 | 2007 |
|----------------------------|-------|-------|-------|
| ΛΑΝΕ | 2.556 | 2.556 | 2.556 |
| ΕΤΑΝΑΠ Α.Ε. | 2.118 | 2.118 | 1.488 |
| ΛΕΥΚΑ ΟΡΗ Α.Β.Ε.Ε. | 248 | 248 | 248 |
| ΑΝΕΚ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. | 297 | 297 | 297 |
| ΤΙ.ΣΙ. ΣΕΙΛΙΝΓΚ Α.Ε. | 5 | 5 | 5 |
| ΑΝΕΚ LINES LUXEMBOURG S.A. | | 31 | 31 |
| ΣΥΝΟΛΟ | 5.224 | 5.255 | 4.625 |

Πηγή: ANEK Lines (2010)

Στις 31.12.2009 οι μέτοχοι της ANEK με ποσοστό μεγαλύτερο του 5% ήταν η **Sea Star**

² Οι συμμετοχές, οι οποίες καταχωρούνται στον λογαριασμό 18, αφορούν τις συμμετοχές στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10% με σκοπό τη διαρκή κατοχή τους. Το εν λόγω στοιχείο του πάγιου ενεργητικού μπορεί να αφορά συμμετοχές σε (α) θυγατρικές επιχειρήσεις, (β) συγγενείς επιχειρήσεις, και (γ) σε λοιπές επιχειρήσεις.

Capital plc με ποσοστό 32,5%, και η Morgan Stanley & Co International plc με ποσοστό 5,35% (Σχήμα 3-2).



Σχήμα 3-1: Η Μετοχική Σύνθεση της ANEK

Πηγή: ANEK (2010: 33)

Το Δεκέμβριο του 2008, στο πλαίσιο της ετήσιας απονομής των "5th Greek Shipping Awards" που διοργάνωσε η Lloyd's List, η ANEK βραβεύτηκε ως «Η Καλύτερη Εταιρεία της Χρονιάς 2008 για την Επιβατηγό Ναυτιλία».

3.1.3 Οι Σημαντικότερες Εξελίξεις για το 2009

Η ANEK και η θυγατρική LANE, κατά τους πρώτους μήνες του 2009, συμμετείχαν σε μειοδοτικούς διαγωνισμούς που προκήρυξε το Υπουργείο Εμπορικής Ναυτιλίας, Αιγαίου και Νησιωτικής Πολιτικής για την εξυπηρέτηση δρομολογιακών γραμμών με σύναψη συμβάσεων ανάθεσης δημόσιας υπηρεσίας που αφορούσαν στη συγκοινωνία μεταξύ διάφορων νησιών του Αιγαίου. Οι εταιρείες μειοδότησαν και, ως εκ τούτου, δρομολογήθηκε το πλοίο ARTEMIS (ναυλωμένο) για την εξυπηρέτηση των νησιών των Κυκλάδων, τα πλοία ΙΕΡΑΠΕΤΡΑ και ΠΡΕΒΕΛΗΣ για τη σύνδεση των νησιών των Δωδεκανήσων με την Κρήτη, τις Κυκλάδες και τον Πειραιά και το πλοίο Β. ΚΟΡΝΑΡΟΣ για τη σύνδεση της Κρήτης με τα Κύθηρα και την Πελοπόννησο. Επίσης, δρομολογήθηκε το πλοίο HIGHSPEED 1 (ναυλωμένο) για την εξυπηρέτηση των νησιών των Σποράδων με τον Αγ. Κωνσταντίνο.

Τον Απρίλιο του 2009 η Εταιρεία υπέγραψε με την INTERAMERICAN την συμφωνία -ομαδικό ασφαλιστήριο συμβόλαιο- *Ασφαλώς Μαζί* με την οποία παρέχονται δωρεάν προς όλους τους επιβάτες της, υπηρεσίες άμεσης ιατρικής βοήθειας μέχρι και για 7 ημέρες μετά το ταξίδι τους. Η ANEK είναι η μόνη εταιρεία στο χώρο της επιβατηγού ναυτιλίας που παρέχει κάλυψη υγείας στους επιβάτες της, ενώ το πρόγραμμα από τους πρώτους μήνες λειτουργίας του, απέδειξε τον ανθρωποκεντρικό χαρακτήρα της Εταιρείας.

Το Μάιο του 2009 η ANEK υπέγραψε συμφωνία με την εταιρεία MINΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ για την αγορά του 33,35% της εταιρείας HELLENIC SEAWAYS.

Τέλος, κατά το 3ο τρίμηνο συνεχίστηκαν οι ναυλώσεις των πλοίων ΑΡΙΑΔΝΗ και ΕΛ. ΒΕΝΙΖΕΛΟΣ σε εταιρείες του εξωτερικού. Οι υψηλής ποιότητας υπηρεσίες της ANEK αναγνωρίστηκαν κατά τη διάρκεια της χρονιάς, αφού απέσπασε σημαντικά βραβεία και διακρίσεις από διεθνώς αναγνωρισμένους φορείς, όπως η Lloyd's List, ενώ είχε εξαιρετικά επιτυχημένη παρουσία σε πολλές τουριστικές εκθέσεις. Επίσης, η ANEK LINES απέσπασε το βραβείο Καλύτερης Μετασκευής Πλοίου για το F/B ΛΥΠΟΣ από τα ShipPax Award, ενώ το βραβείο Ναυτικός της Χρονιάς από τα Greek Shipping Awards 2009 της Lloyd's List απονεμήθηκε σε δύο πλοιάρχους της Εταιρείας. Τέλος, η Εταιρεία τιμήθηκε από τη Νομαρχιακή Αυτοδιοίκηση Λέσβου για την συμπλήρωση ενός χρόνου παρουσίας της στη γραμμή.

Η οικονομική ύφεση και οι επιπτώσεις της, ο έντονος ανταγωνισμός στην επιβατηγό ναυτιλία και το κόστος των καυσίμων είναι τα κύρια χαρακτηριστικά που θα διαμορφώσουν τις εξελίξεις και στην τρέχουσα χρήση του 2010.

3.2 ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Παρακάτω θα αναφερθούμε σε μερικούς βασικούς σταθμούς στην πορεία της εταιρείας, από την ίδρυση της το 1967 μέχρι την απονομή του βραβείου της καλύτερης εταιρείας της χρονιάς το 2008.

- 1967: Στις 10 Απριλίου 1967 μερικές εκατοντάδες Κρητικοί, έμποροι, επαγγελματίες, συνταξιούχοι, αγρότες, με πρόταση του Συνδέσμου Οικονομολόγων του Νομού Χανίων και την συμβολή και αμέριστη συμπαράσταση του τότε Σεβασμώτατου Μητροπολίτη Κισσάμου και Σελίνου Ειρηναίου Γαλανάκη, προέβησαν στην ίδρυση της πρώτης παγκοσμίως πολυμετοχικής ναυτιλιακής εταιρείας, με στόχο την πραγματοποίηση θαλάσσιων μεταφορών με σύγχρονα, άνετα και πολιτισμένα μέσα.
- 1970: Στις 9 Σεπτεμβρίου 1970 το Ε/Γ-Ο/Γ ΚΥΔΩΝ κατέπλευσε στο λιμάνι της Σούδας σηματοδοτώντας έτσι την δυναμική είσοδο της ANEK στην Ελληνική Ακτοπλοΐα.
- 1973: Η εταιρεία απέκτησε τα Ε/Γ-Ο/Γ ΚΑΝΤΙΑ και ΡΕΘΥΜΝΟ, και αρχίζει να πραγματοποιεί καθημερινά δρομολόγια στη γραμμή Ηράκλειο-Πειραιά.\
- 1978: Το 1978 η εταιρεία απέκτησε το Ε/Γ-Ο/Γ ΚΡΗΤΗ.
- 1987: Το 1987 η εταιρεία ενίσχυσε τον στόλο της με ότι πιο σύγχρονο υπήρχε την εποχή εκείνη, το Ε/Γ-Ο/Γ ΑΠΤΕΡΑ, στη γραμμή Χανιά-Πειραιά.
- 1989: Το 1989 τα Ε/Γ-Ο/Γ ΛΙΣΣΟΣ και ΛΑΤΩ μπήκαν δυναμικά στους θαλάσσιους δρόμους της Ιταλίας, δημιουργώντας νέες προοπτικές στην γραμμή Πάτρα-Αγκώνα. Παράλληλα, η εταιρεία πούλησε το Ε/Γ-Ο/Γ πλοίο "ΚΥΔΩΝ"
- 1992: Το 1992 δρομολογήθηκε για τη γραμμή Βορείου Ιταλίας το Ε/Γ-Ο/Γ

ΕΛ.ΒΕΝΙΖΕΛΟΣ, η ναυαρχίδα της ANEK, το μεγαλύτερο και πολυτελέστερο πλοίο της Μεσογείου. Το ακολουθεί στα ίδια δρομολόγια το Ε/Γ-Ο/Γ ΤΑΛΩΣ

- 1997: Το 1997 δρομολογούνται τα ΚΡΗΤΗ Ι και ΚΡΗΤΗ ΙΙ στη γραμμή Πάτρα-Αγκώνα.
- 1998: Το 1998 η ANEK εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ενώ δρομολογήθηκε το ΣΟΦΟΚΛΗΣ Βεν. στη γραμμή Βορείου Ιταλίας και εντάχθηκαν στο στόλο της τα Ε/Γ-Ο/Γ ΠΡΕΒΕΛΗΣ και ΑΡΚΑΔΙ απο συγχώνευση της Ρεθυμνιακής.
- 2000: Το 2000 δρομολογήθηκε το Ε/Γ-Ο/Γ "ΛΕΥΚΑ ΟΡΗ στη γραμμή Βορείου Ιταλίας, και το νεότευκτο Η/Σ/Φ "OLYMPIC CHAMPION στη γραμμή Πάτρα-Αγκώνα.
- 2001: Το 2001 δρομολογήθηκε το δεύτερο νεότευκτο Η/Σ/Φ HELLENIC SPIRIT στη γραμμή Βορείου Ιταλίας
- 2005: Το 2005 η γραμμή της Βορείου Ιταλίας συνεχίζεται με τη νέα γραμμή Πάτρα-Βενετία. Την ίδια χρονιά ένα όραμα δεκαετιών έγινε πραγματικότητα. Ολοκληρώθηκε η ανέγερση του κτηρίου της Εταιρείας και η μεταφορά των διοικητικών υπηρεσιών της σε ιδιόκτητες, λειτουργικές εγκαταστάσεις στα Χανιά, αναβαθμίζοντας έτσι το κύρος και τις παρεχόμενες υπηρεσίες της ANEK
- 2006: Το 2006 η Γερμανική Λέσχη Αυτοκινήτου ADAC, απονέμει στο Η/Σ/Φ OLYMPIC CHAMPION, το πρώτο Πανερωπαϊκό βραβείο καλύτερου επιβατηγού / οχηματαγωγού πλοίου, πιστοποιώντας έτσι ότι πληρεί τα διεθνή πρότυπα ασφαλείας, σε ότι αφορά τον τεχνικό εξοπλισμό και το άρτια εκπαιδευμένο ανθρώπινο δυναμικό
- 2007: Τον Φεβρουάριο του 2007 εγκαινιάζεται το νέο υπερσύγχρονο κτήριο της εταιρείας στον Πειραιά, όπου στεγάζεται η διεύθυνση εμπορικής εκμετάλλευσης, η διεύθυνση τεχνικών υπηρεσιών και το κεντρικό πρακτορείο Πειραιά

- 2008: Τον Απρίλιο του 2008 δρομολογείται το Ε/Γ- Ο/Γ «Πρέβελη» στη γραμμή Πειραιά-Πάρο-Νάξο-1ο-Σαντορίνη. Τον Ιούλιο το Ε/Γ-Ο/Γ «ΛΙΣΣΟΣ» δρομολογείται από Πειραιά προς Χίο-Μυτιλήνη, ενώ τον Σεπτέμβριο το υπερπολυτελές, υπερσύγχρονο ΕΓ/ΟΓ «ΕΛΥΡΟΣ» η κορωνίδα του στόλου της ANEK, δρομολογείται στην γραμμή Πειραιά-Χανιά, αναβαθμίζοντας ουσιαστικά την ακτοπλοϊκή σύνδεση της Κρήτης με την ηπειρωτική Ελλάδα.

3.3 ΟΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΤΗΣ ANEK

Ο Όμιλος ANEK δραστηριοποιείται στον κλάδο της *επιβατηγού ναυτιλίας* μέσω ενός στόλου αποτελούμενου από 11 ιδιόκτητα πλοία, ελληνικού νηολογίου, και πιστοποιημένα με τα **Διεθνή Συστήματα Ασφάλειας και Ποιότητας ISM & ISPS Systems, ISO & HACCP** αντίστοιχα, απασχολώντας παράλληλα κατά μέσο όρο 1.800 άτομα σε πληρώματα και Διοικητικές Υπηρεσίες ξηράς. Ο Όμιλος εξυπηρετεί πάνω από 100 προορισμούς στις εξής γραμμές.

