



**ΑΝΟΙΚΤΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΥΠΡΟΥ**

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

**ΑΝΑΛΥΣΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΔΕΙΚΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ
ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ**

Πασχάλη Θεοφανεία Ιωάννα

A.M. 11000769

Επιβλέπων Καθηγητής:
Δρ. Δημοσθένης Λ. Χέβας

Αθήνα, Μάιος, 2013

Περιεχόμενα

Περίληψη στην Ελληνική.....	4
Περίληψη στην Αγγλική - Abstract.....	5
1. Εισαγωγή.....	6
1.1. Προσδιορισμός του προβλήματος.....	6
1.2. Σκοπός της Διατριβής.....	6
1.3. Θέση της Διατριβής.....	7
1.4. Προτεινόμενη Μεθοδολογία	7
1.5. Συνοπτική Παρουσίαση Κεφαλαίων	7
2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση.....	8
2.1. Γενικά.....	8
2.2. Χρήση των αριθμοδεικτών ως Εργαλεία Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	9
2.2.1. Χρησιμότητα	9
2.2.2. Περιορισμοί, Προβλήματα και Κίνδυνοι Υπολογισμού.....	12
2.3. Βασικοί Αριθμοδείκτες	14
2.3.1. Δείκτες Αποδοτικότητας και Κερδοφορίας- Profitability Ratios	15
2.3.2. Δείκτες Αποτελεσματικότητας- Efficiency Ratios	21
2.3.3. Δείκτες ρευστότητας- Liquidity Ratios	22
2.3.4. Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης- Financial Gearing Ratios	24
3. Ο κλάδος της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα και η συνεισφορά του στη οικονομία	26
3.1. Οι προοπτικές του κλάδου της κινητής τηλεφωνίας	28
3.2. Οι Εταιρείες Κινητής Τηλεφωνίας στην Ελλάδα	30
3.2.1. WIND Ελλάς	30
3.2.2. Vodafone	31
3.2.3. Cosmote.....	32
4. Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Εταιρειών Κινητής Τηλεπικοινωνίας	34
4.1. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αποδοτικότητας - Κερδοφορίας.....	34
4.1.1 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους.....	34
4.1.2. Μεικτό Περιθώριο Κέρδους.....	35
4.1.3. Περιθώριο Κερδών προ Φόρων, Χρηματοοικονομικών Αποτελεσμάτων και Αποσβέσεων (Περιθώριο EBITDA)	36
4.1.4. Περιθώριο Κερδών προ Φόρων και Χρηματοοικονομικών Αποτελεσμάτων (Περιθώριο Λειτουργικών Κερδών – Περιθώριο EBIT)	37
4.1.5. Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)	39
4.1.6. Δείκτης Αποδοτικότητας των Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROCE)	40

4.1.7. Δείκτης Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	42
4.2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αποτελεσματικότητας	43
4.2.1. Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων – Μέρη	43
4.2.2. Δείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	45
4.2.3. Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	46
4.3. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Ρευστότητας	47
4.3.1. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	47
4.3.2. Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας	48
4.3.3. Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας	49
4.3. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Χρέους ή Μόχλευσης	50
4.3.1. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Οικονομικής Μόχλευσης – Gearing Ratio	50
4.3.2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Δείκτης καθαρού χρέους προς κέρδη, προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων	52
5. Συμπεράσματα	53
Βιβλιογραφία	55
Παράρτημα	60

Λίστα Πινάκων - Γραφημάτων

Πίνακας 1 Εξεταζόμενοι Δείκτες	15
Γράφημα 2 Επενδύσεις Εταιρειών Κινητής Τηλεφωνίας ως Ποσοστό Εσόδων	27
Γράφημα 3 Διείσδυση Mobile Broadband στην Ε.Ε.	28
Γράφημα 4 Διείσδυση 3G Καρτών Δεδομένων	29
Γράφημα 5 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	34
Γράφημα 6 Μεικτό Περιθώριο Κέρδους	35
Γράφημα 7 Περιθώριο EBITDA	36
Γράφημα 8 Περιθώριο EBIT	37
Γράφημα 9 Αποδοτικότητα Ενεργητικού	39
Γράφημα 10 Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων	40
Γράφημα 11 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	42
Γράφημα 12 Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων	43
Γράφημα 13 Ταχύτητα Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	45
Γράφημα 14 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	46
Γράφημα 15 Γενικής Ρευστότητας	47
Γράφημα 16 Ειδικής Ρευστότητας	48
Γράφημα 17 Ταμειακής Ρευστότητας	49
Γράφημα 18 Μόχλευσης	50
Γράφημα 19 Καθαρός Δανεισμός / EBITDA	52

«Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Δεικτών Ελληνικών Εταιρειών Κινητής Τηλεπικοινωνίας»

Περίληψη στην Ελληνική

Ο εξαιρετικά μεγάλος αριθμός των επιχειρήσεων σε παγκόσμιο επίπεδο, σε συνδυασμό με την πολυπλοκότητα των αλληλεπιδράσεων των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων, έχουν οδηγήσει στη αύξηση των εμπλεκόμενων, με αυτές τις εταιρείες, μερών, η οποία με τη σειρά της επέτεινε την ανάγκη ύπαρξης ενός μηχανισμού, ικανού να βοηθήσει στην ορθή αναγνώριση, κατανόηση και χαρτογράφηση όλων αυτών των δυνάμεων αλληλεπίδρασης. Με το πέρασμα των χρόνων και την εξέλιξη των οικονομικών δεδομένων, η χρηματοοικονομική ανάλυση έχει καθιερωθεί ως ο πιο διαδεδομένος μηχανισμός ικανοποίησης της συγκεκριμένης ανάγκης.

Μια κατάλληλη χρηματοοικονομική ανάλυση μπορεί να αποτελέσει ένα ικανότατο εργαλείο στα χέρια των σχετιζόμενων μερών μιας επιχείρησης. Δύναται να αναγνωρίσει οικονομικά χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης και να καταδείξει πιθανά προβλήματα ή ευκαιρίες. Το βασικό εργαλείο μιας χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες.

Η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία αποτελεί μια χρηματοοικονομική προσέγγιση στον κλάδο των κινητών τηλεπικοινωνιών της Ελλάδας, την τελευταία πενταετία, εμπεριέχοντας τόσο έτη οικονομικής ανάπτυξης, όσο και έτη οικονομικής ύφεσης. Το σύνολο των οικονομικών στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν στα πλαίσια της παρούσας εργασίας προέρχονται από τα πιο πρόσφατα και επισήμως ανακοινώσιμα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών, δημοσιευμένα μέσω ισολογισμών και οικονομικών καταστάσεων στον ελληνικό τύπο. Με αυτό τον τρόπο περιορίστηκε ο κίνδυνος επεξεργασίας αναξιόπιστων δεδομένων από κάποια από τις τρεις προς εξέταση εταιρείες, Cosmote, Vodafone και Wind.

Σημαντικός παράγοντας για την επιλογή των τελικών χρηματοοικονομικών δεικτών, αποτέλεσε το γεγονός πως μια χρηματοοικονομική ανάλυση δεικτών οφείλει να παρέχει ολοκληρωμένη εικόνα της οικονομικής κατάστασης μια επιχείρησης στα βασικά εμπλεκόμενα μέρη – ως τέτοια, στα πλαίσια της παρούσης θεωρήθηκαν κυρίως επενδυτές, υφιστάμενοι και εν δυνάμει, πιστωτές και δανειστές.

Τα τελικά συμπεράσματα της ανάλυσης καταδεικνύουν το ιδιαίτερος ανταγωνιστικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι ελληνικές εταιρείες κινητής τηλεπικοινωνίας και θα μπορούσαν να αποτελέσουν το εφελτήριο σημείο μιας μελλοντικής κλαδικής έρευνας.

«Financial Ratio Analysis of Greek Mobile Companies»

Περίληψη στην Αγγλική - Abstract

The enormous amount of corporations, combined to the complexity of the interaction impact caused by their operating activities, has created a significant number of stakeholders that are involved with these companies. That stakeholders' growth has led to a dramatic increase of the need of developing a proper interpretation mechanism in order to enable all stakeholders to identify, comprehend and map the dynamics of the consequences that these corporations force to the economy and the society; through time financial analysis has been established as one of the most widely accepted interpretation mechanisms.

A proper financial analysis of a firm is a very useful tool in the hands of all stakeholders related to the company. It can be used to identify problems and opportunities within a firm and is the best mean to provide insights into an organization. The basic tools of conducting a proper financial analysis are ratios.

This paper is a contextualized financial analysis of the sector of mobile industry in Greece during the last five financial years, amid the worst financial turbulences that Greek economy has faced. All financial data have been collected by the latest official releases of all three Greek mobile corporations – Cosmote, Vodafone, and Wind- in an effort to mitigate the risk of processing unreliable data and to secure the highest possible level of reliability.

The perspective that a proper financial analysis should be able to provide a solid view of the economic status of a company imposed the rationale that led to the examination of specific basic ratios. Finally investors and lenders / creditors were considered as basic stakeholders in the context of this paper.

The final findings of the current analysis outline the highly demanding business environment that Greek mobile companies operate in and could be an indicative point of reference for any other sector analysis.

1. Εισαγωγή

1.1. Προσδιορισμός του προβλήματος

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε πρωτοφανή οικονομική ύφεση. Η οικονομική κρίση ξεκίνησε από το εξωτερικό το 2007 με 2008, αλλά στη συνέχεια συνδυάστηκε με μακροχρόνια δημοσιονομικά και διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, από το τέλος του 2009 η ευρωπαϊκή οικονομία ανακάμπτει ενώ η ελληνική οικονομία βυθίζεται σε μεγαλύτερη ύφεση. Σωρευτικά το ΑΕΠ της Ελλάδας έως το 2011 (τελευταίο έτος εξεταζόμενης περιόδου), είχε ήδη μειωθεί κατά 12,5% από το υψηλότερο σημείο του. Η κατάσταση αυτή έχει άμεσο αντίκτυπο και στο κλάδο κινητών τηλεπικοινωνιών, ο οποίος αντιμετωπίζει ένα δυσμενές επενδυτικό περιβάλλον. Ο συγκεκριμένος κλάδος υφίσταται περίπου μια εικοσαετία, αλλά υπήρξε από τους πιο δυναμικούς τα πρώτα δεκαπέντε έτη της πορείας του, έχει μετατραπεί τα τελευταία χρόνια σε φθίνοντα κλάδο. Το γεγονός ότι ο κλάδος κινητών τηλεπικοινωνιών υφίσταται κάτω από ένα δυσμενές οικονομικό κλίμα στην Ελλάδα, έχει ως αποτέλεσμα την απόκλισή του από την Ευρώπη. Έτσι, ενώ στην Ευρώπη ο κλάδος παρουσιάζει σταθερότητα, στην Ελλάδα η μείωση του ΕΒΙΤΑ ξεπερνάει το 16%. Έχει, παρόλο αυτές τις δυσκολίες, τη δυνατότητα να ξαναγίνει δυναμικός και να συνεισφέρει στην ανάπτυξη της χώρας. Προκαλεί επομένως το ενδιαφέρον μια χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιρειών του κλάδου, της τελευταίας πενταετίας.¹

1.2. Σκοπός της Διατριβής

Η παρούσα έρευνα επιθυμεί να αποτελέσει μια χρηματοοικονομική ανάλυση των Ελληνικών Εταιρειών Παροχής Υπηρεσιών Κινητής Τηλεφωνίας, Wind Hellas, Vodafone και Cosmote. Η εξεταζόμενη περίοδος αφορά το χρονικό διάστημα από το έτος 2007 μέχρι και το έτος 2011, τελευταία χρονιά κατά την οποία ήταν διαθέσιμα τα επίσημα οικονομικά στοιχεία και των τριών εταιρειών, κατά την διάρκεια συγγραφής της έρευνας. Βασικός σκοπός είναι η συγκριτική ανάλυση και σύνοψη της θέσης και της εξέλιξης των εταιρειών αυτών στην ελληνική οικονομία, μέσα από τον υπολογισμό και την παρουσίαση των αποτελεσμάτων των χρηματοοικονομικών δεικτών που εξετάζονται.

Επιπροσθέτως, η παρούσα εργασία προσπαθεί να επιτύχει μια ευρύτερη απήχηση, προάγοντας τα αποτελέσματα της ως ένα πιθανό εργαλείο, τόσο σε υφιστάμενους ή εν δυνάμει πιθανούς επενδυτές, σχετικά με την επένδυση σε κάποια από τις εξεταζόμενες

¹ ΕΕΚΤ, 2011, <http://www.eekt.gr/LinkClick.aspx?fileticket=fCG0v1rXucc%3D&tabid=36>

επιχειρήσεις, όσο και σε πιθανούς πιστωτές και δανειστές – όπως προμηθευτές ή τράπεζες-οι οποίοι θα μπορούσαν να εξετάσουν και να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα των εταιρειών αυτών. Τέλος, γίνεται η προσπάθεια απεικόνισης της αγοράς της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα και δίδεται η συνοπτική περιγραφή τόσο των εταιρειών που εξετάζονται όσο και των προϊόντων και υπηρεσιών που αυτές παρέχουν.

1.3. Θέση της Διατριβής

Οι τρεις εταιρείες παροχής υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας δεν παρέμειναν ανεπηρέαστες από τα έτη ύφεσης της ελληνικής οικονομίας, κατά το χρονικό διάστημα που εξετάζουμε. Συνοπτικά, η Cosmote και η Vodafone έχουν το προβάδισμα, ενώ ως η πιο αδύναμη παρουσιάζεται η Wind.

1.4. Προτεινόμενη Μεθοδολογία

Η συγκεκριμένη διατριβή αποτελείται από το θεωρητικό μέρος και σε συνέχεια από την εμπειρική ανάλυση. Αρχικά μέσα από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, θα παρουσιαστεί το θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο θα αποτελέσει το βασικό εργαλείο, ώστε να εξεταστούν τα δεδομένα που έχουν χρησιμοποιηθεί. Στο εμπειρικό μέρος, τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την παρούσα χρηματοοικονομική ανάλυση, προήλθαν από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς που έχουν αναρτηθεί επισήμως από τις εταιρείες κινητής τηλεφωνίας και από οικονομικές τους εκθέσεις, όπου ήταν αυτές διαθέσιμες, διασφαλίζοντας έτσι την πιστότητά τους. Επιπλέον, παρατίθενται γραφήματα, τα οποία αποτυπώνουν τα αποτελέσματα του υπολογισμού των χρηματοοικονομικών δεικτών, για τον υπολογισμό των οποίων χρησιμοποιήθηκε το excel.

1.5. Συνοπτική Παρουσίαση Κεφαλαίων

Η διατριβή διαχωρίζεται σε πέντε κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια γενική αναφορά για τον σκοπό της διατριβής, καθώς και την σπουδαιότητα της συγκεκριμένης εμπειρικής έρευνας. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο, μέσω ανασκόπησης της βιβλιογραφίας, αρθρογραφίας και διαδικτύου. Συγκεκριμένα, γίνεται αρχικά μια γενική θεωρητική αναφορά πάνω στον όρο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και ακολουθεί μια

αναλυτική περιγραφή των χρηματοοικονομικών δεικτών που θα χρησιμοποιηθούν στο εμπειρικό μέρος.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση του κλάδου της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα, περιέχοντας και κάποια γενικά οικονομικά στοιχεία. Εν συνεχεία, γίνεται μια γενική περιγραφή των εταιρειών του κλάδου, Wind Hellas, Vodafone και Cosmote. Το τέταρτο κεφάλαιο, που αφορά την εμπειρική έρευνα, περιέχει τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα των προαναφερθεισών εταιρειών, καθώς και την μεταξύ τους σύγκριση. Για την ομαλότερη έκβαση της ανάλυσης, τα αποτελέσματα έχουν απεικονιστεί πάνω σε γραφήματα και η παρουσίαση γίνεται ανά χρηματοοικονομικό δείκτη που υπολογίστηκε.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, παρατίθενται τα γενικά συμπεράσματα, μέσω των ευρημάτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης που προηγήθηκε, των τριών εταιρειών που εμπεριέχει ο κλάδος της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα.

2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση

2.1. Γενικά

Η χρηματοοικονομική λογιστική (financial accounting) αφορά εκείνο τον κλάδο που ασχολείται με την παροχή οικονομικών πληροφοριών οι οποίες σχετίζονται με τις οικονομικές μονάδες, προς τρίτους ενδιαφερόμενους, σε όσους δηλαδή δεν έχουν πρόσβαση στα λογιστικά βιβλία αυτών των μονάδων.² Η χρηματοοικονομική ανάλυση γενικότερα συνδέεται με τον ρόλο των χρηματοοικονομικών πληροφοριών, ώστε να κάνει πιο αποτελεσματική τη χρήση τους στη λήψη οικονομικών αποφάσεων, αλλά και οικονομικότερη την παραγωγή τους, για το λόγο αυτό αποτελεί ένα ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο στα χέρια των αναλυτών και των μετόχων μιας εταιρείας. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί ώστε να ανακαλύψει τα προβλήματα ή τις ευκαιρίες μέσα στην επιχείρηση και αποτελεί το καλύτερο μέσο προβολής ιδεών. Η εφαρμογή της εξαρτάται από νομοθετικές ρυθμίσεις, αφορά το σύνολο της επιχείρησης και οι διαδικασίες τήρησής της εξαρτώνται από λογιστικούς κανόνες, δηλαδή οι λογιστικές εκθέσεις θα πρέπει να συμμορφώνονται με τις νομικές απαιτήσεις καθώς και με τις γενικές λογιστικές αρχές που έχουν καθιερωθεί από τους ρυθμιστικούς φορείς.³ Ενδεικτικό είναι ότι, λόγω της αυξανόμενης ζήτησης για διαφανείς και συγκρίσιμες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή απαιτεί την εισαγωγή Διεθνών

² McLaney, E, Atrill, P, 2008

³ Γκλεζάκος Μ., 2004

Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Reporting Standards) όλων των εισηγμένων εταιρειών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EC Regulation No. 1606/2002), με την προϋπόθεση ότι η επιβολή υψηλής ποιότητας λογιστικών προτύπων μπορεί να οδηγήσει σε μια ανώτερη οικονομική πληροφόρηση.⁴ Όσον αφορά το χρονικό εύρος, η χρηματοοικονομική ανάλυση αναφέρεται στο οικονομικό παρελθόν της επιχείρησης και μια λεπτομερής οικονομική ανάλυση δημοσιεύεται ετησίως, ενώ μια πιο γενική ανάλυση δημοσιεύεται συνήθως κάθε εξάμηνο. Ως η πιο διαδεδομένη και χρήσιμη μέθοδος της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι μέσω των χρηματοοικονομικών δεικτών. Με τον όρο χρηματοοικονομικός δείκτης, εννοούμε την απλή σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της καταστάσεως χρήσεως ως προς ένα άλλο και εκφράζεται μέσα από μια απλή μαθηματική σχέση.⁵

2.2. Χρήση των αριθμοδεικτών ως Εργαλεία Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων

2.2.1. Χρησιμότητα

Στις αρχές του αιώνα, η χρηματοοικονομική ανάλυση δεικτών βρισκόταν σε εμβρυική κατάσταση. Ξεκίνησε με την ανάπτυξη ενός δείκτη, του δείκτη Γενικής ή Άμεσης Ρευστότητας με αποκλειστικό σκοπό την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Σήμερα, η χρηματοοικονομική ανάλυση δεικτών περιλαμβάνει την χρήση πολλών δεικτών από μια πληθώρα χρηστών συμπεριλαμβανομένων πιστωτών, αναλυτών, οίκων αξιολόγησης, επενδυτών αλλά ακόμη και την ίδια την διοίκηση των εταιρειών.⁶ Η υψηλή χρησιμότητα των αριθμοδεικτών έχει οδηγήσει στην ανάπτυξη και εξέλιξη εξειδικευμένων μοντέλων ανάλυσης και πρόβλεψης της πορείας των οικονομικών μεγεθών μιας εξεταζόμενης επιχείρησης.⁷

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι εξαιρετικά χρήσιμοι κυρίως στους παρακάτω τέσσερις τομείς⁸:

- α) Ανάλυση των Τάσεων: Οι ιστορικές οικονομικές τάσεις των δεικτών μιας εταιρείας μπορούν να αποτυπωθούν σε μια γραφική παράσταση, αποκαλύπτοντας έτσι την ιστορική μεταβλητότητα και τις τάσεις της. Έτσι, μπορεί να περιλαμβάνουν για παράδειγμα τις πωλήσεις, τις αλλαγές στις πωλήσεις, την παραγωγή ανά άτομο, τα κέρδη

⁴ Karampinis, N., Hevas, D., 2011

⁵ Βασιλείου, Δ., Αλεξάκης, Χ., 2008

⁶ Beaver, W., 1996

⁷ Ezzamel, M., 1987

⁸ Dobbins, R., 1993

ανά μετοχή και την τιμή της μετοχής, το περιθώριο μεικτού κέρδους, το καθαρό κέρδος, την απόδοση κεφαλαίου και άλλα συναφή οικονομικά στοιχεία. Οι περισσότεροι ερευνητές θεωρούν τις ιστορικές οικονομικές τάσεις των δεικτών εγγενώς ενδιαφέρουσες, ενώ άλλοι εντοπίζουν στοιχεία από τα οποία καθοδηγούνται σε αποτελεσματικότερους τρόπους διοίκησης, ικανοποιώντας έτσι τις ανάλογες επιθυμίες μέσα στις ανταγωνιστικές αγορές.

- β) Σύγκριση ομοίων επιχειρήσεων - Κλαδική Σύγκριση: Δίνεται η δυνατότητα σύγκρισης της οικονομικής επίδοσης μιας εταιρείας, όπως απεικονίζεται από τους αριθμοδείκτες, με τους άμεσους ανταγωνιστές της ή με άλλες εταιρείες που ανήκουν στον ίδιο οικονομικό κλάδο. Σημεία ενδιαφέροντος μπορεί ενδεικτικά να αποτελούν η απόδοση απασχολούμενων κεφαλαίων, το περιθώριο καθαρού και μεικτού κέρδους και άλλα συναφή. Είτε υιοθετώντας την κλαδική σύγκριση, είτε συλλέγοντας οικονομικές πληροφορίες για τους ανταγωνιστές, οι αναλυτές χρησιμοποιούν τους αριθμοδείκτες προκειμένου να συγκρίνουν την επίδοση της εταιρείας και πιθανόν να συσχετίζουν διαφορετικές εταιρικές στρατηγικές.
- γ) Αξιολόγηση της απόδοσης: Η χρηματοοικονομική ανάλυση μέσω των αριθμοδεικτών μπορεί να χρησιμοποιηθεί είτε συνδυαστικά με άλλες μορφές αναλύσεων, είτε μεμονωμένα ως λιγότερο δαπανηρή εναλλακτική λύση, στον προσδιορισμό των διακυμάνσεων που δημιουργούνται μέσω ενός καθιερωμένου συστήματος αξιολόγησης. Μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τους δείκτες ώστε να συγκρίνουμε τη πραγματική απόδοση με τον προϋπολογισμό ή με την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί από την επιχείρηση. Επιπλέον, η πλειοψηφία των αναλυτών επικεντρώνεται στις οικονομικές πληροφορίες, όπως έχουν δημοσιευθεί, δεδομένου ότι θεωρούνται ως η πιο ολοκληρωμένη και περιεκτική πηγή πληροφόρησης.
- δ) Πρόγνωση: Οι αριθμοδείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μια σημαντική βοήθεια πρόβλεψης της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Υπάρχει δυνατότητα χρήσης ενδεδειγμένων δεικτών στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών, του μεγέθους του ισολογισμού, της πορείας των κερδών και ζημιών και πιθανών απαιτήσεων κεφαλαίου. Για παράδειγμα, η πρόβλεψη των πηγών και των εφαρμογών των κεφαλαίων μιας επιχείρησης μπορεί να επιτευχθεί ουσιαστικά λαμβάνοντας υπόψη τη διαφορά μεταξύ του ισολογισμού κατά την έναρξη της οικονομικής περιόδου και την προβλεπόμενη εξέλιξή του της περιόδου.

