



**ΑΝΟΙΚΤΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΚΥΠΡΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ  
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ, ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΗΤΑ»

## **ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ**

**Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων  
Ελληνικών Εταιρειών Ιχθυοκαλλιέργειας**

ΧΡΗΣΤΟΣ ΑΝΔΡΟΝΗΣ  
Α.Μ. 000100000055

Επιβλέπων Καθηγητής  
ΑΡΙΣΤΕΙΔΗΣ ΣΑΜΙΤΑΣ

ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ, 2017

# Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών  
«Διοίκηση, Τεχνολογία και Ποιότητα»

## Μεταπτυχιακή Διατριβή



Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων  
Ελληνικών Εταιριών Ιχθυοκαλλιέργειας

Χρήστος Ανδρονής  
Α.Μ. 000100000055

Επιβλέπων Καθηγητής  
Αριστείδης Σάμιτας

Δεκέμβριος 2017

# **Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου**

**Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης**

**Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών**

***Διοίκηση, Τεχνολογία και Ποιότητα***

## **Μεταπτυχιακή Διατριβή**

**Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων  
Ελληνικών Εταιριών Ιχθυοκαλλιέργειας**

**Χρήστος Ανδρονής**

**Επιβλέπων Καθηγητής  
Αριστείδης Σάμιτας**

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή υποβλήθηκε προς μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων για απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών  
Στη Διοίκηση, Τεχνολογία και Ποιότητα  
από τη Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης  
του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

**Δεκέμβριος 2017**

ΛΕΥΚΗ ΣΕΛΙΔΑ

## Περίληψη

Ο κλάδος της ιχθυοκαλλιέργειας είναι ένας πολύ δυναμικός κλάδος της ελληνικής οικονομίας με έντονη εξαγωγική δραστηριότητα. Τα τελευταία έτη επικρατεί τάση συγκέντρωσης στον κλάδο μέσω απορροφήσεων και εξαγορών σε μια προσπάθεια να δημιουργηθούν πιο βιώσιμα εταιρικά σχήματα.

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή έχει ως στόχο να διερευνήσει και να εξετάσει τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τις αδυναμίες που παρουσιάζουν οι τέσσερις μεγαλύτερες ελληνικές εταιρίες ιχθυοκαλλιέργειας με τη χρήση της συγκριτικής ανάλυσης μέσω αριθμοδεικτών. Τα οικονομικά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών έχουν αντληθεί από τις αναθεωρημένες επίσημες οικονομικές καταστάσεις των εταιριών Νηρέυς, Σελόντα, Ανδρομέδα και Γαλαξίδι. Για την αποτύπωση πιο ολοκληρωμένης εικόνας της οικονομικής θέσης των επιχειρήσεων επιλέχτηκε ένα φάσμα από αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, αποδοτικότητας και διάρθρωσης κεφαλαίων.

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών για τη χρονική περίοδο 2010-2016, κατέδειξε προβλήματα ρευστότητας, αλλαγές στην πιστωτική πολιτική σε σχέση με τους πελάτες αλλά και μεταβολές στις πληρωμές των προμηθευτών. Επιπλέον έγινε ορατή η έντονη μεταβλητότητα στην αποδοτικότητα και την κερδοφορία, αλλά και οι αλλαγές στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων που εξετάστηκαν. Τέλος, από το 2014 έως και σήμερα, παρατηρείται βελτίωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων των εταιριών σε σχέση με την περίοδο 2010-2013.

**Λέξεις Κλειδιά:** ανάλυση αριθμοδεικτών, ανάλυση οικονομικών καταστάσεων, χρηματοοικονομικοί δείκτες, ιχθυοκαλλιέργειες.

## **Abstract**

The aquaculture industry is a very dynamic sector of the Greek economy with intense strong export activity. In recent years there has been a tendency towards concentration in the industry through absorptions and buyouts, in an attempt to create more sustainable corporate schemes.

The purpose of this postgraduate dissertation is to investigate the financial situation and the weaknesses of the four largest Greek aquaculture corporations through the use of comparative analysis by means of financial ratios. The financial data used to calculate the financial ratios have been drawn from the revised financial statements of the corporations Nireus, Selonda, Andromeda and Galaxidi.

A range of financial indicators of liquidity, activity, profitability and capital structure has been selected to provide a more complete picture of the financial position of the corporations under review.

The analysis of the financial ratios for the period 2010-2016, has shown liquidity problems, changes in the credit policy in relation to customers and changes in the payment of the suppliers. In addition, strong variability in efficiency and profitability, as well as changes in the capital structure of the above-mentioned enterprises, are visible. Finally, since 2014 to this day today, there has been an improvement in the return on equity of the corporations as compared with period 2010-2013.

**Keywords:** ratio analysis, financial statement analysis, financial ratios, aquaculture.

## **Ευχαριστίες**

Στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Αριστείδη Σάμιτα για τη συνεργασία που είχαμε καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής διατριβής μου.

Στη σύζυγό μου, τα παιδιά μου και τους γονείς μου για τη στήριξη που μου προσέφεραν καθ' όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος.

## Περιεχόμενα

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου.....	ii
Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου.....	iii
Περίληψη.....	iii
Abstract.....	iv
Λίστα Διαγραμμάτων και Πινάκων.....	ix
Εισαγωγή.....	1
1.1 Προσδιορισμός του Προβλήματος.....	1
1.2 Σκοπός της Διατριβής.....	1
1.3 Θέση της Διατριβής.....	2
1.4 Περιορισμοί της Διατριβής.....	2
1.5 Μεθοδολογική Προσέγγιση.....	3
1.6 Συνοπτική Παρουσίαση Κεφαλαίων.....	3
Χρηματοοικονομική Ανάλυση.....	5
2.1 Γενικά.....	5
2.2 Παρουσίαση Μεθόδων.....	7
2.2.1 Οριζόντια Ανάλυση (Horizontal Analysis).....	7
2.2.2 Κάθετη Ανάλυση (Vertical Analysis).....	7
2.2.3 Ανάλυση Αριθμοδεικτών (Ratio Analysis).....	8
2.3 Οι Αριθμοδείκτες ως Εργαλεία Ανάλυσης.....	8
2.4 Ανάλυση Βασικών Αριθμοδεικτών.....	10
2.5 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios).....	10
2.5.1 Αριθμοδείκτης Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας.....	11
2.5.2 Αριθμοδείκτης Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας.....	12
2.5.3 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας.....	13
2.6 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios).....	13
2.6.1 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων.....	14
2.6.2 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων.....	14
2.6.3 Λειτουργικός Κύκλος.....	15
2.6.4 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Προμηθευτών.....	16
2.7 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios).....	17
2.7.1 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin).....	17
2.7.2 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin).....	18



2.7.3 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA).....	19
2.7.4 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) .....	19
2.8 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας (Financial Structure & Viability Ratios).....	20
2.8.1 Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια.....	21
Ανασκόπηση της Παγκόσμιας Παραγωγής Αλιευμάτων και Υδατοκαλλιέργειας.....	22
3.1 Παγκόσμια Κατάσταση και Τάσεις.....	22
3.2 Η Υδατοκαλλιέργεια σε Ευρωπαϊκό Επίπεδο .....	25
Ο Κλάδος των Ιχθυοκαλλιεργειών στην Ελλάδα .....	28
4.1 Γενικά.....	28
4.2 Βασικά είδη παραγωγής του κλάδου.....	29
4.3 Ζήτηση και Προοπτικές του Κλάδου .....	31
4.4 Εταιρίες Ιχθυοκαλλιεργειών στην Ελλάδα .....	32
4.4.1 Νηρέυς Ιχθυοκαλλιέργειες Α.Ε. ....	33
4.4.2 Σελόντα Ιχθυοτροφεία Α.Ε.Γ.Ε. ....	34
4.4.3 Ανδρομέδα Α.Ε.....	35
4.4.4 Γαλαξίδι Θαλάσσιες Καλλιέργειες Α.Ε.....	35
Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιριών Ιχθυοκαλλιέργειας .....	37
5.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Ρευστότητας .....	37
5.1.1 Γενική ή Έμμεση Ρευστότητα (Current Ratio) .....	37
5.1.2 Ειδική ή Άμεση Ρευστότητα (Quick Ratio).....	41
5.1.3 Ταμειακή Ρευστότητα (Cash Flow Ratio).....	43
5.2 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Δραστηριότητας.....	45
5.2.1 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων .....	45
5.2.2 Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων .....	48
5.2.3 Λειτουργικός Κύκλος .....	50
5.2.4 Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών.....	51
5.3 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αποδοτικότητας.....	53
5.3.1 Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin) .....	53
5.3.2 Περιθώριο Κέρδους προ Φόρων (EBT margin).....	55
5.3.3 Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA - Return on Assets).....	57
5.3.4 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE - Return on Equity).....	60
5.4 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας.....	64
5.4.1 Πίεση Ξένου Κεφαλαίου (Ξένα προς Συνολικά Κεφάλαια) .....	64

Συμπεράσματα - Επίλογος.....	68
Βιβλιογραφία .....	71
Πίνακες Αριθμοδεικτών.....	77
A.1 Δείκτες Ρευστότητας.....	77
A.2 Δείκτες Δραστηριότητας .....	78
A.3 Δείκτες Αποδοτικότητας .....	80
A.4 Δείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας.....	81

## Λίστα Διαγραμμάτων και Πινάκων

Διάγραμμα	Ονοματολογία Διαγράμματος	Σελ.
1	Παγκόσμια παραγωγή αλιείας και υδατοκαλλιέργειας (1950-2014)	22
2	Παγκόσμια χρήση και προσφορά ιχθύων, πληθυσμός και μέση κατανάλωση κατά άτομο (1950 -2014)	24
3	Εμπορικές ροές στην Ευρώπη ανά ήπειρο έτους 2014	27
4	Μέση τιμή πώλησης τσιπούρας και λαβρακιού (2006-2015)	32
5	Δείκτες γενικής ή έμμεσης ρευστότητας εταιριών (2010-2016)	37
6	Δείκτες καθαρού κεφαλαίου κίνησης εταιριών (2010-2016)	38
7	Δείκτες ειδικής ή άμεσης ρευστότητας εταιριών (2010-2016)	41
8	Δείκτες ταμειακής ρευστότητας εταιριών (2010-2016)	43
9	Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων (φορές) (2010-2016)	46
10	Μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων (ημέρες) (2010-2016)	46
11	Ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων (φορές) (2010-2016)	48
12	Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων (ημέρες) (2010-2016)	49
13	Λειτουργικός κύκλος περιόδου (2010-2016)	50
14	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών (φορές) (2010-2016)	52
15	Μέση Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών (ημέρες) (2010-2016)	53
16	Μικτό Περιθώριο Κέρδους (2010-2016)	53
17	Περιθώριο Κέρδους προ Φόρων (EBT margin) (2010-2016)	56
18	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)(2010-2016)	58
19	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) (2010-2016)	60
20	Ξένα προς συνολικά κεφάλαια (2010-2016)	65

Πίνακας	Ονοματολογία Πίνακα	Σελ.
1	Παγκόσμια παραγωγή ελεύθερης αλιείας και υδατοκαλλιέργειας	23
2	Παγκόσμια παραγωγή υδατοκαλλιέργειας: Ποσότητα, ποσοστό και τάση ανά γεωγραφική περιοχή	25
3	Full-time και Part-time απασχόληση στον κλάδο της Ελληνικής υδατοκαλλιέργειας	29
4	Ελλάδα: Παραγωγή ειδών υδατοκαλλιέργειας σε τόνους (2010-2015)	29
5	Ελλάδα: Παραγωγή ειδών υδατοκαλλιέργειας σε εκατομμύρια ευρώ (2010-2015)	30
6	Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) - Νηρέυς (2010-2016)	61
7	Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) - Σελόντα (2010-2016)	62
8	Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) - Ανδρομέδα (2010-2016)	63
9	Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) - Γαλαξίδι (2010-2016)	64

# Κεφάλαιο 1

## Εισαγωγή

### 1.1 Προσδιορισμός του Προβλήματος

Η χρηματοοικονομική κρίση στην Ελλάδα, τα προβλήματα ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας, η αναχρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων των επιχειρήσεων του κλάδου της ιχθυοκαλλιέργειας (υδατοκαλλιέργειας)<sup>1</sup>, η εμπειρία μαζί με την τεχνογνωσία που αυτές διαθέτουν σε σύγχρονες μεθόδους παραγωγής και ο έντονος εξαγωγικός προσανατολισμός τους ήταν και είναι τα σημαντικότερα γεγονότα που επηρεάζουν είτε αρνητικά είτε θετικά τα οικονομικά μεγέθη των εταιριών του κλάδου στην Ελλάδα. Για τους λόγους αυτούς προκαλεί ενδιαφέρον η χρηματοοικονομική ανάλυση των σημαντικότερων ελληνικών εταιριών ιχθυοκαλλιέργειας.

### 1.2 Σκοπός της Διατριβής

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή, μέσω της συγκριτικής ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών (ή δεικτών ή αναλογιών), επιχειρεί να παρουσιάσει τη οικονομική θέση των τεσσάρων μεγαλύτερων (βάσει κύκλου εργασιών τους) ελληνικών εταιριών ιχθυοκαλλιέργειας. Το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα είναι από το 2010 έως και το 2016 και αφορά τις εταιρίες ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε, ΣΕΛΟΝΤΑ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ Α.Ε.Γ.Ε., ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε, ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.. Επιπλέον, η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή επιχειρεί να εξάγει συμπεράσματα σχετικά με την αποδοτικότητα των υπό εξέταση εταιριών και να προσφέρει σε κάθε ενδιαφερόμενο (επενδυτές, πιστωτές,

---

<sup>1</sup> Οι έννοιες αυτές θεωρούνται συνώνυμες σε όλη την παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή.

προμηθευτές, πελάτες, ανταγωνιστές, εργαζόμενους) ενημέρωση σχετικά με τις αδυναμίες αλλά και την πορεία τους κατά την τελευταία επταετία.

### 1.3 Θέση της Διατριβής

Οι εταιρίες ιχθυοκαλλιέργειας που εξετάστηκαν στην παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή, άλλες λιγότερο και άλλες περισσότερο εμφάνισαν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας, παρουσιάζοντας πολλές φορές αδυναμία να ανταποκριθούν επαρκώς στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους. Σε κάποιες από αυτές σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές στην κεφαλαιακή τους δομή τους, απόρροια των υψηλών δανειακών υποχρεώσεών τους προς τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι δύο μικρότερες εταιρίες από την πλευρά του κύκλου εργασιών, Ανδρομέδα και Γαλαξίδι, εμφανίζουν μια πιο σταθερή εικόνα στο σύνολο των αριθμοδεικτών που εξετάστηκαν, σε αντίθεση με τις Σελόντα και Νηρεύς, που εμφανίζουν υψηλή μεταβλητότητα τιμών στους αντίστοιχους αριθμοδείκτες.

### 1.4 Περιορισμοί της Διατριβής

Στην ανάλυση των αναλογιών (χρηματοοικονομικών δεικτών), προβλήματα μπορεί να προκύψουν όταν ο αριθμητής ή ο παρονομαστής ενός κλάσματος λάβει αρνητικές τιμές, και ιδιαίτερα σε περιπτώσεις όπου και ο αριθμητής και ο παρονομαστής λάβουν ταυτοχρόνως αρνητικές τιμές, δημιουργώντας ασάφειες στη διαχείριση ορισμένων οικονομικών μεγεθών. Για παράδειγμα, ο αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών<sup>2</sup> δεν μπορεί να οριστεί σε περιπτώσεις όπου η εταιρία εμφανίζει αρνητικά αποτελέσματα προ φόρων και τόκων (Νηρεύς 2010, 2012, 2013 και Σελόντα 2011, 2013). Επίσης, δεν μπορεί να οριστεί ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας, σε περίπτωση που παρουσιάζει αρνητικά ίδια κεφάλαια και παράλληλα αρνητικά αποτελέσματα χρήσης (ζημιές). Λόγω της μη ανακοίνωσης του μικτού

---

<sup>2</sup> Αριθμοδείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών = Κέρδη προ φόρων και τόκων/Τόκοι ξένου κεφαλαίου

κέρδους 2016 από τις εταιρίες Νηρέυς και Σελόντα μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της μεταπτυχιακής διατριβής, το μικτό κέρδος των εταιριών αυτών αποτελεί εκτίμηση του εκπονητή της παρούσας μεταπτυχιακής διατριβής.

## **1.5 Μεθοδολογική Προσέγγιση**

Στη χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων περιλαμβάνονται οι τέσσερις μεγαλύτερες ελληνικές εταιρίες ιχθυοκαλλιέργειας. Αρχικά θα πραγματοποιηθεί κατηγοριοποίηση και θεωρητική παρουσίαση των αριθμοδεικτών που θα χρησιμοποιηθούν και στη συνέχεια θα γίνει η παρουσίαση του κλάδου σε παγκόσμιο, ευρωπαϊκό αλλά και ελληνικό επίπεδο. Τα στατιστικά στοιχεία και οι πληροφορίες προέρχονται κυρίως από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Τροφίμων και Γεωργίας (Food and Agriculture Organization of the United Nations – FAO), τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ, Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD), την Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat), την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission), την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΑΤ) και την ICAP. Στη συνέχεια, θα πραγματοποιηθεί μία σύντομη παρουσίαση των υπό εξέταση επιχειρήσεων ιχθυοκαλλιέργειας. Θα ακολουθήσει ανάλυση στοιχείων που εξήχθησαν από τις αναθεωρημένες δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιριών για τα έτη 2010-2016, από τα οποία θα κατασκευαστούν οι αριθμοδείκτες. Τα αποτελέσματα θα παρουσιαστούν σε διαγράμματα και πίνακες, με τη χρήση του προγράμματος Microsoft Excel, για να είναι πιο ευκρινής η συγκρισιμότητα μεταξύ διαφορετικών περιόδων της ίδιας εταιρίας αλλά και μεταξύ διαφορετικών εταιριών την ίδια περίοδο. Στον επίλογο θα παρουσιαστούν τα συμπεράσματα της μεταπτυχιακής διατριβής.

## **1.6 Συνοπτική Παρουσίαση Κεφαλαίων**

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή αναπτύσσεται σε έξι κεφάλαια, τα οποία περιλαμβάνουν συνοπτικά τα εξής:

Το εισαγωγικό Κεφάλαιο 1 περιλαμβάνει την περιγραφή του προβλήματος, τον σκοπό και τη θέση της διατριβής, τους περιορισμούς, την προσεγγιστική μεθοδολογία και μια σύντομη περιγραφή των κεφαλαίων που θα ακολουθήσουν.

Το Κεφάλαιο 2 που ακολουθεί παρουσιάζει την έννοια, τους σκοπούς, τις τεχνικές ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων καθώς και την περιγραφή των αριθμοδεικτών που θα χρησιμοποιηθούν στη χρηματοοικονομική ανάλυση.

Στη συνέχεια, το Κεφάλαιο 3 παρουσιάζει την επικρατούσα κατάσταση στον κλάδο της Υδατοκαλλιέργειας σε Παγκόσμια αλλά και Ευρωπαϊκή κλίμακα.

Το Κεφάλαιο 4 παρουσιάζει τον κλάδο της Ιχθυοκαλλιέργειας στην Ελλάδα, τις προοπτικές του και τις τέσσερις υπό εξέταση επιχειρήσεις.

Στο Κεφάλαιο 5 γίνονται οι υπολογισμοί των αριθμοδεικτών αλλά και η χρηματοοικονομική ανάλυση Ρευστότητας, Δραστηριότητας, Αποδοτικότητας, Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας των τεσσάρων επιχειρήσεων.

Το Κεφάλαιο 6 καταγράφει τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που προέκυψαν από τη χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε. Στο τέλος παρατίθεται η βιβλιογραφία που χρησιμοποιήθηκε και το παράρτημα.

# Κεφάλαιο 2

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση

### 2.1 Γενικά

Η παροχή αξιόπιστων χρηματοοικονομικών πληροφοριών είναι το σημαντικότερο θέμα στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι χρηματοοικονομικές ή οικονομικές καταστάσεις (financial statements) είναι πίνακες, στους οποίους εμφανίζονται τα στοιχεία του ισολογισμού και ορισμένων άλλων λογαριασμών των οικονομικών οντοτήτων (Γεωργόπουλος 2014). Επιπλέον, αποτελούν τη σημαντικότερη πηγή πληροφοριών τόσο για τη διοίκηση της εταιρίας όσο και για τους εξωτερικούς χρήστες, ανεξαρτήτως από το εάν η εταιρία έχει τέλειες οικονομικές επιδόσεις ή βρίσκεται κοντά σε πτώχευση (Bokšová, Horáková & Randáková 2015). Οι οικονομικές καταστάσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν από μετόχους, πιστωτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέλη για την ανάλυση της ρευστότητας, της κερδοφορίας και της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης της εταιρίας σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη αλλά και με άλλες παρόμοιες εταιρίες (Annand 2016).

Προκειμένου να εξασφαλιστεί η συγκρισιμότητα μεταξύ διαφορετικών οικονομικών οντοτήτων αλλά και μεταξύ των προηγούμενων χρονικών περιόδων της ίδιας οικονομικής οντότητας, τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) και ειδικότερα το ΔΠΛ1 ορίζει κάποιες γενικές απαιτήσεις και θέτει τις κατευθυντήριες γραμμές για τη δομή και το περιεχόμενο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.<sup>3</sup>

Σύμφωνα με το ΔΠΛ1 μια πλήρης σειρά οικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει: την Κατάσταση Οικονομικής Θέσης (Ισολογισμός), την Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων (Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης) για την περίοδο, την Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων της περιόδου, την Κατάσταση Ταμιακών Ροών της

---

<sup>3</sup> International Accounting Standards (IAS 1) 2007  
<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1#link6>



περιόδου, διάφορες σημειώσεις που περιλαμβάνουν την περίληψη σημαντικών λογιστικών πολιτικών και επεξηγηματικές σημειώσεις, συγκριτικές πληροφορίες που καθορίζονται από το πρότυπο.