Γραμμές Εσωτερικού

- Πειραιάς-Ηράκλειο
- Πειραιάς-Χανιά
- Πειραιάς-Β.Α. Αιγαίο
- Πειραιάς-Κυκλάδες-Δωδεκάνησα
- Πάτρα-Ηγουμενίτσα-Κέρκυρα

Γραμμές Εξωτερικού

- Πάτρα-Αγκόνα
- Πάτρα-Βενετία



Σχήμα 3-2: Οι Προορισμοί της ANEK

4ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΕΚ

Σύμφωνα με τον Νιάρχο (1997: 32) υπάρχουν οι εξής τρεις τρόποι ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρίας: (α) η κάθετη μέθοδος αναλύσεως, (β) η διαχρονική μέθοδος αναλύσεως, και (γ) μέθοδος αναλύσεως δια της χρήσης αριθμοδεικτών. Όλοι οι παραπάνω τρόποι ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρίας παρέχουν *χρηματοοικονομικές πληροφορίες* σε διαφορετικές ομάδες προσώπων, οι οποίες, κατά τον Γεωργόπουλο (2005:79-80), μπορεί να είναι:

- *Μέτοχοι*
- *Διοίκηση*
- *Επενδυτικοί Σύμβουλοι*
- *Απασχολούμενο Προσωπικό*
- *Προμηθευτές*
- *Πελάτες*
- *Το Κράτος*
- *Το Κοινωνικό Σύνολο*
- *Δανειστές*

Κατά τον Γκλεζάκο (2006: 67) οι αριθμοδείκτες δύνανται να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να

- Εκτιμήσουμε την βιωσιμότητα μιας μονάδας
- Εκτιμήσουμε την αποτελεσματικότητα ενός επενδυτικού σχεδίου (ή γενικότερα, ενός προγράμματος δράσης).
- Προβούμε σε προβλέψεις χρεοκοπίας
- Εκτιμήσουμε την αξία μιας επιχείρησης.

Κατά τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών είναι δυνατό να προκύψουν ορισμένα προβλήματα τα οποία, εάν δεν αντιμετωπιστούν κατάλληλα, ενδεχομένως να οδηγήσουν στον προσδιορισμό παραπλανητικών τιμών. Τα προβλήματα αυτά συνήθως οφείλονται στις πιο ακόλουθες αιτίες (Γκλεζάκος, 2006: 68):

- Ύπαρξη αρνητικών παρανομαστών ή αριθμητών.
- Ύπαρξη ακραίων τιμών, οφειλόμενων σε λανθασμένη καταχώρηση ή συγκυριακή επικράτηση ασυνήθιστων τιμών των αντίστοιχων παραμέτρων.

- Χρησιμοποίηση, ως παρανομαστών, μεταβλητών με τιμές που τείνουν στο μηδέν. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι τιμές των αντίστοιχων δεικτών τείνουν στο άπειρο.
- Διαφοροποιήσεις μεταξύ επιχειρήσεων ή μεταξύ χρήσεων. Για παράδειγμα, η απόκτηση παγίων με χρηματοδοτική μίσθωση έχει ως αποτέλεσμα την παρουσίαση μειωμένων παγίων στο ενεργητικό. Έτσι, ο δείκτης παγιοποίησης της αντίστοιχης επιχείρησης θα είναι εξαιρετικά χαμηλός, συγκρινόμενος με τον ίδιο δείκτη μιας ομοειδούς επιχείρησης η οποία δεν έχει καταφύγει στη χρηματοδοτική μίσθωση.

Στις περιπτώσεις αυτές, το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με χρήση εναλλακτικών δεικτών (οι οποίοι έχουν αντίστοιχο πληροφοριακό περιεχόμενο άλλα συσχετίζουν παραμέτρους που δεν παρουσιάζουν ανάλογα προβλήματα) ή με απαλοιφή των ακραίων τιμών των παραμέτρων ή με απαλοιφή των δεικτών που παρουσιάζουν ακραίες τιμές

Βασικός σκοπός κάθε επιχείρησης στο μακροχρόνιο διάστημα αποτελεί η επίτευξη ικανοποιητικής αποδοτικότητας-κερδοφορίας, ενώ στο βραχυχρόνιο διάστημα η διατήρηση ικανοποιητικής ρευστότητας (Αθανασόπουλος, κ.α., 2007:68).

Δια της ανάλυσης των αριθμοδεικτών αυτό που θέλουμε να εξετάσουμε είναι οι ακόλουθες πτυχές μιας επιχείρησης (Αθανασόπουλος *et al.*, 2007):

- *Ρευστότητα*: η **ρευστότητα** αντικατοπτρίζει την ικανότητα της εταιρίας να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, όταν αυτές καθίστανται ληξιπρόθεσμες. Στο πλαίσιο μιας τέτοιου είδους αξιολόγησης, αυτό που προσπαθούμε να κάνουμε είναι να αξιολογήσουμε την ικανότητα της εταιρίας να ανταποκριθεί σε μια περίοδο δύσκολων οικονομικών συνθηκών, τις οποίες δύναται να επιφέρει μια κάμψη της δραστηριότητάς, ή μια απεργιακή κινητοποίηση του προσωπικού.
- *Σταθερότητα*: με τον όρο **σταθερότητα** εκφράζεται η ικανότητα της επιχείρησης αφ' ενός μεν να καταβάλλει τόκους και τα χρεολύσια των μακροπρόθεσμων δανείων, αφ' ετέρου δε να διανέμει κανονικά τα μερίσματα, τόσο στους προνομιούχους, όσο και στους κοινούς μετόχους.
- *Αποδοτικότητα*: με τον όρο **αποδοτικότητα** εξετάζεται η σχέση ανάμεσα στα πραγματοποιούμενα κέρδη μέσα σε μια λογιστική χρήση και στα κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν μέσα σε αυτήν για την πραγματοποίησή τους. Για μια σε βάθος ανάλυση, για τη μέτρηση και αξιολόγηση της αποδοτικότητας, απαιτείται, σε πρώτη φάση, η μελέτη της φύσης και του ύψους των κερδών, η κανονικότητά τους και η τάση

της εξέλιξής τους. Σε δεύτερη φάση, πιο λεπτομερειακή και ιδίως αν τα ευρήματα της πρώτης δεν είναι ικανοποιητικά, απαιτείται η μελέτη του βαθμού χρησιμοποίησης και διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων (ταχύτητες κυκλοφορίας), του ποσοστού μικτού κέρδους, του ποσοστού καθαρού κέρδους.

4.1 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

4.1.1 Ανάλυση Αποδοτικότητας

Ο βασικότερος δείκτης αποδοτικότητας είναι αυτός που καταγράφει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE), η οποία αντανακλά την σωστή χρησιμοποίηση των ιδίων κεφαλαίων, τη χρηματοοικονομική μόχλευση, και την επίδραση των φόρων στη διαμόρφωση των κερδών. Ένας τρόπος εκτίμησης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων είναι ο λόγος των κερδών μετά από φόρους προς το μέσο ύψος των ιδίων κεφαλαίων που απασχολήθηκαν κατά την διάρκεια της χρήσης (Ross *et al.*, 1999:35)

$$ROE = \frac{\text{Κερδη Μετα απο Φορους}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}} \quad 4.1$$

Συνήθως η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ROE σχετίζεται με την χρηματική μόχλευση δια της ακόλουθης σχέσεως:

$$ROE = \frac{\text{Κερδη Μετα απο Φορους}}{\text{Πωλησεις}} \frac{\text{Πωλησεις}}{\text{Μ.Ο. Ενεργητικού}} \frac{\text{Μ.Ο. Ενεργητικού}}{\text{Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}} = \quad 4.2$$
$$= PM \times AU \times EM$$

Όπου

PM: Το καθαρό περιθώριο κέρδους (ένα μέτρο εταιρικής κερδοφορίας)

AU: Ο βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού

EM: Ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων

Από την μια, ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων μας δείχνει την σχέση ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο του ενεργητικού. Υψηλές τιμές του πολλαπλασιαστή των ιδίων κεφαλαίων δείχνουν υψηλές υποχρεώσεις της εταιρείας σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, και ως εκ τούτου ο εν λόγω δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και τόσο ως μέτρο χρηματοοικονομικής μόχλευσης,

όσο και ως μέτρο κινδύνου. Από την άλλη, ο **βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού (AU)** αντικατοπτρίζει την δυνατότητα των στοιχείων ενεργητικού να δημιουργούν πωλήσεις, δηλαδή μας δείχνει την αποτελεσματικότητα της εταιρείας.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα αριθμοδεικτών κερδοφορίας και αποδοτικότητας της ANEK

ΠΙΝΑΚΑΣ 4-1: Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας και Αποδοτικότητας και για ANEK, 2006-2009

| Αριθμοδείκτης | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Καθαρό Περιθώριο Κέρδους | -1,93% | -2,35% | 4,64% | 8,44% |
| Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων (EM) | 2,63 | 2,51 | 2,98 | 4,55 |
| Βαθμός Χρησιμοποίησης του Ενεργητικού | 51,51% | 53,74% | 52,13% | 55,79% |
| Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) | -2,62% | -3,17% | 7,21% | 21,42% |

Πηγή: Ετήσια Δελτία ANEK Lines 2009, 2007, και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Κατ' αρχάς, αυτό που ξεχωρίζει από τα στοιχεία που παρατίθενται στον παραπάνω πίνακα είναι η πολύ υψηλή *αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων* της ANEK το 2006 καθώς και τεράστια μείωση που ακολούθησε μετά αυτή την χρήση. Τι προκάλεσε όμως αυτή την πτώση στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας; Προκειμένου να απαντήσουμε σε αυτό το ερώτημα θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι οι συνιστώσες του ROE είναι τρεις: ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων, το καθαρό περιθώριο κέρδους, και ο βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού (Βλέπε σχέση (4.1)).

Όπως βλέπουμε από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα κατά την διάρκεια της περιόδου 2006-2009 είχαμε και μείωση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, όπως αυτή καταγράφεται από την πτώση του πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων από 4,55 φορές το 2006 στις 2,63 φορές στο 2009, και πτώση του καθαρού περιθωρίου κέρδους, το οποίο μειώθηκε από 8,44% το 2006

στο -1,93% το 2008, και μικρή πτώση της αποτελεσματικότητας, δηλαδή του βαθμού χρησιμοποίησης του ενεργητικού, ο οποίος μειώθηκε από 55,79% το 2006 στο 51,51% το 2009.

4.1.2 Ανάλυση Κερδοφορίας

Όπως ήταν αναμενόμενο, λόγω της κρίσης, ο κύκλος εργασιών του Ομίλου της ANEK το 2009 παρουσίασε οριακή πτώση, της τάξεως του 2,78% σε σχέση με την χρήση του 2008, διαμορφούμενος σε 274,57€εκατ. έναντι 282,35€εκατ. κατά την χρήση του 2008 (Πίνακας 4-2). Επίσης, με εξαίρεση τη χρήση του 2006, η κερδοφορία του Ομίλου σε επίπεδο κερδών μετά από φόρους από το 2008 ήταν αρνητική.

Πίνακας 4-2: Ανάλυση Κερδοφορίας της ANEK, 2006-2009

| ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΟΜΙΛΟΥ (Ποσά σε χιλ. ευρώ) | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|--|---------|----------|---------|---------|---------|
| Κύκλος Εργασιών | 274.572 | 282.356 | 254.332 | 254.718 | 223.958 |
| Μεταβολή | -2,76% | 11,02% | -0,15% | 13,73% | |
| Κόστος Πωλήσεων | 225.050 | 227.934 | 194.059 | 188.989 | 174.896 |
| Μεταβολή | -1,27% | 17,46% | 2,68% | 8,06% | |
| Κέρδη Μετά από Φόρους | -5.303 | -6.630 | 11.811 | 21.505 | 10.014 |
| Μεταβολή | -20,02% | -156,13% | -45,08% | 114,75% | |

Πηγή: Ετήσια Δελτία ANEK Lines 2009, 2007, και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Προκειμένου να διαπιστώσουμε τι οδήγησε σε αυτή την μεγάλη πτώση το καθαρό περιθώριο κέρδους εξετάζουμε το **λειτουργικό περιθώριο κέρδους** (δηλαδή τον λόγο του λειτουργικού περιθωρίου προς τον κύκλο εργασιών), καθώς το καθαρό χρηματοοικονομικό κόστος, και τους φόρους. Σύμφωνα με τον Γεωργόπουλο (2005, σελ.199), **λειτουργικό κέρδος** είναι το κέρδος που προέρχεται από τις κύριες δραστηριότητες της επιχείρησης και εκφράζεται ως το αποτέλεσμα της αφαίρεσης του άμεσου κόστους και των λειτουργικών εξόδων, των εξόδων δηλαδή που σχετίζονται με τη λειτουργία της επιχείρησης (έξοδα διοίκησης, ερευνών, διάθεσης, χρηματοοικονομικά) από τα οργανικά έσοδα.