Η ανάλυσή τους φυσικά δεν μπορεί να παρέχει απάντηση σε όλα τα προβλήματα της διοίκησης και θα ήταν άσκοπο να θεωρηθεί ότι κάτι τέτοιο μπορεί να είναι εφικτό. Η χρήση

τους θα πρέπει να έχει ως κύριο σκοπό πρώτον, να επισημάνουν στην διοίκηση εκείνες τις πτυχές στις οποίες η απόδοση της εταιρείας μειώνεται, δεύτερον μέσω της συγκριτικής ανάλυσης να καταδείξουν εκείνα τα παραγωγικά σημεία στα οποία η επιχείρηση υστερεί έναντι του ανταγωνισμού της. Επιπλέον, να βοηθήσουν τη διοίκηση να κατανοήσει τα οφέλη και τα μειονεκτήματα διαφορετικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και αποφάσεων, όπως για παράδειγμα τη βελτίωση της ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, μέσω της μείωσης του ύψους αποθεμάτων, σε σχέση με την πιθανότητα μείωσης πωλήσεων και εισοδήματος, λόγω εξάντλησης αποθεμάτων.⁹ Ενώ όμως, κάθε στατιστική μέθοδος προάγει χρήσιμα αποτελέσματα δείχνοντας με τον τρόπο αυτό την σπουδαιότητα ενός ή περισσότερων αριθμοδεικτών, η επιλογή για το ποιο δείκτης πρέπει να χρησιμοποιηθούν, είτε για εκπαιδευτικούς, συμβουλευτικούς ή λοιπούς σκοπούς σχεδίασης, εξαρτάται αποκλειστικά από τον αναλυτή. Οι οικονομικοί στόχοι, σε συνδυασμό με την εμπειρία του ερευνητή, καθώς και τα οικονομικά στοιχεία που είναι διαθέσιμα, μπορούν να καθορίσουν την εφαρμογή των δεικτών στην οικονομική κατάσταση που εξετάζεται.¹⁰

Λαμβάνοντας υπόψη ότι, πρώτον, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στο να αξιολογήσουν την εικόνα και την οικονομική κατάσταση της εταιρείας, δεύτερον οι εμπειρικές μελέτες έχουν επανειλημμένα αποδείξει την χρησιμότητα των οικονομικών δεικτών και τρίτον ότι υπάρχουν πάρα πολλοί χρήσιμοι αριθμοδείκτες που αναφέρονται στη βιβλιογραφία, τίθεται το ερώτημα για το ποιο χρηματοοικονομικοί δείκτης, ανάμεσα στους πολλούς διαθέσιμους, είναι οι κατάλληλοι, ώστε να επεξεργαστεί κατάλληλα η οικονομική πληροφορία για το έργο που έχουμε αναλάβει. Μια διάκρισή τους είναι απαραίτητη ώστε να προσδιοριστεί μια πιο περιορισμένη λίστα αριθμοδεικτών. Φυσικά, διαφορετικοί ερευνητές συχνά χρησιμοποιούν και διαφορετικούς δείκτης. Αυτή η ετερογένεια δημιουργεί συνήθως μια σύγχυση ως προς την ορθότερη επιλογή των κατάλληλων δεικτών για κάθε εμπειρική ανάλυση. Αυτό προκαλεί δισταγμό ως προς το ποιο αριθμοδείκτης θα παραλειφθούν, παρότι έχουν αποδειχθεί χρήσιμοι σε άλλες μελέτες, ενώ από την άλλη πλευρά είναι αδύνατον να χρησιμοποιηθούν όλοι όσοι υπάρχουν στη βιβλιογραφία.

Ένας χρήσιμος συνδυασμός λοιπόν, θα μπορούσε να αναπτυχθεί μέσα από βασικούς οικονομικούς παράγοντες. Ο περιορισμός τους επομένως, οφείλει να επιτευχθεί μέσα από την ανάπτυξη ενός χρήσιμου συνδυασμού οικονομικών δεικτών και να μην προκύψει αποκλειστικά μέσω μιας μακροσκοπικής εξέτασης. Μέσω της ανάλυσης των κύριων

⁹ Wright, M.G.,1975, page 30-31

¹⁰ <http://www.afcpe.org/assets/pdf/vol-51.pdf>

συνιστωσών τους, μπορεί να διαχωριστούν σε ομοειδείς ομάδες οι οποίες να εξετάζουν όλο το φάσμα των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης. Ο διαχωρισμός αυτός μπορεί να βασιστεί στη ταξινόμηση και συμφωνία εκείνων των παραγόντων που χαρακτηρίζουν τον καθένα αριθμοδείκτη, όπως την αποδοτικότητα και την απόδοση των επενδύσεων, την δραστηριότητα, την ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων και του κύκλου εργασιών του κεφαλαίου ή τη ρευστότητα.¹¹

2.2.2. Περιορισμοί, Προβλήματα και Κίνδυνοι Υπολογισμού

Καταρχάς, η αιτιολόγηση της χρήσης της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών, προκειμένου να διερευνηθεί η οικονομική κατάσταση μιας εταιρείας, οφείλει να είναι εξαιρετικά ευσταθής. Ο ερευνητής θα πρέπει να είναι ικανός να μπορεί να δικαιολογήσει την επιλογή και την χρήση τους ανεξάρτητα από το οικονομικό προφίλ της εταιρείας, αποφεύγοντας να επιλέξει αυθαίρετα δείκτες, οι οποίοι είναι σχετικά ανεξάρτητοι και φαίνεται ότι καλύπτουν το σύνολο των οικονομικών πτυχών της εταιρείας¹². Για παράδειγμα, η πληροφορία που παρέχεται μέσω των οικονομικών ανακοινώσεων μπορεί να βοηθήσει τον αναλυτή να εντοπίσει εταιρείες που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες. Χρηματοοικονομικοί δείκτες, όπως απόδοσης και ρευστότητας, μπορούν να δείξουν κάποιες αρνητικές τάσεις, αλλά όμως δεν παρέχουν σαφή στοιχεία για μια επικείμενη πτώχευση της εταιρείας.¹³

Προβλήματα μπορεί να προκύψουν στην περίπτωση που χρειαστεί να γίνει σύγκριση μεταξύ μιας εταιρείας με μια άλλη. Οι δυσκολίες αυτές μπορούν να συνοψιστούν κάτω από τρία σημεία:

- Πρώτον, αφορούν σε διαφορές αποτίμησης. Οι επιχειρήσεις δηλαδή, μπορεί να αντιμετωπίζουν τις στρεβλώσεις του πληθωρισμού με διαφορετικό τρόπο, για παράδειγμα μερικές εταιρείες μπορεί να αναπροσαρμόζουν την αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων τους, άλλες ορισμένα μόνο σημεία του ενεργητικού, ενώ άλλες κανένα στοιχείο, ενώ τέλος η αποτίμηση των αποθεμάτων και των απασχολούμενων κεφαλαίων τους, μπορεί να γίνονται σε διαφορετικές βάσεις.
- Δεύτερον, αφορούν διαφορές στην λογιστική πολιτική. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει θέματα όπως πολιτική αποσβέσεων και ανάκτηση των δαπανών Έρευνας και Τεχνολογίας.

¹¹ Kung H. Chen, 1981

¹² Laurent, C. R., 1979

¹³ Largay, J.A., 1980

- Τρίτον, αφορούν επιχειρησιακές διαφορές, όπως για παράδειγμα τη χρονομίσθωση περιουσιακών στοιχείων, αντί να είναι υπό την ιδιοκτησία τους, ή να έχουν δικό τους εμπορικό σήμα και να μην λειτουργούν ως υπεργολάβοι. Προκειμένου λοιπόν να καταστούν έγκυρες συγκρίσεις μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων, είναι ουσιαστικό οι ανωτέρω διαφορές να αντισταθμίζονται πλήρως και οι συγκρίσεις αυτές να γίνονται μονάχα μεταξύ εταιρειών με παρόμοια λειτουργικά χαρακτηριστικά. Οποιαδήποτε σύγκριση γίνεται χωρίς τέτοιες προσαρμογές, θα πρέπει να αντιμετωπίζεται με ιδιαίτερη προσοχή.¹⁴

Πανομοιότυπες επιχειρήσεις κάτω από πανομοιότυπες περιστάσεις μπορεί να παρουσιάσουν σημαντικά διαφορετικά αποτελέσματα τα οποία εξαρτώνται από την επιλογή των χρηματοοικονομικών πολιτικών τους, όπως για παράδειγμα από τον τρόπο χρηματοδότησης τους. Ενδεικτικά, μια εταιρεία που περιλαμβάνει ένα ποσοστό των γενικών εξόδων στην αποτίμηση των αποθεμάτων της, θα μπορεί να μεταφέρει κανονικά ένα υψηλότερο ποσοστό αποθεμάτων και να παρουσιάσει διαφορετικό κέρδος για την συγκεκριμένη λογιστική χρήση από μια πανομοιότυπη εταιρεία η οποία δεν θα το περιλάβει. Εν συντομία, η επιλογή των χρηματοοικονομικών πολιτικών μπορεί να επηρεάσει τη φαινομενική απόδοση της επιχείρησης. Όσο ευρύτερη λοιπόν είναι η επιλογή των χρηματοοικονομικών πολιτικών, τόσο λιγότερο συγκρίσιμες και κατανοητές είναι οι οικονομικές εκθέσεις των εταιρειών.¹⁵

Μια επισκόπηση στη βιβλιογραφία, στην οποία περιγράφονται θεωρίες και μέθοδοι αξιολόγησης και πρόβλεψης οικονομικών επιδόσεων, αποκαλύπτει ότι παρόλο που οι διάφορες χρηματοοικονομικές μέθοδοι γίνονται ολοένα και πιο πολύπλοκες, λίγοι ερευνητές αναλύουν επαρκώς τα προβλήματα που μπορούν να ανακύψουν κατά τη διάρκεια μιας ανάλυσης. Για παράδειγμα, οι περισσότερες μελέτες ανάλυσης αριθμοδεικτών χρησιμοποιούν πολύ-παραγοντική ανάλυση η οποία βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής των χρηματοοικονομικών δεικτών. Χωρίς την επιβεβαίωση της κανονικότητας της κατανομής του δείκτη, ο ερευνητής βρίσκεται σε κίνδυνο για την κατάρτιση εσφαλμένων αποτελεσμάτων. Κατά την εξέταση της κατανομής των χρηματοοικονομικών δεικτών σε οποιαδήποτε βάση δεδομένων, η κανονικότητα της κατανομής μπορεί να είναι ασύμμετρη από λάθη των δεδομένων καταγραφής, από αρνητικούς παρανομαστές και από παρανομαστές που τείνουν στο μηδέν.¹⁶

¹⁴ Wright, M.G., 1975, page31

¹⁵ Renshall, J.M., 1975

¹⁶ Nenide, B., Pricer, B., Camp, S., 2003

Επιπλέον, ανεξάρτητα από την δημοτικότητα των αριθμοδεικτών και παρόλο τον σκοπό τους, η χρήση των δεικτών συχνά γίνεται αντικείμενο διαμάχης. Για παράδειγμα, αρκετές μελέτες έχουν αποδείξει ότι η χρήση των συγκεκριμένων σχετιζομένων αριθμοδεικτών μπορεί να οδηγήσει σε μεροληπτικά και ασταθή αποτελέσματα.¹⁷

2.3. Βασικοί Αριθμοδείκτες

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών είναι η εξέταση των σχέσεων μεταξύ διαφόρων μεγεθών με σκοπό τον υπολογισμό της προηγούμενης, τωρινής και προβλεπόμενης χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Οι δείκτες αυτοί διαχωρίζονται σε κατηγορίες ανάλογα με το τι εξυπηρετούν.

Για την παρούσα ανάλυση οικονομικών στοιχείων και ισολογισμών, ένα σύνολο 15 αριθμοδεικτών υπολογίστηκε, όπως αυτοί εμφανίζονται συνοπτικά στον πίνακα 1. Τα παρακάτω κριτήρια συνυπολογισμού ελήφθησαν υπόψη για την τελική επιλογή των συγκεκριμένων δεικτών:

- Το πρώτο κριτήριο ήταν η εξέταση των οικονομικών στοιχείων υπό το πρίσμα πιθανών επενδυτών, δανειστών και λοιπών πιστωτών των επιχειρήσεων.
- Το άλλο κριτήριο ήταν η δημοτικότητα ενός δείκτη στην αρθρογραφία και βιβλιογραφία που εξετάστηκε. Δημοφιλείς και κοινά αποδεκτοί δείκτες τείνουν να καταδεικνύουν τα πιο σημαντικά οικονομικά χαρακτηριστικά των προς εξέταση επιχειρήσεων, που λαμβάνουν υπόψη οι αναλυτές.

Σε κάθε περίπτωση, οι αριθμοδείκτες που τελικά επελέγησαν αναφέρονται στην εξετασθείσα βιβλιογραφία καθώς η έρευνα της παρούσας εργασίας περιορίστηκε σε ήδη υπάρχοντες δείκτες και δεν αναλώθηκε στη εξεύρεση νέων. Παρά την προσπάθεια αποφυγής χρήσης όμοιων ή παρόμοιων αριθμοδεικτών, κάποιοι δείκτες πιθανά να χρησιμοποιούν κοινά οικονομικά στοιχεία. Τέτοιες περιπτώσεις επιβεβαιώνουν την εικόνα ή την τάση της οικονομικής κατάστασης που προκύπτει από την εξέταση των άλλων δεικτών και ενισχύουν τα αποτελέσματα της ανάλυσης. Καθώς μάλιστα ο κίνδυνος παραπλάνησης ελλοχεύει στην μεμονωμένη ανάγνωση αριθμοδεικτών, μία ανάλυση οφείλει, για την αποφυγή λανθασμένων συμπερασμάτων και λοιπών παρερμηνειών, να είναι πολύ-επίπεδη και να εξετάζει ικανό αριθμό δεικτών.¹⁸

¹⁷ Wiseman, R.,M., 2009

¹⁸ Beaver, W.,H., 1996, p. 78-79

Πίνακας 1

ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	
ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ- PROFITABILITY RATIOS	ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ- EFFICIENCY RATIOS
Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους Net Profit Margin (NPM)	Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων Receivable Days- DSO
Δείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους Gross Profit Margin	Δείκτης ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων Payables Days- DPO
Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων EBITDA margin	Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων Inventories Days- DIO
Δείκτης Περιθωρίου Λειτουργικού Κέρδους EBIT margin	ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ- LIQUIDITY RATIOS
Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού Return on Assets- ROA	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας Current Ratio
Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων Return on Capital Employed- ROCE	Δείκτης Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας Acid Test Ratio (Quick Ratio)
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων- ROE	Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας Cash Ratio
ΔΕΙΚΤΕΣ Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης- FINANCIAL GEARING	
Gearing Ratio- Δείκτης Μόχλευσης	
Net Debt / EBITDA Δείκτης καθαρού χρέους προς κέρδη, προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων	

2.3.1. Δείκτες Αποδοτικότητας και Κερδοφορίας- Profitability Ratios

Το απόλυτο μέτρο της επιτυχίας μιας επιχείρησης είναι το κατά πόσον ή όχι θα εξακολουθεί να υφίσταται και κατά πόσο θα επεκταθεί. Για να το πετύχει αυτό, μια εταιρεία θα πρέπει να είναι αποδοτική και να αποφέρει κέρδη. Οι μετρήσεις της κερδοφορίας χρησιμοποιούνται ως οδηγοί για να δείξουν τη δύναμη των λειτουργιών της επιχείρησης.¹⁹ Έτσι, μία από τις βασικές λειτουργίες αυτών των αριθμοδεικτών, είναι να συνδέουν την απόδοση της επιχείρησης με την αξιοποίηση του συνόλου των πόρων της. Σε ότι αφορά την αποδοτικότητα, όλοι οι συσχετιζόμενοι δείκτες, εκφράζουν το σύνθετο αποτέλεσμα της χρήσης των πόρων αυτών στο σύνολο των λειτουργιών της και παρέχουν έμμεσες ενδείξεις για την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων σχετικά με τους επιχειρησιακούς συνδυασμούς των μέσων και ενεργειών της οικονομικής μονάδας. Επιπροσθέτως, σε αυτό το μέτρο διαχείρισης, είναι επίσης απαραίτητο να γνωρίζουμε γιατί αυτοί οι δείκτες αποδοτικότητας μας δίνουν το αποτέλεσμα που έχουμε και τι είναι αυτό που προκαλεί τυχόν αλλαγή τους. Αυτό απαιτεί μια βήμα προς βήμα ανάλυση των

¹⁹ Sizer, J., 1989

παραγόντων που καθορίζουν την αποδοτικότητα.²⁰ Γενικότερα, υπολογίζουν και καταδεικνύουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης, την απόδοση των κερδών της και την ικανότητα της διοικήσεως της. Οι βασικότεροι δείκτες αποδοτικότητας είναι οι εξής:

α. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους- Net Profit Margin NPM

Ο Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους μετράει την κερδοφορία της εταιρείας μετά από όλα τα έξοδα, τις δαπάνες και τους φόρους τα οποία έχει πληρώσει.²¹ Στην απλούστερη μορφή του, αναφέρεται στο ποσοστό που έχει απομείνει μετά την πληρωμή όλων των εξόδων της. Επομένως, είναι απαραίτητο να γίνεται έλεγχος στις διάφορες ομάδες που αφορούν κόστη, ώστε να μην απορροφούν υψηλότερα ποσοστά από τις πωλήσεις. Ενδεικτικές τεχνικές ελέγχου που υιοθετούνται συμπεριλαμβάνουν την παρακολούθηση εκτέλεσης του προϋπολογισμού και η ανάλυση νεκρού σημείου.²² Επιπλέον, ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει τα καθαρά κέρδη που προκύπτουν ανά μονάδα πωλήσεων και αποτελεί έναν βασικό δείκτη της λειτουργικής απόδοσης.²³ Ο Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους ακολουθεί έναν γενικό εμπειρικό κανόνα μεγέθους – όσο υψηλότερο, τόσο το καλύτερο- και είναι χρήσιμος όταν χρησιμοποιείται για να συγκρίνει τις εταιρείες εντός του ίδιου κλάδου που παρουσιάζουν παρόμοια χαρακτηριστικά.²⁴ Χρησιμοποιείται για μια απλοποιημένη εκτίμηση των μελλοντικών κερδών, με βάση τις προβλεπόμενες πωλήσεις, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι παρουσιάζει διαχρονική σταθερότητα.²⁵

$$\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} = \frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{πωλήσεις}} = \dots\%$$

β. Δείκτης Μεικτού Περιθωρίου ή Μεικτού κέρδους -Gross Profit Margin

Το Περιθώριο Μεικτού Κέρδους εκφράζει το μεικτό κέρδος της επιχείρησης προς τα έσοδα των πωλήσεων που παράγεται μέσα στο ίδιο χρονικό διάστημα. Το μεικτό κέρδος αντιπροσωπεύει την διαφορά μεταξύ εσόδων πωλήσεων και κόστους πωλήσεων. Ο δείκτης αυτός αποτελεί ως εκ τούτου, μια μέτρηση της αξίας που καταφέρνει η επιχείρηση να δημιουργήσει από τη μεσολάβησή της, μεταξύ των αγορών των συντελεστών παραγωγής και των αγορών στις οποίες απευθύνονται τα προϊόντα της, προτού οποιοδήποτε άλλα

²⁰ Wright, M.G.,1975, page 31

²¹ Little, J. and Rhodes, L., 2010

²² Wright, M.G.,1975, page 35

²³ Shim, J. and Siegel, J., 2000

²⁴ Thompson, J., 1993

²⁵ Γκλεζάκος, Μ. 2004

έξοδα συνυπολογιστούν. Από τη στιγμή που το κόστος των πωλήσεων αντιπροσωπεύει ένα βασικό έξοδο για την πληθώρα των επιχειρήσεων, μια τυχόν αλλαγή σε αυτόν τον δείκτη, σημαίνει ότι θα επηρεάσει την κατώτατη γραμμή, δηλαδή το κέρδος ολόκληρης χρονικής περιόδου.²⁶ Γενικότερα, αντανακλά την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης, δηλαδή την πρόσθετη αξία που έχουν οι πωλήσεις έναντι του κόστους τους, και την ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης να ελαχιστοποιεί το κόστος των πωλήσεών της.²⁷ Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Περιθώριο Μεικτού Κέρδους: } \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Sales}} = \frac{\text{Μεικτά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} = \dots\%$$

(όπου μεικτά κέρδη= πωλήσεις- κόστος πωλήσεων)

γ. Δείκτης Περιθωρίου Κέρδους προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων-EBITDA margin

Ο δείκτης περιθωρίου Κέρδους προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων, θεωρείται ως ο πιο δημοφιλής από τους δείκτες κερδοφορίας, επειδή εξαιρεί τις αποσβέσεις. Για να υπολογιστεί αυτός ο δείκτης, συλλέγουμε δεδομένα από τη κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων και ταμειακών ροών. Δεν υπολογίζεται το κεφάλαιο της εταιρείας, τα μη ταμειακά έξοδα και τα φορολογικά έσοδα. Ως εκ τούτου, αποτυπώνει τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Η μέτρηση αυτή μπορεί να παρέχει πιο λεπτομερή πληροφορία για τους επενδυτές, σχετικά με την κερδοφορία μιας εταιρείας σε σχέση με τον δείκτη αποδοτικότητας του περιθωρίου λειτουργικού κέρδους. Όσον αφορά τους ιδιοκτήτες, ο δείκτης αυτός είναι σημαντικός, δεδομένου ότι αποβάλλει τα μη ταμειακά έξοδα. Επίσης σημαντικός είναι και για τους πιστωτές, καθώς δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις μακροπρόθεσμες οφειλές. Όσο υψηλότερη τιμή έχει ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο λιγότερα είναι τα λειτουργικά έξοδα και μεγιστοποιούνται τα κέρδη της εταιρείας. Μια αυξανόμενη τάση του περιθωρίου EBITDA υποδεικνύει την καλύτερη απόδοση μιας εταιρείας. Μια υψηλότερη τιμή σημαίνει ότι η εξεταζόμενη εταιρεία είναι σε θέση να διατηρήσει τα έσοδά της σε ένα ικανοποιητικό επίπεδο. Υπολογίζεται ως εξής:

²⁶ McLaney, E., 2008 & Γκλεζάκος, Μ., 2004

²⁷ Βασιλείου, Δ., Αλεξιάκης, Χ., 2008

$$\text{Περιθώριο Κέρδους προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων: } \frac{\text{EBITDA}}{\text{Revenue}} = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων, Τόκων, Αποσβέσεων}}{\text{Εσοδα}}$$