Με τον όρο «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων» εννοούμε ένα σύστημα πληροφόρησης το οποίο αφού αντλήσει δεδομένα, τα επεξεργάζεται, τα μελετά και τα αναλύει με σκοπό την αξιοποίησή τους από τους χρήστες οι οποίοι έχουν εύλογα δικαιώματα (Αποστόλου 2015). Όπως αναφέρουν οι Γκίκας, Παπαδάκη & Σιουγλέ (2010) σκοπός της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων είναι η άντληση πληροφοριών προκειμένου να ληφθούν αποφάσεις οι οποίες θα επηρεάσουν την κατανομή των πόρων μέσα στην οικονομία. Η ανάλυση οικονομικών καταστάσεων συνίσταται στη σύγκριση των επιδόσεων της εταιρίας με τον μέσο όρο του κλάδου στον οποίο ανήκει η συγκεκριμένη εταιρία, επίσης στην αξιολόγηση της τάσης της οικονομικής κατάστασης με την πάροδο του χρόνου, βοηθώντας τη Διοίκηση της εταιρίας να εντοπίσει τις αδυναμίες της εταιρίας. Οι πληροφορίες αυτές αποτελούν σημαντικό εργαλείο όχι μόνο για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων αλλά και για τους επενδυτές, πιστωτές, προμηθευτές, φορολογικές αρχές και εργαζομένους. Ωστόσο, αυτές οι πληροφορίες πρέπει να αξιολογούνται μέσω της διαδικασίας ανάλυσης ώστε να γίνουν πιο χρήσιμες στους λήπτες των πληροφοριών.

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει την αξιολόγηση τριών χαρακτηριστικών: της ρευστότητας της οικονομικής οντότητας, της κερδοφορίας και της φερεγγυότητας. Ένας βραχυπρόθεσμος πιστωτής ενδιαφέρεται πρωτίστως για τη ρευστότητα και την ικανότητα του δανειολήπτη να καταβάλει τις υποχρεώσεις του στην ώρα τους. Η ρευστότητα του δανειολήπτη είναι εξαιρετικά σημαντική για να αξιολογηθεί η ασφάλεια ενός δανείου. Ένας μακροπρόθεσμος πιστωτής εξετάζει τα κέρδη και τη φερεγγυότητα του δανειολήπτη, όπως και την ικανότητά του να επιβιώσει για μεγάλο χρονικό διάστημα, παρακολουθώντας το ύψος του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση της οικονομικής οντότητας και την ικανότητά της να καλύπτει τις πληρωμές των τόκων. Ομοίως, και οι μέτοχοι παρακολουθούν την κερδοφορία και τη φερεγγυότητα προκειμένου να αξιολογήσουν την πιθανότητα είσπραξης μερίσματος και την αναπτυξιακή δυναμική των μετοχών που κατέχουν (Weygandt, Kimmel & Kieso 2011).

## 2.2 Παρουσίαση Μεθόδων

Για την αξιολόγηση των στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιούνται συνήθως τρεις μέθοδοι. Η οριζόντια ανάλυση, η οποία αξιολογεί μια σειρά από οικονομικά στοιχεία για μία χρονική περίοδο. Η κάθετη ανάλυση, η οποία αξιολογεί τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης ως ποσοστό ενός βασικού ποσού και τέλος, η ανάλυση αριθμοδεικτών (αναλογιών), η οποία εκφράζει τη σχέση μεταξύ επιλεγμένων στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

### 2.2.1 Οριζόντια Ανάλυση (Horizontal Analysis)

Η οριζόντια ανάλυση ή ανάλυση τάσεων χρησιμοποιείται κυρίως για ενδοεταιρικές συγκρίσεις δηλαδή εντός μιας επιχείρησης. Είναι μια μέθοδος αξιολόγησης μιας σειράς στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων για μία χρονική περίοδο δύο ή περισσότερων ετών και σκοπός της είναι να προσδιορίσει την αύξηση ή τη μείωση που έχει σημειωθεί, διερευνώντας την αλλαγή σημαντικών τάσεων. Η αλλαγή αυτή μπορεί να εκφραστεί είτε ως ποσό σε ευρώ είτε ως ποσοστιαία μορφή.

### 2.2.2 Κάθετη Ανάλυση (Vertical Analysis)

Η κάθετη ανάλυση ή ανάλυση κοινού μεγέθους χρησιμοποιείται τόσο στις ενδοεταιρικές συγκρίσεις όσο και στις διεταιρικές συγκρίσεις, δηλαδή συγκρίσεις με άλλες εταιρίες με σκοπό να αντληθούν πληροφορίες για την ανταγωνιστική θέση της εταιρίας. Στην συγκεκριμένη μέθοδο ένα μέγεθος μια συγκεκριμένης οικονομικής κατάστασης, χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού, το οποίο παριστάνεται με το 100%, ενώ τα άλλα μεγέθη της αντίστοιχης κατάστασης εμφανίζονται ως ποσοστά αυτού του μεγέθους. Κάθε στοιχείο της κατάστασης οικονομικής θέσης (ισολογισμός) διαιρείται με σύνολο του ενεργητικού ή του παθητικού και κάθε στοιχείο της κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων διαιρείται με το σύνολο των πωλήσεων. Η κάθετη ανάλυση αποκαλύπτει την εσωτερική δομή των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης.

### **2.2.3 Ανάλυση Αριθμοδεικτών (Ratio Analysis)**

Οι αριθμοδείκτες αποτελούν βασικό στοιχείο της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η ανάλυση αριθμοδεικτών εκφράζει τη σχέση μεταξύ κάποιων επιλεγμένων στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Ο αριθμοδείκτης είναι μία αναλογία η οποία εκφράζει τη μαθηματική σχέση μεταξύ μιας ποσότητας και μίας άλλης. Η ανάλυση αριθμοδεικτών χρησιμοποιείται τόσο για ενδοεταιρική και διεταιρική σύγκριση, όσο και για τη σύγκριση μιας εταιρίας με τους κλαδικούς μέσους όρους, με απώτερο σκοπό να αντλήσει πληροφορίες για την ανταγωνιστική της θέση εντός του κλάδου που ανήκει. Η τάση των διαφόρων αριθμοδεικτών με την πάροδο του χρόνου εκτιμάται για να διαπιστωθεί εάν η απόδοση μιας εταιρίας βελτιώνεται ή επιδεινώνεται (Higgins 2011).

## **2.3 Οι Αριθμοδείκτες ως Εργαλεία Ανάλυσης**

Οι πρώτοι αριθμοδείκτες χρονολογούνται από τα τέλη το 19ου αιώνα όταν εμπορικές τράπεζες στις Η.Π.Α άρχισαν να ζητούν οικονομικές καταστάσεις για σκοπούς δανεισμού. Τα σημερινά κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού διαχωρίστηκαν από το πάγιο ενεργητικό και αναπτύχθηκε ο αριθμοδείκτης κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις ή αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (Horrigan 1968, Dev 1974).

Κατά τον Wright (1975) η ανάλυση μέσω αριθμοδεικτών δεν παρέχει απάντηση σε όλα τα προβλήματα της διοίκησης, αλλά ως βασικές προτεραιότητές της θα πρέπει να έχει την υπόδειξη των λειτουργιών της εταιρίας όπου επιδεινώνονται οι επιδόσεις τους, επίσης την υπόδειξη των τομέων της εταιρίας όπου βρίσκονται σε δυσμενέστερη θέση σε σχέση με τους ανταγωνιστές της και τέλος να βοηθήσει στην κατανόηση των οικονομικών συμβιβασμών που υπάρχουν μεταξύ των διαφόρων πτυχών των εταιρικών δραστηριοτήτων π.χ. βελτίωση της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων μέσω της μείωσής τους έναντι μιας πιθανής απώλειας πωλήσεων και εσόδων μέσω της εξάντλησης των αποθεμάτων.

Ο Foulke (1968) αναφέρει ότι τα παραδοσιακά εγχειρίδια χρηματοοικονομικής ανάλυσης υπογραμμίζουν την ανάγκη μιας επιχείρησης να χρησιμοποιεί τους μέσους όρους του κλάδου ως στόχους και σύμφωνα με τον Barnes (1987) υπάρχουν στοιχεία ότι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τους οικονομικούς δείκτες σε αυτούς τους στόχους.

Η χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών συμβάλλει στην αξιολόγηση της απόδοσης των επιχειρήσεων. Δύο κύριοι λόγοι για τη χρήση των δεικτών ως εργαλείου ανάλυσης είναι να επιτρέπεται η σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών μεγεθών και να ελέγχονται τα κλαδικά χαρακτηριστικά επιτρέποντας τη σύγκριση των δεικτών της κάθε επιχείρησης με κάποιο σημείο αναφοράς του κλάδου (Halkos & Salamouris 2004).

Οι Brigham & Ehrhardt (2010) αναφέρουν ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες έχουν σχεδιαστεί για να εξαγάγουν σημαντικές πληροφορίες που μπορεί να μην είναι προφανείς με μια απλή εξέταση των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης. Οι αποφάσεις των οργανωτικών πολιτικών από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων μπορούν να ληφθούν με την υποστήριξη της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών όπως οι αριθμοδείκτες της φερεγγυότητας, της κερδοφορίας και της ανάπτυξης.

Οι αριθμοδείκτες είναι ένα σημαντικό χρηματοοικονομικό εργαλείο για την υποστήριξη της λήψης των αποφάσεων αλλά και για την κατανόηση του οικονομικού πλαισίου όπου λειτουργεί μια εταιρία (Domínguez, García & Barraza 2014). Οι Ponikvar, Tajnikar & Pusnik (2009) τόνισαν ότι οι δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας, κεφαλαίου κίνησης, κόστους και παραγωγικότητας σχετίζονται με την ανάπτυξη της εταιρίας, παρέχοντας πολύτιμες πληροφορίες για την λήψη των αποφάσεων.

Στις μελέτες τους οι Rege (1984) και Belkaoui (1978) χρησιμοποίησαν οικονομικούς δείκτες για τον προσδιορισμό των οικονομικών χαρακτηριστικών των εταιρειών που αποτελούν αντικείμενο (στόχο) εξαγοράς. Αλλά η κύρια εστίαση των αριθμοδεικτών ήταν να χρησιμοποιηθούν ως εργαλείο πρόβλεψης της αποτυχίας των επιχειρήσεων, όπως τους χρησιμοποίησαν ο Beaver (1966) και ο Altman (1968). Ο Beaver (1966), αντιπαραβάλλοντας ένα δείγμα αποτυχημένων επιχειρήσεων με ένα δείγμα μη αποτυχημένων επιχειρήσεων, παρουσίασε τον τρόπο με τον οποίο οι αναλογίες μπορούν να χρησιμεύσουν στην πρόβλεψη των επιδόσεων των επιχειρήσεων μέσω μιας ανάλυσης παλινδρόμησης, ενώ ο Altman (1968) παρουσίασε διάφορα συγκριτικά μοντέλα για να προβλέψει πτωχεύσεις εταιριών.

## 2.4 Ανάλυση Βασικών Αριθμοδεικτών

Λόγω της εύκολης κατασκευής τους υπάρχει η δυνατότητα δημιουργίας πληθώρας αριθμοδεικτών χωρίς όμως αυτό να τους καθιστά και απαραίτητως όλους χρήσιμους. Ο Γεωργόπουλος (2014) επισημαίνει ότι για να παρέχει ένας αριθμοδείκτης μια σημαντική πληροφορία θα πρέπει να παρουσιάζει οικονομικό ενδιαφέρον (π.χ. ίδια προς ξένα κεφάλαια, κέρδη προ φόρων προς ίδια κεφάλαια). Ωστόσο, ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν είναι ικανός από μόνος του να μας δώσει μια ολοκληρωμένη εικόνα της επιχείρησης, και θα πρέπει να επιλέγεται ένας συνδυασμός από συμπληρωματικούς αριθμοδείκτες για να μην εξαχθούν εσφαλμένα συμπεράσματα. Η χρήση των κατάλληλων αριθμοδεικτών καθορίζεται συνήθως από την εμπειρία και τον σκοπό του εκάστοτε αναλυτή όπως και από το είδος της προς ανάλυση επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες διαχωρίζονται σε κατηγορίες ανάλογα με το τι θέλουν να διερευνήσουν. Στην ελληνική και τη διεθνή βιβλιογραφία καταγράφονται διάφορες κατηγορίες αριθμοδεικτών, ωστόσο στην παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή οι αριθμοδείκτες ταξινομούνται στις εξής τέσσερις κατηγορίες: ρευστότητας, δραστηριότητας, αποδοτικότητα (κερδοφορίας), διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των τεσσάρων υπό εξέταση εταιριών του κλάδου της ιχθυοκαλλιέργειας βασίστηκε σε ένα σύνολο αριθμοδεικτών που ανήκουν στις τέσσερις προαναφερθείς κατηγορίες και περιγράφονται στη συνέχεια.

## 2.5 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας έχουν σαν στόχο να εξετάσουν τη δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της καθώς αυτές καθίστανται απαιτητές (Annand 2016, Καραμάνης 2008). Η πλέον συνήθης βάση μέτρησης της ρευστότητας είναι το βραχυπρόθεσμο διάστημα (μια εταιρική χρήση διάρκειας 12 μηνών), χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει ότι προσπάθειες μέτρησης της ρευστότητας σε μεγαλύτερο διάστημα είναι άνευ ουσίας (Καραμάνης 2008). Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας σχετίζουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της εταιρίας με το κυκλοφορούν

ενεργητικό (αποθέματα, απαιτήσεις, διαθέσιμα), το οποίο είναι και η πηγή κάλυψης των υποχρεώσεων αυτών.

Η κάλυψη αυτών των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων επιτυγχάνεται μέσω της μετατροπής των εμπορευμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά. Η ύπαρξη ρευστότητας σε μια επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της, διότι εάν τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού της δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή εάν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα, τότε η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της (Νιάρχος 2004).

### 2.5.1 Αριθμοδείκτης Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (Current ratio) είναι ένα βραχυπρόθεσμο μέτρο ρευστότητας της εταιρείας και συγκρίνει τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Elliott & Elliott 2011). Ονομάζεται και αριθμοδείκτης κεφαλαίου κίνησης (working capital ratio), επειδή οι όροι του κλάσματος είναι τα συστατικά στοιχεία του καθαρού κεφαλαίου κίνησης (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις). Επίσης, αποτελεί ένα δείκτη βραχυπρόθεσμης φερεγγυότητας και δείχνει το περιθώριο ασφάλειας που παρέχεται στους βραχυχρόνιους πιστωτές της εταιρίας (Γεωργόπουλος 2014).

Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Γενική Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Στον αριθμητή περιλαμβάνονται τα στοιχεία (αποθέματα εμπορευμάτων, απαιτήσεις έναντι τρίτων, χρεόγραφα, μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα, κ.ά.) που πρόκειται να μετασηματιστούν σε μετρητά ή να αναλωθούν ή να πωληθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα στα πλαίσια της συνήθους δραστηριότητας της επιχείρησης (Παππός 2011). Ο παρονομαστής του κλάσματος περιλαμβάνει όλες τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που λήγουν μέσα στη νέα χρήση.

Τιμές του δείκτη μικρότερες της μονάδας σημαίνει ότι τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία είναι μικρότερα από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Αυτό αποτελεί σαφή ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει προβλήματα ρευστότητας. Τιμές του δείκτη μεγαλύτερες της μονάδας σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει επαρκή ρευστότητα να καλύψει τις

βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Fields 2011). Ωστόσο, η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει ένα βραχυπρόθεσμο πρόβλημα ρευστότητας ακόμα και όταν ο δείκτης γενικής ρευστότητας υπερβαίνει τη μονάδα, όταν κάποια από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού δεν είναι εύκολο να ρευστοποιηθούν (Bernard, Healy & Palepu 2003).

### 2.5.2 Αριθμοδείκτης Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας (Quick ratio ή Acid-test) είναι ένα πιο συντηρητικό μέτρο ρευστότητας. Είναι πανομοιότυπος με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, εκτός από το ότι ο αριθμητής μειώνεται κατά την αξία των αποθεμάτων (Higgins 2011). Τα αποθέματα εξαιρούνται από τον υπολογισμό του, καθώς είναι τα στοιχεία τα οποία είναι πιο δύσκολο να ρευστοποιηθούν (Γκίκας κ.ά. 2010).

Τα πιστωτικά ιδρύματα, επειδή δυσκολεύονται να εξακριβώσουν την ρευστότητα των διαφορετικών τύπων αποθέματος που διαθέτει μια επιχείρηση, δίνουν μεγάλη σημασία στον δείκτη άμεσης ρευστότητας διότι αισθάνονται περισσότερη ασφάλεια όταν έχουν να υπολογίσουν μόνο τις απαιτήσεις και τα ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης (Walsh 2003). Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας μετράει τον βαθμό στον οποίο τα ταχέως ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης επαρκούν για την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Arnold 2005). Επιπλέον, αποτελεί ένα σημαντικό συμπλήρωμα του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας (Van Horne 2008, Weygandt et al. 2012).

Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Άμεση Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Τιμές του δείκτη μεγαλύτερες της μονάδας σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει περισσότερα εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Γεωργόπουλος 2014). Μεγάλη διαφορά μεταξύ των αριθμοδεικτών γενικής και άμεσης ρευστότητας καταδεικνύει την ύπαρξη αυξημένων αποθεμάτων στην επιχείρηση (Νιάρχος 2004).

### 2.5.3 Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας (Cash ratio) εξετάζει τη σχέση μεταξύ των μετρητών και των ισοδυνάμων αυτών που διαθέτει η επιχείρηση, σε σχέση με τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της και αποτελεί μια καλύτερη ένδειξη της ικανότητας της επιχείρησης να καλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης (Bernard et al. 2003). Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας είναι ακόμα πιο συντηρητικός από τον αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας (Gibson 2010). Ο αριθμοδείκτης αυτός έχει κυρίως συγκριτική αξία και προσφέρεται για διαχρονικές και για διεπιχειρησιακές συγκρίσεις.

Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Ταμειακή ρευστότητα} = \frac{\text{Διαθέσιμο Ενεργητικό}^4}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

## 2.6 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios)

Η διοίκηση της κάθε επιχείρησης ενδιαφέρεται για την αποτελεσματικότερη χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων. Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να μετρήσουν την αποτελεσματικότητα με την οποία χρησιμοποιήθηκαν συγκεκριμένοι πόροι της επιχείρησης (Atrill & McLaney 2009, Walsh 2003). Όσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης τόσο τούτο αποβαίνει προς όφελός της. Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας προσδιορίζουν τον βαθμό μετατροπής κάποιων περιουσιακών στοιχείων (αποθεμάτων, απαιτήσεων) σε ρευστά διαθέσιμα (Νιάρχος 2004). Εξεταζόμενοι σε συνδυασμό με τους κλασσικούς δείκτες ρευστότητας διαμορφώνεται μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα για την τρέχουσα οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Η πολιτική των εμπορικών πιστώσεων και η πολιτική διαχείρισης των αποθεμάτων υπολογίζονται βάσει του αριθμού ημερών των εισπρακτέων λογαριασμών, των πληρωτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων. Σύμφωνα με τον Deloof (2003) οι

---

<sup>4</sup> Στα διαθέσιμα περιλαμβάνονται μετρητά, καταθέσεις όψεως, επιταγές, χρεόγραφα εισηγμένα στο χρηματιστήριο και γενικά οτιδήποτε ισοδύναμο με μετρητά στοιχεία.



διοικήσεις των εταιριών μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων μειώνοντας τον αριθμό ημερών εισπρακτέων λογαριασμών και αποθεμάτων. Επίσης, οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις περιμένουν περισσότερες ημέρες να πληρώσουν τους λογαριασμούς τους.

### 2.6.1 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Τα αποθέματα, συχνά αποτελούν μια σημαντική επένδυση για την επιχείρηση και για ορισμένες από αυτές ενδέχεται να αντιπροσωπεύουν σημαντικό ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων αποτυπώνει πόσες φορές μετατράπηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε απαιτήσεις κατά τη διάρκεια ενός έτους (Van Horne 2008).

Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$\text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}}$$

Γενικότερα όσο πιο μεγάλος είναι ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Για την ορθή ερμηνεία του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη θα πρέπει να υπάρχει διαχρονική μελέτη του και σύγκριση τόσο με άλλες ομοειδείς εταιρίες, όσο και με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη του αντίστοιχου κλάδου. Διαιρώντας τον αριθμό των ημερών του έτους με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων αποτυπώνεται η μέση διάρκεια (σε ημέρες) που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρι να πουληθούν.

Για τη μετατροπή της ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων σε ημέρες ο μαθηματικός τύπος είναι ο εξής:

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων} = \frac{365 \text{ ημέρες}}{\text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων}}$$

### 2.6.2 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεων απαιτήσεων απεικονίζει πόσες φορές εισπράττονται κατά μέσο όρο οι απαιτήσεις της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας

λογιστικής χρήσης. Για κάθε επιχείρηση η ταχύτητα εισπράξεως των απαιτήσεων της δύναται να έχει σημαντική επίδραση στις ταμειακές ροές της. Για τον λόγο αυτό προσπαθεί να κρατά σε χαμηλά επίπεδα τα ποσά των κεφαλαίων που είναι συνδεδεμένα με τις εμπορικές της απαιτήσεις, ελαχιστοποιώντας τον χρόνο που απαιτείται για την είσπραξη των πιστωτικών τους πωλήσεων (Atrill & McLaney 2009). Όσο υψηλότερη είναι η ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων τόσο πιο σύντομο είναι το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την ημέρα που δημιουργήθηκε η απαίτηση μέχρι την είσπραξή της.

Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$\text{Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$$

Διαιρώντας τον αριθμό των ημερών του έτους με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων αποτυπώνεται η μέση διάρκεια (σε ημέρες) παραμονής των απαιτήσεων εντός της επιχείρησης μέχρις ότου να εισπραχθούν.