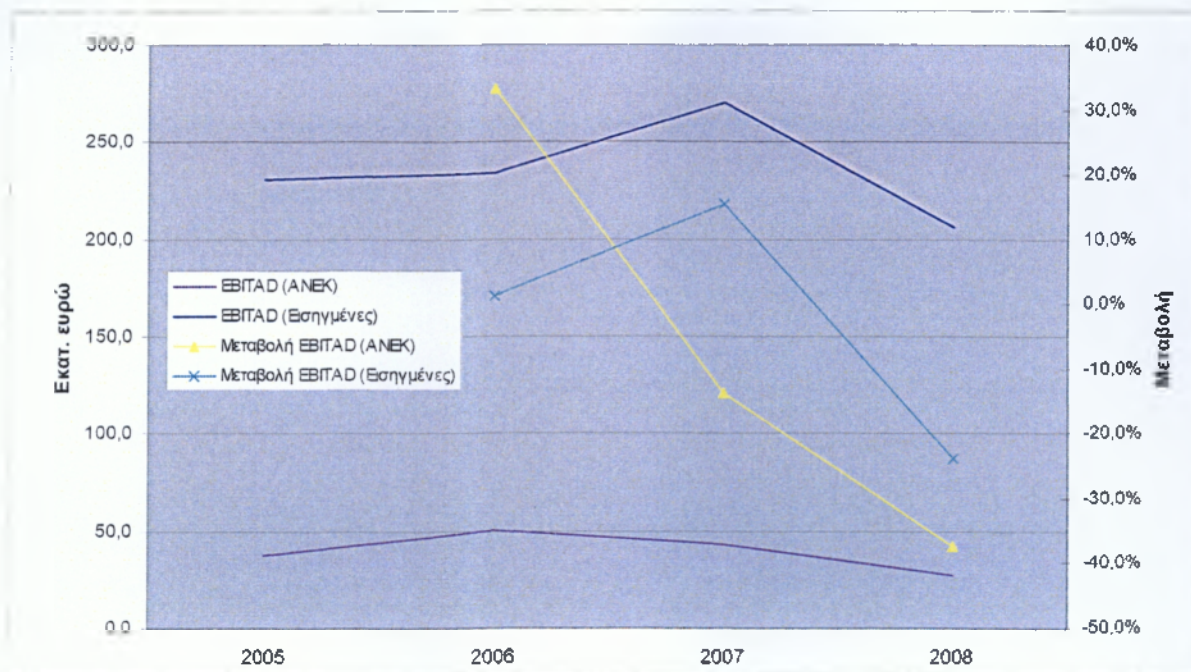
Πίνακας 4-3: Ανάλυση Κερδοφορίας της ANEK, 2006-2009

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Περιθώριο EBITAD | 8,83% | 9,53% | 17,01% | 20,58% |
| Λειτουργικό Περιθώριο | 3,93% | 5,36% | 10,66% | 13,99% |
| Καθαρό Χρηματοοικονομικό Κόστος | 5,18% | 6,34% | 6,35% | 5,93% |
| Λοιπά Επενδυτικά Αποτελέσματα | -0,56% | -1,29% | 0,52% | 0,90% |
| Φόροι | 0,12% | 0,08% | 0,19% | 0,52% |
| Καθαρό Περιθώριο | -1,93% | -2,35% | 4,64% | 8,44% |

Πηγή: Ετήσια Δελτία ANEK Lines 2009, 2007, και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Όπως βλέπουμε στον παραπάνω πίνακα, η πτώση του καθαρού περιθωρίου κέρδους οφείλεται κατά κύριο λόγο στην πτώση του λειτουργικού περιθωρίου από 13,99% το 2006 στο 3,93% το 2009.

Επειδή στην λειτουργική κερδοφορία περιλαμβάνεται η χρέωση των αποσβέσεων θα πρέπει να εξετάσουμε κατά πόσον το πτωτικό λειτουργικό περιθώριο οφείλεται σε αύξηση των αποσβέσεων. Εξετάζοντας όμως το περιθώριο των εσόδων προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) βλέπουμε μια σημαντική μείωση του μετά το 2006. Το 2008 ήταν μια πολύ άσχημη χρονιά και για την ANEK (πτώση των EBITAD κατά 37,22% σε σχέση με το 2007) και για τις υπόλοιπες εισηγμένες του κλάδου (πτώση των EBITAD κατά 23,7% σε σχέση με το 2007) (Σχήμα 4-1).



Σχήμα 4-1: Τα EBITAD της ANEK και των Ανταγωνιστών, 2005-2008

Πηγή: Για τα δεδομένα XRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2009:27)

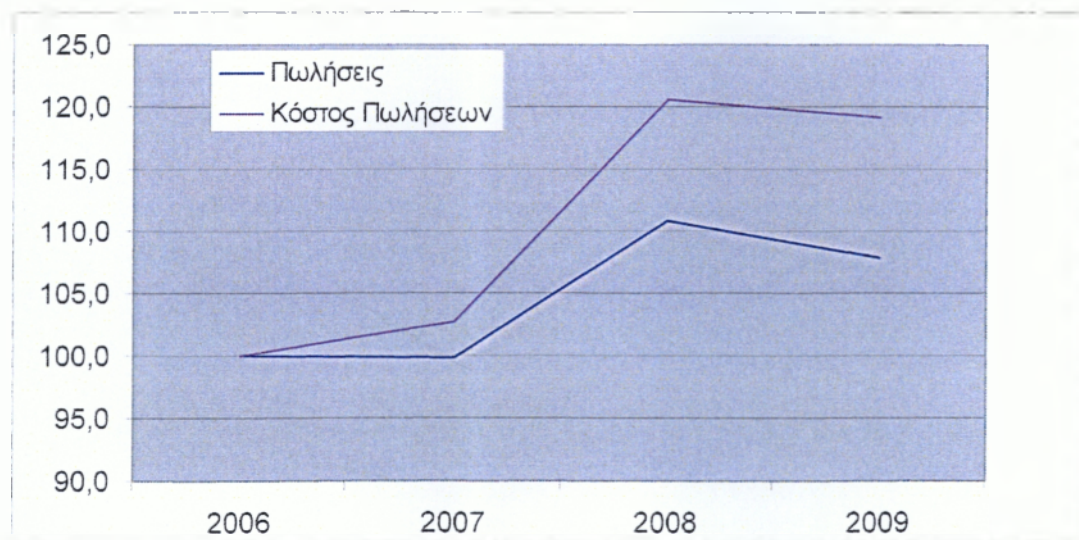
Εν συνεχεία, προκειμένου να δούμε τι προκάλεσε την πτώση του λειτουργικού περιθωρίου κέρδους θα πρέπει να εξετάσουμε την μεικτή κερδοφορία της εταιρίας. Εξετάζοντας λοιπόν την εν λόγω κερδοφορία διαπιστώνουμε ότι η πτώση του μεικτού περιθωρίου κέρδους από το 25,80% το 2006 στο 18,04% το 2009 ευθύνεται για την πτώση της λειτουργικής κερδοφορίας (Πίνακας 4-4).

Πίνακας 4-4: Ανάλυση Μεικτής Κερδοφορίας και Εξόδων της ANEK, 2006-2009

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Μεικτό Περιθώριο | 18,04% | 19,27% | 23,70% | 25,80% |
| Λοιπά Έσοδα | 0,51% | 0,56% | 1,26% | 2,13% |
| Λειτουργικά Έξοδα (εκτός κόστος πωληθέντων) | 14,61% | 14,48% | 14,31% | 13,94% |

Πηγή: Ετήσια Δελτία ANEK Lines 2009, 2007, και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Συνεπώς, το πρόβλημα την κερδοφορίας το οποίο επιβάρυνε και την αποδοτικότητα εντοπίζεται στην σχέση μεταξύ πωλήσεων και κόστους πωληθέντων. Πράγματι, κατά την περίοδο 2006-2009 η μέση ετήσια αύξηση του κόστους πωληθέντων ήταν περίπου 6% ενώ η αντίστοιχη αύξηση στις πωλήσεις μόλις 2,53% (Σχήμα 4-1).

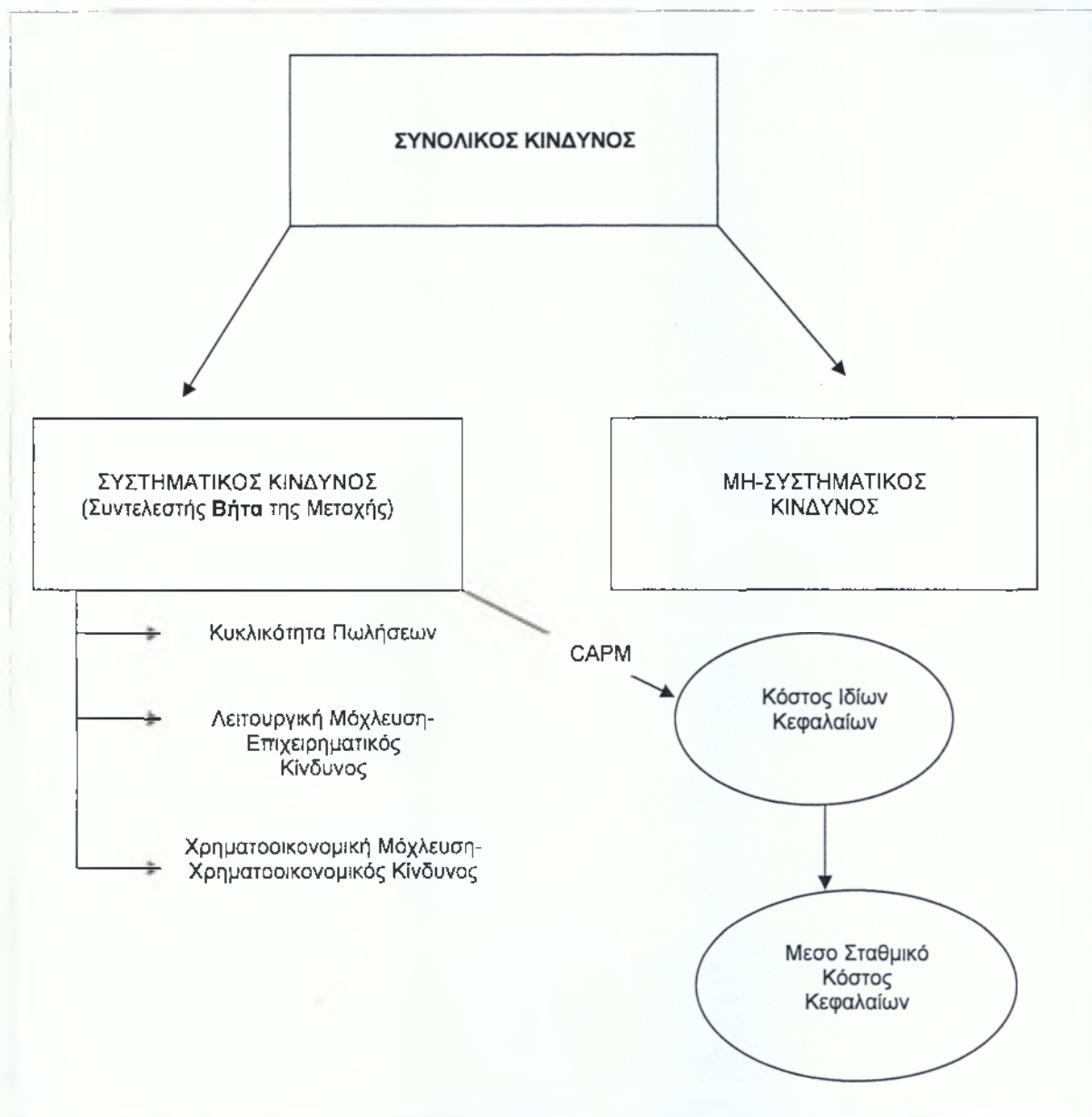


Σχήμα 4-2: Οι Πωλήσεις και το Κόστος Πωλήσεων της ANEK

Στην συνέχεια θα αναλύσουμε για ποιο λόγο το κόστος πωλήσεων της ANEK παρουσίασε αυτή την ανοδική πορεία

4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Υπάρχει μια ανταλλακτική σχέση (tradeoff) μεταξύ της αυξανόμενης κερδοφορίας και του υψηλότερου κινδύνου, ο οποίος επέρχεται με την χρήση του χρέους στο χρηματοδοτικό σχήμα της εταιρίας.