δ. Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων - Return on Equity (ROE)

Μια άλλη ελαφρώς πιο εξελιγμένη μέτρηση της αποδοτικότητας στην οποία πολλοί επενδυτές βασίζονται είναι ο δείκτης αποδοτικότητας Ίδιων Κεφαλαίων.²⁸ Ο συγκεκριμένος δείκτης εξετάζει την απόδοση από την πλευρά των μετόχων και λαμβάνει υπόψη και την αποδοτικότητα των απασχολούμενων κεφαλαίων και το πώς η επιχείρηση χρηματοδοτείται. Οι δυο τιμές που χρησιμοποιούνται για να υπολογιστεί ο δείκτης, είναι τα κέρδη που αναλογούν στους κοινούς μετόχους και η αξία όλων των απασχολούμενων κεφαλαίων της επιχείρησης.²⁹ Μετρά την απόδοση της επένδυσης των μετόχων της εταιρείας και όχι την απόδοση των επενδύσεων της εταιρείας στο ενεργητικό.³⁰ Συμπερασματικά, παρουσιάζει την κερδοφορία που δημιουργήθηκε από τα ίδια κεφάλαια και δείχνει αν πραγματοποιήθηκε ο στόχος της επιχείρησης για ένα ικανοποιητικό αποτέλεσμα.³¹ Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{NET PROFIT}}{\text{SHAREHOLDERS' EQUITY}} = \frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{σύνολο ιδίων κεφαλαίων}} = \dots\%$$

ε. Δείκτης Περιθωρίου Λειτουργικού Κέρδους (κέρδη προ φόρων & λοιπών χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων) – Operating profit (EBIT) margin

Ο Δείκτης Περιθωρίου Λειτουργικού Κέρδους συσχετίζει το λειτουργικό κέρδος για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο με τα έσοδα των πωλήσεων για αυτήν την περίοδο. Τα λειτουργικά κέρδη, τα οποία είναι τα καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων, χρησιμοποιούνται σε αυτόν τον δείκτη.³²

Εκφράζει δηλαδή, το καθαρό κέρδος που πραγματοποιείται ανά μονάδα πωλήσεων. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για μια απλοποιημένη εκτίμηση των μελλοντικών κερδών, με βάση τις προβλεπόμενες πωλήσεις, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι παρουσιάζει διαχρονική σταθερότητα. Ουσιαστικά, ενσωματώνει το αποτέλεσμα πλήθους μεταβολών στα οικονομικά

²⁸ Lim, P., 2005

²⁹ Wright, M.G., 1975

³⁰ Friedlob, G. and Plewa, F., 1996

³¹ Βασιλείου, Δ., Αλεξιάκης, Χ., 2008

³² McLaney, E. and Atrill, P., 2008

μεγέθη της επιχείρησης, για αυτό οι τιμές του είναι δυνατό να παρουσιάζουν σημαντική μεταβλητότητα. Για παράδειγμα, όταν η επέκταση των πωλήσεων προϋποθέτει αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας, το σταθερό κόστος ανά μονάδα παραγωγής διαφοροποιείται, επηρεάζοντας το Μικτό Περιθώριο Κέρδους και τελικά τα καθαρά κέρδη.³³ Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Περιθώριο EBIT} = \frac{\text{Operating profit}}{\text{sales revenue}} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη(προ φόρων)}}{\text{Πωλήσεις}} = \dots\%$$

στ. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού - Return on Assets- ROA

Εκείνος ο δείκτης που μετρά την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης στο να αποφέρει κέρδη από το ενεργητικό, ονομάζεται δείκτης απόδοσης ενεργητικού. Για τους επενδυτές, αφορά την επένδυση σε μια επιχείρηση η οποία επιτυγχάνει μια αποδοτική χρήση του ενεργητικού της σε ελκυστικές αποδόσεις.³⁴ Μέσω του υπολογισμού του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη μπορούμε να συγκρίνουμε την αποδοτικότητα μιας οικονομικής μονάδας με την αντίστοιχη αποδοτικότητα άλλων σχετικών επιχειρήσεων, να παρακολουθούμε τη διαχρονική απόδοσή της σε σύγκριση με άλλα αντίστοιχα μεγέθη άλλων ομοειδών επιχειρήσεων και επίσης να διερευνούμε τις αιτίες της μεταβολής διαχρονικά.³⁵ Στην περίπτωση αυτή, οι υψηλότερες τιμές, θεωρούνται προτιμότερες από τις χαμηλότερες και υπολογίζεται:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Assets}} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} = \dots\%$$

ζ. Δείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων- Return on Capital Employed - ROCE

Μια αρκετά χρήσιμη μέτρηση της απόδοσης που συσχετίζει τα λειτουργικά κέρδη προς τα απασχολούμενα κεφάλαια, όπου το κεφάλαιο ορίζεται ως το σύνολο των υποχρεώσεων και των ίδιων κεφαλαίων, αποτελεί την έννοια του δείκτη αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων και χρησιμοποιείται επίσης για να υποδείξει το επιχειρηματικό ρίσκο. Είναι

³³ Βασιλείου, Δ., Αλεξιάκης, Χ., 2008

³⁴ Tauli, T., 2004

³⁵ Βασιλείου, Δ., Αλεξιάκης, Χ., 2008

χρηματοοικονομικός δείκτης που μετράει την απόδοση των επενδύσεων μιας εταιρείας.³⁶ Ο δείκτης αυτός είναι σημαντικός, διότι εξετάζει τις δυνατότητες της επιχείρησης για αξιοποίηση των κεφαλαίων που της έχουν χορηγήσει οι μέτοχοι, οι δανειστές και γενικότερα οι πιστωτές, δηλαδή τα συνολικά κεφάλαια. Η αμοιβή των κεφαλαίων αυτών είναι τα καθαρά κέρδη και οι τόκοι, για αυτό χρησιμοποιούνται ως αριθμητής.³⁷ Λαμβάνοντας υπόψη ότι ο δείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων μετράει την ικανότητα της διοίκησης να κάνει ορθή χρήση των απασχολούμενων κεφαλαίων της και συνεπώς δεν ασχολείται με το πώς αυτά τα κεφάλαια έχουν προέλθει αλλά με το πώς έχουν χρησιμοποιηθεί, σημαίνει ότι μονάχα στο σημείο που εξετάζουμε την επιστροφή τους στους μετόχους, θα πρέπει να συμπεριληφθούν οι τόκοι μαζί με οποιαδήποτε άλλα χρηματοοικονομικά έξοδα. Παράλληλα, όταν αναφερόμαστε στα απασχολούμενα κεφάλαια, θεωρούμε ότι θα πρέπει να οριστούν είτε ως το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται, δηλαδή τα κεφάλαια όλων των μετόχων καθώς και κάθε μακροπρόθεσμο δανεισμό και κάθε –αναβαλλόμενο– στοιχείο όπως ο φόρος, ή τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, δηλαδή πάγια και κυκλοφορούντα μείον τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Λόγω της ισότητας του ισολογισμού και οι δύο τιμές θα είναι, βέβαια, οι ίδιες.³⁸ Γενικά, εκφράζει την αποδοτικότητα της επιχείρησης, ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή της δομή. Έτσι, αποκτά ιδιαίτερη σημαντικότητα για το σχεδιασμό της μελλοντικής δράσης της μονάδας, την εξαγορά της κλπ, κυρίως όταν υπάρχει ευχέρεια χρησιμοποίησης εναλλακτικών χρηματοδοτικών σχημάτων.³⁹ Ένα υψηλό ROCE σηματοδοτεί καλή διαχείριση των κεφαλαίων της εταιρείας, δηλαδή επενδύσεις σε παραγωγικές δραστηριότητες. Ένα χαμηλό ROCE σηματοδοτεί κακή διαχείριση της περιουσίας μιας εταιρείας και μειώνει την αξία της εταιρείας. Ο υπολογισμός του ROCE έχει ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Short and Long Term Debt} + \text{Shareholders' Equity}} \\ &= \frac{\text{καθαρά κέρδη} + \text{χρηματ/κα έξοδα} + \text{φόροι}}{\text{σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων}} \end{aligned}$$

³⁶ Damodaran, A., 2003 and Ciby, J., 2006

³⁷ Γκλεζάκος, Μ., 2004

³⁸ Wright, M.G., 1975

³⁹ Γκλεζάκος, Μ., 2004

2.3.2. Δείκτες Αποτελεσματικότητας- Efficiency Ratios

Οι δείκτες αποτελεσματικότητας αναφέρουν τον τρόπο με τον οποίο τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας διαχειρίζονται και το πως ή πόσο σύντομα αυτά τα περιουσιακά στοιχεία μετατρέπονται σε πωλήσεις, επιτρέποντας στην επιχείρηση να εισπράξει έσοδα και καταβάλλει τις υποχρεώσεις της.⁴⁰ Οι πιο σημαντικοί δείκτες αποτελεσματικότητας είναι οι παρακάτω:

α. Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων- Receivables days- DSO

Η ταχύτητα της είσπραξης των απαιτήσεων έχει σημαντική επιρροή στις ταμειακές ροές μιας εταιρείας. Για αυτόν τον λόγο, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να μειώσουν τα ποσά των κεφαλαίων, τα οποία είναι συνδεδεμένα με τις εμπορικές απαιτήσεις, με την ελαχιστοποίηση του χρόνου που απαιτείται για τους πελάτες σε πίστωση, ώστε να πληρώσουν αυτά που οφείλουν.⁴¹ Δυσανάλογη αύξηση των απαιτήσεων, έναντι των πωλήσεων, αναφέρεται από τους αναλυτές ως ένα αρνητικό σήμα, εξίσου ισχυρό όσο η αύξηση των αποθεμάτων. Η δυσανάλογη αύξηση των εισπρακτέων λογαριασμών μπορεί να προκαλείται από δυσκολίες στην πώληση των προϊόντων της εταιρείας – με συνέπεια την αύξηση των πιστώσεων-, και μπορεί να οδηγήσει σε μια μελλοντική μείωση των κερδών λόγω αυξημένων προβλέψεων του λογαριασμού των απαιτήσεων.⁴²

$$\text{Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{receivables}}{\text{sales}} * 365 \text{ days} = \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} * 365 \text{ ημέρες}$$

β. Δείκτης ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων- Payables days-DPO

Παρόμοια με το χρόνο διακανονισμού για την είσπραξη των απαιτήσεων, ο δείκτης εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μετρά πόσες μέρες χρειάζεται η επιχείρηση για να πληρώσει αυτούς που την προμηθεύουν. Είναι εύκολα κατανοητό για ποιο λόγο όλοι οι προμηθευτές καθώς και κάθε λοιπός εμπορικός πιστωτής λαμβάνει υπόψη αυτόν τον δείκτη, προτού ξεκινήσουν την διακίνηση ή το εμπόριο με μια επιχείρηση.⁴³ Ελέγχοντας τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη, για μια σειρά ετών μπορούμε να μάθουμε την πολιτική που ακολουθεί κάποια συγκεκριμένη επιχείρηση, όσον αφορά την χρηματοδότηση των αγορών

⁴⁰ Ledgerwood, J., 1999

⁴¹ McLaney and Atrill, 2008

⁴² Lev, B., & Ramu, T., 1993

⁴³ McLaney and Atrill, 2008

της. Μια χρονική μεταβολή του δείκτη σημαίνει ότι η συγκεκριμένη οικονομική μονάδα έχει μεταβάλλει την πιστοληπτική της πολιτική. Επίσης, σε περίπτωση που συγκρίνουμε το αποτέλεσμα αυτού του δείκτη για μια συγκεκριμένη εταιρεία με τα αντίστοιχα αποτελέσματα άλλων ομοειδών εταιρειών, μπορούμε να γνωρίζουμε αν η εξεταζόμενη επιχείρηση εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της με βραδύτερο ή όχι ρυθμό.⁴⁴ Η μέση περίοδος διακανονισμού για τις εμπορικές υποχρεώσεις υπολογίζεται:

$$\text{Ταχύτητα Εξόφλησης Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Payables}}{\text{Sales}} * 365 \text{ days} = \frac{\text{υποχρεώσεις}}{\text{πωλήσεις}} * 365 \text{ ημέρες}$$

γ. Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων - Turnover of Stock / Inventories days - DIO

Η διοίκηση των αποθεμάτων έχει επίσης, σημαντική επιρροή στις ταμειακές ροές μιας εταιρείας. Ο συγκεκριμένος δείκτης αναφέρεται στην περίοδο εκείνη που απαιτείται ώστε να πωληθούν τα αποθέματα.⁴⁵ Μετράει το πόσες μέρες απαιτούνται ώστε τα αποθέματα να μετατραπούν σε πωλήσεις μέσα στη λογιστική χρήση και υπολογίζεται, διαιρώντας το ύψος των αποθεμάτων με το κόστος πωλήσεων. Σημαντικός παράγοντας επίσης αποτελεί το γεγονός ότι το χρονικό διάστημα που χρησιμοποιείται εξαρτάται πάντα από την παραγωγή ή τον κύκλο πωλήσεων της επιχείρησης.⁴⁶ Η πραγματική αξία του συγκεκριμένου δείκτη γίνεται εμφανής μόνο μέσα από τη διαχρονική μελέτη του καθώς και τη σύγκρισή του με άλλους ομοειδών επιχειρήσεων.⁴⁷ Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Inventories}}{\text{Cost of Sales}} * 365 \text{ days} = \frac{\text{αποθέματα}}{\text{κόστος πωλήσεων}} * 365$$

2.3.3. Δείκτες ρευστότητας- Liquidity Ratios

Η λειτουργία των δεικτών ρευστότητας έγκειται στο να αξιολογεί την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις προς τρίτους και να στηρίζεται στην σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Εφόσον όμως τα στοιχεία αυτά δεν διατηρηθούν σε μια σωστή αναλογία, τότε

⁴⁴ Βασιλείου, Δ., Αλεξιάκης, Χ., 2008

⁴⁵ Keown, Martin et al., 2004

⁴⁶ Wright, M.G., 1975

⁴⁷ Βασιλείου, Δ., Αλεξιάκης, Χ., 2008

η ρευστότητα θα πάσχει και θα επιφέρει πιθανές μοιραίες για την επιχείρηση συνέπειες.⁴⁸

Σε περίπτωση περιορισμένης ρευστότητας ή έλλειψης ρευστότητας, η εταιρεία είτε θα καθυστερεί στις πληρωμές της προς τους προμηθευτές της, είτε ακόμη θα διακόψει τις δραστηριότητες της. Συνεπώς, οι πιστωτές θα πρέπει να έχουν επίγνωση της ρευστότητας των εταιρειών στις οποίες παρέχουν πίστωση.⁴⁹

Συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται για να προσδιορίσουν την οικονομική θέση μιας επιχείρησης και την ικανότητα της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Στην συγκεκριμένη έρευνα έχουν χρησιμοποιηθεί τρεις βασικοί δείκτες ρευστότητας, ο δείκτης γενικής ρευστότητας, ο δείκτης ειδικής ή άμεσης ρευστότητας και ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας.

α. Γενικής Ρευστότητας ή κεφαλαίου κίνησης -Current Ratio

Ο κυριότερος δείκτης που χρησιμοποιείται είναι ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας. Όπως υποδεικνύει και το όνομά του, ο συγκεκριμένος δείκτης μετρά τη σχέση μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού μιας εταιρείας και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.⁵⁰

Υποδεικνύει την παρούσα οικονομική θέση μιας επιχείρησης αποτυπώνοντας συγκρίνοντας το κυκλοφορούν ενεργητικό ως προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δείχνει δηλαδή, το μέτρο ρευστότητας της εταιρείας και το περιθώριο ασφαλείας ώστε να μπορέσει να αντιμετωπίσει μια ανεπιθύμητη εξέλιξη στο κεφάλαιο κίνησης. Ένας υψηλός δείκτης γενικής ρευστότητας θεωρείται προτιμότερος από έναν χαμηλότερο.⁵¹

$$\text{Γενική Ρευστότητα} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}} = \frac{\text{Διαθέσιμο} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

β. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας- Quick Ratio / Acid test ratio

Μια παραλλαγή του δείκτη γενικής ρευστότητας αποτελεί ο δείκτης άμεσης ρευστότητας. Το κυκλοφορούν ενεργητικό μπορεί να περιλαμβάνει ένα πάγιο το οποίο δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμο, όπως για παράδειγμα τα αποθέματα και πιθανά ημιτελή προϊόντα, τα οποία προέκυψαν επειδή δεν ολοκληρώθηκε η διαδικασία της παραγωγής. Έτσι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας παραλείπει το συγκεκριμένο πάγιο κατά τον υπολογισμό, καθώς ένα πιθανός

⁴⁸ Wright, M.G.,1975

⁴⁹ Sihna,G., 2009

⁵⁰ Wright, M.G.,1975

⁵¹ McLaney and Atrill, 2008

συνυπολογισμός του συγκεκριμένου παγίου θα μας έδινε το δείκτη γενικής ρευστότητας.⁵² Αυτό σημαίνει ότι διαφοροποιείται με τον δείκτη γενικής ρευστότητας κατά το ότι δεν περιλαμβάνει στον αριθμητή τα αποθέματα, εφόσον αυτά δεν μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα ή ρευστοποιούνται με σχετικά μικρότερη ταχύτητα από τα άλλα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού.⁵³ 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. Ένας υψηλός δείκτης ειδικής ρευστότητας θεωρείται επίσης προτιμότερος από έναν χαμηλότερο.

$$\text{Άμεση Ρευστότητα} = \frac{\text{current assets} - \text{inventories}}{\text{current liabilities}} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

γ. Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητα - Cash Ratio

Υπάρχουν κάποιες περιπτώσεις που ένας αναλυτής επιθυμεί να δει τη ρευστότητα μιας επιχείρησης ακολουθώντας μία πιο συντηρητική προσέγγιση. Σε αυτές τις περιπτώσεις η πιο ασφαλής μέτρηση αποτελεί ο δείκτης της ταμειακής ρευστότητας⁵⁴, ο οποίος θεωρεί ότι μονάχα τα μετρητά και τα ταμειακά διαθέσιμα μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.⁵⁵ Δείχνει πιο συγκεκριμένα, πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας οικονομικής μονάδας καλύπτουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.⁵⁶ Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Ταμειακή Ρευστότητα: } \frac{\text{Cash and Cash equivalent}}{\text{Current liabilities}} = \frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

2.3.4. Δείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης- Financial Gearing Ratios

Η οικονομική μόχλευση υφίσταται όταν μια επιχείρηση χρηματοδοτείται, τουλάχιστον εν μέρει, δανειζόμενη και όχι χρηματοδοτούμενη από τους μετόχους, όπως τα ίδια κεφάλαια. Το επίπεδο μόχλευσης μιας επιχείρησης, δηλαδή ο βαθμός που θα χρηματοδοτείται από πηγές που απαιτούν μια σταθερή απόδοση, αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην εκτίμηση κινδύνου. Όταν μια επιχείρηση δανείζεται, δεσμεύεται να καταβάλλει τόκους και να κάνει

⁵² Wright, M.G., 1975

⁵³ Kelly, J., 2010

⁵⁴ Gibson, C., 2009

⁵⁵ Weaver, S., and Weston, J., 2001.

⁵⁶ Βασιλείου, Δ., Αλεξιάκης, Χ., 2008

επιστροφή του κεφαλαίου της. Σε περιπτώσεις που ο δανεισμός είναι υψηλός, σημαίνει σημαντική οικονομική επιβάρυνση. Παρόλα αυτά, οι περισσότερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν κάποιο βαθμό μόχλευσης.⁵⁷

α. Δείκτης Μόχλευσης - Gearing Ratio

Ο Δείκτης Μόχλευσης είναι μια μέτρηση που αφορά τη συμβολή των μακροπρόθεσμων δανειστών προς την μακροπρόθεσμη κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.⁵⁸ Εταιρείες με υψηλό δείκτη μόχλευσης θεωρείται ότι είναι πιο ευάλωτες σε σχέση με εκείνες που έχουν χαμηλότερη τιμή.⁵⁹ Ο υπολογισμός του δείκτη γίνεται ως εξής :

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Μόχλευσης} &= \frac{\text{Long term liabilities}}{\text{Share Capital} + \text{Reserves} + \text{Long term Liabilities}} = \\ &= \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις} + \text{Ίδια Κεφάλαια}} \end{aligned}$$

β. Δείκτης καθαρού χρέους προς κέρδη προ φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων - Net Debt / EBITDA

Ο αριθμοδείκτης του καθαρού χρέους προς το EBITDA, δείχνει το μέγεθος των χρεών της εταιρείας ως προς την ικανότητά τους να δημιουργεί ταμειακές ροές.⁶⁰ Ένας άλλος τρόπος προσέγγισης και ερμηνείας αυτού του δείκτη, είναι η χρήση του ως ένα μέτρο έκφρασης του χρέους ως ισοδύναμο των λειτουργικών κερδών - πιο συγκεκριμένα ως ισοδύναμο λειτουργικών κερδών τόσων ετών.⁶¹

Μετρά επίσης την ικανότητα της επιχείρησης να καλύψει τις υποχρεώσεις της, τόσο για βραχυπρόθεσμο διάστημα όσο και για μακροπρόθεσμο, καταδεικνύοντας το χρονικό διάστημα κατά το οποίο το συνολικό χρέος μπορεί να αποπληρωθεί.⁶² Προκειμένου να υπολογιστεί αυτός ο δείκτης, τα δεδομένα έχουν συλλεχτεί από τον ισολογισμό, τα εισοδήματα και τις καταστάσεις ταμειακών ροών και ορίζεται ως εξής :

$$\text{Καθαρό Χρέος / EBITDA} = \frac{\text{Net Debt}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Καθαρό Χρέος}}{\text{Κέρδη Προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων}}$$

⁵⁷ McLaney, E., & Atrill, P., 2008

⁵⁸ Atrill P., and McLaney, E. 2008

⁵⁹ Wood, A., 1975

⁶⁰ Matsumoto, Y., 2007

⁶¹ Ramo, S., and Sugar, R., 2009

⁶² <http://financialratioss.com/leverage-ratios-1/debt-ebitda-ratio-definition>

3. Ο κλάδος της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα και η συνεισφορά του στη οικονομία

Ο κλάδος της κινητής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα ουσιαστικά δημιουργήθηκε το 1992, με την εισαγωγή του νομοθετικού πλαισίου κανονισμού και λειτουργίας της αγοράς και την προκήρυξη διαγωνισμού για την αγορά ψηφιακού μερίσματος και άδεια εγκατάστασης και λειτουργίας δικτύου κινητής τηλεφωνίας. Οι πρώτοι τελικοί πάροχοι (Panafon και Telestest) που προέκυψαν από εκείνη την διαδικασία κατέβαλαν αθροιστικά πάνω από €100 εκατ. για τίμημα για να εξασφαλίσουν τις σχετικές αδειοδοτήσεις, εγκαινιάζοντας ουσιαστικά μια νέα εποχή στις ελληνικές τηλεπικοινωνίες.⁶³

Ο κλάδος κινητής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα παρουσίασε μια ιδιαίτερη δυναμική ανάπτυξη, ιδιαίτερα την πρώτη 15ετία, επιτυγχάνοντας υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και εξέλιξης από τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς μέσους όρους με αποκορύφωμα την διεύδυση της κινητής τηλεφωνίας σε ποσοστό άνω του 160% την περίοδο 2008-2009.⁶⁴ Χαρακτηριστικό της δυναμικής του κλάδου, αποτελεί δε το γεγονός πως μετά τις πρωτοβουλίες και ενέργειες που έγιναν από την μεριά της Πολιτείας το 2009 με σκοπό την πλήρη ονομαστικοποίηση και ταυτοποίηση του συνόλου των συνδέσεων κινητής τηλεφωνίας και την κατάργηση 5,3 εκατ. συνδρομητών, το ποσοστό ονομαστικής διεύδυσης το 2011 ξεπερνούσε το 130%.⁶⁵

Η υψηλή ανάπτυξη του κλάδου φυσικά είχε αντανάκλαση και συνολικά στην οικονομία της χώρας, καθώς την δεκαετία της υψηλής ανάπτυξης 2000-2010, η συνολική προσφορά του κλάδου των τηλεπικοινωνιών αντιστοιχούσε στο 9,2% του ΑΕΠ. Σήμερα, παρά το αρνητικό και αβέβαιο μακροοικονομικό περιβάλλον και τα συνεχή ύφεση, ο Κλάδος των Κινητών Επικοινωνιών συνεχίζει να αποτελεί παράδειγμα ανταγωνιστικής αγοράς, με αξιόλογη συνεισφορά στο ΑΕΠ, όπου για το 2011 συνεισέφερε κατά 1,5% (3,2 δις. ευρώ) και 9,1% μαζί με οφέλη από το σύνολο της παραγωγικότητας και σημαντικά οφέλη στην οικονομία και κοινωνία.⁶⁶

Για το 2011 μόνο ο κλάδος κινητών επικοινωνιών :

- Δημιούργησε άμεσα και έμμεσα 59 χιλ. θέσεις εργασίας.