Για την μετατροπή της ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων σε ημέρες ο μαθηματικός τύπος είναι ο εξής:

$$\text{Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{365 \text{ ημέρες}}{\text{Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων}}$$

Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων θα πρέπει να διατηρείται σε όσο το δυνατόν μικρότερη διάρκεια, γιατί τα κεφάλαια που δεσμεύονται για να χρηματοδοτήσουν τις πωλήσεις έχουν κάποιο κόστος, αλλά και λόγο του ότι θα μπορούσαν να επενδυθούν κάπου αλλού αποδοτικότερα (Νιάρχος 2004). Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων και η ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων έχουν αντίστροφη σχέση.

### 2.6.3 Λειτουργικός Κύκλος

Λειτουργικός κύκλος είναι ο μέσος χρόνος που χρειάζεται μια επιχείρηση για να αγοράσει τα εμπορεύματα, να τα πουλήσει και στη συνέχεια να εισπράξει το τίμημα από τους πελάτες της. Για τις περισσότερες επιχειρήσεις αυτός ο κύκλος διαρκεί λιγότερο

από έναν χρόνο, ωστόσο για ορισμένες επιχειρήσεις η περίοδος αυτή μπορεί να είναι μεγαλύτερη από έτος (Weygandt et al. 2012).

Ουσιαστικά η λέξη κύκλος αναφέρεται στην κυκλική ροή του κεφαλαίου: μετρητά, αποθέματα, απαιτήσεις, μετρητά. Ο λειτουργικός κύκλος αποτελεί ένα καλό κριτήριο για τον προσδιορισμό του βαθμού ρευστότητας των αποθεμάτων και των απαιτήσεων, δύο βασικών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού (Γεωργόπουλος 2014).

Για τον υπολογισμό του λειτουργικού κύκλου στην μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων (ΜΔΠΑ) προστίθεται η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων (ΜΔΕΑ).

Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του λειτουργικού κύκλου είναι ο εξής:

$$\text{Λειτουργικός Κύκλος} = \text{ΜΔΠΑ} + \text{ΜΔΕΑ}$$

#### **2.6.4 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Προμηθευτών**

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα προμηθευτών απεικονίζει πόσες φορές κατά μέσον όρο εξοφλούνται οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της επιχείρησης προς τους προμηθευτές της μέσα στη λογιστική χρήση. Υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσος Όρος Βραχυχρόνιων Υποχρεώσεων}}$$

Χαμηλή τιμή του αριθμοδείκτη φανερώνει αργή εξόφληση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων προς τους προμηθευτές. Η μετατροπή της κυκλοφοριακής ταχύτητας των προμηθευτών σε ημέρες πληρωμής των προμηθευτών, γίνεται ως εξής:

$$\text{Μέση Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών} = \frac{365 \text{ ημέρες}}{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών}}$$

## 2.7 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability Ratios)

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας απεικονίζουν την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μίας ή περισσότερων χρήσεων και υπολογίζονται είτε με βάση τις πωλήσεις της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας χρήσεως, είτε με βάση τις επενδύσεις της (Νιάρχος 2004). Οι Atrill & McLaney (2006) αλλά και ο David (2010) αναφέρουν ότι μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας με την οποία χρησιμοποιήθηκαν συγκεκριμένοι πόροι στην επιχείρηση, αξιολογώντας με αυτόν τον τρόπο και την διοίκηση της. Οι Γκίκας κ.ά. (2010) επισημαίνουν ότι η έννοια της αποδοτικότητας αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη, με το κόστος των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων να αποτελεί τη βάση σύγκρισης της αποδοτικότητας.

### 2.7.1 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης μικτού (ή ακαθάριστου) περιθωρίου κέρδους απεικονίζει τη σχέση των εσόδων από τις πωλήσεις με το κόστος των πωλήσεων που δημιουργήθηκαν την ίδια χρονική περίοδο (Atrill & McLaney 2009). Είναι ένα μέτρο κερδοφορίας πριν ληφθούν υπόψη οποιαδήποτε άλλα έξοδα και αποτελεί ένδειξη του βαθμού στον οποίο τα έσοδα υπερβαίνουν τα έξοδα που συνδέεται με τις πωλήσεις (Bernard et al. 2003). Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$\text{Μικτό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη}^5}{\text{Πωλήσεις}}$$

Μέσω του αριθμοδείκτη του μικτού περιθωρίου κέρδους μπορεί να αναγνωριστεί η λειτουργική αποδοτικότητα μιας επιχείρησης όσο και η πολιτική τιμών που ακολουθεί.

---

<sup>5</sup> Μικτά κέρδη = Έσοδα από πωλήσεις – Κόστος πωληθέντων

## 2.7.2 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin)

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους απεικονίζει τη σχέση μεταξύ του καθαρού κέρδους και των πωλήσεων και αξιολογεί πόσο αποτελεσματική είναι μια επιχείρηση να μεταφράζει κάθε μονάδα εσόδων της σε πραγματικά κέρδη.

Υπάρχουν πολλές παραλλαγές του κέρδους, οι οποίες σχετίζονται με τον τρόπο κατανομής του. Το κέρδος ανήκει και κατανέμεται μεταξύ εκείνων που έχουν παράσχει τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία συνέβαλαν στη δημιουργία του. Η σταθερή σειρά για τη διανομή του είναι η εξής: στους δανειστές οι τόκοι, στις φορολογικές αρχές η φορολογία, στους μετόχους τα μερίσματα και τα αποθεματικά (Walsh 2003).

Ο υπολογισμός του γίνεται ως εξής:

$$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Οι παραλλαγές του οφείλονται στο περιεχόμενο του αριθμητή και παρουσιάζει το ποσοστό κέρδους που απομένει στην επιχείρηση όταν από τις πωλήσεις αφαιρεθεί το κόστος των πωληθέντων και τα άλλα έξοδα της επιχείρησης. Στον αριθμητή, ανάλογα με τον επιδιωκόμενο στόχο του εκάστοτε αναλυτή, μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε λειτουργικά κέρδη δηλαδή τα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT - Earnings Before Interest & Taxes), είτε τα καθαρά κέρδη προ φόρων (EBT - Earnings Before Taxes), είτε τα καθαρά κέρδη μετά φόρων (EAT - Earnings After Taxes), λαμβάνοντας τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη και το ανάλογο ποσοστό κέρδους.

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους προ φόρων (EBT margin) απεικονίζει το ποσοστό κέρδους που απομένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση του κόστους πωλήσεων και των άλλων εξόδων (αποσβέσεις, τόκοι, κλπ.). Το περιθώριο κέρδους προ φόρων είναι σημαντικός δείκτης για τους μετόχους διότι μετρά τη συνολική αποδοτικότητα και εάν το κέρδος δεν είναι αρκετό δεν μπορεί η επιχείρηση να επιτύχει ικανοποιητικές αποδόσεις της επένδυσής τους. Θα πρέπει να αξιολογείται και να συγκρίνεται με το περιθώριο μεικτού κέρδους.

Αρκετοί αναλυτές χρησιμοποιούν τα κέρδη προ φόρων, τόκων & αποσβέσεων (EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), προκειμένου να διαπιστώσουν το πραγματικό κέρδος μίας επιχείρησης, χωρίς να επηρεάζονται από τους φόρους, τους τόκους και τις αποσβέσεις. Ωστόσο, κατά τον Eastman (1996) ο

δείκτης EBITDA είναι ένα υπερτιμημένο εργαλείο για την ανάλυση των ταμειακών ροών ο οποίος έχει πολλές αδυναμίες, άποψη που φαίνεται να ασπάζονται και οι Stumpp, Marshella, Rowan, McCreary & Coppola (2000) που αναφέρουν δέκα κρίσιμες αποτυχίες του EBITDA ως κύριο παράγοντα καθορισμού των ταμειακών ροών.

### 2.7.3 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού ή συνολικών κεφαλαίων (ROA - Return on assets) μετρά το κατά πόσο η διοίκηση της επιχείρησης ασκεί αποτελεσματικά ή μη τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της (Σαπουντζόγλου & Πεντότης 2009). Ο ROA μετρά το ποσοστιαίο κέρδος που επιτυγχάνεται ανά ένα επενδυμένο ευρώ στο ενεργητικό της επιχείρησης. Επιπλέον, δεν εξετάζει την πηγή προέλευσης (ίδια ή ξένα) των κεφαλαίων και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Σύμφωνα με τους Γκίκας κ.ά. (2010) η αποδοτικότητα του ενεργητικού μπορεί να αναλυθεί σε δύο βασικά συστατικά, την αποδοτικότητα των πωλήσεων (ΑΠ) και την κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνολικού ενεργητικού (ΚΤΕ). Επομένως η αποδοτικότητα του ενεργητικού σε πιο αναλυτική μορφή γράφεται ως:

$$\text{ROA} = \text{ΑΠ} \times \text{ΚΤΕ} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

### 2.7.4 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE - Return on equity) είναι ο πιο δημοφιλής δείκτης χρηματοοικονομικής επίδοσης μεταξύ επενδυτών και διοικητικών στελεχών και μετρά την απόδοση των κερδών ανά μία χρηματική μονάδα (Higgins 2011). Ορίζεται ως εξής:

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Ο ROE είναι ένας περιεκτικός δείκτης της απόδοσης μιας επιχείρησης επειδή παρέχει μια ένδειξη για το πόσο καλά τα στελέχη χρησιμοποιούν τα κεφάλαια που επενδύουν οι μέτοχοι της επιχείρησης για να δημιουργήσουν αποδόσεις. (Bernard et al. 2003)

Για τη διερεύνηση των μεταβολών της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων διαχρονικά, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο τροποποιημένη εξίσωση Du Pont στην οποία ο ROE αναλύεται σε τρία βασικά συστατικά στοιχεία: το καθαρό περιθώριο κέρδους (profit margin) ή αποδοτικότητα των πωλήσεων (ΑΠ)<sup>6</sup>, την κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνόλου του ενεργητικού (ΚΤΕ)<sup>7</sup> και τη χρηματοοικονομική μόχλευση (ΧΜ).<sup>8</sup> Σύμφωνα με τους Brigham & Ehrhardt (2010), η φόρμουλα Du Pont συνδέει την κερδοφορία της επιχείρησης με την αποτελεσματικότητα των περιουσιακών στοιχείων της και τη χρήση του χρέους της, ως εξής:

$$ROE = ΑΠ \times ΚΤΕ \times ΧΜ$$

$$ROE = ROA \times ΧΜ$$

Η αποδοτικότητα των πωλήσεων δείχνει την ικανότητα των πωλήσεων να δημιουργούν κέρδη, η ταχύτητα κυκλοφορίας του συνολικού ενεργητικού απεικονίζει την ικανότητα των στοιχείων του ενεργητικού να δημιουργούν πωλήσεις και τέλος η χρηματοοικονομική μόχλευση καταδεικνύει τον βαθμό χρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού με ίδια κεφάλαια (Γκίκας κ.ά. 2010).

## **2.8 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας (Financial Structure & Viability Ratios)**

Σύμφωνα με τον Myers (1984) οι όποιες αλλαγές γίνονται στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης μεταδίδουν πληροφορίες στους επενδυτές. Για τον λόγο αυτό οι δείκτες διάρθρωσης ή δομής κεφαλαίων και βιωσιμότητας είναι πολύ σημαντικοί. Οι συγκεκριμένοι δείκτες μετρούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις

---

<sup>6</sup> ΑΠ = Καθαρά κέρδη / Πωλήσεις

<sup>7</sup> ΚΤΕ = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού

<sup>8</sup> ΧΜ = Σύνολο ενεργητικού / Ίδια κεφάλαια

υποχρεώσεις της προς τους δανειστές της, καθώς και τον βαθμό προστασίας που απολαμβάνουν αυτοί (Γεωργόπουλος 2014). Ο συνδυασμός δανειακών κεφαλαίων (ξένα) και μετοχικών κεφαλαίων (ίδια) σε μια επιχείρηση ονομάζεται «μόχλευση» (Weetman 2006). Η ύπαρξη λίγων ξένων κεφαλαίων θα μπορούσε να σημαίνει ότι οι εταιρεία δεν εκμεταλλεύεται τη μόχλευση (gearing) έτσι ώστε να αυξήσει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της, ενώ υπερβολική ύπαρξη ξένων κεφαλαίων θα μπορούσε να προκαλέσει σοβαρά προβλήματα στην έγκαιρη καταβολή των τόκων και των δόσεων των δανείων της (Arnold & Kyle 2017).

### 2.8.1 Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικών κεφαλαίων (ratio owner's equity to total asset) δείχνει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χρηματοδοτηθεί από τα ίδια κεφάλαια.

$$\text{Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια (δανειακών κεφαλαίων ή πίεσης ξένου κεφαλαίου) εξετάζει τη σχέση μεταξύ των ξένων κεφαλαίων και των συνολικών κεφαλαίων και δείχνει τον βαθμό εξάρτησης της επιχείρησης από τους μακροπρόθεσμους και βραχυπρόθεσμους πιστωτές της.

$$\text{Ξένα προς Συνολικά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Οι παραπάνω αριθμοδείκτες, οι οποίοι είναι παραλλαγή ο ένας του άλλου, είναι πολύ σημαντικοί για κάθε επιχείρηση, διότι εμφανίζουν την οικονομική της δύναμη, αντανακλούν τη μακροχρόνια ρευστότητά της και καταδεικνύουν τον βαθμό προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της. Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια αποτελεί ένδειξη μικρής πιθανότητας μη πληρωμής των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης. Αντιθέτως ένας πολύ υψηλός αριθμοδείκτης, εκπέμπει σήμα αυξημένου κινδύνου για αθέτηση πληρωμών από την πλευρά της επιχείρησης (Νιάρχος 2004).

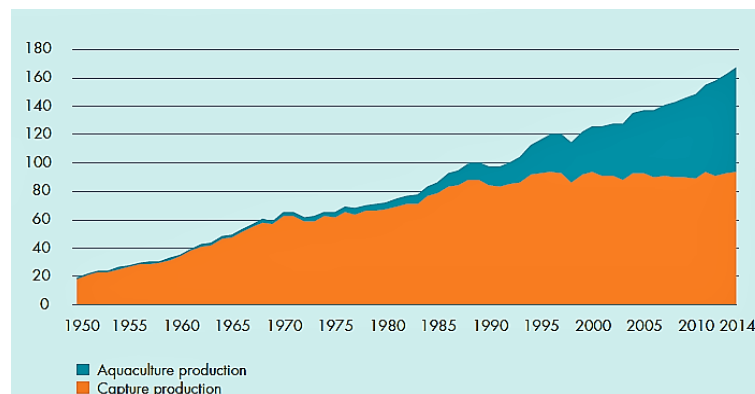


# Κεφάλαιο 3

## Ανασκόπηση της Παγκόσμιας Παραγωγής Αλιευμάτων και Υδατοκαλλιέργειας

### 3.1 Παγκόσμια Κατάσταση και Τάσεις

Σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Τροφίμων και Γεωργίας (Food and Agriculture Organization of the United Nations – FAO) τα τελευταία πενήντα χρόνια η παγκόσμια παραγωγή ψαριών αυξάνεται σταθερά με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,2% ξεπερνώντας την παγκόσμια αύξηση του πληθυσμού (1,6% μέσος ετήσιος ρυθμός). Με δεδομένο ότι η αλιευτική παραγωγή, από το 1985 έως και σήμερα, διατηρείται σχεδόν σταθερή στα επίπεδα των 91-92 εκατομμύριων τόνων (Διάγραμμα 1), η υδατοκαλλιέργεια ήταν και είναι αποκλειστικά υπεύθυνη για τη μεγάλη αυτή αύξηση της προσφοράς ψαριών για ανθρώπινη κατανάλωση.<sup>9</sup>



**Διάγραμμα 1:** Παγκόσμια παραγωγή ελεύθερης αλιείας και υδατοκαλλιέργειας (εκατομμύρια τόνους)  
Πηγή: FAO 2016

<sup>9</sup> FAO, 2016

Η παγκόσμια παραγωγή ψαριών υδατοκαλλιέργειας παρείχε το 7% περίπου των ψαριών για κατανάλωση από τον άνθρωπο το 1974, με το μερίδιο αυτό να έχει αυξηθεί στο 31,2% το 2004. Για το 2014 αντιπροσώπευε το 44,1% (Πίνακας 1) του συνόλου (συμπεριλαμβανομένων των μη διατροφικών χρήσεων) της παγκόσμιας παραγωγής ψαριών. Η παγκόσμια παραγωγή ψαριών υδατοκαλλιέργειας αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,6% και σωρευτικά κατά 76,13% την περίοδο 2004-2014 και διαμορφώθηκε σε περίπου 73,8 εκατομμύρια τόνους το 2014, όταν κατά το ίδιο χρονικό διάστημα η παγκόσμια παραγωγή της ελεύθερης αλιείας αυξήθηκε με μέσο ετήσιο ρυθμό μόλις 0,1% και σωρευτικά 1,08%.

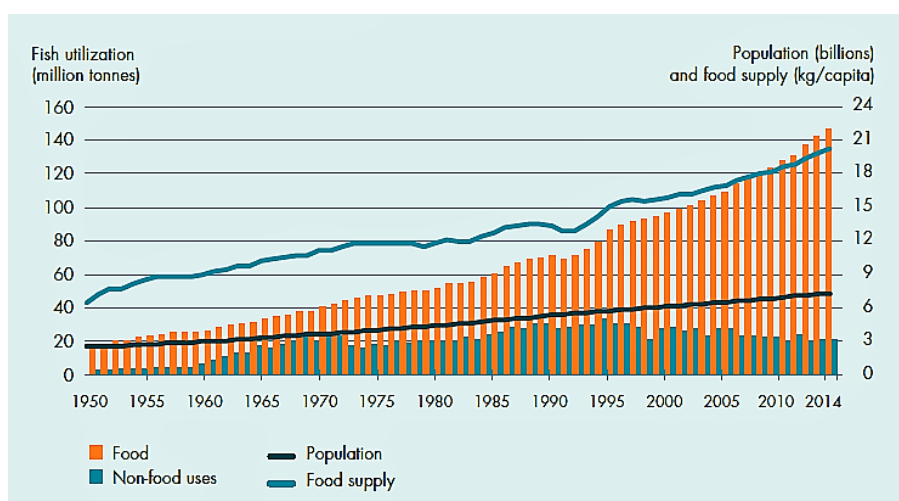
Παγκόσμια Παραγωγή (σε εκατ. τόνους)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Δ% (04-14)	Τάση
Ελεύθερη Αλιεία	92,4	92,1	90,0	90,8	90,1	90,2	89,1	93,7	91,3	92,7	93,4	1,08%	
Υδατοκαλλιέργεια	41,9	44,3	47,3	49,9	52,9	55,7	59,0	61,8	66,5	70,3	73,8	76,13%	
Σύνολο	134,3	136,4	137,3	140,7	143,1	145,9	148,1	155,5	157,8	163,0	167,2	24,50%	
Ποσοστό Υδατοκαλλιέργειας	31,2%	32,5%	34,5%	35,5%	37,0%	38,2%	39,8%	39,7%	42,1%	43,1%	44,1%		
Ποσοστό Ελεύθερης Αλιείας	68,8%	67,5%	65,5%	64,5%	63,0%	61,8%	60,2%	60,3%	57,9%	56,9%	55,9%		
Χρήση	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Δ% (04-14)	Τάση
Ανθρώπινη κατανάλωση	104,4	107,3	114,3	117,3	120,9	123,8	128,1	130,8	136,9	141,5	146,3	40,13%	
Μη διατροφική χρήση	29,8	29,1	23,0	23,4	22,2	22,0	20,0	24,7	20,9	21,4	20,9	-29,87%	
Πληθυσμός (δισεκ.)	6,4	6,5	6,6	6,7	6,8	6,8	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3	14,06%	
Κατανάλωση κατ' άτομο (κιλά)	16,2	16,5	17,4	17,6	17,9	18,1	18,5	18,6	19,3	19,7	20,1	11,05%	

**Πίνακας 1:** Παγκόσμια παραγωγή ελεύθερης αλιείας και υδατοκαλλιέργειας. Χρήση και μέση κατανάλωση κατά άτομο (2004-2014)

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία από FAO 2016, 2014, 2012, 2010

Σημειωτέο είναι το γεγονός ότι επί της συνολικής παραγωγής τα προϊόντα υδατοκαλλιέργειας κερδίζουν συνεχώς μερίδιο από τα αντίστοιχα της ελεύθερης αλιείας. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό των προϊόντων υδατοκαλλιέργειας ήταν 44,1% για το έτος 2014, όταν το 2004 κάλυπτε το 31,2% της παγκόσμιας παραγωγής, με τα αντίστοιχα ποσοστά για την ελεύθερη αλιεία να είναι 55,9% για το 2014 και 68,8% για το 2004.

Η παγκόσμια κατά κεφαλήν κατανάλωση ψαριών αυξήθηκε και αναμένεται να αυξηθεί και άλλο, από 9,9 κιλά κατά μέσο όρο στη δεκαετία του 1960 σε 16.2 κιλά το 2004 και σε 20,1 κιλά το 2014 (πίνακας 1 και διάγραμμα 2). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε πολλούς παράγοντες, όπως για παράδειγμα στην αύξηση του πληθυσμού, στην αστικοποίηση, στην αύξηση των εισοδημάτων και διευκολύνθηκε από την αποτελεσματικότερη και εντονότερη επέκταση της παραγωγής ιχθύων, χάρη στα βελτιωμένα κανάλια διανομής τους. Το διεθνές εμπόριο διαδραμάτισε επίσης σημαντικό ρόλο στην παροχή ευρύτερων επιλογών στους καταναλωτές.<sup>10</sup>



**Διάγραμμα 2:** Παγκόσμια χρήση και προσφορά ιχθύων, πληθυσμός και μέση κατανάλωση κατά άτομο (1950 -2014)  
Πηγή: FAO 2016

Το σημαντικότερο ρόλο σε αυτή την ανάπτυξη τον έχει διαδραματίσει η Ασία (πίνακας 2) και ειδικότερα η Κίνα καθώς αντιπροσωπεύει περισσότερο από το 60% της παγκόσμιας παραγωγής υδατοκαλλιέργειας. Ωστόσο, και ο υπόλοιπος κόσμος έχει επωφεληθεί επίσης από την ανάπτυξη του κλάδου της υδατοκαλλιέργειας υπερδιπλασιάζοντας τη συνολική προσφορά ψαριών για ανθρώπινη κατανάλωση από το 1995. Αξιοσημείωτο είναι ότι το ποσοστό της Ευρώπης στην παγκόσμια παραγωγή προϊόντων υδατοκαλλιέργειας φθίνει, παρόλο που έχει σχεδόν διπλασιαστεί η παραγωγική δυναμικότητα από το 1995 έως και το 2014.