ΣΧΗΜΑ 4-3: Ο Συστηματικός Και Ο Μη-Συστηματικός Κίνδυνος Μιας Μετοχής

Στο Σχήμα 4-3 παρατηρούμε ότι ο *συστηματικός κίνδυνος* αποτυπώνεται στον συντελεστή βήτα της μετοχής, ο οποίος με την σειρά του επηρεάζει το *κόστος ιδίων κεφαλαίων* της εταιρίας

(μέσω του υποδείγματος CAPM), το οποίο αποτελεί συστατικό μέρος του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίων.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ο οποίος σχετίζεται με την λειτουργική μόχλευση, και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο οποίος σχετίζεται με την χρηματοοικονομική μόχλευση, αποτελούν τα μέρη στα οποία διακρίνεται ο συστηματικός κίνδυνος. Η αύξηση του επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου οδηγούν σε αύξηση του συντελεστή βήτα της εταιρίας, και συνακόλουθα σε αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων αυτής

4.2.1 Επιχειρηματικός Κίνδυνος

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk) μιας εταιρίας σχετίζεται με την μεταβλητότητα των κερδών προ φόρων και τόκων, καθώς και με την μεταβλητότητα των κερδών της ανά μετοχή, όταν δεν υπάρχει χρέος στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας. Μερικοί από τους παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος του επιχειρηματικού κινδύνου είναι οι ακόλουθοι:

- *Κλάδος*: εάν ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία ακολουθεί τον οικονομικό κύκλο της οικονομίας, τότε η αυτή χαρακτηρίζεται από υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο
- *Μεταβλητότητα Εσόδων*: σε ορισμένους κλάδους, όπως είναι ο κλάδος ανάπτυξης λογισμικού, η μεταβλητότητα των εσόδων είναι μεγαλύτερη από κάποιους άλλους κλάδους, όπως είναι για παράδειγμα ο κλάδος τροφίμων.
- *Η Θέση της Επιχείρησης στην Αγορά*: εάν μια εταιρία δραστηριοποιείται σε ένα κλάδο, όπου δύναται να ασκεί έλεγχο στις τιμές του προϊόντος αυτού (κλάδος με ολιγοπωλιακά χαρακτηριστικά), τότε τα έσοδα της δεν υπόκειται σε μεγάλη διακύμανση σε σχέση με κάποια άλλη εταιρία, η οποία δραστηριοποιείται σε ένα πιο ανταγωνιστικό κλάδο.
- *Λειτουργική Μόχλευση*: η λειτουργική μόχλευση αποτυπώνει την συμβολή των παγίων εξόδων στα συνολικά λειτουργικά έξοδα της εταιρίας, επηρεάζει τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει μια εταιρία. Θεωρητικά, μια εταιρία με υψηλά πάγια έξοδα (λόγω ενδεχομένως μεγάλης αυτοματοποίησης της παραγωγής ή υπέρογκων δαπανών μισθοδοσίας του διοικητικού προσωπικού) θα παρουσιάσει και μεγάλη μεταβλητότητα στα προ φόρων και τόκων κέρδη της, εάν μεταβληθούν οι πωλήσεις.

Η διάρθρωση των λειτουργικών δαπανών, δηλαδή το ποσοστό των συνολικών λειτουργικών δαπανών που αντικατοπτρίζουν τα πάγια και τα μεταβλητά έξοδα, είναι γνωστή ως **λειτουργική μόχλευση**. Θεωρητικά, μια εταιρεία με υψηλές πάγιες δαπάνες (λόγω ενδεχομένως μεγάλης αυτοματοποίησης της παραγωγής ή υπέρογκων δαπανών μισθοδοσίας του διοικητικού προσωπικού) θα παρουσιάσει και μεγάλη μεταβλητότητα στα λειτουργικά της κέρδη, εάν μεταβληθούν οι πωλήσεις.

Συνεπώς, μπορούμε να ορίσουμε τον **βαθμό της λειτουργικής μόχλευσης** (degree of operating leverage, DOL) μιας εταιρίας ως ακολούθως (Ross *et al.*, 1999: 301):

$$DOL = \frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}{\frac{\Delta \text{Πωλήσεις}}{\text{Πωλήσεις}}} \quad 4.3$$

όπου

EBIT : Τα κέρδη προ φόρων και τόκων της χρήσης

Από την παραπάνω σχέση βλέπουμε πως για μια εταιρία με βαθμό λειτουργικής μόχλευσης μεγαλύτερο της μονάδος μια κατά 1% αύξηση στις πωλήσεις της αυξάνει τα κέρδη της προ φόρων και τόκων παραπάνω από 1%.

Τα στοιχεία από την εκτίμηση της λειτουργικής μόχλευσης της ANEK παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα

Πίνακας 4-5: Βαθμός Λειτουργικής Μόχλευσης της ANEK

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|--|---------|---------|---------|--------|
| Ποσοστιαία Μεταβολή στα Λειτουργικά Κέρδη (σε σχέση με την προηγούμενη Χρήση) | -28,65% | -44,18% | -23,96% | 47,68% |
| Ποσοστιαία Μεταβολή στις Πωλήσεις (σε σχέση με την προηγούμενη Χρήση) | -2,76% | 11,02% | -0,15% | 13,73% |
| ΒΛΜ | 10,39 | -4,01 | 158,09 | 3,47 |

Πηγή: Ετήσια Δελτία ANEK Lines 2009, 2007, και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια σημαντική αύξηση του βαθμού λειτουργικής μόχλευσης από 3,47 φορές στην χρήση του 2006 στις 10,39 φορές στην χρήση του 2009. Αυτό σημαίνει ότι το ποσοστό το παγίων δαπανών στο σύνολο των δαπανών αυξήθηκε σημαντικά

4.2.2 Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αφορά στον πρόσθετο κίνδυνο για τους μετόχους της, τον οποίο επιφέρει η χρήση των δανειακών κεφαλαίων στην εταιρική κεφαλαιακή διάρθρωση (Reilly and Norton, 2006:449).

Προκειμένου να εξηγήσουμε τις επιπτώσεις του χρηματοοικονομικού, αλλά και του επιχειρησιακού κινδύνου παρουσιάζουμε ένα παράδειγμα που χρησιμοποιούν οι Levi και Sarnat (1990: 333)

Πίνακας 4-6: Η Επίδραση Του Χρηματοοικονομικού Κινδύνου Στην Μεταβλητότητα Των Κερδών ανά Μετοχή

| Ίδια Κεφάλαια | ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ 1 | | ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ 2 | |
|----------------------------|------------------------|-----------------|------------------------|--------------|
| | Σενάριο 1 | Σενάριο 2 | Σενάριο 1 | Σενάριο 2 |
| | 100,00% | | 50,00% | |
| | | | | |
| ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ | | | | |
| Πιθανότητα | 50,00% | 50,00% | 50,00% | 50,00% |
| Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος | €1.000,00 | €250,00 | €1.000,00 | €250,00 |
| Κόστος Δανεισμού | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Τόκοι | 0,00 | 0,00 | 250,00 | €250,00 |
| Καθαρό Εισόδημα | €1.000,00 | \$250,00 | €750,00 | €0,00 |

| ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ | | | | |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Ξένα Κεφάλαια | 0,00 | 0,00 | \$5.000,00 | €5.000,00 |
| Ίδια Κεφάλαια | 10.000,00 | 10.000,00 | 5.000,00 | 5.000,00 |
| ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ | € 10.000,00 | € 10.000,00 | € 10.000,00 | € 10.000,00 |
| Αριθμός Μετοχών | 1.000 | 1.000 | 1.000,00 | 1.000,00 |
| Δ (Αριθμός Μετοχών) | 0,00 | 0,00 | -500,00 | -500,00 |
| Τελικός Αριθμός Μετοχών | 1.000 | 1.000 | 500,00 | 500,00 |
| ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ | | | | |
| Κέρδη ανά Μετοχή (EPS) | € 1,00 | € 0,25 | € 1,50 | € 0,00 |
| E(EPS) | 0,6250 | | 0,7500 | |
| Προσδοκώμενα EPS | | | | |
| Var(EPS) | 0,1406 | | 0,5625 | |

Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι η χρήση δανειακών κεφαλαίων στο χρηματοδοτικό σχήμα της εταιρίας (Κεφαλαιακή Διάρθρωση 2) αυξάνει τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή (EPS), από € 0,625 στα € 0,75. Ωστόσο, παράλληλα με την αύξηση των προσδοκώμενων κερδών ανά μετοχή επέρχεται και αύξηση στην μεταβλητότητα των εν λόγω κερδών από € 0,14 στα € 0,56.

Η μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή στο χρηματοδοτικό σχήμα άνευ χρέους (0,14) οφείλεται στον επιχειρησιακό κίνδυνο της εταιρίας, η δε χρήση δανειακών κεφαλαίων ανεβάζει την εν λόγω μεταβλητότητα στα 0,5625. Αυτή η αύξηση οφείλεται στην ύπαρξη του χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Μπορούμε να ορίσουμε τον **βαθμό της χρηματοοικονομικής μόχλευσης** (degree of financial leverage, DFL) μιας εταιρίας ως ακολούθως:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} \quad 4.4$$

όπου

I : Οι (καθαροί) χρεωστικοί τόκοι μιας εταιρείας για κάποια συγκεκριμένη χρήση

Βάσει του παραπάνω τύπου βρίσκουμε ότι ο **βαθμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης της ANEK**

Πίνακας 4-7: Βαθμός Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης ANEK

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Κέρδη προ Φόρων και Τόκων | 10.795 | 15.130 | 27.104 | 35.643 |
| Καθαροί Χρεωστικοί Τόκοι | 14.234 | 17.894 | 16.143 | 15.094 |
| ΒΧΜ | -3,14 | -5,47 | 2,47 | 1,73 |

4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

4.3.1 Δείκτες Ρευστότητας

Οι βασικοί δείκτες ρευστότητα είναι ο αριθμοδείκτης γενικής και ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας. Ο αριθμοδείκτης **γενικής ρευστότητας** μετράει την σχέση μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Ross *et al*, 1999:31), ενώ ο **αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας** μετρά την σχέση μεταξύ των θεωρουμένων εύκολα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ως εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, δυνάμενα να μετατραπούν ευκολότερα σε μετρητά απ' ό τι τα αποθέματα, νοούνται τα εξής στοιχεία: (α) οι απαιτήσεις, (β) τα διαθέσιμα, και (γ) τα χρεόγραφα.

Έτσι οι παραπάνω δείκτες ρευστότητας δίνονται από τις ακόλουθες σχέσεις

$$\text{Γενική Ρευστοτητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπροθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad 4.5$$

$$\text{Ειδική Ρευστοτητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθεματα}}{\text{Βραχυπροθεσμες Υποχρεώσεις}} \quad 4.6$$

Τα αποτελέσματα των δεικτών ρευστότητας της εταιρείας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα

Πίνακας 4-8: Δείκτες Ρευστότητας της ANEK, 2005-2009

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| Γενική Ρευστότητα | 0,76 | 1,12 | 1,64 | 1,19 | 1,13 |
| Ειδική Ρευστότητα | 0,68 | 1,01 | 1,50 | 1,07 | 1,02 |

Πηγή: Ετήσια Δελτία 2009, 2007 και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα παρατηρούμε μια σταθερή πτώση και του δείκτη γενικής ρευστότητας και του δείκτη ειδικής ρευστότητας, από το 2005 μέχρι το 2009. Επίσης, βλέπουμε ότι δεν υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις ανάμεσα σε αυτούς τους δυο δείκτες καθότι τα αποθέματα δεν έχουν κάποιο σημαντικό ρόλο στην λειτουργία της συγκεκριμένης εταιρείας, λόγω βεβαίως της φύσεως των εργασιών της.