⁶³ E.E.K.T.,2012

⁶⁴ European Commission, 2012

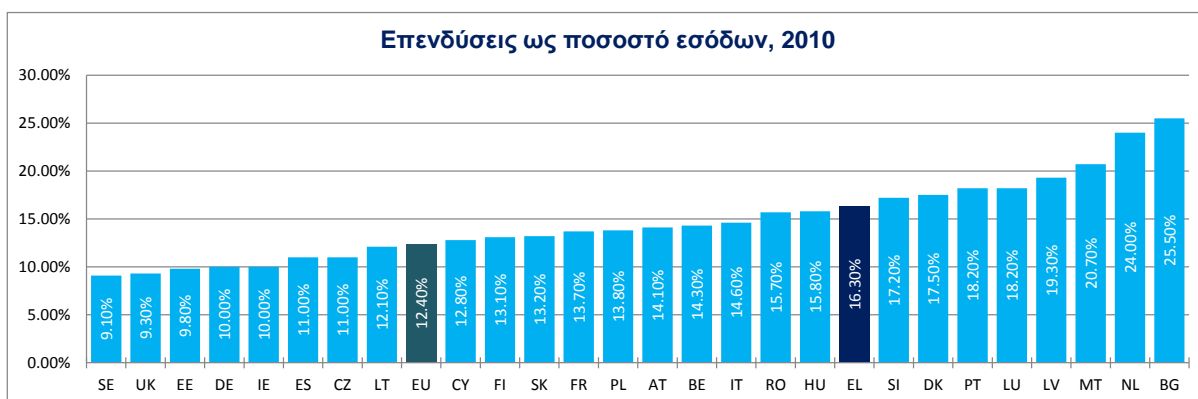
⁶⁵ E.E.K.T.,2012, International Data Corporation, Monitoring European Telecoms Operators

⁶⁶ ICAP, 2012, <http://www.icap.gr/>

- Ενίσχυσε άμεσα και έμμεσα την ελληνική οικονομία κατά 8,3%, ποσοστό που είναι μεγαλύτερο από τον τραπεζικό κλάδο ή τον Κλάδο των Κατασκευών.⁶⁷
- Συνεισέφερε 972 εκ. € σε φόρους και ασφαλιστικές εισφορές και 380 εκ. € για άδειες χορήγησης των αδειών χρήσης του φάσματος.⁶⁸
- Είχε τις χαμηλότερες τιμές προ φόρων (0,056 ευρώ ανά λεπτό ομιλίας) από κάθε χώρα στην Ευρώπη. Από το 2004 έως και το 2011 η μείωση των τιμών ανά λεπτό ομιλίας (προ φόρων) ξεπέρασε το 75% στην Ελλάδα, ενώ αντίστοιχα στην Ευρώπη έφτασε το 57%.⁶⁹
- Παρουσίασε μία από τις υψηλότερες θέσεις μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ στη συμμετοχή της κινητής τηλεφωνίας στα συνολικά έσοδα του κλάδου των τηλεπικοινωνιών.⁷⁰

Σε επίπεδο επενδύσεων, η άνθηση της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα οδήγησε σε σημαντική ανάπτυξη δικτύων, συνολικής επένδυσης περίπου 6,5 δις. ευρώ, συνεισφέροντας σημαντικά στην τεχνολογική εξέλιξη και οικονομική ανάπτυξη της χώρας, ενώ το 2011 οι επενδύσεις (χωρίς τις άδειες για το φάσμα) κυμάνθηκαν στα €350 εκ.

Γράφημα 2



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή-Eurostat, 2011

Αυτή η συνεισφορά αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω με την ολοκλήρωση ανανέωσης των σχετικών αδειοδοτήσεων από μέρος της Πολιτείας εντός του 2014 με προσδοκώμενο όφελος για το Δημόσιο περί των €300 εκατ.⁷¹ Επιπλέον, οι επενδύσεις στην Ελλάδα ανήλθαν το 2010 στο 16,3% του συνολικού τζίρου των τηλεπικοινωνιών, έναντι 12,4% που ήταν ο μέσος όρος

⁶⁷ Ε.Ε.Κ.Τ., 2012, <http://www.eekt.gr/LinkClick.aspx?fileticket=Od1Q33oMhmY%3d&tabid=36>

⁶⁸ Ε.Ε.Κ.Τ., 2011, <http://www.eekt.gr/LinkClick.aspx?fileticket=S4X2w94IaM8%3d&tabid=36>

⁶⁹ European Commission, 2012, https://ec.europa.eu/digital-agenda/sites/digital-agenda/files/EL_Country_Chapter_17th_Report_0.pdf

⁷⁰ ΟΟΣΑ, 2012, <http://www.oecd.org/greece/greece.regulatoryreform.tele#coms>

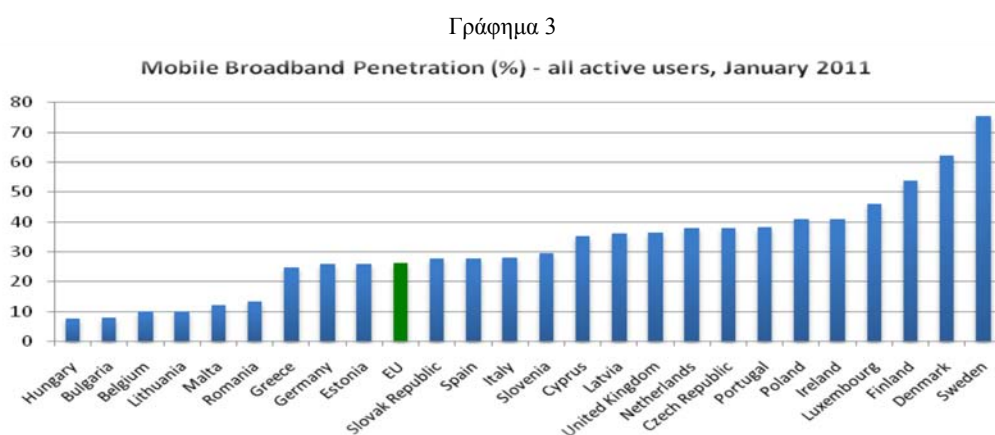
⁷¹ ΤΑΙΠΕΔ, 2013, <http://www.hrdf.com/gr/infrastructure/digital-dividend>

στην Ευρώπη. Το 2011 οι επενδύσεις (χωρίς τις άδειες για το φάσμα) κυμάνθηκαν στα 350 εκ. €. ενώ το 12,7% των εσόδων από υπηρεσίες.⁷² Παράλληλα, το 31% του EBITDA επενδύθηκε σε αναβάθμιση των δικτύων, εξοπλισμό, λογισμικό και εγκαταστάσεις, ποσοστά που ήταν υψηλότερα, όχι μόνο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο αλλά και από τα περισσότερα έτη μετά το 2004. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα τρία τελευταία έτη οι επενδύσεις αποτελούν υψηλότερο μερίδιο των εσόδων ή και των κερδών (EBITDA) των παρόχων στην Ελλάδα από ότι στην Ευρώπη, παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε πολύ χειρότερη ύφεση.⁷³

3.1. Οι προοπτικές του κλάδου της κινητής τηλεφωνίας

Παρά την έντονη και βίαιη προσαρμογή των οικονομικών στοιχείων του κλάδου στα οικονομικά δεδομένα της χώρας, η συνολική προοπτική δείχνει σταθεροποιητική, καθώς ο ρυθμός μείωσης των μεγεθών δείχνει να παρουσιάζει σημάδια κόπωσης. Η προαναφερθείσα μείωση του αριθμού συνδρομητών, αν και σημαντική, δείχνει να φθίνει, καθώς η διαδικασία ταυτοποίησης κινητών συνδέσεων παρουσιάζει διαρκώς μειωμένες τάσεις, εναρμονιζόμενη εν μέρει με την συνολική σταθεροποιητική τάση της υπόλοιπης Ευρώπης.⁷⁴

Κινητήριος μοχλός διαμόρφωσης της μετέπειτα πορείας του κλάδου αναμφίβολα αποτελούν οι υπηρεσίες αιχμής, όπου οι Κινητές Επικοινωνίες έχουν αλλάξει τα δεδομένα στην Ελληνική Αγορά. Η ζήτηση για ευρυζωνική σύνδεση μέσω κινητών δικτύων αυξήθηκε ραγδαία το 2010 καθώς οι ενεργοί συνδρομητές 3G υπηρεσιών διπλασιάστηκαν (Ιανουάριος 2010 - 1,37 εκατ., Ιανουάριος 2011 - 2,78 εκατ.) αποτελώντας το 26,5% της συνδρομητικής βάσης.



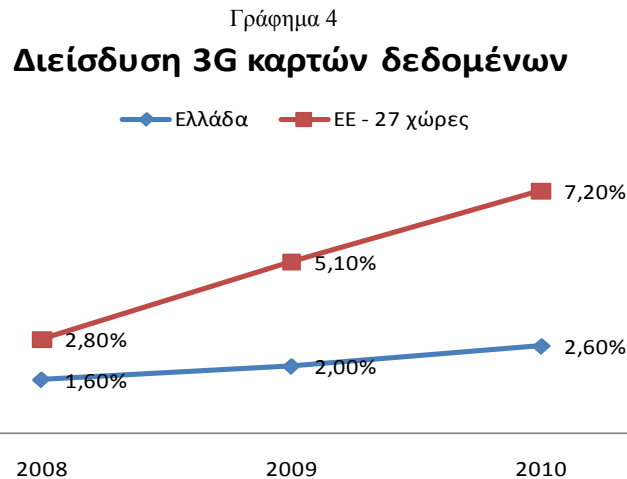
Πηγή: ICAP, 2012

⁷² E.E.K.T.,2012

⁷³ ICAP, 2011, http://www.vodafone.gr/portal/resources/media/downloads/public-policy/9_ICAP_Study_on_Greek_Mobile_Industry_2011.pdf

⁷⁴ E.E.K.T.,2012

Είναι αξιοσημείωτο ότι ο αριθμός των χρηστών 3G κινητών τηλεφώνων στην Ελλάδα έχει αυξηθεί περίπου κατά 140% σε σχέση με το 1ο εξάμηνο του 2010 ενώ ο αριθμός των χρηστών των 3G καρτών δεδομένων έχει αυξηθεί περίπου κατά 20%.⁷⁵ Παρά την παρατηρούμενη αύξηση η διείσδυση 3G καρτών δεδομένων για Mobile Broadband παραμένει σε χαμηλότερα επίπεδα από τον αντίστοιχο Ευρωπαϊκό μέσο όρο, καθώς στην συνείδηση των καταναλωτών αποτελεί μια συμπληρωματική υπηρεσία.⁷⁶



Πηγή: ICAP, 2012

Αντίθετα, οι κινητές συσκευές που υποστηρίζουν την πρόσβαση σε 3G δίκτυα έχουν ποσοστό διείσδυσης 60% στην Ελλάδα, ελαφρώς πάνω από τον Ευρωπαϊκό μέσο όρο, ο οποίος είναι στο 51%.

Οι κινητές συσκευές αποδεικνύεται πως αποτελούν πλέον το πιο κοινό μέσο πρόσβασης στο διαδίκτυο, αυξάνοντας σημαντικά τον όγκο των δεδομένων που διακινούνται μέσω των κινητών τηλεπικοινωνιών τα οποία αναμένεται να αντιπροσωπεύουν πάνω από το 90% της συνολικής κίνησης μέχρι το 2011. Η νέα αυτή τάση και εξάπλωση της κινητής ευρυζωνικότητας, αναμένεται να οδηγήσει την απόδοση των 3G/W-CDMA δικτύων σε πολύ οριακά επίπεδα μέχρι το 2014, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται νέες απαιτήσεις σε ότι αφορά την ταχύτητα, το εύρος και την κατανομή του φάσματος των υπάρχοντων δικτύων υποδομής. Παράλληλα, αναδεικνύεται η ευκαιρία για επένδυση από τους παρόχους σε δίκτυα 3G δικτύων και σε τεχνολογίες δικτύου τέταρτης γενιάς όπως η LTE (Long Term Evolution).

⁷⁵ Ε.Ε.Κ.Τ., 2012

⁷⁶ ICAP, 2012., <http://www.icap.gr/>

Οι υποδομές αυτές θα μπορέσουν να ανταποκριθούν ικανοποιητικά στην αυξανόμενη ζήτηση ευρυζωνικών συνδέσεων και διακίνησης δεδομένων.⁷⁷

Σε κάθε περίπτωση η αυξητική τάση που εμφανίζει η ζήτηση σε κινητή ευρυζωνικότητα αναμένεται να συνεχίσει ανοδικά, λόγω της χρήσης internet μέσω κινητών δικτύων. Η αύξηση της ζήτησης για πρόσβαση στο internet συνεπάγεται άμεση ανάπτυξη, λόγω αύξησης της κατανάλωσης δεδομένων, και έμμεσα, μέσω ανάπτυξης καινοτόμων υπηρεσιών και εφαρμογών, δηλαδή θετική συνεισφορά στο ΑΕΠ της χώρας. Σε σχετική μελέτη που διεξήγαγε ο Economist υπολογίζεται ότι μια αύξηση κατά 10% στο βαθμό ευρυζωνικής διείσδυσης (σταθερής και κινητής) επιφέρει 1,2% και 1,4% αύξηση στο ΑΕΠ των ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων οικονομιών αντίστοιχα.⁷⁸

3.2. Οι Εταιρείες Κινητής Τηλεφωνίας στην Ελλάδα

3.2.1. WIND Ελλάς

Η WIND Ελλάς αποτελεί, με κριτήριο την πελατειακή βάση, την τρίτη μεγαλύτερη εταιρεία τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα. Μέσα στα 20 χρόνια λειτουργίας της, η WIND καθιερώθηκε ως πρωτοπόρος στην τεχνολογία της κινητής τηλεφωνίας και παρουσίασε καινοτομικά προϊόντα που άλλαξαν τα δεδομένα στην επικοινωνία. Σήμερα αποτελεί την μόνη εταιρεία τηλεπικοινωνιών που δύναται να προσφέρει ολοκληρωμένες υπηρεσίες Κινητής, Σταθερής & Internet στους πελάτες της, μέσω του μέχρι στιγμής μοναδικού ενιαίου δικτύου Κινητής, Σταθερής & Internet επικοινωνίας στην Ελλάδα. Η πελατειακή της βάση αριθμεί συνολικά άνω των 3,5 εκατομμύριων συνδρομητών κινητής τηλεφωνίας, ενώ η αντίστοιχη σταθερής αποτελείται από περίπου 450 χιλ. συνδρομητές.

Η κάλυψη δικτύου της WIND αγγίζει το 100% του πληθυσμού πανελλαδικά για την τεχνολογία 2ης γενιάς (GSM) και ξεπερνά το 80% στην 3η γενιά (UMTS). Επιπλέον η Εταιρεία έχει πρόσβαση στο 70% του συνολικού δικτύου εγκατεστημένων τηλεφωνικών γραμμών σε όλη τη χώρα, τόσο στη σταθερή τηλεφωνία όσο και το ευρυζωνικό Internet.

Η WIND Ελλάς θεωρείται πρωτοπόρα στην εγχώρια αγορά καθώς αποτελεί εξέλιξη της “TELESTET”, της πρώτης εταιρείας κινητής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα. Τον Ιούνιο του 1993, μέσω του δικτύου της, πραγματοποιείται η πρώτη κλήση από κινητό στη χώρα, ενώ 4 χρόνια μετά, τον Μάιο του 1997, εισήγαγε την καρτοκινητή υπηρεσία. Στις πρωτιές της

⁷⁷ E.E.K.T.,2012

⁷⁸ E.E.K.T.,2012

εταιρείας συγκαταλέγεται και το λανσάρισμα της τεχνολογίας GPRS στην Ελλάδα και η πρώτη αναβάθμιση του δικτύου κινητής τηλεφωνίας σε 3^{ης} γενιάς (3G). Το 2007 η επιχείρηση αλλάζει την εμπορική της ονομασία σε WIND και προχωρά στην εξαγορά της Tellas, πάροχο σταθερής τηλεφωνίας και Internet. Η συγχώνευση των δύο εταιρειών ολοκληρώθηκε το 2010, δημιουργώντας τον πρώτο ενιαίο φορέα δικτύου επικοινωνιών στην Ελλάδα, με δυνατότητα πώλησης ολοκληρωμένων υπηρεσιών τηλεπικοινωνίας. Το 2011 η WIND εξαγοράζεται από 6 διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, ύστερα από μετατροπή μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων υψηλής εξασφάλισης σε μετοχές, με συνολικό κόστος εξαγοράς €420 εκατ. Άμεσο αποτέλεσμα της εν λόγω διαδικασίας ήταν η απαλλαγή εκ μέρους της WIND χρεών προς τρίτους ύψους €1,9 δις. Τέλος, οι συνολικές επενδύσεις της WIND Ελλάς σε δημιουργία υποδομών ανέρχονται αθροιστικά στα €2 δις.

Έπειτα από την εξασφάλιση ανανέωσης του δικαιώματος χρήσης συχνοτήτων καταβάλλοντας, από ίδια κεφάλαια, το ποσό των €2,3 εκατ., η WIND ευελπιστεί στην επιτυχή ολοκλήρωση του εκσυγχρονισμού του δικτύου της πανελλαδικά, εξασφαλίζοντας υψηλές ταχύτητες ευρυζωνικότητας, και στην θωράκισή της έναντι του ανταγωνισμού.⁷⁹

3.2.2. Vodafone

Η Vodafone Ελλάδας είναι μέλος του Ομίλου Vodafone, ενός από τους ηγέτες στο χώρο της κινητής επικοινωνίας σε όλο τον κόσμο. Η εταιρεία αποτελεί εξέλιξη της “Panafon” που ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1992 με την αρχική συμμετοχή των εταιρειών Intracom, Vodafone Group PLC και US West International BV. Τον Δεκέμβριο του 1998 η εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και Λονδίνου. Τον Ιανουάριο του 2002, η εταιρεία άλλαξε την εμπορική ονομασία της σε Vodafone Ελλάδας, ενώ τον Ιούλιο του 2004 η μετοχή απεσύρθη από το Χρηματιστήριο της Αθήνας. Μεταβολές στην μετοχική σύνθεση της εταιρείας είχαν ως αποτέλεσμα να παρουσιάζουν σήμερα την Vodafone Group PLC ως κύριο μέτοχο της επιχείρησης με ποσοστό 99,878% ενώ οι λοιποί μέτοχοι κατέχουν μόλις το επιπλέον 0,122% των μετοχών.

Βασικός στόχος και φροντίδα της Vodafone είναι η παροχή καινοτόμων και υψηλού επιπέδου τηλεπικοινωνιακών προϊόντων και υπηρεσιών επικοινωνίας. Με γνώμονα αυτή την επιδίωξη η εταιρεία έχει υιοθετήσει μια αμιγώς πελατοκεντρική πολιτική με βάση την ικανοποίηση των αναγκών των πελατών της. Αυτή η επιχειρηματική προσέγγιση την οδήγησε σε μια σειρά διακρίσεων διοίκησης ποιότητας την περίοδο 2000-2004.

⁷⁹ www.wind.com.gr/

Η Vodafone αποτέλεσε την πρώτη εταιρεία που έδινε την δυνατότητα συνεχούς διαχείρισης e-mail μέσω υπηρεσιών Blackberry, ενώ από τον Νοέμβριο του 2004 προχώρησε στην αναβάθμιση του δικτύου της, προσφέροντας υπηρεσίες 3^{ης} γενιάς. Στοχεύοντας πάντα στην εμπειρία του πελάτη, η εταιρεία εισήγαγε στην αγορά υπηρεσίες ελέγχου χρήσης για το σύνολο των προγραμμάτων της και τεχνολογίες ενίσχυσης κάλυψης σήματος 3G σε εσωτερικούς χώρους με περιορισμένη λήψη. Ταυτόχρονα, έχοντας θέσει ως πρώτη προτεραιότητα και μέλημά της τη βέλτιστη δυνατή εξυπηρέτηση των πελατών της, κατόρθωσε να αναδειχθεί από το 2010 και για τρία συνεχόμενα χρόνια, έως το 2012, ως η εταιρεία με το Καλύτερο Κέντρο Εξυπηρέτησης Πελατών της Χρονιάς.

Επικεντρώνοντας τις δράσεις της στην δημόσια εικόνα της και τη αντίληψη των πελατών, ιδιαίτερα μετά την περίοδο 2004-2005, η Vodafone Ελλάδας προχώρησε στην ανάπτυξη τριών βασικών στρατηγικών πυλώνων στον τομέα της Εταιρικής Υπευθυνότητας και της Βιώσιμης Ανάπτυξης. Έτσι, η επιχείρηση μέσα από τους πυλώνες αυτούς εξασφαλίζει ότι συνεχίζει να λειτουργεί υπεύθυνα, κάνει αποδοτική χρήση των φυσικών πόρων (της ενέργειας και των υλικών), ενώ παράλληλα αξιοποιεί πιο συστηματικά την τεχνολογία, τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της εταιρείας για την ανάπτυξη μιας βιώσιμης κοινωνίας, σε οικονομικό, κοινωνικό και περιβαλλοντικό επίπεδο. Αυτή η πρωτοβουλία Εταιρικής Υπευθυνότητας της Vodafone διακρίθηκε με το Βραβείο «Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης» από το ΕΒΕΑ (2011). Σήμερα η Vodafone Ελλάδας αποτελεί την δεύτερη τη τάξει εταιρεία κινητής τηλεφωνίας έχοντας αναπτύξει μια πελατειακή που αγγίζει τα 4,2 εκατομμύρια πελάτες για το 2012.⁸⁰

3.2.3. Cosmote

Η COSMOTE ξεκίνησε, ως μέλος του Ομίλου ΟΤΕ, την λειτουργία της από το 1998 επιτυγχάνοντας να εδραιωθεί τόσο στην ελληνική αγορά, κατακτώντας την πρώτη θέση, όσο στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, μια σημαντική αγορά 46 εκατομμυρίων ανθρώπων, όπου και αποτελεί έναν από τους μεγαλύτερους παρόχους κινητής τηλεφωνίας.