<sup>10</sup> FAO, 2016

ΠΕΡΙΟΧΗ / ΕΤΟΣ	1995	2000	2005	2010	2012	2014	ΤΑΣΗ
ΑΦΡΙΚΗ (χιλ. τόνοι)	110,2	399,6	646,2	1.285,6	1.483,3	1.710,9	
ΑΦΡΙΚΗ (%)	0,45%	1,23%	1,46%	2,18%	2,23%	2,32%	
ΑΜΕΡΙΚΗ (χιλ. τόνοι)	919,6	1.423,4	2.176,9	2.514,2	2.988,4	3.351,4	
ΑΜΕΡΙΚΗ (%)	3,77%	4,39%	4,91%	4,26%	4,50%	4,54%	
ΑΣΙΑ (χιλ. τόνοι)	21.667,5	28.422,5	39.188,2	52.439,2	58.954,5	65.601,9	
ΑΣΙΑ (%)	88,90%	87,68%	88,47%	88,92%	88,70%	88,91%	
ΕΥΡΩΠΗ (χιλ. τόνοι)	1.580,9	2.050,7	2.134,9	2.544,2	2.853,0	2.930,1	
ΕΥΡΩΠΗ (%)	6,49%	6,33%	4,82%	4,31%	4,29%	3,97%	
ΩΚΕΑΝΙΑ (χιλ. τόνοι)	94,2	121,5	151,5	189,5	186,0	189,2	
ΩΚΕΑΝΙΑ (%)	0,39%	0,37%	0,34%	0,32%	0,28%	0,26%	
ΣΥΝΟΛΟ (χιλ. τόνοι)	24.372,4	32.417,7	44.297,7	58.972,7	66.465,2	73.783,5	
ΣΥΝΟΛΟ (%)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	

**Πίνακας 2:** Παγκόσμια παραγωγή υδατοκαλλιέργειας:  
Ποσότητα, ποσοστό και τάση ανά γεωγραφική περιοχή.  
Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία από FAO 2016

Οι Kobayashi et al. (2015) υποστήριξαν ότι ο τομέας των θαλασσινών μπορεί να συμβάλει σημαντικά στην παγκόσμια προσφορά τροφίμων και να αποτελέσει σημαντική πηγή ζωικής πρωτεΐνης, προβλέποντας ότι το μερίδιο της υδατοκαλλιέργειας στον παγκόσμιο εφοδιασμό θα συνεχίσει να αυξάνεται και ότι η συνολική προσφορά ψαριών θα αυξηθεί σε 186 εκατομμύρια τόνους το 2030 μέχρι το σημείο κατά το οποίο η αλιεία και η υδατοκαλλιέργεια θα συμβάλουν σε ίσες ποσότητες.

### 3.2 Η Υδατοκαλλιέργεια σε Ευρωπαϊκό Επίπεδο

Η παραγωγή υδατοκαλλιέργειας στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 28 χωρών (ΕΕ-28)<sup>11</sup> επικεντρώνεται κυρίως σε πέντε χώρες: την Ισπανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Ελλάδα, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 76% του βάρους και το 75% της συνολικής αξίας παραγωγής. Ο συνολικός όγκος των πωλήσεων για το 2014 ανήλθε περίπου σε 1,3 εκατομμύρια τόνους, αξίας 4,5 δισεκατομμύρια ευρώ. Ο συνολικός αριθμός επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ-28 είναι μεταξύ 14-15

<sup>11</sup> Ευρωπαϊκή Ένωση 2017. [https://europa.eu/european-union/about-eu/countries\\_el](https://europa.eu/european-union/about-eu/countries_el).

χιλιάδων, με το 90% των επιχειρήσεων στο τομέα της υδατοκαλλιέργειας να είναι πολύ μικρές επιχειρήσεις και να απασχολούν κάτω από 10 εργαζόμενους.<sup>12</sup>

Τα κυριότερα είδη που παράγονται στην ΕΕ-28 όσον αφορά την αξία είναι ο σολομός του Ατλαντικού, τα στρείδια, οι τσιπούρες, οι πέστροφες, ενώ η μεγαλύτερη παραγωγή σε βάρος αφορά τα μεσογειακά μύδια. Το Ηνωμένο Βασίλειο είναι ο κυριότερος παραγωγός σολομού καλύπτοντας το 93% της αξίας, ενώ η Ελλάδα είναι ο κυριότερος παραγωγός τσιπούρας και λαβρακίου καλύπτοντας το 46% της αξίας. Στον τομέα των οστρακοειδών η Γαλλία και η Ισπανία είναι οι σημαντικότερες χώρες από πλευράς όγκου πωλήσεων, αξίας σε ευρώ, απασχόλησης και αριθμού επιχειρήσεων. Επιπλέον η Γαλλία είναι ο κυριότερος παραγωγός στρειδιού με 88% επί της συνολικής παραγωγής στην ΕΕ-28 και η Ισπανία με 69% είναι ο κύριος παραγωγός μεσογειακών μυδιών επί της συνολικής παραγωγής.

Από την εκτιμώμενη συνολική οικονομική αξία της παραγωγής υδατοκαλλιέργειας στην ΕΕ-28 ύψους 4,5 δισεκατομμυρίων ευρώ για το 2014 ο σολομός Ατλαντικού παρήγαγε την υψηλότερη οικονομική αξία (σχεδόν 0,9 δισεκατομμύρια ευρώ) αν και το είδος αυτό καλλιεργείται σε λίγες χώρες της ΕΕ-28 και κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο. Όσον αφορά την αξία, το δεύτερο σημαντικότερο είδος ήταν η ιριδίζουσα πέστροφα, ακολουθούμενη από το στρείδι του Ειρηνικού, την τσιπούρα και το Ευρωπαϊκό λαβράκι.

Το 2014 η παραγωγή υδατοκαλλιέργειας της Νορβηγίας (1,33 εκατομμύρια τόνους εκ των οποίων το 1,3 εκατομμύρια τόνων ήταν σολομός Ατλαντικού αξίας σχεδόν 5 δισεκατομμυρίων ευρώ) ήταν μεγαλύτερη από την παραγωγή ολόκληρης την ΕΕ-28 (1,3 εκατομμύρια τόνους).<sup>13</sup>

Παρά το επίπεδο παραγωγής της, η ΕΕ-28 είναι καθαρός εισαγωγέας προϊόντων αλιείας και υδατοκαλλιέργειας με αρνητικό ισοζύγιο 3,59 εκατομμύρια τόνους και αξία 13,78 δισεκατομμύρια ευρώ για το 2010.<sup>14</sup> Για το 2014 η ΕΕ-28 ήταν μακράν η μεγαλύτερη ενιαία αγορά για εισαγωγές αλιευμάτων (διάγραμμα 3) αξίας 54 δισεκατομμυρίων δολαρίων (28 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, αν εξαιρεθεί το ενδοπεριφερειακό εμπόριο), αυξημένες κατά 6% από το 2013.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> European Commission, 2016

<sup>13</sup> Eurostat, 2017

<sup>14</sup> Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων, 2014

<sup>15</sup> FAO, 2016



**Διάγραμμα 3:** Εμπορικές ροές στην Ευρώπη ανά ήπειρο (ποσοστό επί των συνολικών εισαγωγών σε αξία) έτους 2014.  
Πηγή: FAO 2016

# Κεφάλαιο 4

## Ο Κλάδος των Ιχθυοκαλλιέργειών στην Ελλάδα

### 4.1 Γενικά

Ο κλάδος των υδατοκαλλιέργειών στην Ελλάδα, μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 1980, περιοριζόταν κυρίως στην παραγωγή πέστροφας και στη μυδοκαλλιέργεια. Κατά τα τελευταία 30 χρόνια αναπτύχθηκαν εντατικές ιχθυοκαλλιέργειες θαλασσινών μεσογειακών ειδών και ειδικότερα τσιπούρας και λαβρακίου.<sup>16</sup> Ενδεικτικό της μεγάλης ανάπτυξης αυτής είναι ότι η συνολική παραγωγή έχει σταθεροποιηθεί περί τους 110 χιλιάδες τόνους τα τελευταία χρόνια, όταν η συνολική παραγωγή το 1985 κυμαινόταν περί τους 100 τόνους.<sup>17</sup>

Στην ελληνική αγορά ιχθυοκαλλιέργειας λειτουργούσε μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, ωστόσο, τα τελευταία χρόνια επικράτησε μια τάση συγκέντρωσης μέσω εξαγορών και απορροφήσεων. Ο κλάδος απαρτίζεται από μεγάλες καθετοποιημένες επιχειρήσεις οι οποίες κυριαρχούν στη θαλάσσια βιομηχανία υδατοκαλλιέργειας και ασχολούνται τόσο με την παραγωγή γόνου<sup>18</sup> όσο και την πάχυνση ψαριών.<sup>19</sup> Η οστρακοκαλλιέργεια και η υδατοκαλλιέργεια γλυκού νερού αποτελείται κυρίως από μικρές οικογενειακές επιχειρήσεις.<sup>20</sup> Στον κλάδο της ελληνικής υδατοκαλλιέργειας απασχολούνται άμεσα 4.996 εργαζόμενοι (πίνακας 3) πλήρους απασχόλησης (3.852) και 1.144 μερικής

---

<sup>16</sup> Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων, 2014.

<sup>17</sup> Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων, 2014.

<sup>18</sup> Γόνος: μικρό ψάρι μέχρι 10 γραμμάρια.

<sup>19</sup> ICAP, 2017.

<sup>20</sup> European Commission, 2016.

απασχόλησης<sup>21</sup>, ενώ αν υπολογιστούν και όσοι έχουν έμμεση εμπλοκή με τον κλάδο, ο αριθμός αγγίζει τους 15.000 απασχολούμενους με τους περισσότερους να εντοπίζονται σε απομακρυσμένες περιοχές της Ελλάδας, συμβάλλοντας σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη των τοπικών κοινωνιών.<sup>22</sup>

Είδος απασχόλησης / Έτος	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Σύνολο	6.092	6.073	5.983	6.032	5.919	4.897	4.796	4.996
Full-time	4.677	4.633	4.509	4.287	4.236	3.776	3.702	3.852
Part-time	1.415	1.440	1.474	1.745	1.683	1.121	1.094	1.144

**Πίνακας 3:** Full-time και Part-time απασχόληση στον κλάδο της Ελληνικής υδατοκαλλιέργειας.  
Πηγή: OECD 2017

## 4.2 Βασικά είδη παραγωγής του κλάδου

Το 2015, το κυρίαρχο είδος παραγωγής και ήταν η τσιπούρα (Gilthead seabream), που αντιπροσώπευε το 44,35% του όγκου της Ελληνικής υδατοκαλλιέργειας (πίνακας 4) και το 52,21% της αξίας παραγωγής (πίνακας 5). Το δεύτερο σημαντικότερο είδος ήταν το λαβράκι (European seabass), το οποίο αντιπροσώπευε το 33,38% του όγκου παραγωγής και το 41,26% της αξίας παραγωγής.<sup>23</sup>

Εκτεφόμενα Είδη (σε τόνους) / Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Ποσοστό επί συνολικής παραγωγής 2015
<b>Γενικό σύνολο EUROSTAT<sup>1</sup></b>	<b>120.981,0</b>	<b>111.218,0</b>	<b>108.852,0</b>		<b>104.451,7</b>	<b>105.934,4</b>	
<b>Γενικό σύνολο ΕΛΣΑΤ</b>	<b>121.155,5</b>	<b>111.222,1</b>	<b>110.797,7</b>	<b>113.857,8</b>	<b>104.481,3</b>	<b>105.987,0</b>	100%
<b>Ψάρια</b>	<b>104.008,3</b>	<b>94.002,1</b>	<b>94.167,0</b>	<b>95.185,9</b>	<b>87.761,0</b>	<b>87.289,7</b>	82,36%
Λαβράκια	39.884,5	37.089,0	35.805,1	34.919,7	32.141,5	35.382,3	33,38%
Πέστροφες	2.712,1	2.388,9	1.967,5	2.016,5	1.611,4	1.758,7	1,66%
Τσιπούρες	57.204,2	51.308,6	53.459,2	55.751,3	50.688,2	47.007,7	44,35%
Λοιπά Ψαριά	4.207,5	3.215,6	2.935,2	2.498,4	3.319,9	3.141,0	2,96%
<b>Οστακοειδή / Καρκίνοειδή</b>	<b>17.147,2</b>	<b>17.194,9</b>	<b>16.612,8</b>	<b>18.661,7</b>	<b>16.701,2</b>	<b>18.680,2</b>	17,62%
Μύδια	17.063,6	17.193,1	16.611,6	18.638,4	16.678,4	18.628,4	17,58%
Λοιπά <sup>2</sup>	83,6	1,8	1,2	23,3	22,8	51,8	0,05%
<b>Υδρόβια Φυτά (Σπιρουλίνα)</b>	-	<b>19,8</b>	<b>17,4</b>	<b>9,3</b>	<b>12,6</b>	<b>14,8</b>	0,01%
<b>Αυγοτάραχο<sup>3</sup></b>	-	<b>5,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>6,5</b>	<b>2,3</b>	0,00%

<sup>1</sup> Μη διαθέσιμα στοιχεία για το έτος 2013  
<sup>2</sup> Η μεγάλη αυξομείωση που παρατηρείται στην ποσότητα οφείλεται στην καταστροφή του γόνου λόγω ασθένειας  
<sup>3</sup> Τα είδη αυτά (Κέφαλοι/ Οξύρυγχος) άρχισαν να παρακολουθούνται από το 2011

**Πίνακας 4:** Ελλάδα: Παραγωγή ειδών υδατοκαλλιέργειας  
σε τόνους για τα έτη 2010-2015.

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία από ΕΛΣΑΤ 2016, 2015, 2014 και Eurostat 2017

<sup>21</sup> OECD, 2017.

<sup>22</sup> Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων, 2014.

<sup>23</sup> ΕΛΣΑΤ, 2015.



Ένα ακόμη σημαντικό είδος από άποψη όγκου παραγωγής (17,5%) ήταν το μεσογειακό μύδι (Mediterranean mussel), το οποίο όμως αντιστοιχούσε μόλις στο 1,48% της συνολικής αξίας παραγωγής της Ελληνικής υδατοκαλλιέργειας λόγω της σχετικά χαμηλής τιμής των μυδιών. Η ιριδίζουσα πέστροφα (rainbow trout), το μυλοκόπι ή κρانيός (meagre), το φαγκρί (pargus), το μυτάκι (sharpshout seabream) και άλλα είδη ψαριών συνεισφέρουν το 4,62% στον όγκο και το 4,91% στην αξία παραγωγής.

Εκτεφόμενα Είδη (σε χιλιάδες ευρώ) / Έτος	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ποσοστό επί συνολικής παραγωγής 2015
<b>Γενικό σύνολο EUROSTAT<sup>1</sup></b>	<b>443.829,4</b>	<b>475.247,8</b>	<b>457.168,3</b>		<b>444.964,2</b>	<b>463.358,1</b>	
<b>Γενικό σύνολο ΕΛΣΤΑΤ</b>	<b>444.724,2</b>	<b>475.424,7</b>	<b>445.084,6</b>	<b>435.857,7</b>	<b>443.342,3</b>	<b>463.477,6</b>	100%
<b>Ψάρια</b>	<b>436.405,2</b>	<b>467.682,0</b>	<b>439.044,3</b>	<b>428.396,9</b>	<b>436.072,3</b>	<b>455.941,7</b>	98,37%
Λαβράκια	174.822,6	189.843,8	195.445,2	179.351,6	172.921,2	191.220,5	41,26%
Πέστροφες	7.568,9	6.437,8	5.510,4	6.556,2	5.030,4	5.534,5	1,19%
Τσιπούρες	233.059,1	253.304,5	221.427,9	229.173,8	239.563,3	241.972,2	52,21%
Λοιπά Ψαριά	20.954,6	18.095,9	16.660,8	13.315,3	18.557,4	17.214,5	3,71%
<b>Οστακοειδή / Καρκίνοειδή</b>	<b>8.319,0</b>	<b>6.773,4</b>	<b>6.040,3</b>	<b>7.005,4</b>	<b>6.378,0</b>	<b>6.889,1</b>	1,49%
Μύδια	7.927,3	6.766,3	6.036,6	6.986,9	6.362,1	6.848,9	1,48%
Λοιπά <sup>2</sup>	391,7	7,1	3,7	18,5	15,9	40,2	0,01%
<b>Υδρόβια Φυτά (Σπιρουλίνα)</b>	-	<b>782,0</b>	<b>755,0</b>	<b>412,3</b>	<b>510,0</b>	<b>560,1</b>	0,12%
<b>Αυγοτάραχο<sup>3</sup></b>	-	<b>187,3</b>	<b>32,6</b>	<b>43,1</b>	<b>382,0</b>	<b>86,7</b>	0,02%

<sup>1</sup> Μη διαθέσιμα στοιχεία για το έτος 2013  
<sup>2</sup> Η μεγάλη αυξομείωση που παρατηρείται στην ποσότητα οφείλεται στην καταστροφή του γόνου λόγω ασθένειας  
<sup>3</sup> Τα είδη αυτά (Κέφαλοι/ Οξύρυγχος) άρχισαν να παρακολουθούνται από το 2011

**Πίνακας 5:** Ελλάδα: Παραγωγή ειδών υδατοκαλλιέργειας σε εκατομμύρια ευρώ για τα έτη 2010-2015.

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία από ΕΛΣΤΑΤ 2016, 2015, 2014 και Eurostat 2017

Ο όγκος της ελληνικής υδατοκαλλιέργειας από το 2009 είχε σταθεροποιηθεί στους 110.000 τόνους. Η πρόσφατη κρίση χρέους στη Νότια Ευρώπη που επηρέασε τη ζήτηση, η έλλειψη πιστώσεων στην Ελλάδα και το αυξανόμενο οικονομικό κόστος ανάγκασαν τους Έλληνες παραγωγούς τα τρία τελευταία έτη να περιορίσουν την παραγωγή τους ή να πουλήσουν προϊόντα με μικρό μέγεθος για να αποκτήσουν ρευστότητα.<sup>24</sup>

Ο Ελληνικός κλάδος υδατοκαλλιέργειας μπορεί να διαχωριστεί στην ημιεντατική δραστηριότητα της υδατοκαλλιέργειας μυδιών με μηδενικές εισροές (ζωοτροφές) στην παραγωγή, η οποία επηρεάζεται κυρίως από εξωτερικούς παράγοντες (κλιματικές

<sup>24</sup> European Commission, 2014

συνθήκες), δημιουργώντας το 1%-2% του κύκλου εργασιών του κλάδου. Από την άλλη πλευρά υπάρχει η αναπτυγμένη βιομηχανία της θαλάσσιας εντατικής καλλιέργειας που παράγει και το μεγαλύτερο εισόδημα του κλάδου και η οποία επηρεάζεται από το οικονομικό περιβάλλον της Ελληνικής οικονομίας, τις διεθνείς τιμές των πρώτων υλών που προορίζονται για τις τροφές των ψαριών και από τη ζήτηση κυρίως των χωρών της Νοτίου Ευρώπης.<sup>25</sup>

### **4.3 Ζήτηση και Προοπτικές του Κλάδου**

Ο κλάδος της υδατοκαλλιέργειας έχει έντονο εξαγωγικό χαρακτήρα με τη μεγάλη πλειοψηφία (70%-80%) της Ελληνικής θαλάσσιας υδατοκαλλιέργειας κυρίως σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Στην αγορά της ΕΕ τα ελληνικά προϊόντα ανταγωνίζονται κυρίως τα τούρκικα προϊόντα υδατοκαλλιέργειας, έχοντας ένα premium τιμής λόγω της ελληνικής προέλευσής τους.<sup>26</sup> Η αγορά της Ιταλίας είναι ο κυριότερος εισαγωγέας της ελληνικής τσιπούρας και λαβρακιού, ακολουθούμενη από τη Γαλλία, την Πορτογαλία, την Ισπανία και τη Γερμανία που είναι επίσης πολύ σημαντικοί προορισμοί για τα ελληνικά προϊόντα υδατοκαλλιέργειας.<sup>27</sup>

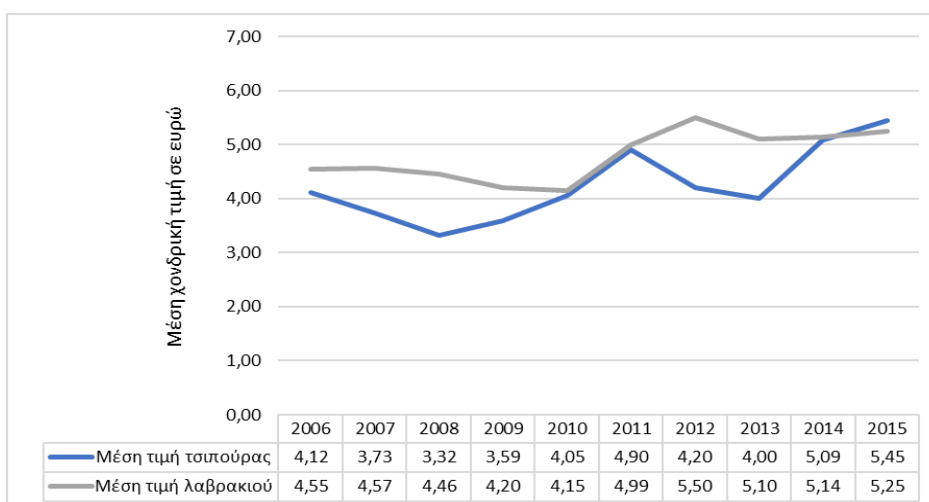
Οι πιο σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της ζήτησης των προϊόντων ιχθυοκαλλιέργειας είναι το διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών αλλά και η τιμή πώλησής τους σε σχέση με την τιμή πώλησης των ανταγωνιστικών προϊόντων, που στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι τα ψάρια της ελεύθερης αλιείας. Στο διάγραμμα 4 παρουσιάζεται η εξέλιξη της μέσης χονδρικής τιμής της τσιπούρας και του λαβρακιού για την περίοδο 2006-2015.