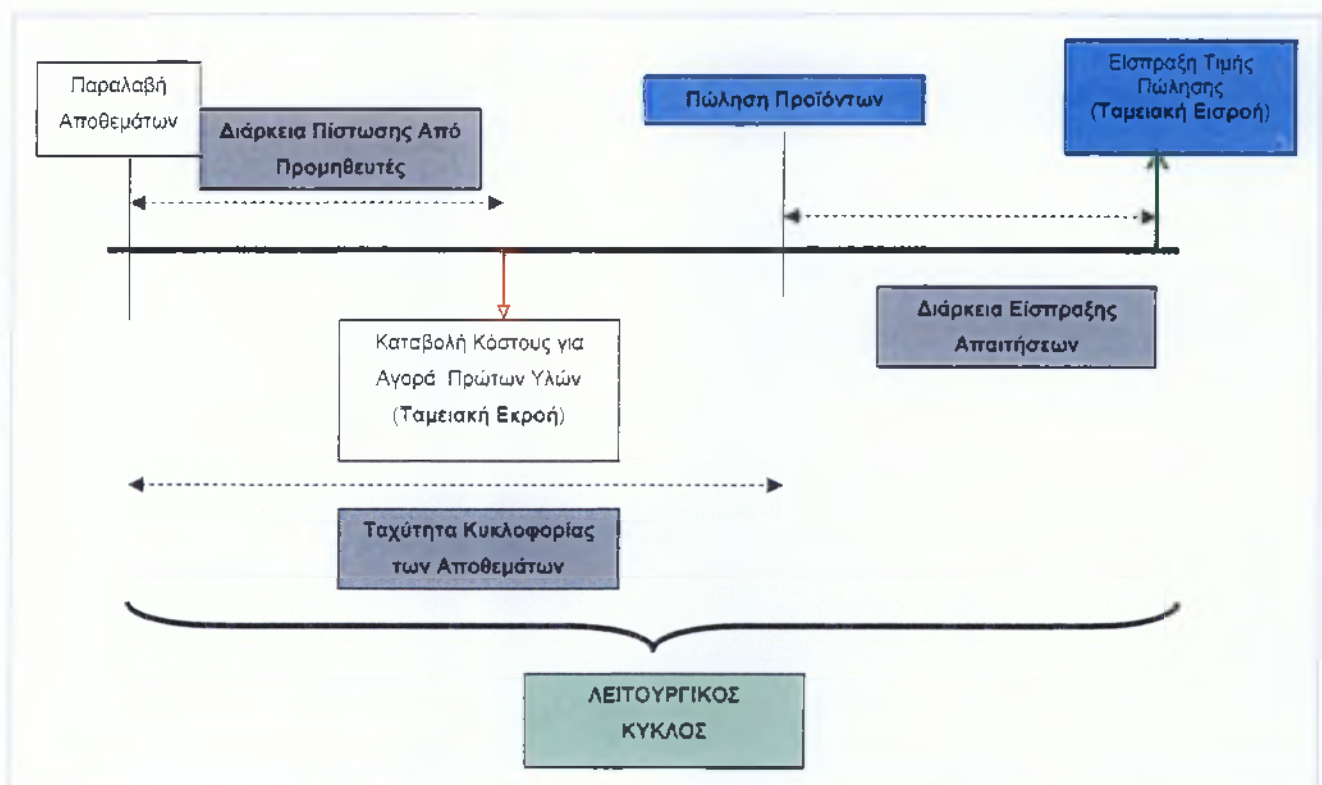
Παρ' όλου που δεν υπάρχει μια γενικά αποδεκτή ή επιστημονικά θεμελιωμένη άριστη τιμή του δείκτη γενικής ρευστότητας, μπορούμε να πούμε ότι τιμές μεταξύ 1,5 και 2,5 είναι ενδεικτικές πολύ καλής ρευστότητας (Γκλεζάκος, 2006). Ουσιαστικά, δηλαδή, ζητείται η ύπαρξη ενός περιθωρίου που κυμαίνεται από 50% 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.

Αν και ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας χρησιμοποιείται συχνάκίς από τους πιστωτικούς οργανισμούς, το βασικό μειονέκτημα του έγκειται στην στατική φύση του καθώς τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού συνεχώς ανανεώνονται (π.χ. προϊόντα ή εμπορεύματα που πωλούνται ανανεώνονται με νέα και απαιτήσεις που εισπράττονται αντικαθίστανται με νέες) ενώ οι υποχρεώσεις εξοφλούνται και δημιουργούνται νέες. Ένα έτερο μειονέκτημα του δείκτη, είναι ότι δεν κάνει διάκριση μεταξύ διαφορετικών τύπων κυκλοφορούντος ενεργητικού ορισμένοι εκ των οποίων έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα σε σχέση με άλλους. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να παρουσιάσει ταμειακά προβλήματα και να εξακολουθεί να εμφανίζει υψηλό δείκτη γενικής ρευστότητας, γεγονός που μπορεί να οφείλεται στον τρόπο αποτίμησης των αποθεμάτων της.

Κατά την ερμηνεία του αριθμοδείκτη της γενικής ρευστότητας θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι ορισμένες επιχειρήσεις, σε αντίθεση με κάποιες άλλες, είναι αναγκασμένες να διατηρούν μεγάλα αποθέματα ή να παρέχουν μεγάλες πιστώσεις.

4.3.2 Ο Λειτουργικός Κύκλος

Ο λειτουργικός κύκλος (operating cycle, OC) αναφέρεται στην χρονική περίοδο που μεσολαβεί από την παραλαβή των αποθεμάτων (πρώτων υλών) μέχρι την είσπραξη του τιμήματος από την πώληση των τελικών προϊόντων της εταιρίας (Σχήμα 4-3).



Σχήμα 4-4: Ο Ταμειακός Κύκλος μιας Εταιρείας

Πηγή: Ross (et al. 1998: 896)

Κατά τους Αθανασόπουλο, κ.α. (2007:103), ο λειτουργικός κύκλος αποτελεί ένα καλό κριτήριο για τον προσδιορισμό του βαθμού ρευστότητας, καθώς και του βαθμού χρησιμοποίησης ή αποτελεσματικής διαχείρισης δύο βασικών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού, όπως είναι τα αποθέματα και οι απαιτήσεις.

Ένας μικρός λειτουργικός κύκλος σημαίνει γρήγορη μετατροπή των αποθεμάτων σε μετρητά, γεγονός που αποτελεί ένδειξη καλής διαχείρισης και καλής ποιότητας και υψηλού βαθμού

ρευστότητας αποθεμάτων και απαιτήσεων, ενώ ένας μεγάλος λειτουργικός κύκλος σημαίνει αργή μετατροπή των αποθεμάτων σε μετρητά, γεγονός που υποδηλώνει μη αποτελεσματική διαχείριση και κακής ποιότητας και χαμηλού βαθμού ρευστότητας αποθεμάτων και απαιτήσεων (Αθανασόπουλος, *et al.*, 2007:103)

Από το Σχήμα (4.2) μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι ο λειτουργικός κύκλος ισούται με το άθροισμα της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων και της διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων.

Η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων αναφέρεται στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της παραλαβής των πρώτων υλών (αποθεμάτων) και της πώλησης των προϊόντων. Προκειμένου λοιπόν να βρούμε την περίοδο των αποθεμάτων χρησιμοποιούμε την ακόλουθη σχέση (Ross *et al.* 1999: 697)

$$\text{Ταχυτητα Κυκλοφοριας Αποθεματων} = \frac{365 \times \text{Μεσο Αποθεμα}}{\text{Κοστος Πωληθεντων}} \quad 4.7$$

Στον πίνακα που ακολουθεί παραθέτουμε τα αποτελέσματα από την εκτίμηση της διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων.

Πίνακας 4-9: Η Ταχύτητα Κυκλοφορίας των Αποθεμάτων της ANEK, 2006-2009

| (ποσά σε χιλ. ευρώ) | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|--|---------|---------|---------|---------|-------|
| Αποθέματα | 10.801 | 10.849 | 12.008 | 9.543 | 9.620 |
| Μέσο Ύψος Αποθεμάτων | 10.825 | 11.429 | 10.776 | 9.582 | |
| Κόστος Πωληθέντων | 225.050 | 227.934 | 194.059 | 188.989 | |
| Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (σε ημέρες) | 17,56 | 18,30 | 20,27 | 18,51 | |

Πηγή: Ετήσια Δελτία 2009, 2007 και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η διάρκεια των αποθεμάτων επηρεάζεται από τη μέθοδο προσδιορισμού του κόστους του τελικού αποθέματος και του κόστους των πωληθέντων (F.I.F.O., L. I.F.O., Μέση Σταθμική Τιμή Κτήσης). Αυτό ισχύει διότι η εκάστοτε ακολουθούμενη μέθοδος αποτίμησης επηρεάζει το ύψος των αποθεμάτων που εμφανίζεται στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας. Έτσι, σε μια περίοδο αυξήσεων τιμών, αν για την αποτίμηση των αποθεμάτων χρησιμοποιείται η μέθοδος LIFO (το τελευταίο εισαχθέν εμπόρευμα πωλείται πρώτο), τότε η αξία αυτών που εμφανίζεται στα βιβλία της επιχείρησης θα είναι μικρότερη από ότι αν τα αποθέματα αποτιμώνταν με τη μέθοδο FIFO (το πρώτο εισαχθέν εμπόρευμα πωλείται πρώτο).

Η διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων αναφέρεται στον χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της αρχικής διενέργειας της πώλησης και της τελικής είσπραξης των οφειλομένων ποσών από τους πελάτες της εταιρίας (βλέπε Σχήμα 4-2). Με άλλα λόγια η εν λόγω περίοδος μας πληροφορεί για την πίστωση που δίνει η επιχείρηση στους πελάτες της.

Για την εύρεση της διάρκειας των απαιτήσεων χρησιμοποιούμε την ακόλουθη σχέση (Ross *et al.* 1999: 697)

$$\text{Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{365 \times \text{Απαιτήσεις (Μέσο Επιπεδο)}}{\text{Πωλήσεις}} \quad 4.8$$

Στον πίνακα που ακολουθεί παραθέτουμε τα αποτελέσματα από την εκτίμηση της διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων.

Πίνακας 4-10: Η Διάρκεια Είσπραξης των Απαιτήσεων της ANEK, 2006-2009

| (ποσά σε χιλ. ευρώ) | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Σύνολο Απαιτήσεων | 73.814 | 76.806 | 69.860 | 78.056 | 68.266 |
| Μέσο Ύψος Απαιτήσεων | 75.310 | 73.333 | 73.958 | 73.161 | |
| Πωλήσεις | 274.572 | 282.356 | 254.332 | 254.718 | 223.958 |
| Διάρκεια Είσπραξης | 100,11 | 94,80 | 106,14 | 104,84 | |

| | | | | | |
|---------------------------|--|--|--|--|--|
| Απαιτήσεων (σε ημέρες) | | | | | |
|---------------------------|--|--|--|--|--|

Πηγή: Ετήσια Δελτία 2009, 2007 και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Η διάρκεια της πίστωσης που παρέχεται στους πελάτες μιας εταιρίας επηρεάζεται από πλήθος παραγόντων, όπως είναι (α) η *φάση του οικονομικού κύκλου*, (β) η *φύση του ανταγωνισμού*, (γ) οι επιλογές της διοίκησης της εταιρίας (Γκλεζάκος, 2006: 84-85)

Κατ' αρχάς, σε περιόδους μαρασμού της οικονομικής δραστηριότητας το διαθέσιμο εισόδημα συρρικνώνεται με αντίστοιχες επιπτώσεις στη ζήτηση. Η τελευταία μπορεί να διευρυνθεί, σε κάποιο βαθμό, μέσω της μετατόπισης του χρόνου πληρωμής στο μέλλον. Η ανάγκη παροχής διευκολύνσεων πληρωμής, στην πελατεία είναι μεγαλύτερη στις περιπτώσεις επιχειρήσεων των οποίων τα προϊόντα παρουσιάζουν υψηλή ελαστικότητα ζήτησης και / ή σημαντική υποκαταστασιμότητα.