Αν και ξεκίνησε ως τρίτη, χρονικά, εταιρεία κινητής τηλεφωνίας την εμπορικής της δραστηριότητα, με καθυστέρηση 5 ετών από τους έτερους ανταγωνιστές της, η COSMOTE ανέτρεψε τα δεδομένα στην αγορά με την επιθετική εμπορική πολιτική της καταλαμβάνοντας την πρώτη θέση στην Ελλάδα μόλις τον τρίτο χρόνο λειτουργίας της. Με σημείο αναφοράς την ανάπτυξη ενός σύγχρονου δικτύου, το οποίο και αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ανταγωνιστικά της πλεονεκτήματα, η COSMOTE έχει κατακτήσει περί του 50% της

⁸⁰ www.vodafone.gr/

εγχώριας αγοράς κατέχοντας μια πελατειακή βάση που, το Σεπτέμβριο του 2012, αριθμούσε πάνω από 7,6 εκατ. συνδρομητές. Η ταχεία ανάπτυξη του τηλεπικοινωνιακού δικτύου της εταιρείας σε λιγότερο από 18 μήνες από την έναρξη της οδήγησε την πληθυσμιακή κάλυψη που προσέφερε στο εντυπωσιακό 97% και την πελατειακή της βάση στο ορόσημο του 1 εκατομμυρίου συνδρομητών στο τέλος του 1999. Η νέα χιλιετία βρίσκει την COSMOTE εισηγμένη στις χρηματιστηριακές αγορές των Αθηνών και του Λονδίνου, καθώς επίσης και στην αρχή μιας σειράς εξαγωγών τηλεπικοινωνιακών φορέων στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων. Οι εξαγορές αυτές έχουν οδηγήσει την COSMOTE στην συμμετοχή 14 συνολικά θυγατρικών και συνδεδεμένων εταιρειών σε ολόκληρη την Νοτιοανατολική Ευρώπη. Μόλις δυο χρόνια από την έναρξη λειτουργίας της, η εταιρεία ξεπερνά το ψυχολογικό όριο των 2 εκατομμυρίων πελατών, ενώ το 2001 εξελίσσει και εκσυγχρονίζει τις υποδομές του δικτύου της με την παροχή υπηρεσιών 2,5 γενιάς και την απόκτηση άδεια 3^{ης} γενιάς (UMTS). Το 2004, παράλληλα με περαιτέρω εξαγορές εταιρειών στο χαρτοφυλάκιο της, ξεκινά την εμπορική διάθεση υπηρεσιών 3ης γενιάς στην Ελλάδα, ενώ μόλις δυο χρόνια αργότερα ανεβάζει τον πήχη λανσάροντας πρώτη στην Ελλάδα ευρυζωνικές υπηρεσίες HSDPA. Το 2007 ο όμιλος, πλέον, της COSMOTE, απορροφάται πλήρως από την Μητρική Εταιρεία ΟΤΕ και τον επόμενο χρόνο η μετοχή της εταιρείας αποσύρεται από το ταμπλό του Χρηματιστηρίου Αθηνών, έπειτα από δημόσια πρόταση του ΟΤΕ. Την ίδια χρονιά κυρώνεται από το Ελληνικό Κοινοβούλιο η Συμφωνία Μετόχων μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και της Deutsche Telekom A.G., ενώ ένα χρόνο αργότερα, το 2009 η πελατειακή βάση της εταιρείας ξεπερνά τα 9,2 εκατομμύρια συνδρομητές. Το 2010, η COSMOTE αποτελεί την πρώτη εταιρεία κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα που πιλοτικά στοχεύει στα δίκτυα της νέας τεχνολογίας LTE με ταχύτητες 100 Mbps. Την ίδια χρονιά το 3G δίκτυο της COSMOTE προσφέρει πάνω από 98% πληθυσμιακή κάλυψη, τη μεγαλύτερη στην Ελλάδα, σύμφωνα με στοιχεία που υποβλήθηκαν στην ΕΕΤΤ, ενώ η εταιρεία συνεχίζει να επενδύει στην ανάπτυξη του δικτύου της ανανεώνοντας την άδεια λειτουργίας της έναντι τιμήματος που αγγίζει τα €120 εκατομμύρια. Στα τέλη του 2012 η COSMOTE καινοτομεί προσφέροντας πρώτη εμπορικά το δίκτυό της 4G, τεχνολογίας LTE – Long Term Evolution -, σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη.

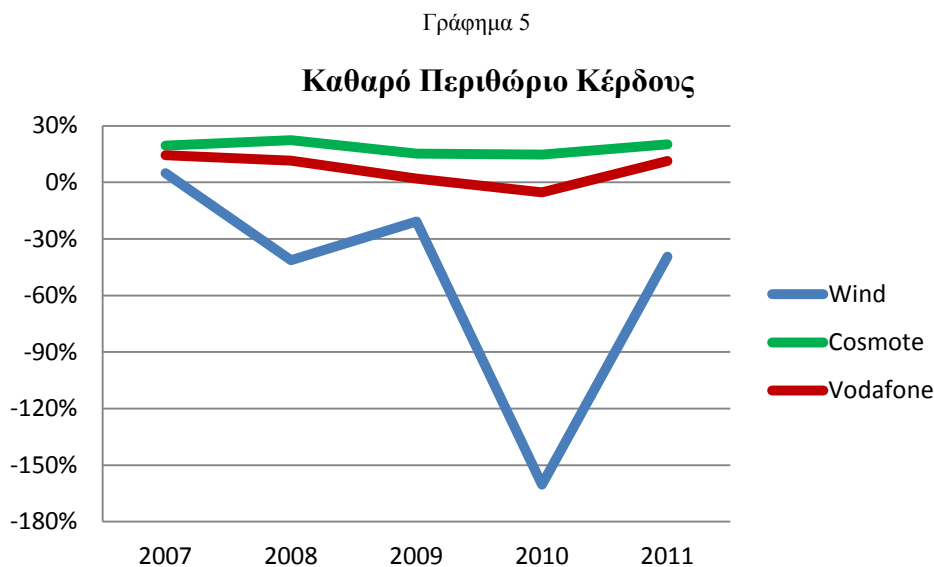
Οι συνεχείς επενδύσεις της COSMOTE και η προσήλωση της στην ποιότητα υπηρεσιών επικοινωνίας προς τους συνδρομητές της, την οδήγησαν στο να καταγράψει μια σειρά διακρίσεων όπως την παρουσία της στον κατάλογο FT500 Top Companies των FINANCIAL

TIMES, αλλά και στην λίστα Information Technology 100 του περιοδικού BusinessWeek που καταγράφει τις 100 κορυφαίες εταιρείες πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών στον κόσμο.⁸¹

4. Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Εταιρειών Κινητής Τηλεπικοινωνίας

4.1. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αποδοτικότητας - Κερδοφορίας

4.1.1 Καθαρό Περιθώριο Κέρδους



Το καθαρό περιθώριο κέρδους αποτυπώνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει κέρδη, μετά την αποπληρωμή του συνόλου των κοστών, εξόδων, φόρων και λοιπών υποχρεώσεων της.

Όπως και σε αρκετούς ακόμα δείκτες, και σε αυτή την περίπτωση η Cosmote κατόρθωσε να παρουσιάσει την καλύτερη εικόνα εκ των τριών εταιρειών. Έτσι, παρά τις μεταβολές και τις συνεχόμενες αυξομειώσεις η εταιρεία κατάφερε να διατηρήσει το περιθώριο καθαρού κέρδους της, καθ' όλη την προηγούμενη πενταετία σε σταθερά θετικό έδαφος, με ελάχιστη μάλιστα απόδοση της τάξης του 15%, για την χρήση του 2010, ενώ για το 2011 η εταιρεία παρουσίασε ένα αρκετά υψηλό περιθώριο καθαρού κέρδους της τάξης του 20%. Δεύτερη καλύτερη απόδοση παρουσίασε η Vodafone η οποία κατάφερε να διατηρήσει σε θετικό επίπεδο τα κέρδη της, όλες σχεδόν τις χρονιές της εξεταζόμενης περιόδου, με μοναδική εξαίρεση τη χρονιά 2010, οπότε και ανακοίνωσε ζημιές ύψους €58 εκατομμυρίων, με φυσική συνέπεια να δει το περιθώριο καθαρού κέρδους της στο -5%. Την αμέσως επόμενη χρονιά, το

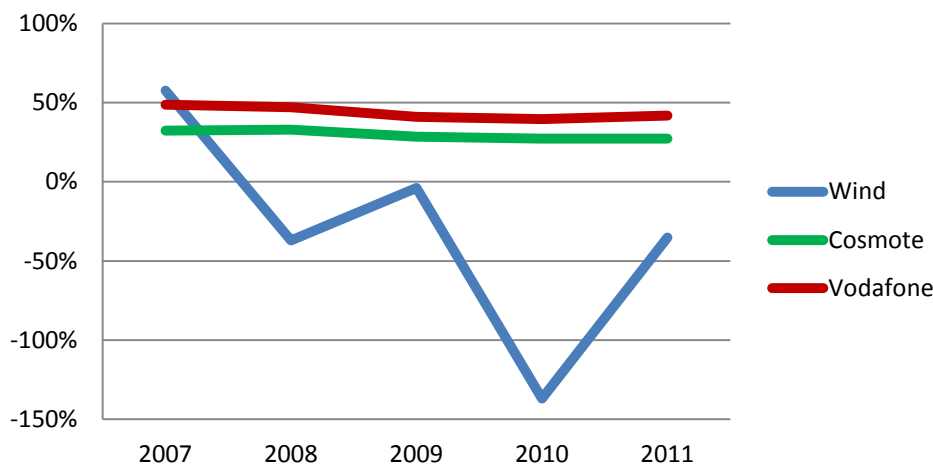
⁸¹ www.cosmote.gr/

2011, η εταιρεία κατόρθωσε να σημειώσει αύξηση των κερδών της, παρά την ελαφρά πτώση των πωλήσεων της κατά περίπου €70 εκατομμύρια, και να παρουσιάσει περιθώριο καθαρού κέρδους στο 11%, επαναφέροντας ουσιαστικά την τιμή του αριθμοδείκτη στα επίπεδα του 2008. Τέλος η Wind, από την μεριά της εμφάνισε, συγκριτικά και με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου, τις πιο αδύναμες επιδόσεις στο τομέα του περιθωρίου καθαρού κέρδους, κυρίως λόγω του γεγονότος πως κατάφερε να σημειώσει κέρδη μόνο για την χρήση του 2007, ενώ όλες τις υπόλοιπες χρονιές παρουσίαζε συνεχώς αυξανόμενες ζημιές, με αποκορύφωμα την πιο δύσκολη χρονιά της επιχείρησης, το 2010, οπότε και ανακοίνωσε ζημιές ρεκόρ, οι οποίες και ξεπέρασαν το €1,2 δισεκατομμύριο. Όπως και με μια σειρά άλλων δεικτών όμως, έτσι και με το περιθώριο μεικτού κέρδους, η Wind το 2011, έδειξε κάποια πρώτα σημάδια αναστροφής της αρνητικής τάσης, περιορίζοντας το ύψος των ζημιών της στα περίπου €260 εκατομμύρια.

4.1.2. Μεικτό Περιθώριο Κέρδους

Γράφημα 6

Μεικτό Περιθώριο Κέρδους



Το μεικτό περιθώριο κέρδους παρουσιάζει μια σταθερή εικόνα για τις Cosmote και Vodafone, κατά την περασμένη 5ετία, καταδεικνύοντας πως για τις συγκεκριμένες εταιρείες του κλάδου ήταν δυνατό να προσαρμόσουν το κόστος πωληθέντων τους στα μεγέθη των πωλήσεων τους. Ενδεικτικό είναι πως τόσο η Cosmote, όσο και η Vodafone, καθ' όλη σχεδόν την περίοδο που αναλύεται, κατόρθωσαν να σημειώσουν καλύτερους ή έστω παρεμφερείς ρυθμούς μεταβολής στα έσοδα τους, συγκριτικά με τους ρυθμούς μεταβολής του κόστους πωλήσεων τους. Μόνη σημαντική εξαίρεση τόσο για την Cosmote όσο και για την Vodafone αποτελεί η χρήση του 2009, κατά την οποία το κόστος πωληθέντων αυξήθηκε για την μεν

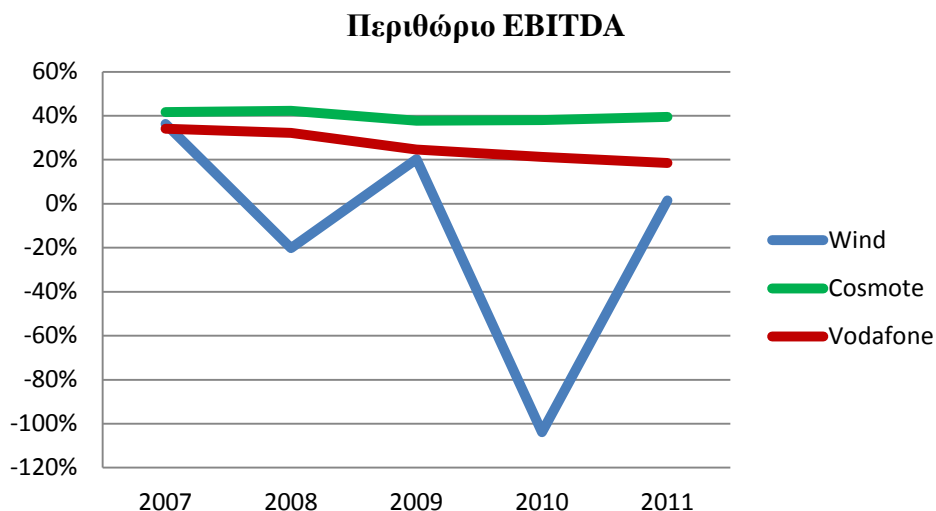
πρώτη κατά 10% έναντι αντίστοιχης αύξησης των πωλήσεων μόλις κατά 4%, ενώ για την δεύτερη οι πωλήσεις σημείωσαν κάμψη κατά 13% έναντι συρρίκνωσης του κόστους κατά 4%. Σε κάθε όμως περίπτωση εύκολα παρατηρείται μια παράλληλη πορεία των αριθμοδεικτών των δύο επιχειρήσεων.

Αντίθετα η WIND, παρά το γεγονός πως το 2007 πέτυχε το υψηλότερο περιθώριο μεικτού κέρδους (57,5%), κατά τα επόμενα έτη δεν κατόρθωσε να διατηρηθεί στα ίδια επίπεδα, με αποκορύφωμα την αρνητική επίδοση του -140% που σημείωσε το 2010. Η αρνητική τάση του περιθωρίου του μεικτού κέρδους εν μέρει επεξηγείται από το γεγονός πως ενώ το κόστος πωλήσεων αυξανόταν, τα έσοδα της επιχείρησης έβαιναν μειούμενα. Η ραγδαία επιδείνωση όμως της απόδοσης του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη οφείλεται στο γεγονός πως το κόστος πωλήσεων της επιχείρησης αυξανόταν με συντριπτικά υψηλότερους ρυθμούς από την αντίστοιχη μείωση των εσόδων της. Κατά το 2011, η WIND κατόρθωσε να αντιστρέψει την πορεία των μεγεθών που σχηματίζουν το δείκτη περιθωρίου μεικτού κέρδους, επιτυγχάνοντας να περιορίσει δραστικά το κόστος πωληθέντων της κατά -52%, ενώ την ίδια στιγμή οι πωλήσεις της παρουσίαζαν την μείωση της τάξης του -16%.

Συγκριτικά των τριών εταιρειών του κλάδου, η Vodafone είναι εκείνη που παρουσιάζει την πιο σταθερή πορεία του περιθωρίου μεικτού κέρδους.

4.1.3. Περιθώριο Κερδών προ Φόρων, Χρηματοοικονομικών Αποτελεσμάτων και Αποσβέσεων (Περιθώριο EBITDA)

Γράφημα 7



Ο δείκτης περιθωρίου Κερδών προ Φόρων, Χρηματοοικονομικών Αποτελεσμάτων και Αποσβέσεων (Περιθώριο EBITDA) είναι ιδιαίτερος χρήσιμος κατά τη διάρκεια μιας

οικονομικής ανάλυσης, λόγω του γεγονότος ότι δίνει μια σαφή εικόνα σχετικά με την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει κερδοφορία από τον πυρήνα των δραστηριοτήτων της, μια και δεν λαμβάνει υπόψη το σύνολο των αποσβέσεων.

Η ανάλυση του περιθωρίου EBITDA δείχνει την ξεκάθαρη υπεροχή της Cosmote έναντι των υπολοίπων εταιρειών του κλάδου κινητής τηλεφωνίας, τόσο σε επίπεδο απόδοσης, όσο και σε επίπεδο γενικότερης τάσης καθώς παρουσιάζει συγκριτικά τις χαμηλότερες μεταβολές. Έτσι παρατηρείται πως η Cosmote, κατόρθωσε καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου να διατηρεί τα κόστη πωλήσεων της - μια και οι αυξήσεις του ύψους των αποσβέσεων της ήταν σταθερά χαμηλές - σε αναλογία με την πορεία των συνολικών της εσόδων.

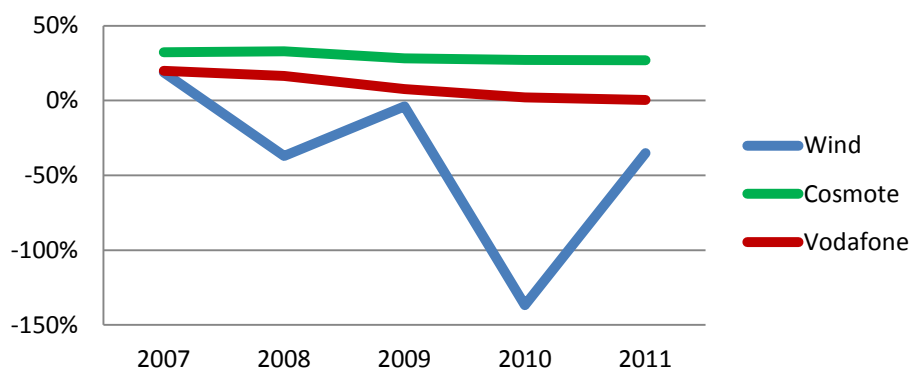
Αντίθετη πορεία με την Cosmote ακολούθησαν οι άλλες δυο εταιρείες του κλάδου. Η Vodafone είδε το περιθώριο EBITDA της να συρρικνώνεται σχεδόν κατά 50% κατά την τελευταία 5ετία από το υψηλό που σημείωσε το 2007, με απόδοση 34%, στην χαμηλότερη τιμή του το 2011 με απόδοση σχεδόν 19%. Η αιτία για αυτή την συρρίκνωση αποτέλεσε η αδυναμία των EBITDA της επιχείρησης να ακολουθήσουν την πορεία και την τάση της μείωσης του τζίρου, σημειώνοντας σημαντικά υψηλότερους ρυθμούς καθίζησης, την ώρα που το ύψος των αποσβέσεων παρέμενε σε σχετικά σταθερά επίπεδα. Έντονη τάση αυξομείωσης, σημαντικά μεγάλης έντασης, βίωσε από την μεριά της η WIND σε όλη τη διάρκεια της περασμένης πενταετίας. Η εταιρεία σαφώς επηρεασμένη τόσο από την απορρόφηση της Tellas, όσο και από την κρίσιμη χρονιά του 2010, δεν κατόρθωσε να ευθυγραμμίσει την πορεία των EBITDA με την αντίστοιχη των εσόδων της. Αυτό άλλωστε καταδεικνύει και η ανάλυση του περιθωρίου EBITDA, καθώς ο δείκτης σημείωσε τιμές από 36% το 2007 μέχρι -104% το 2010 και μόλις 1,5% για τη χρήση του 2011.

4.1.4. Περιθώριο Κερδών προ Φόρων και Χρηματοοικονομικών

Αποτελεσμάτων (Περιθώριο Λειτουργικών Κερδών – Περιθώριο EBIT)

Γράφημα 8

Περιθώριο EBIT

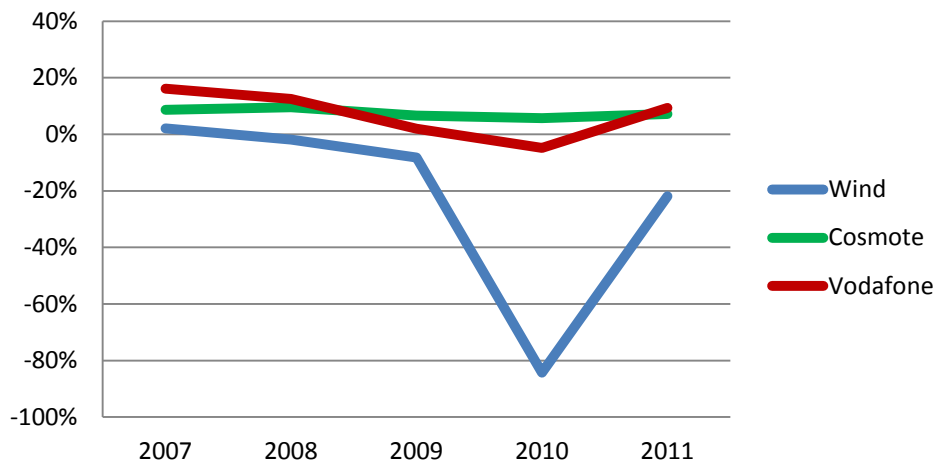


Το περιθώριο Κερδών προ Φόρων και Χρηματοοικονομικών Αποτελεσμάτων (Περιθώριο EBIT) αποτελεί έναν επίσης σημαντικό δείκτη χρηματοοικονομικής ανάλυσης, καθώς καταδεικνύει την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει τα μεικτά εκείνα κέρδη από τα οποία θα κληθεί να αποπληρώσει το δανεισμό, τους φόρους και φυσικά τα καθαρά της κέρδη. Σχετικά παρεμφερή εικόνα με εκείνη του δείκτη περιθωρίου EBIT παρουσιάζει και ο δείκτης περιθωρίου λειτουργικών κερδών, όπως άλλωστε ήταν και αναμενόμενο. Η τάση των μεγεθών βαίνει σταθερά μειούμενη για την συντριπτική πλειονότητα των χρήσεων όλων των εταιρειών, με μοναδική εξαίρεση την Wind, ο δείκτης της οποίας έδειξε κάποιες προσπάθειες αντίδρασης κατά τα έτη 2009 και 2011, προερχόμενος όμως από ιδιαίτερα χαμηλές αποδόσεις, της τάξης του -37% και -35% αντίστοιχα. Είναι δε χαρακτηριστικό το γεγονός πως για τέσσερις από τις πέντε τελευταίες χρήσεις η εταιρεία παρουσίασε αρνητικές αποδόσεις στον τομέα του περιθωρίου των λειτουργικών της κερδών. Παρόμοια εικόνα σημαντικής συρρίκνωσης του περιθωρίου EBIT εμφάνισε και η Vodafone, η οποία είδε το σχετικό αριθμοδείκτη να περιορίζεται από το υψηλό του 20%, κατά την χρήση του 2007, σταδιακά στο 2% για το 2010 και σχεδόν να μηδενίζεται (0,4%) το 2011, δείχνοντας έτσι και την αδυναμία της να αντιδράσει στο επιδεινούμενο οικονομικό περιβάλλον. Η Cosmote από την μεριά της αποτέλεσε, για ακόμη μια φορά, την εταιρεία με την σταθερότερη επίδοση, αποτυπώνοντας με αυτό τον τρόπο την προσαρμοστικότητα και ευελιξία της συγκριτικά με τις Vodafone και Wind. Έτσι και πάλι η εταιρεία κατόρθωσε να αποτυπώσει την ευθυγράμμιση των λειτουργικών της αποτελεσμάτων με τις πωλήσεις της, κατορθώνοντας να σημειώσει την μικρότερη, σε συγκριτικό βαθμό με τις ανταγωνίστριες της, μείωση του περιθωρίου EBIT. Αυτό άλλωστε αποδεικνύεται από την επίδοση του σχετικού δείκτη ανάλυσης από 32%, για το έτος 2007, στην χαμηλότερη τιμή που πέτυχε, το 2011 σε 27%, παρά την ιδιαίτερα δυσμενή πορεία του κλάδου κινητής τηλεφωνίας συνολικά.