---

<sup>25</sup> European Commission, 2016

<sup>26</sup> European Commission, 2016

<sup>27</sup> ICAP, 2017



**Διάγραμμα 4:** Μέση τιμή πώλησης τσιπούρας και λαβρακιού 2006-2015.  
Πηγή: ICAP, 2017

Η σημαντική μείωση της τιμής που παρατηρείται το 2007 και 2008 οφείλεται τόσο στην αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας των μεγαλύτερων εταιριών του κλάδου η οποία χρηματοδοτήθηκε κυρίως από ξένα κεφάλαια, όσο και από την εκτεταμένη παραγωγή γόνου που παρατηρήθηκε τη διετία 2005-2006. Η τάση συγκέντρωσης στον κλάδο και η μείωση της παραγωγής τα έτη 2014-2015 οδήγησαν σε αύξηση της μέσης τιμής της τσιπούρας από τα 4 ευρώ στα 5,45 ευρώ και σε σταθεροποίηση της μέσης τιμής του λαβρακιού στα επίπεδα των 5,10 - 5,25 ευρώ.<sup>28</sup>

Η σταδιακή μείωση των ιχθυοαποθεμάτων της ελεύθερης αλιείας, η συνεχώς αυξανόμενη παγκόσμια ζήτηση για προϊόντα αλιείας, ο διαρκώς αυξανόμενος παγκόσμιος πληθυσμός, ο έντονα εξαγωγικός προσανατολισμός συνδυαζόμενος με την τεχνογνωσία και την εμπειρία που διαθέτουν οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου, αλλά και ο διακανονισμός των δανειακών τους υποχρεώσεων που θα βοηθήσει τον κλάδο να εξυγιανθεί, είναι βασικοί λόγοι που αναμένεται να ευνοήσουν περαιτέρω την ανάπτυξη του κλάδου της ιχθυοκαλλιέργειας.

## 4.4 Εταιρίες Ιχθυοκαλλιέργειών στην Ελλάδα

Οι ελληνικές εταιρίες ιχθυοκαλλιέργειας εξειδικεύονται στην παραγωγή και εμπορία των μεσογειακών ειδών ιχθυοκαλλιέργειας. Οι τέσσερις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου (Νηρέυς, Σελόντα, Ανδρομέδα και Γαλαξίδι) οι οποίες και θα αναλυθούν στη

<sup>28</sup> ICAP, 2017

συνέχεια, πραγματοποίησαν πωλήσεις άνω των 450 εκατομμυρίων ευρώ για το 2016. Ο κύκλος εργασιών αυτός προέρχεται, στο μεγαλύτερο μέρος του, από την παραγωγή και εμπορία γόνου και ιχθύων, αλλά και από την παραγωγή ιχθυοτροφών, υπηρεσιών εκτροφής (συσκευασίας, μεταποίησης, κλπ.).

#### **4.4.1 Νηρέυς Ιχθυοκαλλιέργειες Α.Ε.**

Η εταιρία «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.» ιδρύθηκε το 1988 στη Χίο και ξεκίνησε ως μονάδα πάχυνσης ιχθύων. Σήμερα είναι μία από τις δέκα μεγαλύτερες εταιρίες ιχθυοκαλλιέργειας στην Ευρώπη, διακινώντας περί το 80% της παραγωγής της σε περισσότερες από 35 χώρες στον κόσμο.

Η εταιρία και οι θυγατρικές της έχουν σαν κύριες δραστηριότητές τους την παραγωγή γόνου, την παραγωγή ιχθύων καθώς και την εμπορία και διάθεσή τους εντός και εκτός Ελλάδας. Επιπλέον, δραστηριοποιείται στην παραγωγή εξειδικευμένου εξοπλισμού (κλουβιά και δίχτυα) για τις μονάδες παραγωγής ιχθύων, στην παραγωγή ιχθυοτροφών και την παραγωγή μεταποιημένων ιχθύων. Τα κυριότερα είδη που παράγει είναι η τσιπούρα, το λαβράκι, ο κρανιός και το φαγκρί.

Το 2015 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση της με την SEAFARM IONIAN A.E. και η αναχρηματοδότηση των δανείων της. Τον Μάρτιο του 2015 η διοίκηση της εταιρίας υπέγραψε Συμφωνία Αμοιβαίας Κατανόησης με τις Alpha Bank, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας, Eurobank, Τράπεζα Πειραιώς και την Attica Bank, η οποία προέβλεπε την ανοχή των δανειστριών τραπεζών για έξι μήνες για τις ληξιπρόθεσμες και απαιτητές καταβολές κεφαλαίου και τόκων των υφιστάμενων δανείων. Η Συμφωνία Αμοιβαίας Κατανόησης περιλάμβανε επίσης την αναδιάρθρωση του υφιστάμενου δανεισμού με κεφαλαιοποίηση των απαιτήσεων των τραπεζών και την έκδοση νέων δανειακών συμβάσεων. Στις 31 Δεκεμβρίου 2015 οι κυριότεροι μέτοχοι της ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. με ποσοστό μεγαλύτερο του 5% ήταν η Τράπεζα Πειραιώς (32,50%), η Alpha Bank (20,65%), η Τράπεζα Eurobank Εργασίας (15,63%), η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (6,18%) και η Linnaeus Capital Partners BV (5,54%).<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> Νηρέυς Ιχθυοκαλλιέργειες Α.Ε., Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2016

#### 4.4.2 Σελόντα Ιχθυοτροφεία Α.Ε.Γ.Ε.

Η εταιρία «ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΩΡΓΙΚΩΝ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ» ιδρύθηκε το 1990 και προήλθε από τη συγχώνευση των εταιριών «Ιχθυοτροφεία ΣΕΛΟΝΤΑ Ε.Π.Ε.» και «ΣΕΛΟΝΤΑ Ιχθυοτροφική Ε.Π.Ε.». Η εταιρία έχει έντονο εξαγωγικό χαρακτήρα και στον βασικό τομέα δραστηριότητάς της (πωλήσεις ιχθύων) ένα ποσοστό περί το 80% κατευθύνεται σε αγορές εκτός Ελλάδας. Τα προϊόντα της διακινούνται σε περισσότερες από 25 χώρες στον κόσμο με το 90% αυτών των εξαγωγών να διατίθεται σε αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η εταιρία δραστηριοποιείται στην παραγωγή-εκτροφή, πώληση και διανομή προϊόντων μεσογειακής καλλιέργειας (γόνο και ψάρι), όπως και στην παραγωγή ιχθυοτροφών. Η τσιπούρα και το λαβράκι είναι τα κυρίαρχα είδη παραγωγής από πλευράς όγκου και αξίας.

Το 2012 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση μέσω απορροφήσεως από την εταιρία Ιχθυοτροφεία Σελόντα Α.Ε.Γ.Ε. των εταιριών INTERFISH ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε., ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗΣ ΙΧΘΥΩΝ Α.Β.Ε.Ε., ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΕΧΙΝΑΔΩΝ Α.Ε. και ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΦΑΡΔΟΝΗΣΙΑ Α.Ε. αυξάνοντας ονομαστικά το μετοχικό της κεφάλαιο κατά €6,95 εκατομμύρια. Εντός του έτους 2014 υπήρξε συμφωνία μεταξύ της Διοίκησης της εταιρίας και των πιστωτριών τραπεζών να υπάρξει κεφαλαιοποίηση των δανειακών υποχρεώσεων της εταιρίας καθώς και αναδιοργάνωση του συνόλου του υπολοίπου των τραπεζικών υποχρεώσεων. Μετά τις παραπάνω διαδικασίες, στις 31 Δεκεμβρίου 2014 οι κυριότεροι μέτοχοι της Ιχθυοτροφεία Σελόντα Α.Ε.Γ.Ε. ήταν η Τράπεζα Πειραιώς (33,85%), η Alpha Bank (23,01%), η Τράπεζα Eurobank Εργασίας (10,39%), η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (10,99%) και η Τράπεζα Αττικής (4,02%).<sup>30</sup>

Τον Μάρτιο του 2016 η εταιρία Ιχθυοτροφεία Σελόντα Α.Ε.Γ.Ε. απέκτησε τον έλεγχο της εταιρίας ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΒΕΕ. Το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών, έκανε δεκτή την αίτηση και επικύρωσε τη Συμφωνία Εξυγίανσης της εταιρείας ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΒΕΕ που είχαν συνυπογράψει τον Απρίλιο του 2015 οι πιστώτριες τράπεζες Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς, Τράπεζα Eurobank Εργασίας, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η Linnaeus Capital Partners BV ως μέτοχος της ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΒΕΕ, η εταιρεία BIOMAR HELLENIC Α.Β.Ε.Ε.Ι. καθώς και η

<sup>30</sup> Ιχθυοτροφεία Σελόντα Α.Ε.Γ.Ε., Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2014

εταιρεία Ιχθυοτροφεία Σελόντα Α.Ε.Γ.Ε.<sup>31</sup> Με την απορρόφηση από τη ΣΕΛΟΝΤΑ ολοκληρώθηκε η εισφορά του ενεργητικού (€69 εκ.) και μέρος του παθητικού (€29,5 εκ.) της ΔΙΑΣ αφού πρώτα είχε προηγηθεί συμφωνία εξυγίανσης με τις πιστώτριες τράπεζες και ολοκλήρωση της αναδιοργάνωσης των δανειακών της υποχρεώσεων.

#### **4.4.3 Ανδρομέδα Α.Ε.**

Η εταιρία «ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε. ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΥΔΡΟΒΙΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ» ιδρύθηκε το 1998 και έχει έδρα στο Ρίο Αχαΐας. Οι κυριότερες δραστηριότητές της είναι η παραγωγή γόνου, η παραγωγή ιχθύων καθώς και η εμπορία και διάθεση αυτών τόσο στην ελληνική αγορά όσο και στις αγορές της Ευρώπης, των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και της Μέσης Ανατολής. Η παραγωγή της είναι επικεντρωμένη σε προϊόντα Μεσογειακής ιχθυοκαλλιέργειας και κυρίως στην τσιπούρα, το λαβράκι, τον κρανιό, το μυτάκι και το φαγκρί.

Το 2016 η Ammera Capital Management LLC, με έδρα την Νέα Υόρκη, αποκτά την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρίας από την Global Finance που κατείχε το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών από το 2006.<sup>32</sup>

Διαθέτει ιχθυογεννητικούς σταθμούς, μονάδες εκτροφής ιχθύων και συσκευαστήρια σε διάφορες περιοχές της Ελλάδας και της Ισπανίας. Με αυτή την κατανομή των εγκαταστάσεων της δίνεται η δυνατότητα να έχει πρόσβαση εντός 48 ωρών σε μία αγορά 120 εκατομμυρίων καταναλωτών.

#### **4.4.4 Γαλαξίδι Θαλάσσιες Καλλιέργειες Α.Ε.**

Η εταιρία «ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.» ιδρύθηκε το 1987 με έδρα την θέση «Ανεμοκάμπι» της δημοτικής ενότητας Γαλαξιδίου του δήμου Δελφών Φωκίδας. Δραστηριοποιείται στον ευρύτερο χώρο των ιχθυοκαλλιεργειών και πιο συγκεκριμένα στην παραγωγή γόνου, παραγωγή και πάχυνση ιχθύων, εμπορία και διάθεση γόνου και ιχθύων στην Ελλάδα και στις διεθνείς αγορές. Ο κύκλος εργασιών της προέρχεται

---

<sup>31</sup> Ιχθυοτροφεία Σελόντα Α.Ε.Γ.Ε., Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2016

<sup>32</sup> Ανδρομέδα Α.Ε., Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2016

κυρίως από την πώληση γόνου και ετοιμών προϊόντων (τσιπούρα, λαβράκι) και λιγότερο από τα άλλα είδη (φαγκρί, λυθρίνι, συναγρίδα, χιόνα). Η εταιρία από το 2008 δραστηριοποιείται και στη βιολογική παραγωγή τσιπούρας και λαβρακίου.

Η εταιρία έχει έντονο εξαγωγικό χαρακτήρα. Στις αγορές της Ισπανίας, της Γαλλίας, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας και της Αυστρίας εξάγεται περί του 95% της συνολικής παραγωγής της. Η αγορά της Ισπανίας απορροφά περισσότερο από το 72% της συνολικής παραγωγής της, σε αντίθεση με την Ελληνική αγορά που απορροφά μόλις το 3%-4%.

Κατά την 9<sup>η</sup> Οκτωβρίου 2017 οι κυριότεροι μέτοχοι (ποσοστό άνω το 5%) ήταν η Αθανασία Σ. Παντελεημονίτου (59,11%), η ΑΝΕΜΠΟΚΑΜΠΙ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (21,14%) και η Αλεξάνδρα Εμμ. Κοντέλλη (5,81%).

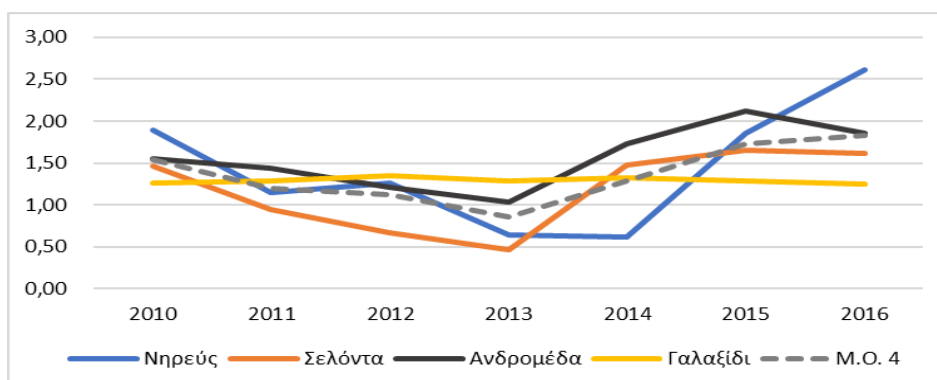
# Κεφάλαιο 5

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιριών Ιχθυοκαλλιέργειας

### 5.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της όταν αυτές καταστούν απαιτητές. Η χρηματοοικονομική ανάλυση της ρευστότητας για τις τέσσερις εξεταζόμενες επιχειρήσεις γίνεται βάσει των δεικτών: γενικής ή έμμεσης ρευστότητας (διάγραμμα 5), ειδικής ή άμεσης ρευστότητας (διάγραμμα 7) και ταμειακής ρευστότητας (διάγραμμα 8). Στο διάγραμμα 6 παρουσιάζεται το καθαρό κεφάλαιο κίνησης των υπό εξέταση εταιριών για το χρονικό διάστημα 2010-2016.

#### 5.1.1 Γενική ή Έμμεση Ρευστότητα (Current Ratio)

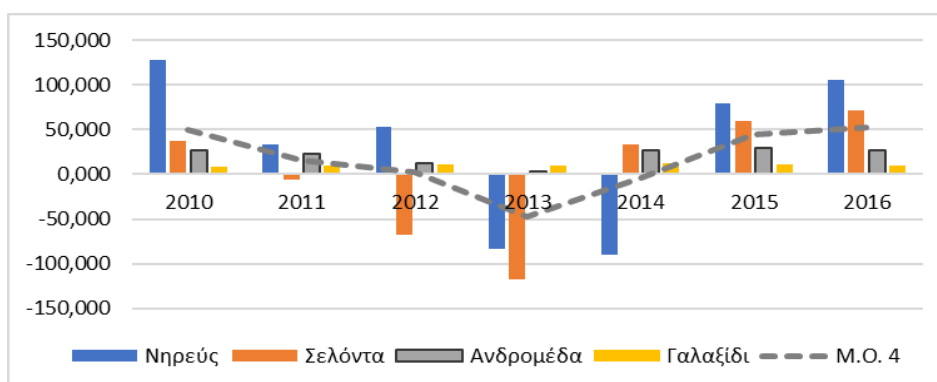


**Διάγραμμα 5:** Δείκτες γενικής ή έμμεσης ρευστότητας εταιριών (2010-2016).  
Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.



Ο δείκτης γενικής ρευστότητας παρέχει μια ευρύτερη ένδειξη της ικανότητας της επιχείρησης να καλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της μέσω των περιουσιακών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού της και αποτελεί ένα μέτρο βραχυπρόθεσμης φερεγγυότητας. Η γενική ρευστότητα της ομάδας των τεσσάρων εξεταζόμενων εταιριών για την περίοδο 2010-2016 διαμορφώθηκε, κατά μέσο όρο (Μ.Ο. 4), σε 1,37.

Η ανάλυση της γενικής ρευστότητας παρουσιάζει την εταιρία Νηρέυς ως εκείνη με την μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην τιμή του δείκτη για το εξεταζόμενα έτη 2010-2016. Η εταιρία παρουσιάζει τον δεύτερο υψηλότερο δείκτη γενικής ρευστότητας, κατά μέσο όρο, για την εξεταζόμενη επταετία, με τιμή 1,43 μεγαλύτερο από τον μέσο όρο των τεσσάρων εταιριών (Μ.Ο. 4). Το έτος 2010 τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού της καλύπτουν επαρκώς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κατά 1,89 φορές. Το συγκεκριμένο έτος κατέγραψε την υψηλότερη τιμή δείκτη γενικής ρευστότητας από την ομάδα των τεσσάρων εξεταζόμενων εταιριών. Το 2011 σημειώνεται μια μείωση του δείκτη περί του 40% καταγράφοντας τιμή 1,15 αποτέλεσμα της αύξησης κατά 120% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της (€159 εκ. το 2011 έναντι €72 εκ. το 2010). Το 2012 υπήρξε μια μικρή πρόσκαιρη βελτίωση του δείκτη (1,27) λόγω μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 11%. Τα επόμενα δύο έτη ο δείκτης γενικής ρευστότητας λαμβάνει τιμές μικρότερες της μονάδας (0,65 το 2013 και 0,61 το 2014) καταδεικνύοντας προβλήματα ρευστότητας και την αδυναμία κάλυψης των τρεχουσών υποχρεώσεων της. Τα δύο αυτά έτη, οι συνολικές βραχυχρόνιες υποχρεώσεις καθ' έτος υπερτερούν των περιουσιακών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού, καθιστώντας το καθαρό κεφάλαιο κίνησης αρνητικό (διάγραμμα 6).



**Διάγραμμα 6:** Δείκτες καθαρού κεφαλαίου κίνησης εταιριών 2010-2016 (σε εκατομμύρια ευρώ).

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Τα έτη 2015 και 2016 ο δείκτης επανέρχεται σε τιμές μεγαλύτερες της μονάδας (1,85 και 2,16 αντίστοιχα), δείγμα βελτίωσης της ρευστότητας, ως αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης των δανειακών της υποχρεώσεων και τη μετατροπή μεγάλου μέρους των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε μακροπρόθεσμες μετά από συμφωνία με τους πιστωτές της.

Όσον αφορά την εταιρία Σελόντα, η ικανότητα κάλυψης των τρεχουσών υποχρεώσεων της από τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού της για το 2010 ήταν 1,46 φορές. Το 2011 ξεκίνησε μία τριετή περίοδος με προβλήματα ρευστότητας και τον δείκτη γενικής ρευστότητας να καταγράφει τιμές μικρότερες της μονάδας (0,94 το 2011, 0,66 το 2012 και 0,46 το 2013), ένδειξη αδυναμίας ικανοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας από τα περιουσιακά στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού της. Καθ' όλη την διάρκεια της τριετίας 2011-2013 η Σελόντα καταγράφει αρνητικά καθαρά κεφάλαια κίνησης (διάγραμμα 6).

Για το έτος 2011 η αδυναμία εξυπηρέτησως των βραχυχρόνιων υποχρεώσεών της οφείλεται κυρίως στην κατά 28% μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και ειδικότερα στην κατά 35,8% μείωση των βιολογικών περιουσιακών στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού<sup>33</sup> και λιγότερο στην αύξηση των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 11,7%. Αντιθέτως το 2012 η μείωση του δείκτη γενικής ρευστότητας (0,66) οφείλεται στον υπερδιπλασιασμό των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η εταιρία, λόγω των προβλημάτων ρευστότητας που αντιμετώπιζε καθώς και της μη αναδιοργάνωσης των μακροχρόνιων δανειακών της υποχρεώσεων, δεν προέβη σε εξόφληση δόσεων μακροπρόθεσμων δανείων ύψους 1,97 εκατομμυρίων ευρώ με συνέπεια αυτές να καταστούν ληξιπρόθεσμες και απαιτητές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα (με βάση την παράγραφο 74 του ΔΛΠ1)<sup>34</sup> η εταιρία να προβεί σε ανακατάταξη των μακροπρόθεσμων δανειακών της υποχρεώσεων σε βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις. Το 2013 η Σελόντα εμφανίζει αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας 0,46 που είναι και ο μικρότερος της περιόδου 2010-2016, τόσο σε σχέση με τον μέσο δείκτη περιόδου της ίδιας της εταιρίας (1,18), όσο και με τον μέσο

---

<sup>33</sup> Τα βιολογικά περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού είναι τα ζωντανά προϊόντα ιχθυοκαλλιέργειας γόνος και ψάρι που είναι σε εξέλιξη στην παραγωγική διαδικασία σε διάφορα στάδια ανάπτυξης και αποτιμώνται στην καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία τους.