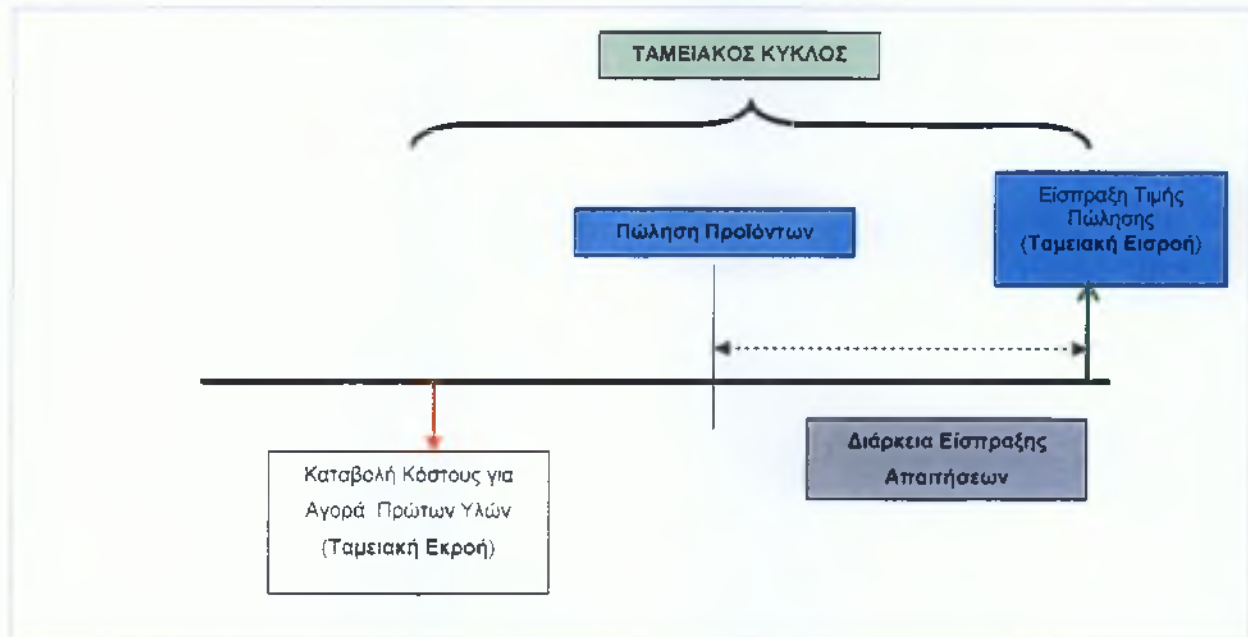
Εν συνεχεία, όσο ισχυρότερη είναι η θέση της επιχείρησης στον ανταγωνισμό τόσο μεγαλύτερη είναι η ευχέρεια της για τη μείωση της διάρκειας των απαιτήσεών της. Στην αντίθετη περίπτωση, είναι αναγκασμένη να περιορίσει τις εισροές της μέσω μείωσης τιμών ή αύξησης του χρόνου των παρεχομένων πιστώσεων. Συνήθως, μια ασθενής θέση οφείλεται σε μη αποτελεσματική αξιοποίηση των παραγωγικών πόρων (αυξημένες αναλώσεις, κατώτερη ποιότητα κλπ), σε μη ικανοποιητική οργάνωση της λειτουργίας των πωλήσεων, σε έλλειψη των αναγκαίων κεφαλαιακών πόρων κλπ.

Επίσης, η διάρκεια των απαιτήσεων εξαρτάται από τις επιλογές της επιχείρησης αναφορικά με το μερίδιο αγοράς που επιθυμεί να αποκτήσει. Επί παραδείγματι, εάν η εταιρία αποβλέπει στην απόκτηση σημαντικής μερίδας σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, τότε κρίνεται αναγκαίο να δημιουργηθούν κίνητρα στους πελάτες για την υποκατάσταση των προϊόντων άλλων προμηθευτών από τα δικά της. Η παροχή πιστώσεων σημαντικής διάρκειας, η μείωση των τιμών, η βελτίωση της ποιότητας, η βελτίωση των όρων παράδοσης, η παροχή διευρυμένων εγγυήσεων καλής λειτουργίας (όπου απαιτούνται) κλπ, περιλαμβάνονται στα κίνητρα αυτά.

4.3.3 Ο Ταμειακός Κύκλος

Ο ταμειακός κύκλος μας δείχνει τον βαθμό στον οποίο μια εταιρία δύναται να μετατρέπει συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, όπως οι απαιτήσεις, σε ρευστά διαθέσιμα (Νιάρχος,

1997:69). Στο παρακάτω σχήμα βλέπουμε τον *ταμειακό κύκλο* μιας εταιρείας, ο οποίος αφορά στην χρονική περίοδο που μεσολαβεί από την ταμειακή εκροή συνεπεία προγενεστεράς αγοράς των πρώτων υλών μέχρι με την ταμειακή εισροή άμα τη εισπραξεί των εισπρακτέων λογαριασμών που δημιουργεί η πώληση του αγαθού (Σχήμα 4-3)



Σχήμα 4-5: Ο Ταμειακός Κύκλος μιας Εταιρείας

Πηγή: Ross (et al. 1998: 696)

Από το Σχήμα 4-2 βλέπουμε ότι προκειμένου να εκτιμήσουμε τον ταμειακό κύκλο της εταιρείας θα πρέπει να αφαιρέσουμε από τον λειτουργικό της κύκλο την *διάρκεια πίστωσης από τους προμηθευτές*

Η *διάρκεια πίστωσης από τους προμηθευτές* αναφέρεται στο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της παραλαβής των πρώτων υλών και της καταβολής του κόστους κτήσεως στους προμηθευτές τους. Με αυτό τον δείκτη βλέπουμε την δύναμη της εταιρείας να επιβάλλει τους όρους της στους προμηθευτές της (Γεωργόπουλος, 2005:234). Για την εύρεση του εν λόγω περιόδου εργαζόμαστε όπως και στην περίπτωση της περιόδου των εισπρακτέων λογαριασμών. Δηλαδή, διαιρούμε το μέσο επίπεδο των πληρωτέων λογαριασμών με το κόστος πωληθέντων (cost of goods sold) και πολλαπλασιάζουμε το αποτέλεσμα με το 365 (Ross et al. 1999: 697)

$$\text{Διάρκεια Πίστωσης από Προμηθευτές} = \frac{365 \times \text{Μ.Ο. Υποχρεώσεων προς Προμηθευτές}}{\text{Κόστος Πωληθέντων}} \quad 4.9$$

Στον πίνακα που ακολουθεί παραθέτουμε τα αποτελέσματα από την εκτίμηση της διάρκειας της πίστωσης από τους προμηθευτές της ANEK.

Πίνακας 4-11: Η Διάρκεια Πίστωσης από τους Προμηθευτές της ANEK, 2006-2009

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|--|---------|---------|---------|---------|--------|
| Σύνολο Υποχρεώσεων προς Προμηθευτές | 38.881 | 35.363 | 32.424 | 27.055 | 31.309 |
| Μέσο Ύψος Υποχρεώσεων προς Προμηθευτές | 37.122 | 33.894 | 29.740 | 29.182 | |
| Κόστος Πωλήσεων | 225.050 | 227.934 | 194.059 | 188.989 | |
| Διάρκεια Πίστωσης από Προμηθευτές (σε ημέρες) | 60,21 | 54,28 | 55,94 | 56,36 | |

Πηγή: Ετήσια Δελτία 2009, 2007 και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Η διάρκεια των πιστώσεων από τους προμηθευτές συνδέεται θετικά με τη ρευστότητα της εταιρίας (Γκλεζάκος, 2006: 86). Ως εκ τούτου όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια των απαιτήσεων από προμηθευτές, τόσο καλύτερη θεωρείται η ρευστότητα της επιχείρησης (και αντίστροφα). Όπως και στην περίπτωση της διάρκειας των απαιτήσεων, το μήκος της πιστωτικής περιόδου από τους προμηθευτές μιας εταιρίας εξαρτάται από τη γενικότερη οικονομική συγκυρία, τη φύση του ανταγωνισμού, το απόλυτο μέγεθος των αγορών και την προοπτική της συνεργασίας κατά προμηθευτή, τους στόχους του προμηθευτή (οι οποίοι καθορίζουν την πιστωτική πολιτική του) κλπ. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα κεφάλαια που εξοικονομούνται λόγω των πιστωτικών διευκολύνσεων που παρέχουν οι προμηθευτές, υποκαθιστούν αντίστοιχο δανεισμό ή

επιτρέπουν την επέκταση της δραστηριότητας της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να αποφέρουν οφέλη τα οποία βελτιώνουν την αποτελεσματικότητά της.

Έχοντας εκτιμήσει την διάρκεια των απαιτήσεων μιας εταιρίας, κατόπιν μπορούμε να εκτιμήσουμε τον ταμειακό κύκλο της. Στον Πίνακα 4-10 βλέπουμε ότι ο ταμειακός κύκλος της εταιρίας το 2009 ήταν είναι 57 ημερών. Αυτό σημαίνει ότι οι ταμειακές εισροές προέκυπταν μετά την παρέλευση 57 ημερών από την ημέρα της αρχικής ταμειακής εκροής.

Πίνακας 4-12: Ο Λειτουργικός και Ταμειακός Κύκλος της ANEK, 2006-2009

| (ποσά σε χιλ. ευρώ) | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (σε ημέρες) | 17,56 | 18,30 | 20,27 | 18,51 |
| Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων (σε ημέρες) | 100,11 | 94,80 | 106,14 | 104,84 |
| Λειτουργικός Κύκλος (σε ημέρες) | <i>117,67</i> | <i>113,10</i> | <i>126,41</i> | <i>123,34</i> |
| Διάρκεια Πίστωσης από Προμηθευτές (σε ημέρες) | 60,21 | 54,28 | 55,94 | 56,36 |
| Ταμειακός Κύκλος (σε ημέρες) | <i>57,46</i> | <i>58,82</i> | <i>70,47</i> | <i>66,98</i> |

Πηγή: υπολογισμοί του συγγραφέως

Η διαχείριση λοιπόν των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού (π.χ. η εφαρμοζόμενη πιστωτική πολιτική της εταιρίας, η παραγωγική διαδικασία, και η πολιτική απέναντι στους προμηθευτές) δημιουργεί εισροές και εκροές διαθέσιμων με τα εξής δυο χαρακτηριστικά.

Πρώτον, παρατηρείται σημαντικός ετεροχρονισμός μεταξύ των εν λόγω ροών, καθώς οι εκροές διαθέσιμων για την αγορά πρώτων υλών δεν συμπίπτουν με τις εισροές διαθέσιμων από την πώληση των τελικών προϊόντων. Αυτός ο ετεροχρονισμός ωθεί τις επιχειρήσεις προς τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό ή προς τη ρευστοποίηση των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων. Δεύτερον, εκ των πραγμάτων, ενυπάρχει μια αβεβαιότητα στην μελλοντική είσπραξη των απαιτήσεων κατά των πελατών, οι οποίες δημιουργούνται ένεκα της πιστωτικής πολιτικής που εφαρμόζει η εταιρία. Τέλος, δέον να τονιστεί το γεγονός ότι ο ταμειακός κύκλος δύναται να μεταβληθεί αλλάζοντας την περίοδο των αποθεμάτων, των εισπρακτέων λογαριασμών, και των πληρωτέων λογαριασμών

4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ

Υπάρχουν δυο βασικές μέθοδοι για την εκτίμηση του ρυθμού μεγέθυνσης μιας εταιρίας: (α) η ιστορική μέθοδος, και (β) η μέθοδος βασιζόμενη στα θεμελιώδη της εταιρίας.

Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα επικεντρωθούμε μόνο στα θεμελιώδη της εταιρίας προκειμένου να προβλέψουμε τον (μακροχρόνιο) ρυθμό των μερισμάτων της εταιρίας. Σύμφωνα λοιπόν με τα θεμελιώδη της εταιρίας, ο μακροχρόνιος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων g δύναται να εκτιμηθεί δια του γινομένου της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας και του ποσοστού των κερδών που επανεπενδύεται (Ross *et al.*, 1999: 106):

$$g = b \times ROE \quad 4.10$$

όπου

b : Το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών μετά από φόρους

ROE : Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων

Σε προηγούμενη ενότητα αναλύσαμε την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (βλέπε Πίνακα 4-1). Σε αυτό λοιπόν το σημείο θα αναλύσουμε το επανεπένδυσης των κερδών, το οποίο δύναται να υπολογιστεί ως ακολούθως

$$b = 1 - \left(\frac{P}{EPS} \frac{DPS}{P} \right) \quad 4.11$$

όπου

EPS : τα κέρδη ανά μετοχή

P : η τιμή της μετοχής

DPS : το μέρισμα ανά μετοχή

Συνεπώς, το ποσοστό επανεπένδυσης των κερδών μιας εταιρείας μπορεί να αναλυθεί σε συνάρτηση με το P/E της εταιρείας και την μερισματική της απόδοση (DPS/P).