4.1.5. Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)

Γράφημα 9

Αποδοτικότητα Ενεργητικού



Ένας ενδεικτικός δείκτης για να παρακολουθηθεί η αποτελεσματικότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να παράγει κέρδη αποτελεί ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού.⁸²

Σε αυτό τον αριθμοδείκτη, παρατηρείται η καλύτερη απόδοση ενεργητικού που διαχρονικά επιτύγχαναν οι Vodafone και Cosmote έναντι της WIND. Η επίδοση της Vodafone στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου ήταν σημαντικά καλύτερη (16%) έναντι των ανταγωνιστριών της (8,5% για την Cosmote και μόλις 2.1% για την WIND). Παρά όμως το αρχικό αυτό πλεονέκτημα η πορεία του δείκτη ακολούθησε μια σταθερά έντονη πτωτική τροχιά φτάνοντας την αρνητική απόδοση του -5% για το 2010, προτού σημειώσει μια θεαματική ανάκαμψη το 2010, με απόδοση που ξεπερνούσε το 9%. Η εξήγηση για αυτή την πτωτική πορεία του δείκτη έγκειται στην έντονα αρνητική εξέλιξη του καθαρού κέρδους της Vodafone και την εμφάνιση ζημιών, καθώς τα το σύνολο του ενεργητικού της παρουσίαζε αρκετά μικρές διακυμάνσεις. Τέλος, η αναστροφή της πορείας του δείκτη και η έντονη αύξηση του οφείλεται στο γεγονός πως την συγκεκριμένη χρονιά η Vodafone πέτυχε την επιστροφή των κερδών της σε θετικό έδαφος.

Η Cosmote από την μεριά της παρουσίασε μια αρκετά πιο ισορροπημένη πορεία του δείκτη απόδοσης ενεργητικού, χωρίς τις έντονες διακυμάνσεις που σημείωσαν οι ανταγωνίστριες εταιρείες. Τα κεφάλαια που αποτελούσαν το ενεργητικό της παρέμειναν χωρίς έντονες σχετικές μεταβολές, οι οποίες με την σειρά τους και περιόρισαν τις διακυμάνσεις του

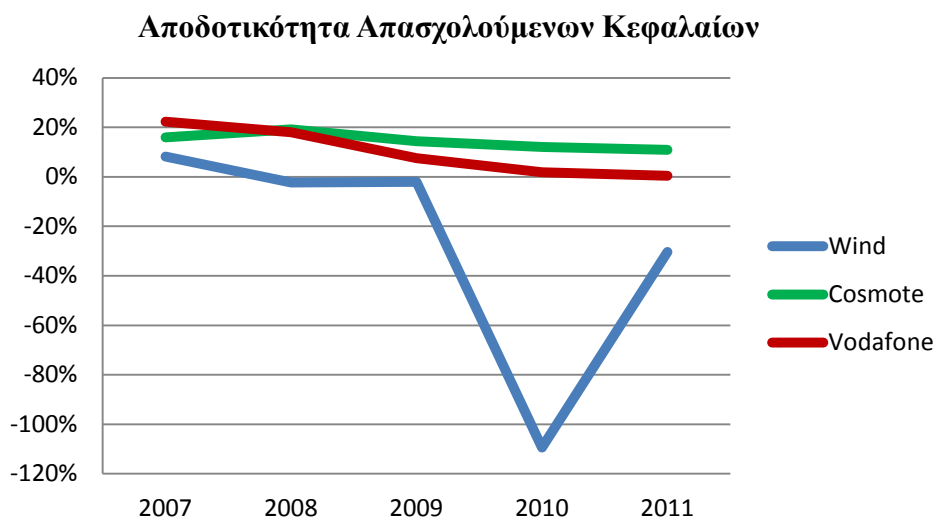
⁸² Tauli, T., 2004

εξεταζόμενου αριθμοδείκτη. Μοναδική εξαίρεση αποτελεί η χρήση του 2009 κατά την οποία ο δείκτης μειώθηκε κατά τρεις ποσοστιαίες μονάδες, μετακινούμενος από το 9,5% στο 6,5%. Από την μεριά της η WIND ακολούθησε μια σταθερή, ως προς την τάση αρνητική τροχιά, με σημαντικά έντονες μεταβολές στον ρυθμό μείωσης. Έτσι η εταιρεία από το 2007 έως και την χρήση του 2010 βρέθηκε να παρουσιάζει αποδόσεις που έφτασαν μέχρι και το -84%, τόσο λόγω της έντονης συρρίκνωσης του ενεργητικού της (ενδεικτικά για το 2010 η μείωση έφτασε το -44% και λόγω της κατακρήμνισης των καθαρών κερδών της, με αποκορύφωμα τη χρήση του 2010, οπότε και η εταιρεία ανακοίνωσε ζημιές ύψους €1,2 δισεκατομμυρίων. Τέλος κάποια πρώτα σημάδια αναστροφής έκαναν την εμφάνιση τους το 2011, οπότε και ο σχετικός αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού της WIND σημείωσε μια ανάκαμψη επιστρέφοντας στο -297% έναντι -318% για το 2010.

Συνολικά, μεταξύ των τριών εταιρειών, η Cosmote είναι εκείνη η επιχείρηση, της οποίας η διοίκηση επιτυγχάνει να παρουσιάσει την συγκριτικά σταθερότερη απόδοση ενεργητικού βάσει του σχετικού αριθμοδείκτη.

4.1.6. Δείκτης Αποδοτικότητας των Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROCE)

Γράφημα 10



Ένας εξίσου σημαντικός αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής ανάλυσης της αποδοτικότητας και της ικανότητας μιας επιχείρησης να παράγει κέρδη και να είναι βιώσιμη είναι ο δείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων.

Η ανάλυση του δείκτη παρουσιάζει μια σταθερά πτωτική εικόνα καθ' όλη την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, τάση η οποία διαφέρει μόνο από εταιρεία σε εταιρεία, καταδεικνύοντας έτσι και την ικανότητα των διοικήσεων να αντιδρούν και να

προσαρμόζονται στις οικονομικές συνθήκες που αντιμετωπίζουν. Μόνη εξαίρεση στην συνολική εικόνα αποτελεί η απόδοση της Cosmote για την χρήση του 2008, καθώς αύξησε τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη.

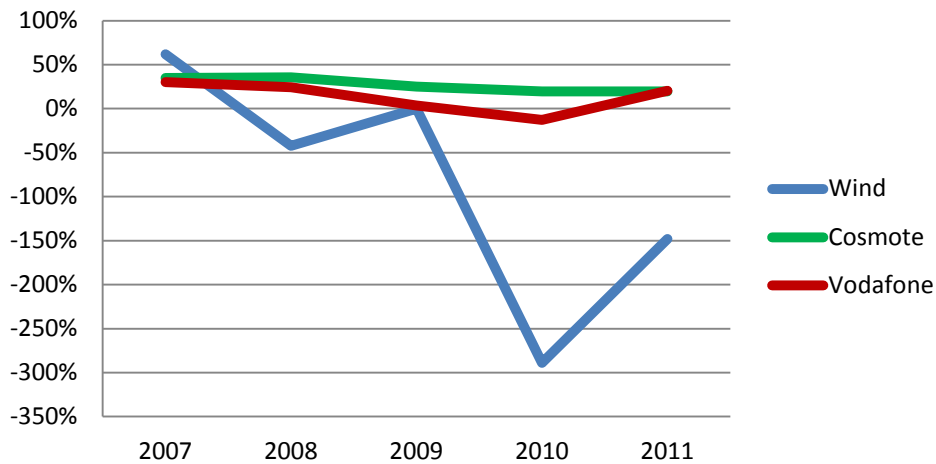
Κατά το πρώτο έτος ανάλυσης η Vodafone, για άλλη μια φορά παρουσιάζει ένα πιο ισχυρό δείκτη απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων (22,3%) έναντι των Cosmote και Wind (16% και 8,2% αντίστοιχα). Η συνολική συρρίκνωση όμως των κερδών προ φόρων για όλες ανεξαιρέτως τις εταιρείες του κλάδου, την στιγμή που τα απασχολούμενα κεφάλαια τους παρέμεναν σε σχετικά αμετάβλητα μεγέθη, οδήγησε στην μείωση του δείκτη αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων.

Η διαφορά όμως στην ένταση με την οποία οι αποδόσεις του δείκτη μειώνονταν, αντικατοπτρίζουν σε ένα βαθμό την προσαρμοστικότητα των εταιρειών στις απαιτήσεις που ανακύπτουν λόγω του υφεσιακού περιβάλλοντος στο οποίο βρέθηκαν να λειτουργούν. Έτσι παρατηρείται η σταδιακή μείωση του δείκτη για την Vodafone, από 22% για το έτος 2007 σε σχεδόν μηδενική απόδοση για το 2009 (0,4%). Από την μεριά της η Cosmote, κατόρθωσε να αυξήσει παροδικά την τιμή του αριθμοδείκτη για το 2008 σε 19% (από 16%), χωρίς ωστόσο να διατηρήσει αυτή την τάση για τα επόμενα χρόνια. Παρόλα αυτά αποτελεί την εταιρεία με τη σημαντικότερα υψηλότερη απόδοση απασχολούμενων κεφαλαίων έναντι των ανταγωνιστριών της σε όλο το διάστημα ανάλυσης, ειδικά σε σύγκριση με την Wind, η οποία παρουσιάζει την πιο αδύναμη εικόνα εκ των τριών. Για την χρήση του 2007 η WIND επέδειξε ένα δείκτη απόδοσης απασχολούμενων κεφαλαίων μόλις 8%, ενώ τα επόμενα χρόνια η πορεία του υπήρξε έντονα πτωτική, με αποκορύφωμα την απόδοση του -100% που σημειώθηκε την κρίσιμη χρονιά του 2010. Τέλος, για άλλη μια φορά παρατηρείται μια αναστροφή της πορείας τόσο των συνολικών μεγεθών όσο και του συγκεκριμένου δείκτη της επιχείρησης κατά την χρήση του 2011.

4.1.7. Δείκτης Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Γράφημα 11

Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων



Ένας σημαντικός δείκτης αποδοτικότητας και κερδοφορίας, ο οποίος λαμβάνεται υπόψη πολύ συχνά από τους αναλυτές και τους επενδυτές, είναι ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενο κεφάλαιο, ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων ουσιαστικά παρουσιάζει την σχέση μεταξύ της καθαρής κερδοφορίας μιας επιχείρησης με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της, ή αλλιώς την ικανότητα της εταιρείας να παράγει κέρδη από το σύνολο των κεφαλαίων, τα οποία έχουν συνεισφέρει οι μέτοχοι σε αυτή.

Η ανάλυση της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων καταδεικνύει μια σαφέστατη αρνητική τάση, την οποία έχουν παρουσιάσει συνολικά και οι τρεις εταιρείες του κλάδου. Κύρια αιτία του γεγονότος αυτού, είναι οι έντονες διακυμάνσεις της πορείας των καθαρών κερδών των εταιρειών. Αναπόφευκτα λοιπόν, η Cosmote παρουσιάζει την καλύτερη εικόνα, αφού αποτελεί τη μοναδική εταιρεία που κατόρθωσε καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο να επιτύχει κέρδη, έναντι των ανταγωνιστριών της που είτε σημείωσαν έντονες διακυμάνσεις στην καθαρή κερδοφορία τους με περιορισμένες ζημιές (Vodafone), είτε κατέγραψαν υψηλότερες ζημιές (Wind). Έτσι λοιπόν, η Cosmote, κατά τα έτη 2007 και 2008, επέδειξε μια σταθερή αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της, καθώς ο σχετικός δείκτης κυμάνθηκε στο 35%. Από το 2009 όμως και μετά, ο δείκτης μειώθηκε σε ένα εύρος τιμών 20% - 25%, παρά την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, απόρροια των μεταπτώσεων του ύψους των καθαρών κερδών, κυρίως λόγω των δυσκολιών και προκλήσεων που προέκυψαν από εκείνη την χρονιά και μετά.

Από την δική της μεριά, η Vodafone επίσης παρουσίασε μια συρρίκνωση του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων κατά τα τρία πρώτα έτη της εξεταζόμενης περιόδου, από το 30% για το 2007, στο μόλις 4% το 2009, κυρίως λόγω του ύψους των κερδών που ανακοίνωσε εκείνη την χρονιά (€27 εκατομμύρια). Το 2010 η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων παρουσίασε κάμψη, καθώς η εταιρεία σημείωσε ζημίες ύψους €58 εκατομμυρίων, ενώ ταυτόχρονα τα ίδια κεφάλαια της συρρικνώθηκαν σημαντικά από τα €757 εκατ. στα €453 εκατ. Τέλος, το 2011 ο δείκτης επανήλθε σε θετικό έδαφος, σημειώνοντας επίδοση παρόμοια με την Cosmote (20%). Αντίθετα με τις δυο προαναφερθείσες επιχειρήσεις, η Wind παρουσίασε μια ιδιαίτερα έντονη αρνητική τάση στην απόδοση ιδίων κεφαλαίων, κατά την διάρκεια της τελευταίας πενταετίας. Το 2007 η εταιρεία παρουσίαζε τον υψηλότερο δείκτη, με τιμή 62%, ενώ το 2008 τον χειρότερο, με τιμή -42%, λόγω των καθαρών ζημιών που ανακοίνωσε. Το 2009 η εταιρεία παρουσίασε αρνητικά κεφάλαια, καθιστώντας αδιάφορη την τιμή του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, ενώ κατά την διάρκεια των δύο επόμενων ετών δεν κατόρθωσε να αποφύγει τις αρνητικές τιμές για τον δείκτη παρά την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, λόγω της αρνητικής κερδοφορίας της.

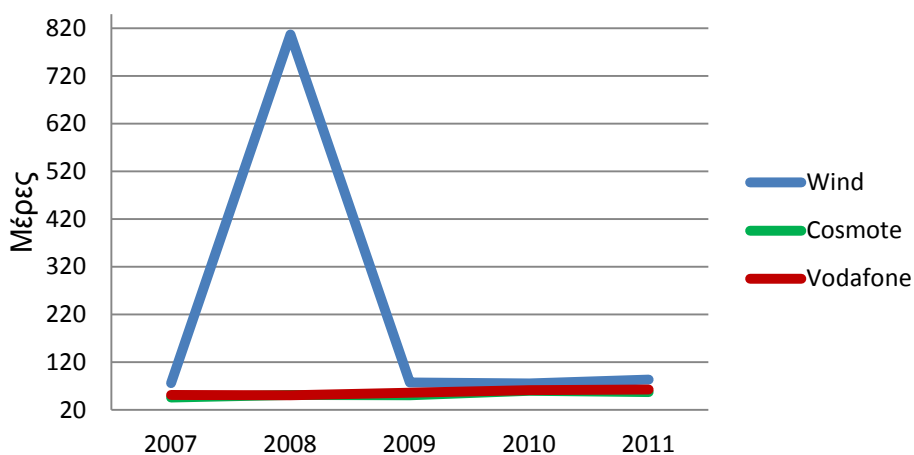
Συνολικά η Wind Ελλάς παρουσίασε την πιο αδύναμη εικόνα εκ των τριών εταιρειών, την στιγμή που η Cosmote για άλλη μια φορά εμφανίστηκε ως η πιο ισχυρή εταιρεία του κλάδου.

4.2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αποτελεσματικότητας

4.2.1. Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων – Μέρες

Γράφημα 12

Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων



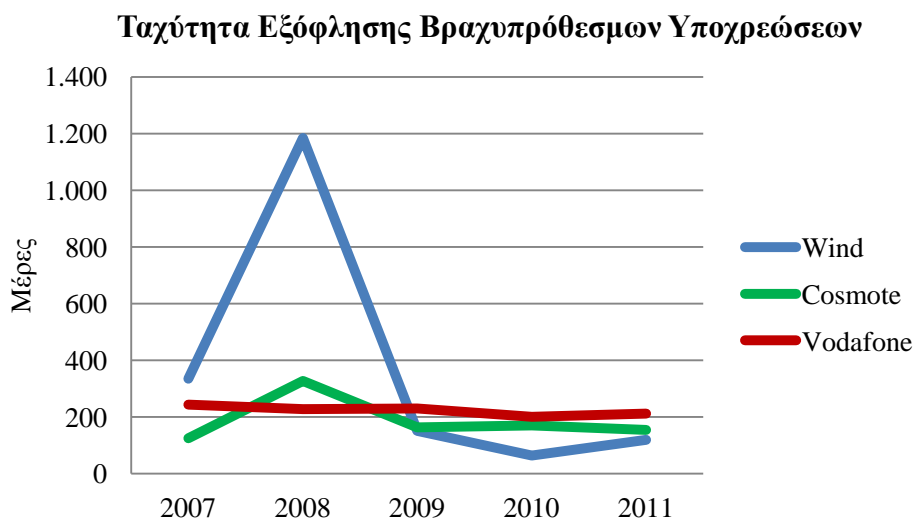
Ο πρώτος αριθμοδείκτης αποτελεσματικότητας που θα εξετασθεί στην παρούσα ενότητα είναι ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων, καθώς η ικανότητα μιας επιχείρησης να εισπράττει τις απαιτήσεις της μπορεί να επηρεάσει έντονα τις ταμειακές της ροές. Για το λόγο αυτό, όλες οι εταιρείες προσπαθούν να μειώσουν όσο μπορούν το ύψος των κεφαλαίων που βρίσκονται δεσμευμένα στις απαιτήσεις προς είσπραξη, με το να ελαχιστοποιούν το χρονικό διάστημα για το οποίο παρέχουν πίστωση στους πελάτες τους.

Για μια ακόμη φορά, η συνηθισμένη εικόνα του κλάδου προκύπτει κατά την ανάλυση και αυτού του αριθμοδείκτη, καθώς η Cosmote παρουσιάζει την καλύτερη απόδοση στην ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων της, η Vodafone εμφανίζεται να έρχεται δεύτερη με σχεδόν ίδιες αποδόσεις, ενώ η WIND δείχνει να μην μπορεί να ακολουθήσει στις τιμές που επιτυγχάνουν οι ανταγωνίστριες εταιρείες της. Συνολικά ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων για όλες τις εταιρείες έχει μια ανοδική τάση, κάτι που αποτελεί ένα απολύτως φυσιολογικό εύρημα, δεδομένων των διαρκώς επιδεινούμενων οικονομικών συνθηκών της ελληνικής οικονομίας συνολικά και την αυξανόμενη δυσκολία των συνδρομητών να αποπληρώσουν τους λογαριασμούς τους στους παρόχους.

Έτσι λοιπόν παρατηρείται πως τόσο η Cosmote όσο και η Vodafone κατόρθωσαν να διατηρήσουν σε παράλληλη πορεία τα μεγέθη της ταχύτητας είσπραξης των απαιτήσεων, κατά την περασμένη πενταετία, θέτοντας έτσι το σημείο αναφοράς για τον κλάδο της κινητής στην Ελλάδα. Αντίθετα, η Wind δοκιμαζόμενη από μια σειρά θεμάτων τα οποία έπρεπε να επιλύσει, δεν κατόρθωσε καμία χρονιά να ακολουθήσει τον ανταγωνισμό. Ακόμα και να παραληφθεί η έκτακτη χρήση του 2008 (χρονιά κατά την οποία αφομοιώθηκε η θυγατρική Tellas), οπότε και τα επίσημα ανακοινωθέντα στοιχεία της εταιρείας δείχνουν την είσπραξη των απαιτήσεων να εκτοξεύεται, η Wind αδυνατούσε να εισπράξει τα οφειλόμενα με καθυστέρηση μικρότερη των 15 ημερών, όπως για παράδειγμα την χρονιά 2010, οπότε παρουσίασε ταχύτητα είσπραξης 76 ημέρες, την στιγμή που Cosmote και Vodafone είχαν 60 και 62 ημέρες αντίστοιχα.

4.2.2. Δείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

Γράφημα 13



Κατά την ίδια λογική με τον δείκτη είσπραξης απαιτήσεων, ο δείκτης ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αποτυπώνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να αποπληρώνει τόσο τους προμηθευτές της όσο και τις λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Η ανάλυση του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη δείχνει πως η Cosmote αποτελεί την εταιρεία η οποία ήταν σε θέση να αποπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της γρηγορότερα από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου, καθ' όλη σχεδόν τη διάρκεια των πέντε τελευταίων ετών. Μοναδική εξαίρεση στο διάστημα αυτό, αποτέλεσε η χρήση του 2008, οπότε και η εταιρεία αύξησε σε πολύ μεγάλο βαθμό (σχεδόν τριπλασίασε έναντι της χρήσης του 2007) το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Τα επόμενα όμως χρόνια η Cosmote αποκλιμάκωσε το δείκτη ταχύτητας αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιλέγοντας να μειώσει το ύψος τους αυξάνοντας τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό της.

Αξιοσημείωτα σταθερή εικόνα στο τομέα της ταχύτητας αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της παρουσίασε για το ίδιο διάστημα η Vodafone, η οποία παρά τις μεταβαλλόμενες συνθήκες και τις αλλαγές του ύψους του κόστους πωλήσεών της, κατόρθωσε να διατηρήσει σε σχετικά σταθερά επίπεδα το χρόνο αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

Από τη μεριά της, η ανάλυση της Wind για άλλη μια φορά παρουσιάζει έντονες μεταβολές κατά την τελευταία πενταετία. Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου, το 2007, η εταιρεία παρουσίασε υπερ-διπλάσιο χρόνο αποπληρωμής (335 μέρες) σε σχέση με την Cosmote (125 μέρες), αποκλιμακώθηκε το 2010 καθώς έφτασε τις 64 μέρες και προσέγγισε την επίδοση της

Cosmote για το 2011, στις 119 μέρες (έναντι 155 μέρες για την Cosmote). Αξιοσημείωτο πάντως αποτελεί το γεγονός πως η Wind αποπληρώνει γρηγορότερα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, έναντι του ανταγωνισμού της, σταθερά από το 2009 και έπειτα.