<sup>34</sup> International Accounting Standards (IAS 1) 2007  
<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1#link6>

όρο της ομάδας των τεσσάρων υπό εξέταση εταιριών (0,86). Η τιμή αυτή αποδίδεται τόσο στις κατά 9,4% υψηλότερες συνολικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (€222 εκ.), όσο και στη μείωση κατά 31,8% του κυκλοφορούντος ενεργητικού (€101,8 εκ.) σε σχέση με το προηγούμενο έτος (€201 εκ. και €133,6 εκ. αντίστοιχα). Τη χρονική περίοδο 2014-2016, και έπειτα από την αναδιοργάνωση των δανειακών της υποχρεώσεων το 2014, ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας επανέρχεται σε τιμές μεγαλύτερες της μονάδας (1,47 το 2014, 1,66 το 2015 και 1,61 το 2016), δείγμα επαρκούς ρευστότητας για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

Όσον αφορά την Ανδρομέδα, ο δείκτης γενικής ρευστότητας διατηρείται μεγαλύτερος της μονάδας για όλη τη χρονική περίοδο 2010-2016, καταγράφοντας τιμές από 1,04 έως 2,11, οι οποίες είναι σταθερά επάνω από τον μέσο όρο των τεσσάρων εταιριών και για τα επτά εξεταζόμενα έτη. Το 2010 το κυκλοφορούν ενεργητικό της καλύπτει 1,55 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, που είναι και ο μέσος όρος του κλάδου για το συγκεκριμένο έτος. Από το 2010 μέχρι και το 2013 ο δείκτης βαίνει μειούμενος συμβαδίζοντας με την τάση του κλαδικού δείκτη. Το 2013, έτος όπου εμφανίζονται εντονότερα τα προβλήματα ρευστότητας σε ολόκληρο τον κλάδο (Μ.Ο. 4: 0,86), η εταιρία Ανδρομέδα καλύπτει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της κατά 1,04 φορές. Από το 2014 και έπειτα από την αναχρηματοδότηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού της, ο οποίος από €40 εκ. το 2013 διαμορφώθηκε στα €13 εκ. το 2014 μειωμένος κατά 67%, υπάρχει μια αναστροφή αυτής της καθοδικής τάσης σχετικά με τα επίπεδα ρευστότητα της εταιρίας. Για το έτος 2014 το κυκλοφορούν ενεργητικό καλύπτει 1,72 φορές τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, ενώ τα έτη 2015 και 2016 καταγράφει τιμές 2,11 και 1,86 αντίστοιχα.

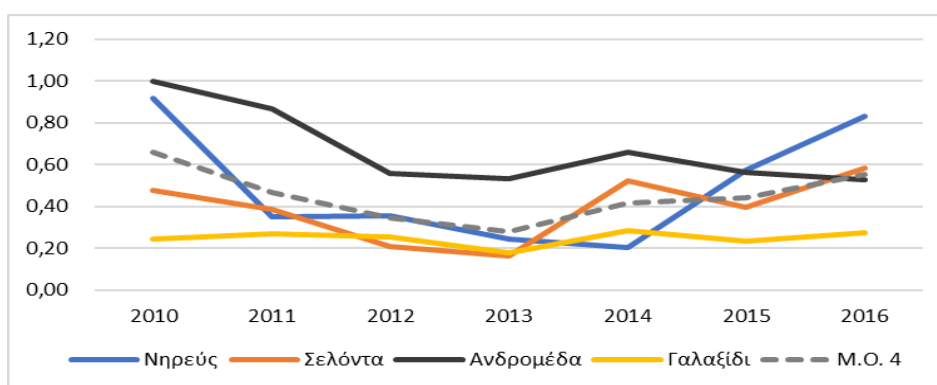
Η εταιρία Γαλαξίδι, βάσει της ανάλυσης της γενικής ρευστότητας, εμφανίζεται ως εκείνη με τη μικρότερη μεταβλητότητα στην τιμή του δείκτη για τα έτη 2010-2016. Με μέση τιμή επταετίας 1,29 εμφανίζεται να υπολείπεται από τον μέσο όρο των τεσσάρων εξεταζόμενων εταιριών (1,37). Αξιοσημείωτη είναι η σταθερότητα που παρουσιάζει καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο καταγράφοντας τιμές μεγαλύτερες της μονάδας, με το δείκτη γενικής ρευστότητας να κινείται σε ένα στενό εύρος τιμών (1,25-1,35) σηματοδοτώντας την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της μέσω των κυκλοφορόντων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της.

### 5.1.2 Ειδική ή Άμεση Ρευστότητα (Quick Ratio)

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι ένα πιο αυστηρό μέτρο της βραχυπρόθεσμης ρευστότητας της επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος δείκτης αποτυπώνει τη ρευστότητα της επιχείρησης χωρίς να υπολογίζει τα αποθέματα, τα οποία είναι και τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού που ρευστοποιούνται πιο δύσκολα. Ο αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας παρουσιάζει πόσα στοιχεία σχετικά άμεσων ρευστοποιήσεων στοιχείων διαθέτει η εταιρία για κάθε ένα ευρώ βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οι εταιρίες ιχθυοκαλλιεργειών, λόγω της φύσης των δραστηριοτήτων τους διατηρούν σημαντικά ζωντανά αποθέματα (γόνο και ψάρι). Επιπλέον, λόγω της αυξημένης ευαισθησίας των βιολογικών αποθεμάτων, υπάρχει ο κίνδυνος εμφάνισης ασθενειών. Αυτό θα μπορούσε να αποφέρει σημαντικές διαφορές στον λογαριασμό των αποθεμάτων, και κατά συνέπεια, στα μεγέθη του κυκλοφορούντος ενεργητικού μεταξύ δύο διαδοχικών οικονομικών χρήσεων.

Η αναλογία βιολογικών και μη αποθεμάτων ως προς το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού κυμαίνεται και για τις τέσσερις εξεταζόμενες εταιρίες σε επίπεδα μεγαλύτερα του 65%. Ως αποτέλεσμα αυτής της υψηλής αναλογίας καταγράφεται σημαντική διαφορά μεταξύ των δεικτών γενικής και άμεσης ρευστότητας. Η μέση τιμή (Μ.Ο. 4) του δείκτη άμεσης ρευστότητας των τεσσάρων επιχειρήσεων για την περίοδο 2010-2016 είναι 0,45 έναντι 1,37 του δείκτη γενικής ρευστότητας.



**Διάγραμμα 7:** Δείκτες ειδικής ή άμεσης ρευστότητας εταιριών (2010-2016).

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Για την εταιρία Νηρέυς και τη χρονική περίοδο 2010-2014 ο αριθμοδείκτης βαίνει σταθερά μειούμενος (διάγραμμα 7), δηλώνοντας ότι υπήρξε επιδείνωση στη ρευστότητα της επιχείρησης και ανεπάρκεια κάλυψης των βραχυπρόθεσμων

υποχρεώσεων της από τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού της. Το 2014 καταγράφεται η μικρότερη τιμή της επταετίας για τον δείκτη άμεσης ρευστότητας (0,20). Από το 2015 και μετά την αναχρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων, εμφανίζονται σημάδια βελτίωσης της βραχυχρόνιας ρευστότητας με τον δείκτη να δείχνει ανοδική τάση, καταγράφοντας τιμή 0,57 για το 2015 και 0,83 για το 2016, οι οποίες είναι οι υψηλότερες από τον ανταγωνισμό.

Η εταιρία Σελόντα καθ' όλη την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου εμφανίζει τιμές δείκτη άμεσης ρευστότητας κάτω από τη μονάδα με μέσο όρο περιόδου 0,39, όταν ο μέσος όρος περιόδου των τεσσάρων εταιριών είναι 0,45. Το 2010 οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της καλύπτονται 0,47 φορές από τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού της. Τα επόμενα τρία έτη, ακολουθώντας και την τάση του κλάδου, υπάρχει μια επιδείνωση της βραχυπρόθεσμης ρευστότητας της επιχείρησης. Τα έτη 2012 και 2013 ο δείκτης άμεσης ρευστότητας καταγράφει τις χαμηλότερες τιμές της περιόδου (0,21 και 0,16 αντίστοιχα). Λόγω των προβλημάτων ρευστότητας που αντιμετωπίζει και λόγω του γεγονότος ότι δεν κατάφερε να προχωρήσει σε αναδιοργάνωση των μακροπρόθεσμων δανειακών της υποχρεώσεων, δεν προέβη στην εξόφληση μακροπρόθεσμων δανείων (€1,97 εκ.) με συνέπεια να καταστούν ληξιπρόθεσμα και άμεσα απαιτητά. Με βάση την παράγραφο 74 του ΔΛΠ1 υπήρξε αναταξινόμηση των μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων σε βραχυπρόθεσμες. Από το 2014, έτος στο οποίο υπήρξε η αναδιοργάνωση των δανείων της εταιρίας, έως το 2016 εμφανίζονται σημάδια βελτίωσης της άμεσης ρευστότητας της επιχείρησης με μια ενδιάμεση κάμψη το 2015. Το έτος αυτό καταγράφεται η μείωση του δείκτη (0,40 από 0,52 το 2014) λόγω της αύξησης των βιολογικών περιουσιακών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά 75% (€109,5 εκ. από €62,5 εκ. το 2014). Η μεταβολή αυτή προήλθε λόγω αλλαγής μεθόδου αποτίμησης<sup>35</sup> των βιολογικών περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού στο τέλος της χρήσης του 2015. Το 2016 με

---

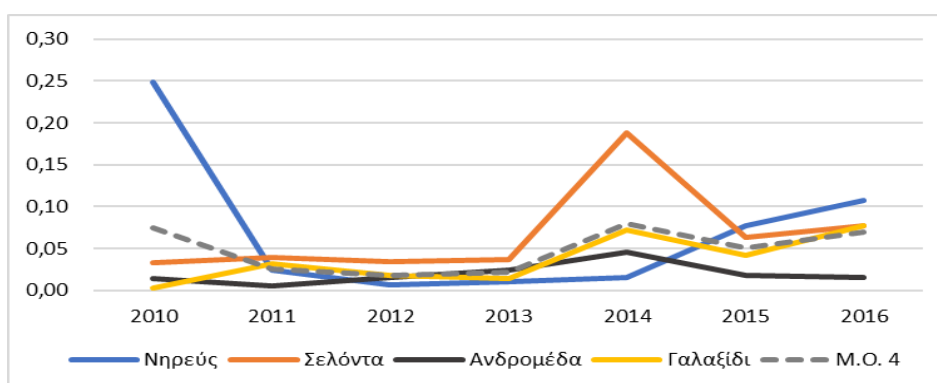
<sup>35</sup> Στις 31/12/2015 η κατηγοριοποίηση με βάση το μέσο βάρος των αποθεμάτων ιχθύων πραγματοποιήθηκε ως εξής: το μέρος των κάτω των 340 γραμμαρίων ψαριών που αναμένεται να φτάσει τα 340 γραμμάρια μετά την 31/12/2016, κατατάσσονταν σε βιολογικά περιουσιακά στοιχεία πάγιου ενεργητικού ενώ αυτά που αναμένονται να έχουν φτάσει τα 340 γραμμάρια μέχρι την 31/12/2016 και τα άνω των 340 γραμμαρίων σε βιολογικά περιουσιακά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού. Μέχρι την 31/12/2014 τα κάτω των 200 γραμμαρίων ψάρια και γόνος κατατάσσονταν σε βιολογικά περιουσιακά στοιχεία πάγιου ενεργητικού και τα άνω των 200 γραμμαρίων σε βιολογικά περιουσιακά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού.

0,58 τιμή δείκτη άμεσης ρευστότητας εμφανίζεται να βρίσκεται επάνω από τον μέσο όρο των τεσσάρων εταιριών για το τελευταίο εξεταζόμενο έτος.

Η εταιρία Ανδρομέδα εμφανίζει, όπως και όλος ο κλάδος, τιμές άμεσης ρευστότητας μικρότερες της μονάδας για όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Το 2010 καλύπτει σχεδόν μία φορά (υψηλότερη τιμή επταετίας) τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της από τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Όλη η περίοδος 2010-2016 χαρακτηρίζεται από μια φθίνουσα πορεία των τιμών του δείκτη, που οφείλεται στην αύξηση των αποθεμάτων της (από €27 εκ. το 2010 σε €40,5 εκ. το 2016) από έτος σε έτος παράλληλα με την κατά περίπου 50% μείωση των απαιτήσεων της για το ίδιο χρονικό διάστημα. Τα προαναφερθέντα υποδεικνύουν μία επιδείνωση της άμεσης ρευστότητας της εταιρίας. Παρά, την ύπαρξη αυτής της πτωτικής τάσης, η Ανδρομέδα επιδεικνύει τον καλύτερο μέσο δείκτη άμεσης ρευστότητας (0,67) για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, έναντι 0,45 του μέσου δείκτη της ομάδας των τεσσάρων εταιριών.

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας της εταιρία Γαλαξίδι ακολουθεί την ίδια συμπεριφορά με αυτόν της γενικής ρευστότητας, αλλά σε χαμηλότερα επίπεδα τιμών, λόγω της υψηλής αναλογίας των αποθεμάτων (κυρίως βιολογικών περιουσιακών στοιχείων) σε σχέση με το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρίας. Για όλη την περίοδο 2010-2016 η άμεση ρευστότητά της κινείται σε ένα στενό εύρος τιμών (0,18-0,28), οι οποίες είναι χαμηλότερες από τους μέσους όρους και των τεσσάρων εξεταζόμενων εταιριών.

### 5.1.3 Ταμειακή Ρευστότητα (Cash Flow Ratio)



**Διάγραμμα 8:** Δείκτες ταμειακής ρευστότητας εταιριών (2010-2016).

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας δείχνει πόσες φορές τα ταμειακά διαθέσιμα και τα ισοδύναμα αυτών καλύπτουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός είναι ακόμα πιο αυστηρός από τον δείκτη άμεσης ρευστότητας, καθώς δεν λαμβάνονται υπόψιν τα αποθέματα και οι απαιτήσεις. Η μέση τιμή (Μ.Ο. 4) του δείκτη ταμειακής ρευστότητας των τεσσάρων επιχειρήσεων για την εξεταζόμενη περίοδο 2010-2016 είναι 0,05.

Όλες οι εταιρίες παρουσιάζουν πολύ χαμηλές τιμές όσον αφορά τον δείκτη ταμειακής ρευστότητας (διάγραμμα 8), επιβεβαιώνοντας την ύπαρξη αρκετών προβλημάτων στην εξυπηρέτηση των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων, αποκλειστικά και μόνον, από τα ταμειακά τους διαθέσιμα. Η εταιρία Νηρέυς το 2010 για κάθε 1 ευρώ βραχυπρόθεσμης υποχρέωσης διέθετε 0,25 ευρώ μετρητά ή ισοδύναμα αυτών. Τα επόμενα τέσσερα έτη υπήρξε μια επιδείνωση της ταμειακής ρευστότητας, καταγράφοντας τιμές δείκτη κοντά στο μηδέν (0,01-0,02), έχοντας τη δυνατότητα να καλύψει μόλις το 1%-2% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της με τα μετρητά που διέθετε. Τη διετία 2015-2016 και μετά την αναδιοργάνωση των υποχρεώσεων της, ο δείκτης εμφάνισε ανοδική τάση (0,08 το 2015 και 0,11 το 2016) καταγράφοντας στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου την καλύτερη τιμή από τις τέσσερις επιχειρήσεις.

Η Σελόντα τα τέσσερα πρώτα χρόνια μέχρι και το 2013, είχε τη δυνατότητα να καλύψει το 3%-4% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της με τα ταμειακά της διαθέσιμα. Το 2014 υπήρξε μια βελτίωση της ταμειακής της ρευστότητας (0,19) λόγω της αναδιάρθρωσης των δανειακών της υποχρεώσεων που είχε ως αποτέλεσμα την κατά 67,7% μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της (€71 εκ. το 2016 έναντι €220 εκ. το 2014). Τη διετία 2015-2016 παρατηρούνται χαμηλότερες τιμές του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας 0,06 και 0,08 αντίστοιχα. Για το 2015 η μείωση οφείλεται στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 28% και την κατά 56% πτώση των ταμειακών διαθεσίμων. Για το 2016 η μεταβολή οφείλεται στην ταυτόχρονη αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 27% (€116 εκ. από €91 εκ. το 2015) και των ταμειακών διαθεσίμων κατά 56% (€9 εκ. από €5,8 εκ. το 2015) κυρίως λόγω της απορρόφησης της εταιρίας Δίας.

Εξετάζοντας όλη την επταετία 2010-2016 παρατηρείται ότι η εταιρία Ανδρομέδα, μέσω των ρευστών διαθεσίμων της, μπορεί να εξυπηρετήσει μόλις το 0,5%-2% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της κάθε έτος. Μοναδική εξαίρεση το 2014 που ήταν σε θέση να αποπληρώσει το 5% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της μέσω των μετρητών που κατείχε. Αυτό οφείλεται στο ότι το 2014 επήλθε συμφωνία με τις

τράπεζες για αναδιοργάνωση των δανειακών της υποχρεώσεων, με αποτέλεσμα τη μείωση των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της κατά 50% περίπου. Η Ανδρομέδα είναι η εταιρία που καταγράφει τον μικρότερο δείκτη ταμειακής ρευστότητας, κατά μέσον όρο, για όλη την εξεταζόμενη περίοδο με τιμή 0,02.

Τέλος, η εταιρία Γαλαξίδι το 2010 παρουσίαζε αριθμοδείκτη ταμειακής ρευστότητας 0,002 έχοντας ουσιαστικά μηδενικά ρευστά διαθέσιμα. Μετά το 2011 παρουσιάζει μια σταθερότητα με μικρές ανοδικές τάσεις το 2014 (0,07) και το 2016 (0,08). Η σταθερότητα αυτή οφείλεται κυρίως στο ότι οι συνολικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της κινούνται περί των €35 εκατομμυρίων ευρώ για όλη την επταετία, με μικρές αυξομειώσεις των ταμειακών διαθεσίμων της. Με μέσον όρο ταμειακής ρευστότητας για την επταετία 0,04 βρίσκεται στην τρίτη θέση πίσω από τη Νηρέυς (0,07) και τη Σελόντα (0,07).

## **5.2 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Δραστηριότητας**

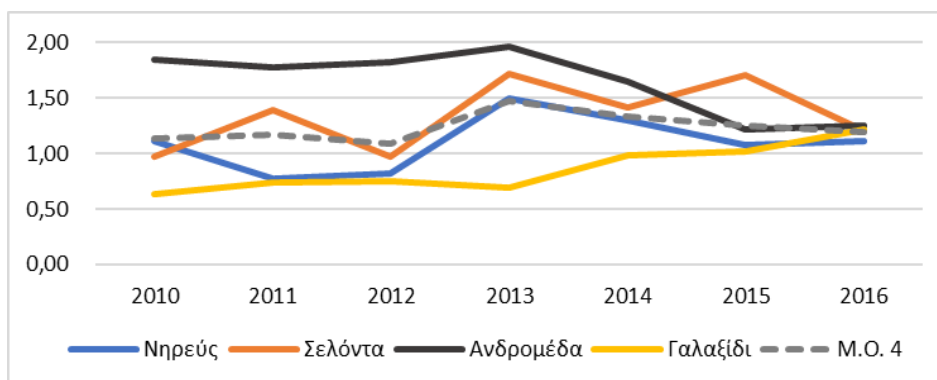
Οι δείκτες δραστηριότητας μετρούν τις επιδόσεις που αφορούν τη διαχείριση των στοιχείων ενεργητικού. Η χρηματοοικονομική ανάλυση της δραστηριότητας των τεσσάρων εταιριών γίνεται βάση των δεικτών: ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (διάγραμμα 9) και μέσης διάρκειας παραμονής αποθεμάτων στην επιχείρηση (διάγραμμα 10), ταχύτητας κυκλοφορίας απαιτήσεων (διάγραμμα 11) και μέσου χρόνου είσπραξης απαιτήσεων (διάγραμμα 12), λειτουργικού κύκλου (διάγραμμα 13), κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών (διάγραμμα 14) και μέσης περιόδου πληρωμής προμηθευτών (διάγραμμα 15).

### **5.2.1 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων**

Οι εταιρίες ιχθυοκαλλιεργειών, λόγω του αντικειμένου των εργασιών τους, είναι αναγκασμένες να δεσμεύουν υψηλά ποσά από τα κεφάλαια που διαθέτουν για τη διατήρηση υψηλών αποθεμάτων. Η παραγωγή των ιχθύων προγραμματίζεται αρκετούς μήνες πριν από τη διάθεση του τελικού προϊόντος. Αυτό συμβαίνει καθώς η παραγωγική διαδικασία, προκειμένου τα ιχθύδια να φτάσουν σε εμπορεύσιμο είδος,

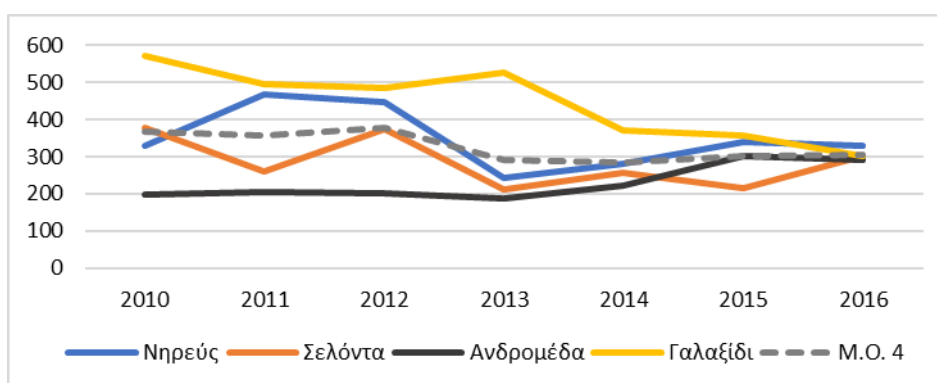


διαρκεί από 17-21 μήνες, ανάλογα τις επικρατούσες κλιματολογικές συνθήκες και το είδος των ιχθύων που καλλιεργούνται.