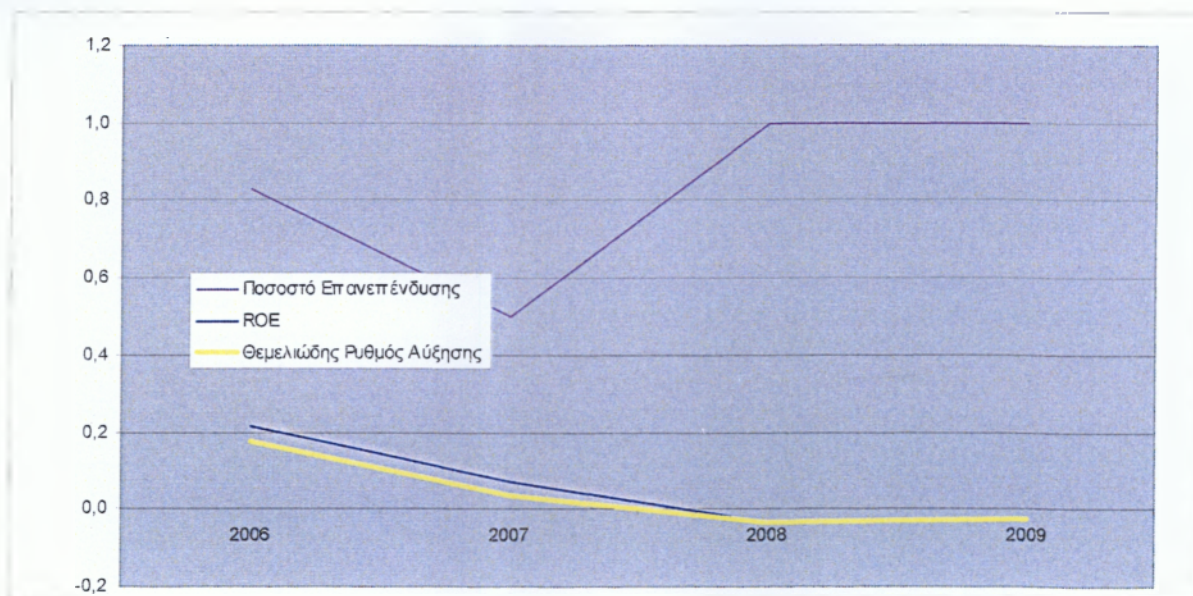
Στο παρακάτω πίνακα παραθέτουμε στοιχεία αναφορικά με την εκτίμηση του ποσοστού επανεπένδυσης της ANEK

Πίνακας 4-13: Ανάλυση του Ποσοστού Επανεπένδυσης των Κερδών της ANEK, 2005-2009

| ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΟΜΙΛΟΥ | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Κέρδη Ανά μετοχή | -0,0359 | -0,0365 | 0,1000 | 0,3470 | 0,1660 |
| Τιμή στις 31.12 | 0,64 | 0,82 | 2,29 | 1,09 | 0,90 |
| P/E | 0,00 | 0,00 | 22,90 | 3,13 | 5,41 |
| Μέρισμα ανά Μετοχή | 0,00 | 0,00 | 0,05 | 0,06 | 0,00 |
| Μερισματική Απόδοση | 0,00% | 0,00% | 2,18% | 5,53% | 0,00% |
| Ποσοτό Επανεπένδυσης | 1,00 | 1,00 | 0,50 | 0,83 | 1,00 |

Πηγή: Ναυτεμπορική (για τιμές μετοχής), Capital gr. (για μέρισμα ανά μετοχή), Ετήσια Δελτία 2009, 2007 και 2005 και υπολογισμοί του συγγραφέως

Το ποσοστό επανεπένδυσης δεν μπορούσε παρά να είναι ίσο με την μονάδα, καθώς λόγω των άσχημων αποτελεσμάτων η εταιρεία διένειμε μέρισμα μόνο στην χρήση του 2006 και στην χρήση του 2007. Ως εκ τούτου, η πορεία του θεμελιώδους ρυθμού μεγέθυνσης της εταιρείας διαμορφώθηκε κυρίως από την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της. Στο Σχήμα 4-5 βλέπουμε την διαχρονική εξέλιξη του θεμελιώδους ρυθμού μεγέθυνσης της εταιρείας.



Σχήμα 4-6: Ο Θεμελιώδης Ρυθμός Μεγέθυνσης της ANEK

Πηγή: Ross (et al. 1998: 696)

4.4.1 Τα Κέρδη Ανά Μετοχή

Τα κέρδη ανά μετοχή (earnings per share, EPS) θεωρούνται ως οι απολαβές των μετόχων.

Ο ορθός τύπος για τον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή είναι ο ακόλουθος (Γεωργόπουλος 2005, σελ.261)

$$EPS = \frac{\text{Κέρδη Μετα απο Φορους} - \text{Μερισματα Προνομιουχων Μετοχων}}{\text{Σταθμικος Μεσος Ορος Κοινων Μετοχων}} \quad 4.12$$

Σε αυτό το σημείο έχουμε να κάνουμε δυο επισημάνσεις. Πρώτον, επειδή ο παραπάνω αριθμοδείκτης εκφράζει το κέρδος που αποκομίζει ο μέτοχος των κοινών μετοχών από κάθε μετοχή του είναι καλό για τον υπολογισμό του, να λαμβάνεται υπ' όψιν το κέρδος μετά από φόρους.

Δεύτερον, θα πρέπει να χρησιμοποιείται ο σταθμικός μέσος όρος των μετοχών που υπάρχουν κατά τη διάρκεια μίας χρήσης αντί του αριθμού των μετοχών που υπάρχουν στο τέλος της

χρήσης, διότι η χρήση του αριθμού των μετοχών στο τέλος της χρήσης οδηγεί σε μείωση των κερδών ανά μετοχή, αν υπάρχει η έκδοση νέων μετοχών κατά τη διάρκεια μιας χρήσης και σε αύξηση των κερδών ανά μετοχή, αν υπάρχει εξαγορά μετοχών από την ίδια την εταιρεία. Συνεπώς, η έκδοση νέων μετοχών με αντάλλαγμα χρήματα ή είδος, τα οποία εισφέρονται στην επιχείρηση, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή από την ημερομηνία έκδοσης τους. Κατά τον ίδιο τρόπο, η εξαγορά μετοχών από την ίδια την επιχείρηση θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή από τη στιγμή εξαγοράς τους.

Αντίθετα, στην περίπτωση της πληρωμής μερίσματος με μετοχές ή στο «σπάσιμο» μετοχών οι οποίες δεν μεταβάλλουν την αξία του μετοχικού κεφαλαίου, θεωρούνται ότι αυξάνουν τον αριθμό των μετοχών που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή από την αρχή της χρήσης.

Η Χρήση του Δείκτη

Η σύγκριση του κέρδους ανά μετοχή μιας εταιρείας με το αντίστοιχο μιας άλλης, δεν αποτελεί μια χρήσιμη πληροφορία όσον αφορά την εταιρική αποδοτικότητα της, καθότι μια εταιρεία μπορεί να έχει μεγάλο αριθμό μετοχών χαμηλής αξίας ή μικρό αριθμό μετοχών υψηλότερης αξίας. Επίσης μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει τον αριθμό των υπό έκδοση μετοχών και έτσι να διαφοροποιήσει το κέρδος ανά μετοχή. Επομένως δεν μπορούμε να πούμε ότι μία εταιρεία με κέρδη ανά μετοχή 20 ευρώ είναι καλύτερη από μια άλλη με αντίστοιχο δείκτη 15 ευρώ.

Μας είναι όμως χρήσιμη, η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής του δείκτη διαχρονικά γιατί μας δίνει πληροφορίες για την πρόοδο της επιχείρησης. Η αύξηση ή μείωση των κερδών επηρεάζει έντονα την τιμή της μετοχής, γι' αυτό και πολλές ετήσιες εκθέσεις διοικητικών συμβουλίων προς την γενική συνέλευση των μετόχων, την συμπεριλαμβάνουν μεταξύ των βασικών τους στόχων.

4.4.2 Η Τιμή προς Κέρδη Ανά Μετοχή

Ο δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) έχει διαφορετικές εκδοχές ανάλογα με τον τρόπο που ορίζονται τα δυο συστατικά στοιχεία του, δηλαδή η τιμή της μετοχής και τα κέρδη ανά μετοχή.

Έτσι από τη μία, η τιμή ανά μετοχή μπορεί να σημαίνει

- Την τρέχουσα τιμή της μετοχής
- Τη μέση χρηματιστηριακή τιμή κατά τη διάρκεια του έτους

Ενώ από την άλλη, τα κέρδη τα κέρδη ανά μετοχή δύνανται να υπολογιστούν με μια από τις παρακάτω μεθόδους:

- Τα κέρδη ανά μετοχή της πιο πρόσφατης χρήσης.
- Τα κέρδη ανά μετοχή των 12 προηγούμενων μηνών (trailing PE)
- Τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή για το επόμενο έτος
- Τα προσδοκώμενα κέρδη ανά μετοχή για κάποιο μελλοντικό έτος

Σε αυτό το σημείο, θα προσπαθήσουμε να αποδείξουμε τη σχέση μεταξύ του δείκτη P/E και της καθαρής παρούσας αξίας των αναπτυξιακών ευκαιριών (growth opportunities).

Γενικά, δύο εταιρίες που παρουσιάζουν την ίδια κερδοφορία πρέπει να αποτιμηθούν διαφορετικά εάν κάποια εξ αυτών έχει περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης από άλλη, δεδομένου ότι ο επενδυτής που τοποθετείται σε μια μετοχή αγοράζει και το τρέχον εισόδημα της εταιρίας αλλά και τις ευκαιρίες ανάπτυξης που ενδεχομένως αυτή να παρουσιάσει στο εγγύς ή στο μακρινό μέλλον. Ας λοιπόν φανταστούμε μια εταιρία με σταθερά κέρδη ανά μετοχή στο διηνεκές, η οποία έχει αποφασίσει να μην αναλάβει οποιεσδήποτε νέες ευκαιρίες επένδυσης. Επιπλέον, η εν λόγω εταιρία καταβάλλει όλα τα μετά τους φόρους κέρδη της (E) στους μετόχους ως μερίσματα (D):

$$E_t = D_t$$

Εάν η παραπάνω εταιρία έχει N μετοχές σε κυκλοφορία, τότε τα κέρδη της ανά μετοχή (EPS) θα πρέπει να είναι

$$EPS_t = \frac{E_t}{N} = \frac{D_t}{N}$$

Η αναμενόμενη απόδοση μιας τέτοιας μετοχής πρέπει να ισούται με την μερισματική της απόδοση

$$r = \frac{E_t}{P_t} = \frac{D_t}{P_t}$$

και σύμφωνα με τον τύπο για την αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου με σταθερά κέρδη στο διηνεκές, η δίκαιη αξία αυτής της μετοχής θα πρέπει να είναι:

$$P = \frac{EPS_t}{r} = \frac{DPS_t}{r}$$

Πολλές εταιρίες, ωστόσο, παρουσιάζουν ευκαιρίες για ανάπτυξη, δηλαδή ευκαιρίες για να αναλάβουν κερδοφόρα επενδυτικά προγράμματα, τα οποία αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό μέρος της εταιρικής αξίας. Ως εκ τούτου θα ήταν ανόητο να αφήσουν τα εν λόγω προγράμματα προκειμένου να διανεμηθούν όλα τα κέρδη τους ως μερίσματα στους μετόχους τους.

Συγκεκριμένα, ας υποθέσουμε ότι μιας εταιρία έχει τη δυνατότητα να αναλάβει ένα επενδυτικό πρόγραμμα. Έτσι λοιπόν κατά την περίοδο $t = 0$ η εταιρία αποφασίζει να διακρατήσει ολόκληρο μέρισμα της επόμενης περιόδου $t = 1$, $D_1 = E_1$, προκειμένου να το επενδύσει στο εν λόγω επενδυτικό πρόγραμμα. Στην περίοδο $t = 2$, και σε κάθε επόμενη περίοδο, τα κέρδη θα αυξηθούν κατά g_E , δηλαδή θα ανέλθουν, στα $E_t = E_1(1 + g_E)$ όπου $t = 2, 3, \dots$ δηλαδή τα κέρδη της εταιρίας θα αυξηθούν, σε απόλυτους αριθμούς, κατά $E_1 g_E$.

Συνεπώς, η καθαρή παρούσα αξία, την περίοδο 1, NPV_1 , την οποία δημιουργεί το επενδυτικό πρόγραμμα υπολογίζεται ως εξής:

$$NPV_1 = -E_1 + \frac{g_E E_1}{r}$$

Και επομένως η τρέχουσα αξία της εταιρίας, δηλαδή η αξία της εταιρίας την χρονική στιγμή 0, θα πρέπει να ισούται με την κεφαλαιοποιημένη αξία των, εν απουσία ευκαιριών ανάπτυξης, προσδοκώμενων κερδών, E_0 / r , και την παρούσα αξία των ευκαιριών ανάπτυξης:

$$\frac{E_0}{r} + \frac{NPV_1}{1+r}$$

άρα η τιμή της μετοχής κατά την χρονική στιγμή 0 θα πρέπει να διαμορφωθεί ως εξής:

$$P_0 = \frac{EPS_0}{r} + \frac{NPV_1 / N}{1+r}$$

Κατά συνέπεια, η τιμή μιας μετοχής μπορεί να ιδωθεί ως η συνισταμένη δυο μεταβλητών. Η πρώτη στηρίζεται στην αξία της εταιρίας, η οποία απλά διανέμει όλα τα κέρδη της στους μετόχους, ενώ η δεύτερη μεταβλητή αντιπροσωπεύει την πρόσθετη αξία που δημιουργείται εάν η εταιρία διακρατεί μέρος των κερδών της προκειμένου χρηματοδοτήσει νέα επενδυτικά προγράμματα.