4.2.3. Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Γράφημα 14



Οι εταιρείες κινητής τηλεφωνίας δεν είναι υποχρεωμένες να δεσμεύουν μεγάλα ποσά από τα κεφάλαια τους στη διατήρηση υψηλών αποθεμάτων, λόγω της φύσης του κλάδου. Άλλωστε την πλειοψηφία των κεφαλαίων τους, την καταναλώνουν στην εγκατάσταση και ανάπτυξη δικτύου τηλεπικοινωνιών και σε πληροφοριακά συστήματα παρά σε αποθέματα. Για αυτό το λόγο άλλωστε και ο κλάδος συνολικά παρουσιάζει μέσο όρο διατήρησης αποθεμάτων μόλις 7 ημέρες. Σε κάθε πάντως περίπτωση, όλες οι εταιρείες στοχεύουν στην βέλτιστη δυνατή διαχείριση αποθεμάτων, θέλοντας να διατηρήσουν όσο το δυνατόν περισσότερα κεφάλαια ελεύθερα.

Στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου, η Cosmote παρουσίαζε την πιο αποτελεσματική διαχείριση αποθεμάτων, με τιμή δείκτη στις 5 μέρες, ενώ η Wind με 8 μέρες, σε αντίθεση με την Vodafone η οποία χρειαζόταν για το ίδιο διάστημα 13 μέρες. Το 2008 υπήρξε μια αναστροφή μεταξύ Wind και Vodafone, με την πρώτη να χειροτερεύει τις επιδόσεις της, σε 23 μέρες, την στιγμή που η δεύτερη τις βελτιώνει, βλέποντας το δείκτη αποθεμάτων της να σημειώνει τιμή των 9 ημερών.

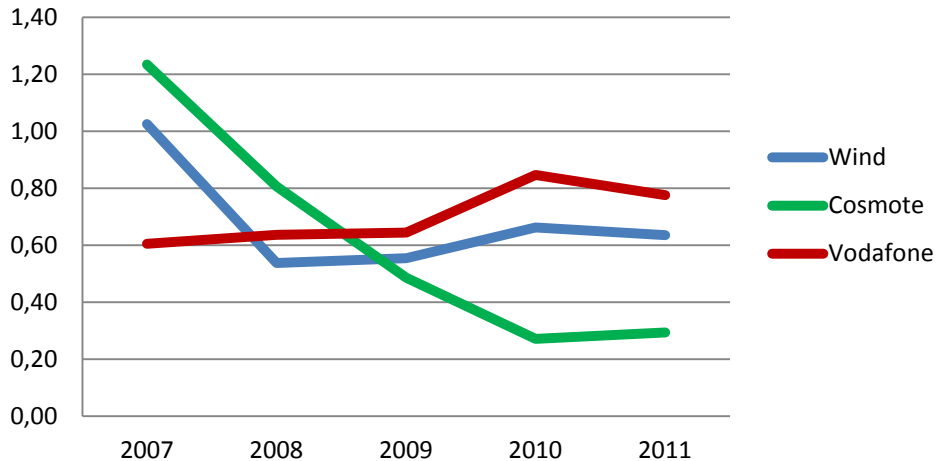
Τέλος άξιο μνείας αποτελεί το γεγονός πως η Wind παρουσιάζεται σταθερά πιο αποτελεσματική στη διαχείριση των αποθεμάτων της, σε σχέση με τις υπόλοιπες ανταγωνίστριες εταιρείες από το 2009 και μετά.

4.3. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Ρευστότητας

4.3.1. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

Γράφημα 15

Γενικής Ρευστότητας



Ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας αποτυπώνει την ρευστότητα μιας επιχείρησης, συγκρίνοντας το σύνολο του κυκλοφορούντος (βραχυπρόθεσμο) ενεργητικού της έναντι των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

Η ανάλυση της γενικής ρευστότητας δείχνει την Cosmote να είναι η εταιρεία με την μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην τιμή του δείκτη. Έτσι ενώ η εταιρεία το 2007, παρουσίασε την αναλογία κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με το σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων 1,23 φορές, είδε τον συγκεκριμένο δείκτη να μειώνεται σταθερά για τα επόμενα τέσσερα χρόνια και να φτάνει να βρίσκεται οριακά χαμηλότερα του 0,3 κατά τις χρήσεις 2010 και 2011. Ο βασικός λόγος για την συνεχόμενη πτώση της τιμής του δείκτη γενικής ρευστότητας βρίσκεται στο γεγονός πως κατά την διάρκεια κανενός έτους, η Cosmote δεν κατόρθωσε να ευθυγραμμίσει την πορεία και το ρυθμό μεταβολής του κυκλοφορούντος ενεργητικού με εκείνη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

Διαφορετική εικόνα της αναλογίας μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων για όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, παρουσιάζει από την μεριά της η Vodafone. Η θυγατρική του βρετανικού ομίλου κατόρθωσε να διατηρήσει σχεδόν σε αμετάβλητα επίπεδα το δείκτη γενικής ρευστότητας, σε ένα στενό εύρος μεταξύ 0,6-0,64. Σημαντική χρονιά για την πορεία του δείκτη της Vodafone υπήρξε το 2010, οπότε η εταιρεία κατόρθωσε να μειώσει σημαντικά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κατά 25% την στιγμή που διατήρησε το κυκλοφορούν ενεργητικό της σχεδόν στα ίδια

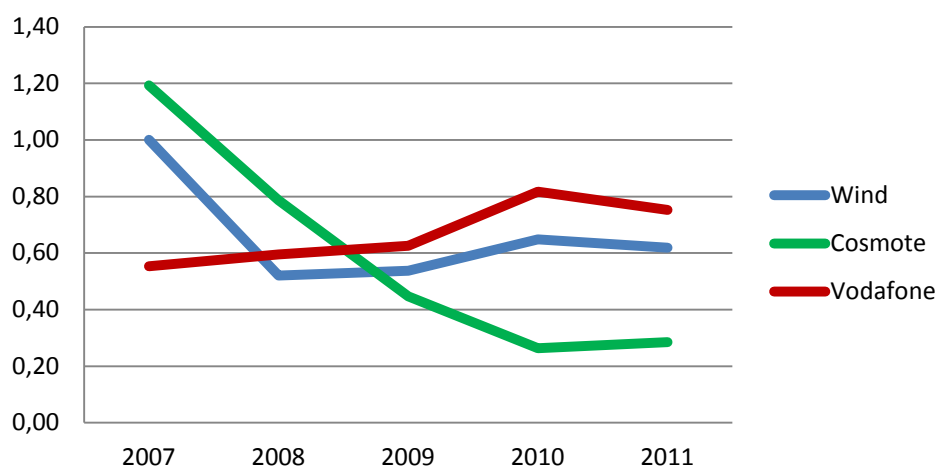
επίπεδα με εκείνα της προηγούμενης χρονιάς. Με αυτό τον τρόπο ο δείκτης γενικής ρευστότητας της Vodafone αυξήθηκε σε 0,85 φορές, ενώ και το 2011 ο δείκτης έδειχνε αντιστοιχία 0,78.

Η τρίτη εταιρεία του κλάδου, η Wind Ελλάς στην αρχή της περιόδου παρουσίασε δείκτη γενικής ρευστότητας στο 1,03. Κατά τις επόμενες χρήσεις όμως οι διαδοχικές μειώσεις της αξίας του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας μείωσαν την γενική ρευστότητα της επιχείρησης κατά 50% για τα έτη 2008 και 2009, ενώ για το 2010 και 2011 ο δείκτης παρουσίασε μια ελαφρά αύξηση, σε αναλογία περίπου 0,65.

4.3.2. Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας

Γράφημα 16

Ειδικής Ρευστότητας



Μια ιδιαίτερα δημοφιλής παραλλαγή του δείκτη γενικής ρευστότητας αποτελεί ο δείκτης ειδικής ρευστότητας, με την μόνη διαφοροποίηση πως σε αυτή την περίπτωση τα αποθέματα δεν λαμβάνονται υπόψη. Η λογική πίσω από αυτό τον αποκλεισμό των αποθεμάτων έγκειται στον ισχυρισμό πως απαιτείται κάποιος ορισμένος χρόνος για την μετατροπή τους σε ρευστό για την επιχείρηση.

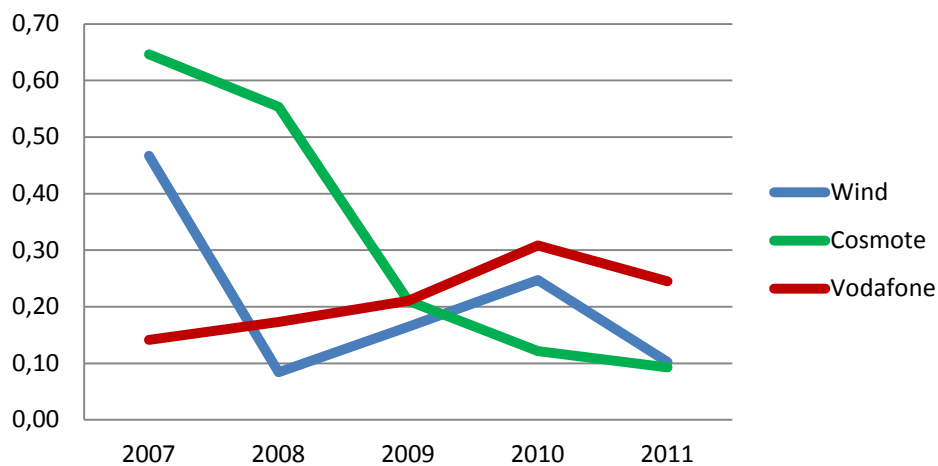
Δεδομένης της φύσης και των αναγκών του κλάδου της κινητής τηλεφωνίας σε παγκόσμιο επίπεδο, δεν υπάρχει ιδιαίτερη ανάγκη για τις εταιρείες να διατηρούν υψηλά αποθέματα, δεσμεύοντας έτσι σημαντικά κεφάλαια τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν σε άλλους πιο νευραλγικούς τομείς των δραστηριοτήτων τους. Για αυτό το λόγο η αναλογία αποθεμάτων ως προς το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού και για τις τρεις εταιρείες κυμαίνεται κάτω του 5%.

Ως εκ τούτου, δεν προκαλεί καμία εντύπωση πως ο δείκτης ειδικής ρευστότητας και των τριών ελληνικών εταιρειών κινητής τηλεφωνίας παρουσιάζει ακριβώς παρόμοια εικόνα με το δείκτη γενικής ρευστότητας, προσαρμοσμένος φυσικά σε ελαφρά μικρότερες τιμές λόγω του μη συνυπολογισμού των αποθεμάτων τους.

4.3.3. Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

Γράφημα 17

Ταμειακής Ρευστότητας



Σε περίπτωση κατά την οποία η ανάλυση ρευστότητας μια επιχείρησης πρέπει να βασιστεί μονάχα στα ταμειακά διαθέσιμα και στα πιθανά ισοδύναμα ρευστού για την εξυπηρέτηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της, τότε ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας αποτελεί το εργαλείο προσέγγισης.

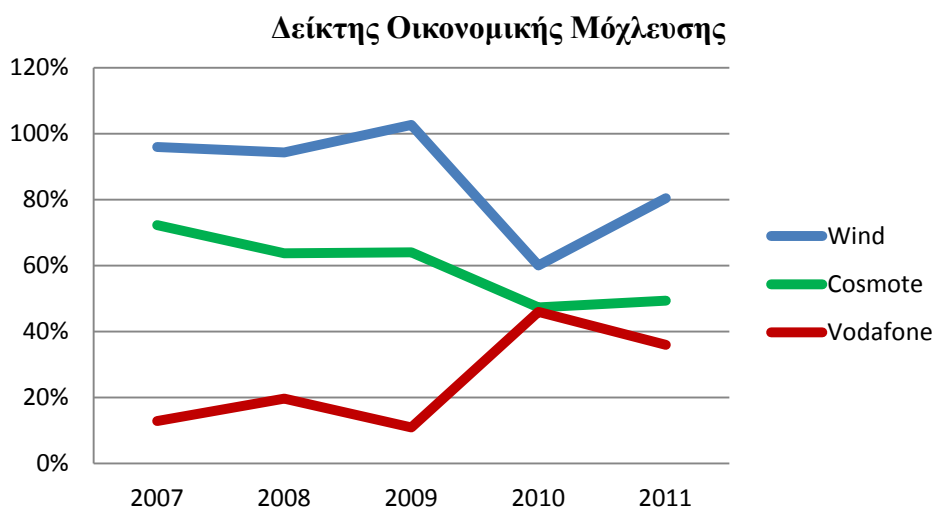
Μια πρώτη ματιά στα αποτελέσματα του δείκτη ταμειακής ρευστότητας και των τριών δείχνει πως τα ταμειακά διαθέσιμα τους είναι επαρκή για την κάλυψη ενός μέρους μόνο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους. Ενδεικτικό άλλωστε αποτελεί το γεγονός πως ενώ το 2007 η Cosmote ήταν σε θέση να αποπληρώσει το 65% των υποχρεώσεων της μέσω του ταμείου της, το 2011 ο δείκτης ανερχόταν μόλις στο 9%. Παρόμοια εικόνα εμφανίζει και η Wind, η οποία το 2007 διατηρούσε ρευστό ικανό να καλύψει το 47% των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων της, για το 2011 ο ίδιος δείκτης ήταν μόλις στο 10%. Η σημαντική αυτή μείωση του δείκτη ταμειακής ρευστότητας οφείλεται σε διαφορετικούς λόγους στις περιπτώσεις και των δυο εταιρειών. Για την μεν θυγατρική του ΟΤΕ οφείλεται από την μια μεριά στο συνεχή περιορισμό των ταμειακά διαθέσιμων υπόλοιπων της – ενδεικτικά το ταμείο της Cosmote μειώθηκε κατά 55% το διάστημα 2007-2011, την στιγμή που το σύνολο των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων της υπερδιπλασιάστηκε (αύξηση 212%). Για την δε

Wind παρά το γεγονός πως για την ίδια πενταετία, η εταιρεία κατόρθωσε να περιορίσει σημαντικά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (συνολική μείωση για το διάστημα ξεπερνά το 35%), το ύψος των ταμειακά διαθέσιμων της περιορίστηκε σε πολύ μεγάλο βαθμό, σημειώνοντας μια μείωση της τάξης του -86%. Χαρακτηριστικό είναι δε το γεγονός πως η Wind διατηρεί το χαμηλότερο σε ύψος ταμείο με μεγάλη διαφορά από τις άλλες δυο εταιρείες. Εντελώς αντίθετη εικόνα, παρουσιάζει από την άλλη μεριά η Vodafone, καθώς είναι η μοναδική εταιρεία του κλάδου, η οποία κατόρθωσε να αυξήσει – και μάλιστα να διπλασιάσει – το δείκτη ταμειακής ρευστότητας. Κύρια αιτία για αυτή την επίδοση, αποτελεί το γεγονός πως κατόρθωσε να περιορίσει σε μεγάλο βαθμό το ύψος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της (μείωση κατά την εξεταζόμενη περίοδο κατά 40%) την ίδια στιγμή που διατηρούσε χωρίς ουσιαστική μεταβολή το ύψος του ταμείου της, πετυχαίνοντας έτσι την καλύτερη απόδοση μεταξύ των εταιρειών του κλάδου κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα.

4.3. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Χρέους ή Μόχλευσης

4.3.1. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Οικονομικής Μόχλευσης – Gearing Ratio

Γράφημα 18



Ο δείκτης μόχλευσης εξετάζει τη σχέση και τη δομή του συνόλου του μακροπρόθεσμου δανεισμού μιας επιχείρησης, αναλύοντας το κατά πόσο οι δραστηριότητες της εταιρείας προέρχονται από κεφάλαια που προκύπτουν από τους μετόχους, μέσω των ιδίων κεφαλαίων, ή από άλλου είδους μακροπρόθεσμο δανεισμό, όπως π.χ. τράπεζες ή ομολογιούχους.

Η ανάλυση του δείκτη μόχλευσης δείχνει πως η Wind αποτελεί την εταιρεία με την μεγαλύτερη εξάρτηση στον εξωτερικό δανεισμό για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της, παρουσιάζοντας και τις υψηλότερες τιμές του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη σε όλη

σχεδόν την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Χαρακτηριστικό είναι δε, το γεγονός πως ο αριθμοδείκτης ξεπέρασε το όριο του 100% για το 2009, λόγω των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Μοναδική εξαίρεση αποτελεί το έτος καμπίς για την εταιρεία, τη χρονιά 2010, οπότε και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της μειώθηκαν σε πολύ μεγάλο βαθμό λόγω της μετατροπής των μετατρέψιμων ομολόγων που είχε εκδώσει στο παρελθόν, σε μετοχές, ενώ την αμέσως επόμενη χρονιά ο δείκτης αυξήθηκε και πάλι τόσο λόγω της αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού της επιχείρησης, όσο λόγω και της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων της, ως απόρροια των ζημιών που κατέγραψε.

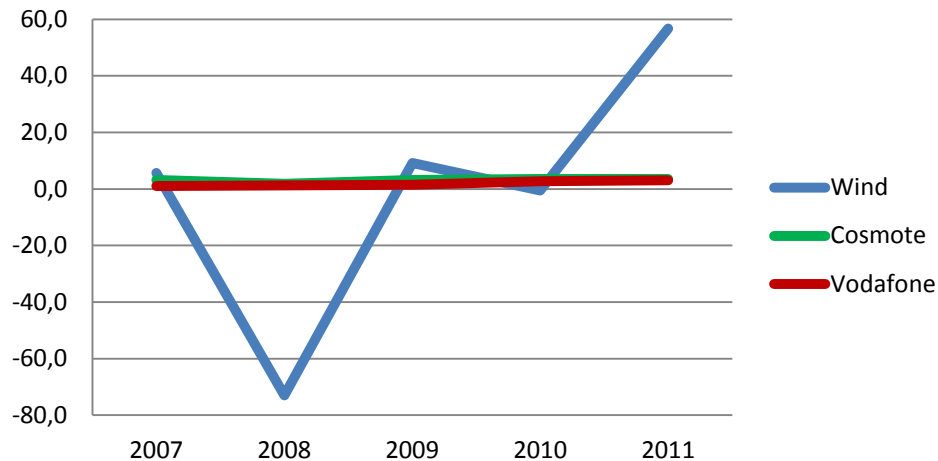
Από την μεριά της η Cosmote είδε την εξάρτηση της χρηματοδότησης της από εξωτερικό μακροπρόθεσμο δανεισμό να μειώνεται κατά την διάρκεια της τελευταίας πενταετίας, από το υψηλό του δείκτη μόχλευσης (72% για το 2007) στο 50% για το 2011. Βασικές αιτίες για την πορεία του αριθμοδείκτη αποτέλεσε από την μία μεριά η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, την οποία επέτυχε συνολικά η εταιρεία στο διάστημα αυτό, όσο και η μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τέλος είναι σημαντικό να αναφερθεί πως η μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της Cosmote κατά σχεδόν €1 δισεκατομμύριο συνοδεύτηκε από μια σημαντική αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά €800 εκατομμύρια. Αυτή η μεταβολή είναι κάτι που αποδεικνύει πως μια πιθανή περίπτωση αντικατάστασης του μακροπρόθεσμου δανεισμού της εταιρείας από βραχυπρόθεσμο, μπορεί να οδηγήσει μείωση του εν λόγω δείκτη.

Συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρείες, η Vodafone εμφανίζει την παραδοσιακά μικρότερη εξάρτηση από το μακροπρόθεσμο δανεισμό, καθώς παρά τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων της, η ανάλυση του δείκτη μόχλευσης της εταιρείας παρουσιάζει σταθερά τις χαμηλότερες τιμές εκ των τριών ανταγωνιστριών. Χαρακτηριστικό αυτής της μικρότερης εξάρτησης είναι το γεγονός πως για τις τρεις πρώτες περιόδους ανάλυσης (2007 έως 2009) η Vodafone παρουσίαζε δείκτη μόχλευσης σε ένα εύρος τιμών από 11% έως και 20 %, την στιγμή που η Cosmote εμφάνιζε τιμή περί το 64%.

4.3.2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Δείκτης καθαρού χρέους προς κέρδη, προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων

Γράφημα 19

Net Debt / EBITDA



Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, ο δείκτης ανάλυσης της σχέσης καθαρού χρέου προς κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων, καταδεικνύει τη σημασία και την συμβολή του δανεισμού της συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας στην διαδικασία παραγωγής ταμειακών ροών. Η ανάλυση του σχετικού δείκτη, δείχνει πως τόσο η Cosmote, όσο και η Vodafone, υπερέχουν ξεκάθαρα έναντι της Wind, η οποία παρουσιάζει τον πιο αδύναμο δείκτη παρά την σημαντικότερη μείωση του καθαρού δανεισμού της μέσα στην τελευταία πενταετία (η συνολική μείωση του ύψους καθαρού δανεισμού ξεπέρασε το €1,8 δισεκατομμύρια), κυρίως λόγω των δυσκολιών που εμφανίζει στο επίπεδο των EBITDA. Είναι άλλωστε χαρακτηριστικό πως οι τιμές του δείκτη της Wind δεν κατόρθωσε να συγκλίνει σε καμία από τις εξεταζόμενες περιόδους οικονομικής χρήσης. Η Cosmote από την δική της μεριά διατήρησε τον δείκτη σε ένα σχετικά σταθερό επίπεδο απόδοσης, καθώς σε όλη σχεδόν τη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας παρουσίαζε σχέση καθαρού δανεισμού προς EBITDA περίπου 3 – 3,5 φορές. Μοναδική εξαίρεση, αποτέλεσε η χρονιά 2008, οπότε και η εταιρεία είχε μειώσει κατά πολύ μεγάλο ποσοστό το ύψος του καθαρού δανεισμού της, μέσω της σημαντικής αύξησης του ταμείου της κατά €400 εκατομμύρια, και την ταυτόχρονη αύξηση των EBITDA της κατά επιπλέον €60 εκατομμύρια. Καλύτερη εικόνα εκ των τριών για όλη την εξεταζόμενη περίοδο ανάλυσης παρουσίασε από την μεριά της η Vodafone. Από το 2007 έως και το 2009 η εταιρεία ήταν σε θέση να εμφανίσει EBITDA τα οποία ήταν πολύ κοντά στο συνολικό ύψος του καθαρού δανεισμού της, σε ένα εύρος τιμών 1,1 έως 1,5 φορές. Τα επόμενα δύο όμως χρόνια, η μεταβολή των

EBITDA δεν ακολούθησε την αντίστοιχη του καθαρού χρέους της επιχείρησης, με αποτέλεσμα η τιμή του δείκτη να αυξηθεί και τελικά να συγκλίνει στα επίπεδα της Cosmote. Σε κάθε περίπτωση πάντως, εμφανής είναι η δυσκολία που παρουσιάζει η Wind έναντι των ανταγωνιστριών εταιρειών στη σύγκριση του αριθμοδείκτη. Αντίθετα η Vodafone αποτελεί το σημείο αναφοράς καθώς επιτυγχάνει την καλύτερη σχέση καθαρού δανεισμού σε σχέση με τα συνολικά κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων.

5. Συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας αποτελεί η χρηματοοικονομική ανάλυση και παρουσίαση των εταιρειών του κλάδου κινητής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα, ενώ η ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας και ερευνητικής αρθρογραφίας παρείχαν την βάση πάνω στην οποία συνετάχθη συνολικά η έρευνα.