**Διάγραμμα 9:** Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων 2010-2016 (φορές).  
 Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Η εταιρία Nireus, μέχρι και το 2013, από χρόνο σε χρόνο παρουσίασε αυξομειώσεις στην κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων της (διάγραμμα 9). Το έτος αυτό και λόγω της μεγάλης μείωσης των βιολογικών περιουσιακών στοιχείων, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων σημείωσε άνοδο καταγράφοντας τιμή 1,49 φορές έναντι 0,82 φορές το 2012. Από το 2014 μέχρι και το τελευταίο εξεταζόμενο έτος καταγράφει μία πτωτική πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί ως ένδειξη ότι χρόνο με τον χρόνο η εταιρία χρησιμοποιεί τα αποθέματά της όλο και λιγότερο αποτελεσματικά με συνέπεια να χειροτερεύει ποιοτικά η ρευστότητά της. Με μέση διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση για όλη την εξεταζόμενη περίοδο τις 348 ημέρες (διάγραμμα 10), υπολείπεται από τον μέσο όρο των τεσσάρων (M.O. 4: 327 ημέρες).



**Διάγραμμα 10:** Μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων 2010-2016 (ημέρες).  
 Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Η Σελόντα, με μέσο όρο κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων επταετίας 1,34 φορές, εμφανίζει τιμές λίγο υψηλότερες από τον μέσο όρο των τεσσάρων (Μ.Ο. 4: 1,24 φορές) γεγονός που την κατατάσσει ως τη δεύτερη επιχείρηση που ανανεώνει τα αποθέματά της περισσότερες φορές. Οι έντονες διακυμάνσεις που καταγράφονται από έτος σε έτος οφείλονται κυρίως στις αυξομειώσεις των βιολογικών αποθεμάτων.

Η Ανδρομέδα είναι η επιχείρηση που ανανεώνει τα αποθέματά της περισσότερες φορές εντός της λογιστικής χρήσης σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις, αλλά και σε σχέση με τον μέσο όρο των τεσσάρων. Παρόλο που καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο έχει τιμές υψηλότερες του κλάδου και τα τέσσερα πρώτα χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου παρουσιάζει μια σταθερότητα, τα τελευταία τρία χρόνια παρουσιάζει πτωτική πορεία της ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων της (1,25 φορές το 2016 έναντι 1,84 φορές το 2010) που αντιστοιχεί σε όλο υψηλότερες ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση (291 ημέρες το 2016 έναντι 198 ημερών το 2010). Με δεδομένο όμως ότι η τιμή του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων ξεκίνησε την πτώση της από πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τον κλάδο, δεν μπορεί να θεωρηθεί και τόσο αρνητική εξέλιξη η προσέγγιση της μέσης κλαδικής τιμής.

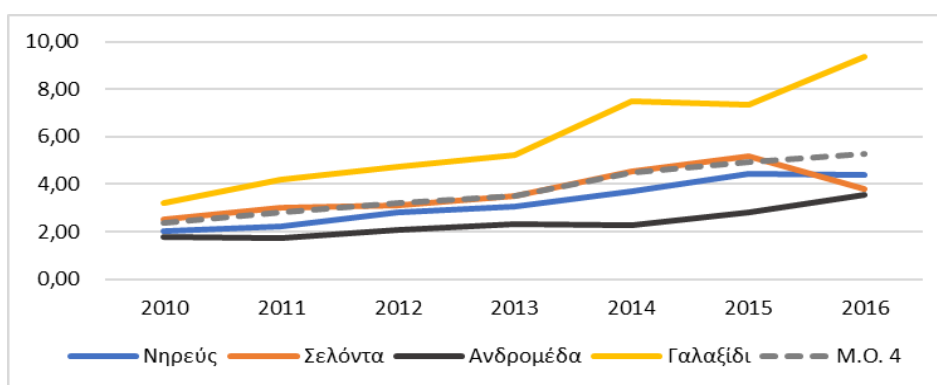
Η εταιρία Γαλαξίδι είναι η επιχείρηση που ανανεώνει λιγότερες φορές σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες, καταγράφοντας τιμές ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων που υπολείπονται του ανταγωνισμού. Η συμπεριφορά αυτή ερμηνεύεται από την ύπαρξη υπεραρκετών αποθεμάτων, ειδικότερα την περίοδο 2010-2013, σε σχέση με την παραγωγική της δραστηριότητα. Το 2010, με πωλήσεις περί τα €23,5 εκατομμύρια, κατείχε αποθέματα αξίας €34 εκατομμύρια. Το 2016, με πωλήσεις περί τα €51,5 εκ., κατείχε περίπου το ίδιο μέγεθος αποθεμάτων (€37 εκ.), με αποτέλεσμα ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (1,21 φορές) να φτάσει τον μέσο όρο των τεσσάρων επιχειρήσεων, επιβεβαιώνοντας την ανοδική πορεία που έχει ξεκινήσει από το 2010. Αυτό αποτελεί δείγμα ποιοτικής βελτίωσης της όποιας ρευστότητας διαθέτει και επιπλέον πιο αποτελεσματικής χρήσης των αποθεμάτων της από έτος σε έτος (301 ημέρες το 2016 έναντι 572 ημερών το 2010).

Αξιοσημείωτο είναι ότι το 2016, υπάρχει σύγκλιση του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων (Νηρέυς 1,11 φορές, Σελόντα 1,21 φορές, Ανδρομέδα 1,25 φορές και Γαλαξίδι 1,21 φορές) σε σχέση με το 2010 που υπήρχαν ακραίες τιμές

(Νηρεύς 1,11 φορές, Σελόντα 0,97 φορές, Ανδρομέδα 1,84 φορές και Γαλαξίδι 0,64 φορές).

## 5.2.2 Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων

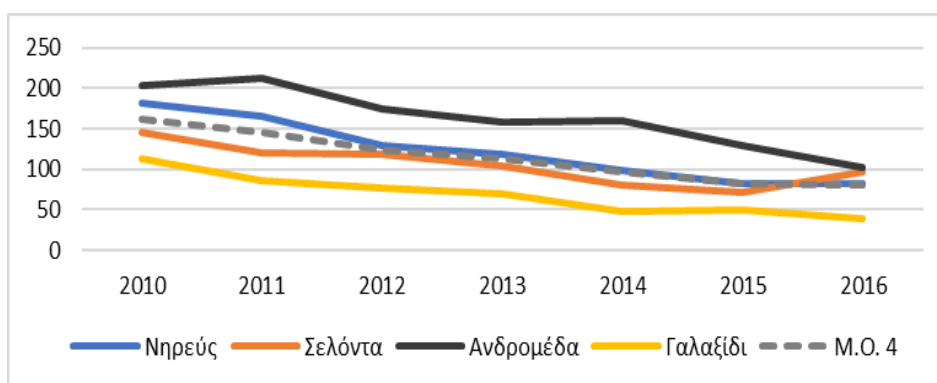
Οι εξεταζόμενες εταιρίες ιχθυοκαλλιέργειας, καθ' όλη τη χρονική περίοδο 2010-2016, εμφανίζουν αυξητική πορεία του αριθμοδείκτη ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων (διάγραμμα 11). Αυτό αποτελεί μια ένδειξη ότι χρόνο με τον χρόνο εισπράττουν γρηγορότερα τις όποιες απαιτήσεις έχουν από τους πελάτες τους μεταβάλλοντας την πιστωτική πολιτική τους.



**Διάγραμμα 11:** Ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων 2010-2016 (φορές).  
Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Η εταιρία Νηρεύς εμφανίζει αυξανόμενη ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων, ένδειξη αλλαγής πιστωτικής πολιτικής σε σχέση με παλαιότερα έτη. Το 2010 εισπράττονταν 2,01 φορές κατά μέσο οι απαιτήσεις που είχε από τους πελάτες της, ενώ στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου η τιμή του αριθμοδείκτη είχε αυξηθεί σε 4,40 φορές. Αυτό αποτελεί ένδειξη προσπάθειας για βελτίωση της ποιότητας της ρευστότητάς της. Όσον αφορά τη σύγκρισή της με τις άλλες εταιρίες του κλάδου, ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρίας ακολουθεί μια παράλληλη πορεία με τον μέσο όρο των τεσσάρων (Μ.Ο. 4), αλλά ευρισκόμενος σε λίγο χαμηλότερα επίπεδα. Με δεδομένο ότι το ποσοστό των απαιτήσεων επί των πωλήσεων βαίνει μειούμενο (25% το 2016 από 50% το 2010), η χαμηλότερη τιμή του δείκτη ταχύτητας είσπραξης από τον Μ.Ο. 4 είναι σήμα ύπαρξης απαιτήσεων βραδείας είσπραξης και επισφαλών απαιτήσεων (αυξήθηκαν από €6,5 εκ. το 2010 σε €13 εκ. το 2016 παρουσιάζοντας

αύξηση 100%, όταν ο κύκλος εργασιών μειώθηκε κατά 5% το ίδιο χρονικό διάστημα). Στο διάγραμμα 12 παρουσιάζεται η πτωτική πορεία της μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων και των τεσσάρων εταιριών. Για την εταιρία Νηρεύς κυμάνθηκε από 182 ημέρες το 2010 σε 84 το 2016.



**Διάγραμμα 12:** Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων 2010-2016 (ημέρες).

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Η εταιρία Σελόντα εμφανίζει και αυτή αυξητική πορεία στην ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων. Το 2015 εισέπραττε 5,16 φορές κατά μέσο όρο τις απαιτήσεις της όταν το 2010 ο αντίστοιχος αριθμοδείκτης ήταν 2,5 φορές. Για το 2016 υπήρξε μια πτώση του δείκτη σε 3,79 παρόλο που αυξήθηκαν οι πωλήσεις της. Αυτό οφείλεται στην αύξηση κατά €23 εκ. των απαιτήσεων από τους πελάτες. Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων από 146 ημέρες το 2010 έπεσε στις 96 ημέρες το 2016 και με μέσο όρο επταετίας 105 ημέρες παρουσίασε τη δεύτερη καλύτερη εικόνα από τις τέσσερις εξεταζόμενες εταιρίες (M.O. 4: 115 ημέρες).

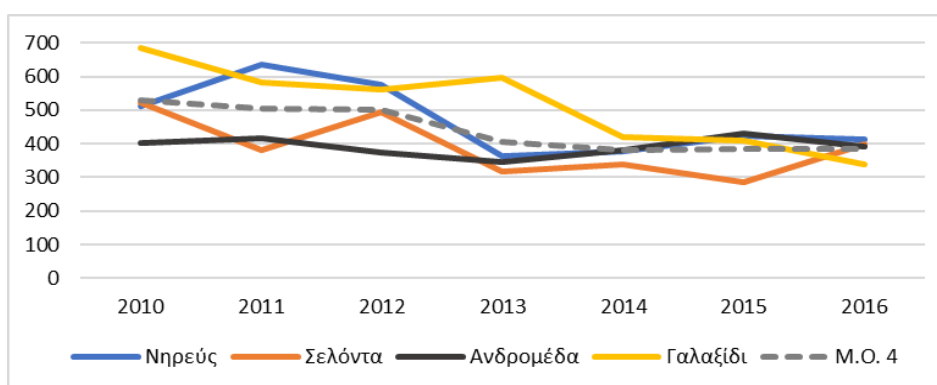
Η Ανδρομέδα το 2016 εισέπραττε τις απαιτήσεις της 3,56 φορές κατά μέσο όρο μέσα στο έτος εμφανίζοντας ανοδική ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων, όταν το 2010 ο αντίστοιχος δείκτης ήταν 1,79 φορές. Ωστόσο εμφανίζει τιμές που βρίσκονται κάτω από τον μέσο όρο (M.O. 4) για όλη την χρονική περίοδο 2010-2016, ένδειξη ύπαρξης υπερβολικών απαιτήσεων σε σχέση με τις πωλήσεις. Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων από 204 ημέρες το 2010 έπεσε στις 102 ημέρες το 2016.

Τέλος, η εταιρία Γαλαξίδι για την εξεταζόμενη περίοδο, αυξάνει τις πωλήσεις της κάθε χρόνο με αποτέλεσμα αυτές να έχουν υπερδιπλασιαστεί από το 2010 μέχρι και το 2016 (€23,5 εκ. και €51,5 εκ. αντίστοιχα), ενώ παράλληλα μειώνει κατά τι και τις απαιτήσεις της χρόνο με τον χρόνο (€5,1 εκ. το 2016 έναντι €7,3 εκ. το 2010). Αποτέλεσμα αυτών είναι να καταγράφει έντονα ανοδική πορεία της ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων. Το

2016 η τιμή του αριθμοδείκτη ήταν 9,36 φορές έναντι 3,22 φορές το 2010. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση εισπράττει γρηγορότερα τις απαιτήσεις της (39 ημέρες κατά μέσο όρο το 2016 από 113 ημέρες το 2010) και συνεπώς βελτιώνεται ποιοτικά η όποια ρευστότητα διαθέτει.

### 5.2.3 Λειτουργικός Κύκλος

Ο αριθμός των ημερών, κατά μέσον όρο, που χρειάζονται για τη μετατροπή των αποθεμάτων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά ονομάζεται λειτουργικός κύκλος.



**Διάγραμμα 13:** Λειτουργικός κύκλος περιόδου 2010-2016 (ημέρες).  
Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Η εταιρία Νηρέυς εμφανίζει τιμές λειτουργικού κύκλου (διάγραμμα 13) μεγαλύτερες από τον μέσο όρο (Μ.Ο. 4), με μόνη εξαίρεση τη διετία 2013-2014, όπου η μετατροπή των αποθεμάτων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά απαιτούσε 363 και 379 ημέρες αντίστοιχα. Η διετία αυτή χαρακτηριζόταν από αρκετά προβλήματα ρευστότητας και με αρνητικά καθαρά κεφάλαια κίνησης (διάγραμμα 6). Η εξήγηση που μπορεί να δοθεί είναι ότι λόγω της έλλειψης κεφαλαίων κίνησης και προκειμένου να αποκτήσει την απαιτούμενη ρευστότητα, η Νηρέυς μείωσε τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων της διακινώντας παράλληλα χαμηλότερα αποθέματα (μικρότερα μεγέθη ιχθύων).

Ο λειτουργικός κύκλος της Σελόντα είναι χαμηλότερος και από αυτόν της Νηρέυς και από τον μέσο όρο των τεσσάρων (Μ.Ο. 4). Η εταιρία μειώνει έτος με έτος την αναλογία

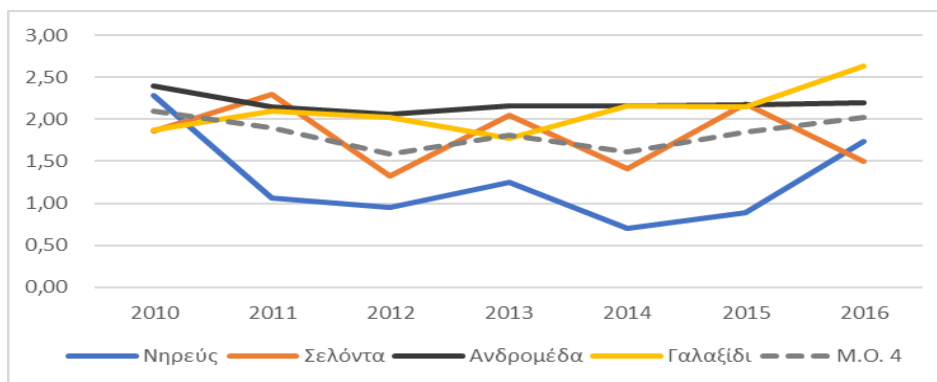
των απαιτήσεων προς τις πωλήσεις της, σε μια προσπάθεια να βελτιώσει την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεών της και τον περιορισμό των ημερών που χρειάζεται για την είσπραξη των απαιτήσεών της. Οι έντονες όμως αυξομειώσεις των αποθεμάτων της που παρατηρούνται κάθε χρόνο δεν συνηγορούν στη μείωση του λειτουργικού της κύκλου.

Η εταιρία Ανδρομέδα χαρακτηρίζεται από μια σταθερότητα όσον αφορά τον λειτουργικό της κύκλο, ο οποίος κινείται σε ένα στενό εύρος τιμών μεταξύ 344 - 429 ημερών. Από τις τέσσερις εταιρίες είναι αυτή που μετατρέπει, μαζί με τη Σελόντα, γρηγορότερα τα αποθέματα της σε απαιτήσεις και τις απαιτήσεις της σε μετρητά.

Τέλος, η εταιρία Γαλαξίδι διαθέτει την υψηλότερη τιμή λειτουργικού κύκλου σε σύγκριση με τον μέσο όρο των τεσσάρων εταιριών και, εκ πρώτης όψεως αξιολογείται αρνητικά. Ωστόσο ο λειτουργικός κύκλος της ακολουθεί μια έντονα πτωτική πορεία, καταγράφοντας τιμή 340 ημερών το 2016 έναντι 685 ημερών το 2010, ένδειξη ότι διαχειρίζεται αποτελεσματικότερα και πιο γρήγορα τα αποθέματά και της απαιτήσεις της με την πάροδο του χρόνου.

#### **5.2.4 Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών**

Η εταιρία Νηρέυς είναι η εταιρία που αποπληρώνει τις λιγότερες φορές, κατά μέσο όρο, τις υποχρεώσεις της στους προμηθευτές της μέσα στη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης (1,27 φορές Μ.Ο. εταιρίας έναντι 1,84 φορές Μ.Ο. 4). Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των προμηθευτών έλαβε τιμές 2,28 φορές το 2010 στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου και 1,74 φορές το 2016. Η πτωτική πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών και η σταθεροποίησή της σε χαμηλότερα επίπεδα, σε συνδυασμό με την πτωτική πορεία των δεικτών ρευστότητας της εταιρίας, αποτελεί ανησυχητική ένδειξη για τους πιστωτές της. Η μεταβολή αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά την περίοδο 2011-2014. Το 2012, 2014 και 2015 αποπλήρωνε τις υποχρεώσεις της λιγότερο από μια φορά στη διάρκεια της λογιστικής χρήσης. Η σύγκριση της είσπραξης των απαιτήσεών της με τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της καταδεικνύει (με εξαίρεση το 2010) ότι εισέπραττε τις απαιτήσεις της (διάγραμμα 12) πολύ νωρίτερα από ότι εξοφλούσε τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της (διάγραμμα 15), ως μια προσπάθεια αυτοχρηματοδότησης.



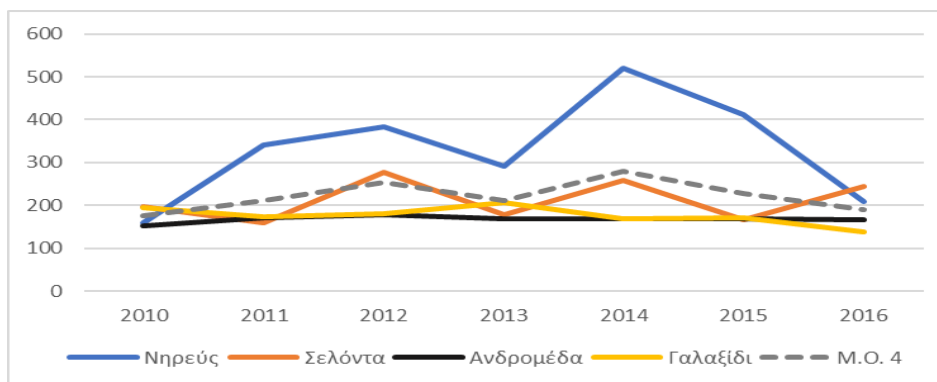
**Διάγραμμα 14:** Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Προμηθευτών (φορές) 2010-2016.

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Η εταιρία Σελόντα έτος με έτος παρουσιάζει έντονες αυξομειώσεις του αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των προμηθευτών. Η εταιρία Σελόντα είναι η δεύτερη εταιρία που αποπληρώνει λιγότερες φορές κατά μέσον όρο, τις υποχρεώσεις της στους προμηθευτές της κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης (1,80 φορές M.O. εταιρίας έναντι 1,84 φορές M.O. 4).

Οι δύο μικρότερες εταιρείες από πλευράς κύκλου εργασιών, Ανδρομέδα και Γαλαξίδι εκπληρώνουν σε λιγότερες ημέρες, κατά μέσον όρο, τις υποχρεώσεις τους απέναντι στους πιστωτές τους, σε σχέση με τις δύο μεγαλύτερες εταιρίες. Για την Ανδρομέδα η μέση περίοδος πληρωμής των προμηθευτών της στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου είχε μια μικρή αυξητική τάση από τις 152 ημέρες το 2010 σε 177 ημέρες το 2012 (διάγραμμα 15). Από το 2013 μέχρι και το 2016 οι ημέρες αυτές έχουν μειωθεί και κινούνται σε ένα πολύ στενό εύρος (166-169 ημέρες), κυρίως λόγω μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας.

Όσον αφορά την εταιρία Γαλαξίδι παρουσιάζει και αυτή μια σχετική σταθερότητα το πρώτο μισό της εξεταζόμενης περιόδου. Το δεύτερο μισό της περιόδου ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών από 1,78 το 2013 αυξάνεται σε 2,64 το 2016, με αποτέλεσμα η περίοδος αποπληρωμής από τις 205 ημέρες το 2013 να μειωθεί σε 138 ημέρες το 2016. Λόγω της αύξησης των πωλήσεων κατά 70% (€29,5 εκ. το 2013 σε €51,5 εκ. το 2016) έχει αυξηθεί και το κόστος των πωλήσεων κατά 88% την αντίστοιχη περίοδο και με δεδομένο ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι σταθεροποιημένες στο επίπεδο των €37,5 εκατομμυρίων τα τελευταία χρόνια, υπάρχει αυτή η άνοδος του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των προμηθευτών.