Τέλος, λύνοντας ως προς τον δείκτη P/E έχουμε:

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \frac{1}{r} + \frac{\gamma}{EPS_0} \quad 4.13$$

όπου

$$\gamma = \frac{NPV_1 / N}{1+r}$$

Η παραπάνω σχέση να βοηθά να καταλάβουμε τον λόγο για τον οποίο οι μετοχές εταιριών υψηλής τεχνολογίας, για τις οποίες η αγορά εκτιμά ότι έχουν σημαντικότερες ευκαιρίες ανάπτυξης, (δηλαδή υψηλό NPV_1 και κατ' επέκταση υψηλό γ) διαπραγματεύονται συνήθως σε πολύ υψηλά P/E, ενώ οι εταιρίες με τις χαμηλές προοπτικές ανάπτυξης διαπραγματεύονται σε χαμηλότερα πολλαπλάσια.

Ωστόσο, με βάση πάντοτε τις προηγούμενες παρατηρήσεις, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι για μια μετοχή με υψηλό P/E, εάν τα υψηλά ποσοστά ανάπτυξης δεν υλοποιηθούν τότε αυτό ενδέχεται να προκαλέσει μεγάλη πτώση στην τιμή της μετοχής. Από την άλλη, για μια μετοχή με χαμηλό P/E, η μη σωστή εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της εταιρίας μπορεί να δημιουργήσει τεράστιες περιουσίες.

4.4.3 Η Μερισματική Πολιτική

Σύμφωνα με τους Modigliani και Miller (1961) η αξία του ενεργητικού μιας επιχείρησης (ήτοι η τρέχουσα χρηματιστηριακή της αξία) δεν επηρεάζεται από την υφιστάμενη πολιτική μερισμάτων αυτής αλλά μάλλον από τις μελλοντικές προοπτικές κερδοφορίας της όπως αυτές υπαγορεύονται από την πολιτική επενδύσεων και τον βαθμό του επιχειρηματικού της κινδύνου. Οι προεκτάσεις της παραπάνω θεωρίας για την πολιτική μερισμάτων μιας εταιρίας είναι πολύ σημαντικές, καθώς πολύ απλά αναγκάζει τις εταιρίες να στραφούν περισσότερο προς την τοποθέτηση των κεφαλαίων και κερδών τους σε αποδοτικές επενδύσεις που με τη σειρά τους θα αποφέρουν κεφαλαιακά κέρδη στους μετόχους, παρά στην διανομή μερισμάτων. Βεβαίως, ορισμένες από τις βασικότερες υποθέσεις της παραπάνω θεώρησης αφορούν την απουσία φόρων εισοδήματος και την αδιαφορία των επενδυτών αναφορικά με την είσπραξη ή μη μερίσματος ή κεφαλαιακών κερδών.

Σε μια Ανώνυμη Εταιρία, η περιουσία της επιχείρησης ενσωματώνεται σε τίτλους, τις μετοχές, τις οποίες φέρουν οι κάτοχοί τους, οι μέτοχοι. Κάθε εταιρία επιθυμεί να βελτιώνει συνεχώς την περιουσιακή θέση των μετόχων της και να τους ικανοποιεί είτε μέσω της παροχής σε αυτών μερισμάτων (μερίδιο από τα καθαρά κέρδη), είτε μέσα από την παροχή κεφαλαιακών κερδών.

Συνεπώς, τα υπό των επιχειρήσεων διανεμόμενα μερίσματα για αρκετούς επενδυτές ίσως να αποτελούν βασικό κριτήριο για την αγορά μετοχών. Πράγματι, υπάρχουν αρκετοί μέτοχοι που επενδύουν σε μια μετοχή πρωταρχικά για να διασφαλίσουν την είσπραξη ενός τακτικού εισοδήματος από μερίσματα. Με άλλα λόγια, επειδή δεν διανέμονται όλα τα εταιρικά κέρδη προς τους μετόχους και αυτό που έχει σημασία είναι τι εισρέει στα χαρτοφυλάκια των τελευταίων, θα πρέπει να εξεταστεί (πέραν των κερδών ανά μετοχή) και η μερισματική πολιτική της εταιρίας.

Η μερισματική πολιτική μιας εταιρίας εν πολλοίς είναι δυνατόν να ιδωθεί ως ένα είδος πρόγνωσης για την πορεία της εταιρικής κερδοφορίας. Σε γενικές γραμμές η ανάλυση της μερισματικής πολιτικής μιας εταιρίας συνίσταται στην εξέταση δυο επί μέρους παραγόντων: (α) του ποσοστού αποπληρωμής μερίσματος και γ) της μερισματικής απόδοσης.

Το Ποσοστό Αποπληρωμής του Μερίσματος

Το ποσοστό αποπληρωμής του μερίσματος (ΠΑΜ) εξετάζει τη σχέση του μερίσματος ανά μετοχή ως ποσοστό του κέρδους ανά μετοχή

$$\text{ΠΑΜ} = \frac{\text{Μερίσμα ανα Μετοχη}}{\text{Κέρδη ανα Μετοχη}}$$

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει την αναλογία του κέρδους από τακτικές δραστηριότητες που είναι διαθέσιμο για διανομή στους μετόχους, άρα και το ποσοστό του κέρδους που θα παραμείνει στην επιχείρηση για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης της. Τα διακρατούμενα κέρδη αποτελούν μία σημαντική πηγή κεφαλαίου για τις περισσότερες επιχειρήσεις και γι' αυτό το ποσοστό αποπληρωμής τους μερίσματος μπορεί σε κάποιες περιπτώσεις να είναι αρκετά χαμηλό.

Σημαντική επίσης πληροφορία παρέχει η εξέταση της διαχρονικής μεταβολής του παραπάνω δείκτη. Για παράδειγμα εάν από τον ένα χρόνο στον άλλο η κάλυψη των μερισμάτων σημειώσει σοβαρή πτώση σημαίνει ότι τα κέρδη της επιχείρησης έχουν μειωθεί αλλά η διοίκηση επιθυμεί να πληρώσει τουλάχιστον το ίδιο με τον προηγούμενο χρόνο μέρισμα, προκειμένου να ικανοποιήσει τις προσδοκίες των μετόχων.

Η Μερισματική Απόδοση

Η μερισματική απόδοση (dividend yield, DY) προκύπτει από την διαίρεση του μερίσματος ανά μετοχή με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής

$$\text{DY} = \frac{\text{Μερίσμα ανα Μετοχη}}{\text{Τιμή Μετοχης}}$$

Ελέχθη προηγουμένως, ότι μερικές εταιρείες μοιράζουν συγκριτικά μικρά μερίσματα και επενδύουν τα κέρδη ξανά στην επιχείρηση με σκοπό την ανάπτυξη. Αν η αγορά εμπιστεύεται τέτοιου είδους προοπτικές για την ανάπτυξη της εταιρείας, τότε οι μετοχές των εν λόγω εταιριών της θα διατηρήσουν μία σχετικά υψηλή τιμή αγοράς και επομένως θα περιμένουμε να δούμε *μία χαμηλή μερισματική απόδοση και έναν υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E)*. Άλλες εταιρείες προτιμούν μία σταθερή μερισματική απόδοση με δείκτη μερίσματος ανά μετοχή στο ίδιο ή και καλύτερο επίπεδο σε σχέση με το προηγούμενο έτος ώστε να παρουσιάζουν σταθερό 3ο βαθμό ανάπτυξης. Όταν τα κέρδη θα είναι χαμηλά αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την χαμηλή μερισματική κάλυψη και αν η αγοραία τιμή επηρεάζεται από το χαμηλό κέρδος το αποτέλεσμα θα είναι μία υψηλή μερισματική απόδοση.

Τέλος, ορισμένες εταιρείες ακολουθούν την τακτική, λιγότερα αδιανέμητα κέρδη, περισσότερα μερίσματα. Το γεγονός αυτό παρουσιάζει μια σταθερά χαμηλή μερισματική απόδοση από έτος σε έτος.

Πίνακας 4-14: Η Μερισματική Απόδοση της ANEK, 2005-2009

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Μέρισμα ανά Μετοχή | 0,00 | 0,00 | 0,05 | 0,06 | 0,00 |
| Τιμή στις 31.12 | 0,64 | 0,82 | 2,29 | 1,09 | 0,90 |
| Μερισματική Απόδοση | 0,00% | 0,00% | 2,18% | 5,53% | 0,00% |

Πηγή: Ναυτεμπορική (για τιμές μετοχής), Capital.gr. (για μέρισμα ανά μετοχή), και υπολογισμοί του συγγραφέως

5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρουσία της εταιρείας είναι έντονη κυρίως στις γραμμές του εξωτερικού. Πράγματι, η ANEK στην Ελληνική Αγορά μεταφορά επιβατών έρχεται τρίτη με ποσοστό 10% (πρώτη είναι η Hellenic Seaways με 50% και δεύτερη η Blue Star Ferries με 25%), ενώ στην Αδριατική μαζί με τις Attica Group και τις Μινωϊκές ελέγχουν η κάθε μια το 30% τις επιβατικής κίνησης.

Σε αυτή την εργασία είδαμε ότι η ANEK κατά την χρήση του 2008 αύξησε την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της λόγω της αύξησης της κερδοφορίας της, σε επίπεδο καθαρού περιθωρίου, και λόγω της αποτελεσματικότερης διαχείρισης των στοιχείων του ενεργητικού της. Με την σειρά της η ενίσχυση της εταιρική κερδοφορίας προήλθε από την βελτίωση του λειτουργικού περιθωρίου και μείωση του καθαρού χρηματοοικονομικού της κόστους. Συνεπώς, η ANEK ελέγχοντας τις λειτουργικές δαπάνες (σε σχέση με τα έσοδα της) και μειώνοντας την χρηματοοικονομική της μόχλευση (πτώση του πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων από 6,37 φορές το 2007 στις 5,45 φορές στο 2007) μπόρεσε να ενισχύσει την αποδοτικότητα της. Η δε πτώση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αντικατοπτρίστηκε στην μείωση του *βαθμού της χρηματοοικονομικής μόχλευσης* της εταιρείας.

Το γεγονός ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της ANEK, κατά την περίοδο 2007-2008, ήταν κατά μέσο όρο 2,5 φορές υψηλότερη από την αντίστοιχη αποδοτικότητα Vodafone, δεν θα πρέπει να εντυπωσιάζει, διότι όπως είδαμε αυτή η διαφορά στηρίχθηκε στην κατά 4,22 φορές υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση που είχε η πρώτη σε σχέση με την δεύτερη.

Η βελτίωση της αποδοτικότητας της εταιρείας καθώς και το υψηλό της αποδοτικότητας επετεύχθησαν εις βάρος της ρευστότητας, καθώς αφ' ενός μεν οι δείκτες ρευστότητας της εταιρείας (δηλαδή ο δείκτης γενικής ρευστότητας και ο δείκτης ειδικής ρευστότητας) μειώθηκαν κατά την περίοδο 2007-2008, αφ' ετέρου δε οι παραπάνω δείκτες διαμορφώθηκαν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Από τα παραπάνω λοιπόν συμπεραίνουμε ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ANEK αυξήθηκαν με υψηλότερο ρυθμό (66,89%), από ό,τι τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (21,75%).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2009). *Ετήσια Μελέτη Για Την Ελληνική Ακτοπλοΐα*. Ιούνιος
2. ΧRTC Σύμβουλοι Επιχειρήσεων (2008). *Ετήσια Μελέτη Για Την Ελληνική Ακτοπλοΐα*. Ιούνιος
3. Αθανασόπουλος, Κ., Γεωργόπουλος Α., και Μπελλάς, Αθ. (2007). *Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Πανεπιστήμιο Πατρών.
4. ANEK Lines (2010). *Ετήσιο Δελτίο 2009*.
5. ANEK Lines (2010β). *Όμιλος ANEK*. http://web.anek.gr/portal/page/portal/ANEK_prod/Corporate_Information/Company_Profile/Affiliated_Companies
6. Γεωργόπουλος, Χ. (2005). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Ελληνική Ακαδημία Διοίκησης Επιχειρήσεων
7. Γκλεζάκος, Μ. (2006). *Εισαγωγή στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάστασης των Επιχειρήσεων*. Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης.
8. Νιάρχος, Ν. (1997). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. 5^η έκ. Αθήνα: εκδόσεις Σταμούλης

Ξενόγλωσση

9. Levy, H. and Sarnat, M. (1990). *Capital Investment and Financial Decisions*. 4th ed. Prentice Hall.
10. Miller, M. and Modigliani, F. (1961). "Dividend Policy, Growth And The Valuation 20 Of Shares." *Journal of Business*, 34: 411-33.
11. Reilly, F. and Norton, E. (2006). *Investments*. 7th ed. Thomson, South-Western.
12. Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5th ed..

Irwin/McGraw-Hill