Η εξεταζόμενη περίοδος (2007-2011) παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς εμπεριέχει χρονιές κατά τις οποίες η ελληνική οικονομία βρισκόταν τόσο σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης όσο και σε χρονιές ύφεσης. Έτσι μπορεί να αποτυπωθεί και να αναλυθεί και η ικανότητα που επέδειξαν οι διοικήσεις των εταιρειών στο να προσαρμοστούν στις αυξανόμενες απαιτήσεις που επέβαλε η συρρίκνωση της οικονομίας.

Συνολικά ο κλάδος κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα υπήρξε όχι μόνο ένας από το α πρώτους που βίωσαν τις συνέπειες της κρίσης αλλά επίσης και σε έντονο βαθμό με την συνολική μείωση των εσόδων να ανέρχεται στο -30% κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Αυτό οφείλεται από την μια μεριά στο γεγονός ότι τα έξοδα τηλεπικοινωνίας θεωρούνται έως ένα βαθμό πολυτέλεια – ιδίως για τους ιδιώτες πελάτες – και από την άλλη στο γεγονός πως τα αποτελέσματα του κλάδου επιβαρύνθηκαν τόσο από τον περιορισμό των εσόδων, όσο και από την αύξηση της φορολογίας που επιβλήθηκε στις κινητές τηλεπικοινωνίες.

Η εξέταση των αριθμοδεικτών που επελέγησαν στα πλαίσια της παρούσης ανάλυσης δίνουν μια γενικότερη αίσθηση πως, κατά την διάρκεια της τελευταίας πενταετίας, η Wind αποτέλεσε την πιο αδύναμη εταιρεία εκ των τριών. Οι συνεχείς αλλαγές στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρείας – τρεις την τελευταία πενταετία- σε συνδυασμό με τα ζητήματα που κλήθηκε η εταιρεία να αντιμετωπίσει μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων διάφορων θυγατρικών της – Tellas, Q-Telecom – αποτέλεσαν τους πρώτους σκοπέλους στην πορεία της. Τέλος, γεγονός ιδιαίτερης σημασίας αποτέλεσε η μετατροπή των ομολογιακών δανείων της επιχείρησης σε μετοχές και η διαγραφή μεγάλου μέρους του δανεισμού της. Το πέρας της

εξεταζόμενης περιόδου βρίσκει την Wind Ελλάς σε μια έντονη διαδικασία ανασυγκρότησης και οργανωτικού ανασχεδιασμού με σκοπό να ξεπεράσει τις προκλήσεις της και να αναπτυχθεί έχοντας ως κύριο συγκριτικό πλεονέκτημα της ότι αποτελεί το μοναδικό ολοκληρωμένο πάροχο τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα.

Από την άλλη μεριά η Vodafone Ελλάς, παρά το γεγονός πως η πελατειακή της βάση κινείται σε ελαφρά υψηλότερα μεγέθη με της Wind, έχει να επιδείξει σαφώς καλύτερες επιδόσεις από την πρώτη. Οι περιορισμένες αλλαγές στη διοίκηση της εταιρείας ιστορικά, σε συνεργασία με την δυνατότητα μεταφοράς τεχνογνωσίας από το ευρωπαϊκό δίκτυο της Vodafone Ltd. έχουν επιτρέψει στην ελληνική θυγατρική να εδραιωθεί στην δεύτερη θέση του κλάδου, ανταγωνιζόμενη την Cosmote σε απόδοση δεικτών, παρά την μεγάλη διαφορά μεγεθών. Ενδεικτικά παραδείγματα άλλωστε αποτελούν οι δείκτες ταμειακής ρευστότητας, καθαρού δανεισμού προς EBITDA κ.α.

Τέλος η Cosmote, έχοντας κατακτήσει το 50% της συνολικής αγοράς της κινητής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα, αποτελεί την εταιρεία που σημείωσε την μικρότερη πτώση εσόδων και ταυτόχρονα την μοναδική που παρουσίασε, καθ'όλη την εξεταζόμενη περίοδο, καθαρά κέρδη με σχετικά σταθερό περιθώριο κέρδους. Τα σημαντικά μεγέθη της θυγατρικής του ΟΤΕ γίνονται ακόμη πιο εμφανή αν επιχειρηθεί μια σύγκριση των ισολογισμών της, έναντι των ανταγωνιστριών. Παρά όμως την διαφορά μεγεθών, κατά την εξέταση κάποιων αριθμοδεικτών η Cosmote δεν επιτυγχάνει να παρουσιάσει καλύτερες αποδόσεις, κυρίως έναντι της Vodafone.

Η παρούσα ανάλυση θα μπορούσε να αποτελέσει το εφαλτήριο σημείο για περαιτέρω και σε βαθύτερη εξέταση των χρηματοοικονομικών δεικτών για οποιαδήποτε εκ των τριών εταιρειών ή για τον κλάδο των κινητών τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα συνολικά, ανεξάρτητα από το πρίσμα προσέγγισης του εκάστοτε αναλυτή.

Βιβλιογραφία

- Atrill, P. and McLaney, E., 2008. *Financial Accounting for Decision Makers*. 5th edition. Essex: Pearson Education. pp.229-230.
- Beaver, William H. 1996, Financial ratios as predictors of failure, Vol. 4, pages 71-111. Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/2490171>
- Ciby, J., 2006. *Credit Risk Analysis*. New Delhi: Tata McGraw-Hill. pp. 95-198.
- Damodaran, A., 2003. *Investment Philosophies*. New York: John Wiley & Sons. pp. 81-83.
- Dobbins Richard, 1993, Introduction to Financial Management, Volume 31, Issue 2, pages 5-110, by emerald, Permanent URL: [10.1108/00251749310031851](https://doi.org/10.1108/00251749310031851)
- European Commission, Ιούνιος 2012, Telecommunication Market and Regulatory Developments, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Αγορά Κινητής Τηλεπικοινωνίας και Ρυθμιστικό Περιβάλλον, 2012 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, https://ec.europa.eu/digital-agenda/sites/digital-agenda/files/EL_Country_Chapter_17th_Report_0.pdf
- Ezzamel Mahmoud, Mar-Molinero Cecilio, Alistair Beech, December 1987, On the Distributional Properties of Financial Ratios, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 14, Issue 4, pages 463–481, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-957.1987.tb00107.x/abstract>
- Friedlob, G. and Plewa, F., 1996. *Understanding Return in Investment*. New York: John Wiley & Sons. pp. 23.
- Gibson, C., 2009. *Financial Reporting and Analysis. Using Financial Accounting Information*. 11th edition. New York: South-Western Cengage Learning. pp. 224-225.
- <http://financialratios.com/leverage-ratios-1/debt-ebitda-ratio-definition>
- <http://www.cosmote.gr/> (Cosmote)
- <http://www.vodafone.gr/> (Vodafone)
- <http://www.wind.com.gr/> (Wind)
- ICAP, 2011, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών http://www.vodafone.gr/portal/resources/media/downloads/public-policy/9_ICAP_Study_on_Greek_Mobile_Industry_2011.pdf
- ICAP, 2012, Ο κλάδος της κινητής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα, <http://www.icap.gr/>
- Karampinis Nikolaos I., Hevas Dimosthenis L., 2011, Mandating IFRS in an Unfavorable Environment: The Greek Experience, The International Journal of Accounting, Volume 46, Number 3

- Kelly, J., 2010. *The neatest Guide to Stock Marketing Investing*. 4th edition. Boston: The Penguin Group.
- Keown, A., Martin, J. et al. 2004. *Foundations of Finance. The Logic and Practice of Financial Management*. London: Pearson Education. pp. 348.
- Kung H. Chen and Thomas A. Shimerda, (Spring, 1981), An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios, *Financial Management*, Vol. 10, No. 1, pages 51-60
Published by: Wiley, Article Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/3665113>
- Largay, James A., III and Clyde P. Stickney, Jul. - Aug., 1980, *Financial Analysts Journal* , Vol. 36, No. 4 pp. 51-54
- Laurent C.R., September 1979, Improving The Efficiency And Effectiveness Of Financial Ratio Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 6, Issue 3, pages 401–413
- Ledgerwood, J. 1999. *Microfinance Handbook*. Washington DC: The World Bank. pp. 212-215.
- Lev Baruch and Ramu Thiagarajan S., Autumn, 1993, Fundamental Information Analysis, Source: *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 2, pages 190-215
- Lim, P., 2005. *Investing Demystified*. New York: McGraw-Hill. pp. 228-240.
- Little, J. and Rhodes, L., 2010. *Understanding Wall Street*. 5th edition. New York: McGraw-Hill. pp. 50.
- Matsumoto, Y. 2007. *Financial Fragility and Instability in Indonesia*. New York: Routledge Group. pp. 48.
- McLaney, E. and Atrill, P., 2008. *Accounting an Introduction*. 4th edition. London: Pearson Education Limited.
- Nenide Boris, Pricer Robert W., Camp S. Michael, 2003, The use of Financial Ratios for Research: Problems Associated with and Recommendations for Using Large Databases,
<http://www.fintel.us/download/Problems%20with%20and%20Recommendations%20for%20Large%20Databases.pdf>
- Ramo, S. and Sugar, R., 2009. *Strategic Business Forecasting*. New York: McGraw-Hill. pp. 325.
- Renshall, J.M.,1975, "Why Accounting Standards Matter to Management", *Managerial Finance*, Vol. 1 Iss: 1, pp.80 - 83

- Shim, J. and Siegel, J., 2000. *Financial Management*. 2nd edition. New York: Barron's Business Library. pp. 54.
- Sihna, G., 2009. *Financial Statement Analysis*. New Delhi: PHI Learning.
- Sizer, J., 1989. *An Insight into Management Accounting*. 3rd edition. London: Penguin Group. pp. 145-176.
- Taulli, T., 2004. *The EDGAR® online Guide to Decoding Financial Statements*. Chicago: J. Ross Publishing. pp. 200-202.
- The Usefulness of Financial Ratios as Predictors of Household
<http://www.afcpe.org/assets/pdf/vol-51.pdf>
- Thomson, J., 1993. *Strategic Management – Awareness and Change*. 2nd edition. London: Chapman & Hall. pp. 168-170.
- Weaver, S. and Weston, J. 2001. *Finance and Accounting for Nonfinancial Managers*. New York: McGraw-Hill. pp. 154.
- Wiseman Robert M., 2009 by Emerald Group Publishing Limited, On the use and misuse of ratios in strategic management research, Volume 5, pages 75–110
- Wood, A., 1975. *A Theory of Profits*. Cambridge: Cambridge University Press. pp.31.
- Wright M.G., 1975, "What Management can Learn from Ratios", *Managerial Finance*, MCB UP Ltd, Vol. 1 Issue: 1, pages 30 – 39, (by emerald)
- Βασιλείου Δημήτριος, Αλεξιάκης Χρήστος, 2008, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων,
http://annxyd.files.wordpress.com/2009/04/xrhmatοοικονομικη_analysi_pdf.pdf
- Γκλεζάκος Μιχάλης, 2004, Εισαγωγή Στην Ανάλυση της Οικονομικής Κατάστασης των Επιχειρήσεων, http://www.unipi.gr/faculty/migl/aoke/aoke_notes.pdf
- Ένωση Εταιρειών Κινητής Τηλεφωνίας, 2012
<http://www.eekt.gr/LinkClick.aspx?fileticket=Od1Q33oMhmY%3d&tabid=36>
- Ένωση Εταιρειών Κινητής Τηλεφωνίας, 2012, International Data Corporation, Monitoring European Telecoms Operators
- Ένωση Εταιρειών Κινητής Τηλεφωνίας, Αύγουστος 2011, Ο Κλάδος της Κινητής Τηλεφωνίας στο νέο περιβάλλον
<http://www.eekt.gr/LinkClick.aspx?fileticket=S4X2w94IaM8%3d&tabid=36>
- Ένωση Εταιρειών Κινητής Τηλεφωνίας, Δεκέμβριος 2011, Ο Κλάδος της Κινητής Τηλεφωνίας στο νέο περιβάλλον
<http://www.eekt.gr/LinkClick.aspx?fileticket=fCG0v1rXucc%3D&tabid=36>

- ΟΟΣΑ, 2012, Παρατηρητήριο για την Κοινωνία της Πληροφορίας, Μελέτη για την Αναμόρφωση Ρυθμιστικού Πλαισίου και Κλάδου Τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα, <http://www.oecd.org/greece/greece.regulatoryreform.tele#coms>
- ΤΑΙΠΕΔ, 2013, Πρόγραμμα Αποκρατικοποιήσεων <http://www.hradf.com/gr/infrastructure/digital-dividend>

Παράρτημα

Cosmote Ελλάς

Cosmote	2007	2008	2009	2010	2011
Ισολογισμός (€ '000)					
1. Πάγιο Ενεργητικό	3,428,062	3,399,819	3,821,404	3,872,546	4,015,289
Απαιτήσεις	220,714	259,659	263,774	281,892	243,458
Αποθέματα	16,669	20,941	42,271	14,616	10,413
Ταμείο	260,841	614,899	234,754	242,402	117,151
2. Κυκλοφορούν Ενεργητικό	498,224	895,499	540,799	538,910	371,022
Σύνολο Ενεργητικού (A + B)	3,926,286	4,295,318	4,362,203	4,411,456	4,386,311
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	0	0	499,664	1,412,196	784,200
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	403,591	1,111,253	614,593	578,158	478,495
3. Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	403,591	1,111,253	1,114,257	1,990,354	1,262,695
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός	2,526,613	2,006,632	2,061,005	1,127,914	1,489,562
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	18,941	21,826	19,716	17,662	51,740
4. Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	2,545,554	2,028,458	2,080,721	1,145,576	1,541,302
Σύνολο Υποχρεώσεων (3 + 4)	2,949,145	3,139,711	3,194,978	3,135,930	2,803,997
Μετοχικό Κεφάλαιο	157,348	157,900	157,900	157,900	157,900
Λοιπά Στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	819,793	997,707	1,009,325	1,117,626	1,424,414
5. Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	977,141	1,155,607	1,167,225	1,275,526	1,582,314
Σύνολο Υποχρεώσεων (3 + 4 + 5)	3,926,286	4,295,318	4,362,203	4,411,456	4,386,311
	2007	2008	2009	2010	2011
Κατάσταση Αποτελεσμάτων (€ '000)					
Πωλήσεις	1,735,878	1,843,120	1,908,395	1,706,136	1,552,694
Κόστος Πωληθέντων	1,175,018	1,236,565	1,365,992	1,239,780	1,130,254
Μικτά Κέρδη	560,860	606,555	542,403	466,356	422,440
EBITDA	722,941	779,710	721,094	648,400	612,331
Αποσβέσεις	163,533	175,317	183,011	187,425	193,930
EBIT	559,408	604,393	538,083	460,975	418,401
Χρηματοοικονομικά Εξόδα	98,602	69,895	75,159	54,837	29,574
EBT	460,806	534,498	462,924	406,138	388,827
Καθαρά Κέρδη	339,233	410,718	290,789	252,305	312,663
	2007	2008	2009	2010	2011
Χρηματοοικονομικοί Δείκτες					
A. Κερδοφορία					
ROCE	16.0%	19.1%	14.4%	12.1%	10.9%
ROA	8.6%	9.6%	6.7%	5.7%	7.1%
Gross Profit margin	32.3%	32.9%	28.4%	27.3%	27.2%
EBITDA margin	41.6%	42.3%	37.8%	38.0%	39.4%
Operating profit (EBIT) margin	32.2%	32.8%	28.2%	27.0%	26.9%
Net Profit margin	19.5%	22.3%	15.2%	14.8%	20.1%
B. Ρευστότητα					
Current ratio	1.23	0.81	0.49	0.27	0.29
Acid test (Quick Ratio)	1.2	0.8	0.4	0.3	0.3
Cash ratio	0.6	0.6	0.2	0.1	0.1
Γ. Αποτελεσματικότητα					
Receivables days	46	51	50	60	57
Payables days	125	328	164	170	155
Inventories days	5	6	11	4	3
Δ. Οικονομική Μόχλευση					
Gearing	69.9%	54.6%	66.6%	64.3%	57.7%
Net Debt / EBITDA	3.1	1.8	3.2	3.5	3.5
Interest cover	5.7	8.6	7.2	8.4	14.1
E. Επενδυτικοί					
ROE	34.7%	35.5%	24.9%	19.8%	19.8%

Vodafone Ελλάς

Vodafone	2007	2008	2009	2010	2011
Ισολογισμός (€ '000)					
1. Πάγιο Ενεργητικό	1,138,733	1,056,407	1,022,758	894,715	963,099
Απαιτήσεις	236,193	210,254	201,001	183,676	173,986
Αποθέματα	29,643	20,160	8,716	10,681	7,925
Ταμείο	81,157	85,930	101,883	111,422	84,050
2. Κυκλοφορούν Ενεργητικό	346,993	316,344	311,600	305,779	265,961
Σύνολο Ενεργητικού (A + B)	1,485,726	1,372,751	1,334,358	1,200,494	1,229,060
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός					
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
3. Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	573,758	497,169	484,242	361,105	342,766
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός					
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
4. Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	117,499	172,177	92,927	385,932	319,264
Σύνολο Υποχρεώσεων (3 + 4)	691,257	669,346	577,169	747,037	662,030
Μετοχικό Κεφάλαιο	195,593	195,592	184,759	184,758	184,759
Λοιπά Στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	598,875	507,811	572,430	268,697	382,269
5. Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	794,469	703,405	757,189	453,457	567,030
Σύνολο Υποχρεώσεων (3 + 4 + 5)	1,485,726	1,372,751	1,334,358	1,200,494	1,229,060
	2007	2008	2009	2010	2011
Κατάσταση Αποτελεσμάτων (€ '000)					
Πωλήσεις	1,670,790	1,505,607	1,303,786	1,087,805	1,013,034
Κόστος Πωληθέντων	858,555	797,378	768,425	656,895	589,817
Μεικτά Κέρδη	812,235	708,229	535,361	430,910	423,217
EBITDA	568,565	484,546	320,802	231,907	188,149
Αποσβέσεις	236,592	236,599	220,141	209,950	183,783
EBIT	331,973	247,947	100,661	21,957	4,366
Χρηματοοικονομικά Εξόδα	-2,659	10,234	3,686	50,691	-113,374
EBT	334,632	237,713	96,975	-28,734	117,740
Καθαρά Κέρδη	239,104	171,895	26,780	-58,253	114,878
	2007	2008	2009	2010	2011
Χρηματοοικονομικοί Δείκτες					
A. Κερδοφορίας					
ROCE	22.3%	18.1%	7.5%	1.8%	0.4%
ROA	16.1%	12.5%	2.0%	-4.9%	9.3%
Gross Profit margin	48.6%	47.0%	41.1%	39.6%	41.8%
EBITDA margin	34.0%	32.2%	24.6%	21.3%	18.6%
Operating profit (EBIT) margin	19.9%	16.5%	7.7%	2.0%	0.4%
Net Profit margin	14.3%	11.4%	2.1%	-5.4%	11.3%
B. Ρευστότητας					
Current ratio	0.60	0.64	0.64	0.85	0.78
Acid test (Quick Ratio)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
Cash ratio	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
Γ. Αποτελεσματικότητα					
Receivables days	52	51	56	62	63
Payables days	244	228	230	201	212
Inventories days	13	9	4	6	5
Δ. Οικονομικής Μόχλευσης					
Gearing	43.4%	45.3%	38.6%	58.4%	50.5%
Net Debt / EBITDA	1.1	1.2	1.5	2.7	3.1
Interest cover	-124.8	24.2	27.3	0.4	0.0
E. Επενδυτικοί					
ROE	30.1%	24.4%	3.5%	-12.8%	20.3%

Wind Ελλάς

Wind	2007	2008	2009	2010	2011
Ισολογισμός (€ '000)					
1. Πάγιο Ενεργητικό	2,257,595	2,531,875	2,322,289	1,229,819	1,008,753
Απαιτήσεις	247,086	287,627	224,519	162,935	151,304
Αποθέματα	11,613	11,160	10,065	5,233	4,885
Ταμείο	216,127	55,454	99,383	100,315	29,968
2. Κυκλοφορούν Ενεργητικό	474,826	354,241	333,967	268,483	186,157
Σύνολο Ενεργητικού (A + B)	2,732,421	2,886,116	2,656,256	1,498,302	1,194,910
Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός		81,218	148,951	76,417	0
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις		578,436	453,881	329,331	292,927
3. Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	463,219	659,654	602,832	405,748	292,927
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός		1,893,008	1,908,222	472,112	590,723
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		205,691	199,060	183,808	134,986
4. Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	2,176,611	2,098,699	2,107,282	655,920	725,709
Σύνολο Υποχρεώσεων (3 + 4)	2,639,830	2,758,353	2,710,114	1,061,668	1,018,636
Μετοχικό Κεφάλαιο	79,060	335,668	180,661	263,656	263,656
Λοιπά Στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	13,531	-207,905	-234,519	172,978	-87,382
5. Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	92,591	127,763	-53,858	436,634	176,274
Σύνολο Υποχρεώσεων (3 + 4 + 5)	2,732,421	2,886,116	2,656,256	1,498,302	1,194,910
	2007	2008	2009	2010	2011
Κατάσταση Αποτελεσμάτων (€ '000)					
Πωλήσεις	1,187,557	130,049	1,054,575	787,403	661,814
Κόστος Πωληθέντων	504,204	178,251	1,096,113	1,865,173	894,950
Μεικτά Κέρδη	683,353	-48,202	-41,538	-1,077,770	-233,136
EBITDA	431,344	-26,273	213,801	-818,059	9,883
Αποσβέσεις	207,275	21,929	255,339	259,711	243,019
EBIT	224,069	-48,202	-41,538	-1,077,770	-233,136
Χρηματοοικονομικά Εξοδα	136,601	5,626	174,696	135,193	47,219
EBT	87,468	-53,828	-216,234	-1,212,963	-280,355
Καθαρά Κέρδη	57,064	-53,828	-218,589	-1,262,036	-261,255
	2007	2008	2009	2010	2011
Χρηματοοικονομικοί Δείκτες					
A. Κερδοφορίας					
ROCE	8.2%	-2.3%	-2.1%	-109.4%	-30.4%
ROA	2.1%	-1.9%	-8.2%	-84.2%	-21.9%
Gross Profit margin	57.5%	-37.1%	-3.9%	-136.9%	-35.2%
EBITDA margin	36.3%	-20.2%	20.3%	-103.9%	1.5%
Operating profit (EBIT) margin	18.9%	-37.1%	-3.9%	-136.9%	-35.2%
Net Profit margin	4.8%	-41.4%	-20.7%	-160.3%	-39.5%
B. Ρευστότητας					
Current ratio	1.03	0.54	0.55	0.66	0.64
Acid test (Quick Ratio)	1.0	0.5	0.5	0.6	0.6
Cash ratio	0.5	0.1	0.2	0.2	0.1
Γ. Αποτελεσματικότητα					
Receivables days	76	807	78	76	83
Payables days	335	1,184	151	64	119
Inventories days	8	23	3	1	2
Δ. Οικονομικής Μόχλευσης					
Gearing	96.3%	93.8%	102.8%	50.7%	76.1%
Net Debt / EBITDA	5.6	-73.0	9.2	-0.5	56.7
Interest cover	1.6	-8.6	-0.2	-8.0	-4.9
E. Επενδυτικοί					
ROE	61.6%	-42.1%	405.9%	-289.0%	-148.2%