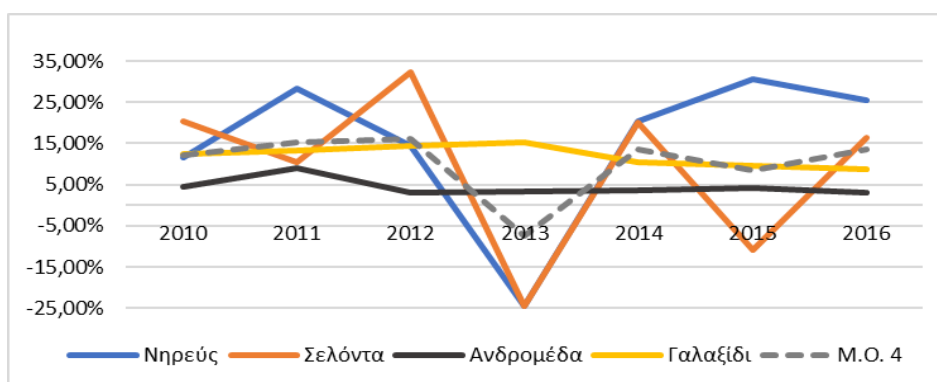


**Διάγραμμα 15:** Μέση Περίοδος Πληρωμής Προμηθευτών (ημέρες) 2010-2016.  
 Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

## 5.3 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Αποδοτικότητας

Η αποδοτικότητα και η κερδοφορία των επιχειρήσεων μετρούν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων εντός μίας χρονικής περιόδου. Η αποδοτικότητα και η κερδοφορία των υπό εξέταση επιχειρήσεων αξιολογείται με τους αριθμοδείκτες μικτού περιθωρίου κέρδους - Gross profit margin (διάγραμμα 16), περιθωρίου κερδών προ φόρων - EBT margin (διάγραμμα 17), αποδοτικότητας ενεργητικού - ROA (διάγραμμα 18), αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων - ROE (διάγραμμα 19).

### 5.3.1 Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin)



**Διάγραμμα 16:** Μικτό Περιθώριο Κέρδους 2010-2016.  
 Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων



Το μικτό περιθώριο κέρδους των εταιριών Νηρέυς και Σελόντα παρουσιάζει έντονες αυξομειώσεις κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (διάγραμμα16). Αυτό καταδεικνύει την αδυναμία προσαρμογής του κόστους πωληθέντων στα μεγέθη του κύκλου εργασιών τους. Όσον αφορά τη Νηρέυς την περίοδο μέχρι και το 2012, το μικτό περιθώριο κέρδους κατέγραφε θετικές τιμές, παρά τις όποιες διακυμάνσεις του. Το 2013 ήταν η μοναδική χρονιά που εμφάνισε αρνητική τιμή (-24,47%) το οποίο οφείλεται, εν μέρει, στη μικρή κάμψη των πωλήσεων (-3,3%), αλλά κυρίως στην κατά 40% αύξηση του κόστους των πωλήσεων. Την τριετία 2014-2016 καταγράφονται θετικές τιμές του μικτού περιθωρίου κέρδους, μεγαλύτερες από τις ανταγωνίστριες εταιρίες, αποτέλεσμα του υψηλότερου ρυθμού μεταβολής των πωλήσεων από τους αντίστοιχους του κόστους πωληθέντων.

Η Σελόντα σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο εμφανίζει αυξητική τάση του κύκλου εργασιών της, αλλά λόγω έντονων μεταβολών του κόστους πωληθέντων και το μικτό περιθώριο κέρδους παρουσιάζει αντίστοιχη εικόνα με έντονες αυξομειώσεις. Την πρώτη τριετία καταγράφονται θετικές τιμές και μάλιστα το 2012 παρουσιάζει την υψηλότερη τιμή (32,34%) του δείγματος. Για το 2013 και παρά την άνοδο του κύκλου εργασιών κατά 5,8%, το περιθώριο μικτού κέρδους εμφανίζει αρνητική τιμή (-24,52%), απόρροια της κατά 90% αύξησης του κόστους πωληθέντων. Το 2014 το μικτό περιθώριο κέρδους εμφανίζει ξανά θετικό πρόσημο (20,03%) λόγω της αύξησης των πωλήσεων (+8%) και της μείωσης του κόστους πωληθέντων (-30%). Το 2015 σημειώνεται, για δεύτερη φορά εντός της επταετίας, αρνητικό περιθώριο μικτού κέρδους (-10,95%) παρά την αύξηση του κύκλου εργασιών (+19%) η οποία ήταν μικρότερη από την αύξηση του κόστους πωληθέντων (+65%). Το 2016 η αύξηση πωλήσεων (+21%) και η ταυτόχρονη μείωση του κόστους πωλήσεων (-9%) είχαν σαν αποτέλεσμα το μικτό περιθώριο κέρδους να σημειώσει τιμή 16,50%. Οι παραπάνω διακυμάνσεις αναδεικνύουν την αδυναμία της εταιρίας να προσαρμόσει το κόστος πωληθέντων στις όποιες μεταβολές του κύκλου εργασιών της.

Η εικόνα που παρουσιάζουν οι εταιρίες Ανδρομέδα και Γαλαξίδι είναι εντελώς διαφορετική από αυτήν που παρουσιάζουν οι δύο μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου. Η εταιρία Ανδρομέδα παρουσιάζει μια σταθερότητα στο μικτό περιθώριο κέρδους της, το οποίο κινείται σε ένα στενό εύρος τιμών (3,15%-4,37%) καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο, με μόνη διαφοροποίηση το 2011 (9,07%), οπότε ήταν και η υψηλότερη τιμή

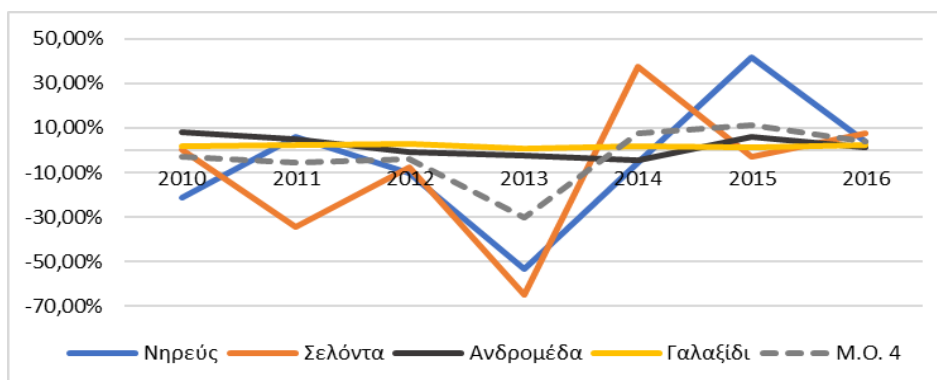
της εταιρείας για όλη την επταετία. Παρουσιάζει τιμές που υπολείπονται του μέσου όρου, εκτός του 2013 που είχε μικτό περιθώριο κέρδους 3,29%, έναντι αρνητικού περιθωρίου του μέσου όρου έτους του κλάδου (Μ.Ο. 4: -7,59%). Η σταθερότητα αυτή, εκ πρώτης όψεως, μπορεί να θεωρηθεί ένα θετικό στοιχείο και δείγμα ότι μπορεί να ευθυγραμμίζει το κόστος πωληθέντων με τον κύκλο εργασιών της. Από την άλλη πλευρά όμως, η ύπαρξη μικρού περιθωρίου μικτού κέρδους αντανακλά υψηλότερα κόστη πωληθέντων σε σχέση με τον ανταγωνισμό και την καθιστά πιο ευάλωτη στην απορρόφηση όποιων έκτακτων εξόδων παρουσιαστούν.

Τέλος, η εταιρία Γαλαξίδι καταφέρνει να ευθυγραμμίσει πιο αποτελεσματικά από τις άλλες εταιρίες το κόστος των πωλήσεών της στα μεγέθη των του κύκλου εργασιών της. Από το 2010-2013 το ποσοστό μικτού κέρδους της βελτιώνεται σταδιακά (από 12,45% σε 15,34%) και συνοδευόμενο από μικρές αλλά αυξανόμενες πωλήσεις, με την παρέλευση του χρόνου, οδηγεί σε όλο και υψηλότερα μικτά κέρδη. Την τελευταία τριετία σημειώνεται μια σταθεροποίηση του μικτού περιθωρίου κέρδους σε χαμηλότερα επίπεδα (8,87%-10,53%), αλλά με βαθμιαία αύξηση των πωλήσεων, που έχει ως αποτέλεσμα τη σταθεροποίηση των μικτών κερδών στο επίπεδο των €4,5 εκατομμυρίων.

### **5.3.2 Περιθώριο Κέρδους προ Φόρων (EBT margin)**

Η εταιρία Νηρέυς την πενταετία 2010-2014 παρουσιάζει αρνητικό EBT margin στις τέσσερις από τις πέντε χρήσεις (διάγραμμα 17), με τιμές κάτω από τον μέσο όρο των εξεταζόμενων εταιριών και με μοναδική εξαίρεση το 2011 που καταγράφει τιμή δείκτη 5,86%, την καλύτερη από όλες τις εταιρίες. Η εικόνα αυτή μπορεί να αποδοθεί στο υψηλό ποσοστό των λειτουργικών εξόδων (διοίκησης, διάθεσης και χρηματοοικονομικών δαπανών) επάνω στις πωλήσεις, φανερώνοντας αδυναμία αποτελεσματικού ελέγχου αυτών των εξόδων. Το 2015 το EBT margin λαμβάνει τιμή 41,71% και η εταιρία εμφανίζει κέρδη προ φόρων περίπου €69 εκατομμύρια, στα οποία όμως τα €57,2 εκατομμύρια είναι κέρδη από αποτίμηση λόγω αναδιάρθρωσης δανειακών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων. Το 2016 με EBT margin 3,72% εμφανίζει καθαρά κέρδη προ φόρων €6,5 εκατομμύρια και σε συνδυασμό με την άνοδο

του κύκλου εργασιών της κατά 5,8%, είναι ένα σήμα αποτελεσματικότερης διαχείρισης όσον αφορά τα λειτουργικά της έξοδα σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.



**Διάγραμμα 17:** Περιθώριο Κέρδους προ Φόρων (EBT margin) 2010-2016.  
Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Η Σελόντα είναι η επιχείρηση με την πιο έντονη μεταβλητότητα όσον αφορά το EBT margin σε σχέση με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες επιχειρήσεις. Το 2011 εμφανίζει αρνητικό EBT margin (-34,32%) και ζημιές €35,4 εκατομμυρίων, το οποίο είναι αποτέλεσμα κυρίως της μειωμένης αξίας αποτίμησης των βιολογικών αποθεμάτων<sup>36</sup>, της αύξησης των χρηματοοικονομικών εξόδων και της απομείωσης των απαιτήσεων λόγω επισφαλειών. Το 2012 εμφανίζει EBT margin πάλι αρνητικό (-7,60%) και με παράλληλη μείωση του κόστους της, καλύτερη διαχείριση των βιολογικών αποθεμάτων της και την αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων της καταγράφει μικρότερες ζημιές (€7,8 εκ.) σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Το 2013 καταγράφεται η μικρότερη τιμή EBT margin (-64,84%) όσον αφορά την Σελόντα αλλά και τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος. Αυτό είναι απόρροια κυρίως της μειωμένης αξίας αποτίμησης των βιολογικών αποθεμάτων όπως και το 2011. Από αυτή τη διαφοροποίηση της αξίας των αποθεμάτων τα αποτελέσματα χρήσης επιδεινώθηκαν περίπου κατά €41 εκατομμύρια. Το 2014 καταγράφει θετικό EBT margin (37,60%), το υψηλότερο από τον ανταγωνισμό, που οφείλεται κυρίως σε κέρδη που προέκυψαν λόγω αναδιάρθρωσης των δανειακών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της και αποτελεσματικότερου ελέγχου των λειτουργικών εξόδων της. Το 2015 το EBT margin παίρνει ξανά αρνητική τιμή (-2,96%) που είναι αποτέλεσμα της αλλαγής μεθόδου αποτίμησης των βιολογικών

<sup>36</sup> Το 2008 ξεκίνησε και εντάθηκε το 2009 μια πολιτική μείωση της παραγωγής που αφορά τα ψάρια που θα πωλούνταν το 2011 (λόγω των 20-24 μηνών περιόδου ανάπτυξης των ψαριών), η προσαρμογή της παραγωγής σε πωλήσεις ψαριών με μικρότερα βάρη, η κακή ανάπτυξη της βιομάζας των ψαριών και τέλος η χαμηλότερη τιμή αποτίμησης τα συνολικά αποθέματα να έχουν μικρότερη αξία.

περιουσιακών ενεργητικού<sup>37</sup> στο τέλος της χρήσης 2015, αλλά και των αυξημένων προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις. Τέλος, το 2016 με EBT margin 7,39% η Σελόντα καταγράφει κέρδη προ φόρων €12,5 εκατομμύρια, αποτέλεσμα της απορρόφησης της εταιρίας Δίας, της αύξησης των πωλήσεων ιχθύων, της μείωσης του κόστους παραγωγής κατά 6%-8% ανά μονάδα πώλησης και της μείωσης του κόστους συσκευασίας ανά συσκευαζόμενη μονάδα κατά 11%.

Η εταιρία Ανδρομέδα, την περίοδο 2010-2014, παρουσιάζει από έτος σε έτος μία μικρή αλλά συνεχιζόμενη διολίσθηση του EBT margin (από 8,04% το 2010 σε -4,60% το 2014) και σε συνδυασμό με το χαμηλό περιθώριο μικτού κέρδους που λειτουργεί φτάνει το 2014 να καταγράφει ζημιές ύψους €3 εκατομμυρίων έναντι κερδών προ φόρων €4,3 εκατομμύρια που είχε στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου. Την τετραετία 2010-2013 παρουσιάζει τιμές EBT margin υψηλότερες από τον μέσο όρο των τεσσάρων εταιριών, σε αντίθεση με την τριετία 2014-2016 που παρουσιάζει τιμές EBT margin χαμηλότερες από τον μέσο όρο των τεσσάρων εταιριών. Το 2015 με EBT margin 5,72% επανέρχεται στην κερδοφορία (EBT €2.9 εκ.) λόγω μείωσης των εξόδων διοίκησης και των χρηματοοικονομικών εξόδων. Το 2016 εμφανίζει το μικρότερο EBT margin (1,22%) από τις τέσσερις εταιρίες.

Τέλος, η εταιρία Γαλαξίδι παρουσιάζει μια αξιοσημείωτη σταθερότητα του EBT margin και τα επτά χρόνια του δείγματος (0,64%-2,86%). Καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο διατηρείται σε χαμηλό επίπεδο, αλλά πάντα με θετικό πρόσημο, και με μέσο όρο επταετίας 1,92%, που είναι υψηλότερος από τον μέσο όρο των τεσσάρων εταιριών. Αυτό δείχνει μια πιο αποτελεσματική διοίκηση έναντι των ανταγωνιστών της, η οποία ελέγχει καλύτερα τις λειτουργικές της δαπάνες και σε συνδυασμό με τον αυξανόμενο κύκλο εργασιών την τελευταία τριετία, η εταιρία καταφέρνει να παρουσιάζει ικανοποιητικά κέρδη.

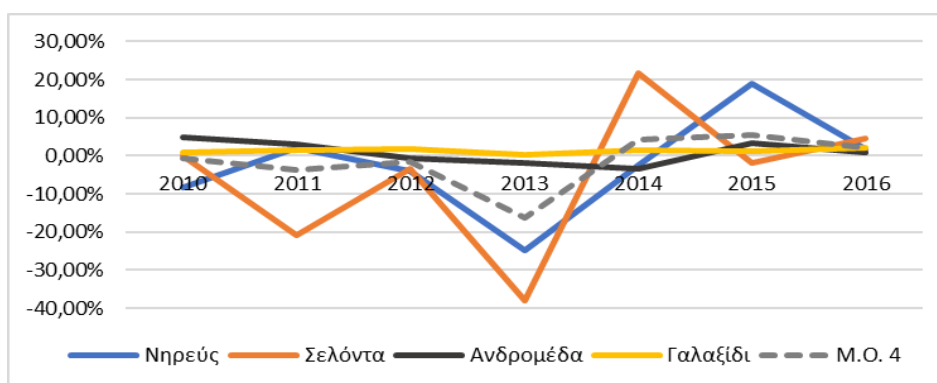
### **5.3.3 Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA - Return on Assets)**

Η αποδοτικότητα ενεργητικού ή συνολικών κεφαλαίων (ROA) συνδέει τα καθαρά κέρδη που προκύπτουν από τις πωλήσεις της εταιρίας με το σύνολο του ενεργητικού

---

<sup>37</sup> Όπως υποσημείωση 35.

της και μετρά τη διοικητική αποτελεσματικότητα της εταιρίας στη χρήση των συνολικών κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) που έχει στη διάθεσή της. Για τη μέτρηση και την ανάλυση της αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA) έχουν χρησιμοποιηθεί τα καθαρά κέρδη προ φόρων (EBT).



**Διάγραμμα 18:** Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA) 2010-2016.

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Το πρώτο μισό της εξεταζόμενης περιόδου (2010-2013), λόγω των ζημιών που παρουσιάζουν κυρίως οι δύο μεγαλύτερες εταιρίες (Νηρεύς και Σελόντα), η μέση τιμή (Μ.Ο. 4) του δείκτη ROA εμφανίζει αρνητικές τιμές (διάγραμμα 18). Η κατάσταση αυτή φαίνεται να αντιστρέφεται την τριετία 2014-2016 λόγω της καλύτερης εικόνας που παρουσιάζουν τα καθαρά κέρδη προ φόρων και των τεσσάρων εταιριών, με αποτέλεσμα η μέση τιμή (Μ.Ο. 4) του δείκτη ROA να λαμβάνει θετικές τιμές (4,34% το 2014, 5,38% το 2015 και 2,25% το 2016).

Το 2010 ο δείκτης ROA της Νηρεύς ήταν ο μοναδικός από τις τέσσερις εταιρίες που είχε αρνητικό πρόσημο (-8,26%). Μετά την πρόσκαιρη ανάκαμψή του το 2011 ακολουθεί μια τριετία με αρνητικές αποδόσεις συνολικών κεφαλαίων, αποτέλεσμα του αρνητικού EBT margin και της χαμηλής κυκλοφοριακής ταχύτητας του συνολικού της ενεργητικού. Τη διετία 2015-2016 εμφανίζει θετική αποδοτικότητα ενεργητικού, έχοντας το 2015 την καλύτερη επίδοση (18,90%) από τις τέσσερις υπό εξέταση εταιρίες. Το 2016 εμφανίζεται πτώση του δείκτη ROA (1,77%) η οποία οφείλεται στην εξασθένιση της αποδοτικότητας των πωλήσεων (EBT margin 3,72%) σε σχέση με το προηγούμενο έτος (41,71%).

Η Σελόντα είναι η εταιρία με τις εντονότερες διακυμάνσεις του δείκτη ROA και καταλαμβάνει την τελευταία θέση από τις τέσσερις εταιρίες, υπολειπομένη του μέσου

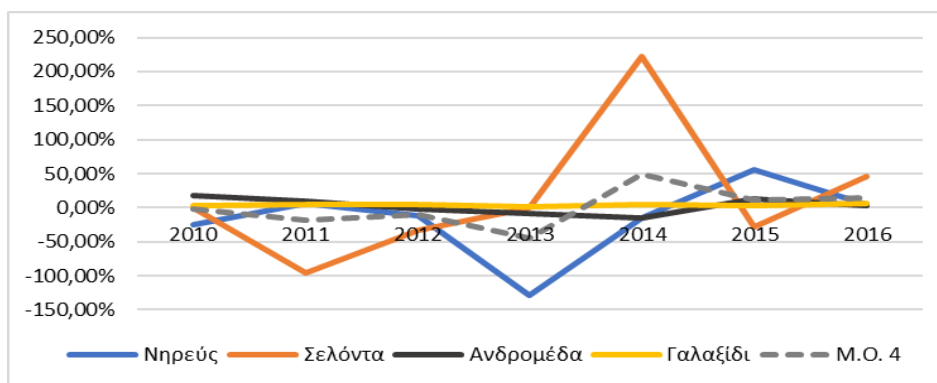
όρου, παρουσιάζοντας μέση ετήσια ROA αρνητική (-5,38%). Την περίοδο 2011-2013, λόγω των ζημιών που παρουσίασε η εταιρία, ο δείκτης ROA ήταν αρνητικός και τα τρία έτη. Το 2014 και μετά από την αναδιοργάνωση των δανείων της εμφάνισε κέρδη προ φόρων €48 εκατομμύρια, με αποτέλεσμα ο δείκτης ROA να λάβει θετική τιμή (21,82%). Το 2015, λόγω της αρνητικής απόδοσης των πωλήσεων, εμφανίζονται ζημιές και αρνητικός δείκτης ROE (-1,91%). Τέλος, το 2016 λόγω του θετικού περιθωρίου κέρδους, παρουσίασε τιμή δείκτη ROA 4,51% που είναι και ο υψηλότερος μεταξύ των τεσσάρων εταιριών.

Ο δείκτης ROA της Ανδρομέδα δε εμφανίζει την μεταβλητότητα που παρουσιάζει ο αντίστοιχος αριθμοδείκτης των Σελόντα και Νηρέυς. Την πενταετία 2010-2014 ο δείκτης ROA έβαινε συνεχώς μειούμενος (-3,35% το 2014 από 4,85% το 2010). Τα δύο πρώτα έτη 2010 και 2011 είχε αποδοτικότητα ενεργητικού υψηλότερη από αυτήν που επεδείκνυαν οι υπόλοιπες εταιρίες, ενώ την τριετία 2012-2014 εμφάνισε και τα τρία έτη αρνητικά αποτελέσματα χρήσης με αποτέλεσμα και ο δείκτης ROA να προσλάβει αρνητικές τιμές. Τη διετία 2015-2016, λόγω των θετικών αποτελεσμάτων χρήσης, ο δείκτης ROA εμφάνισε και πάλι θετικό πρόσημο, προσλαμβάνοντας τιμές 3,49% και 0,75% αντίστοιχα.

Τέλος, όσον αφορά την εταιρία Γαλαξίδι, και τα επτά χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου ο δείκτης ROA εμφανίζει τιμές που κινούνται σ' ένα στενό εύρος τιμών μεταξύ 0,35% και 1,97%, επιδεικνύοντας μια αξιοσημείωτη σταθερότητα. Την τριετία 2010-2012 παρατηρείται μια ανοδική πορεία του δείκτη ROA, αποτέλεσμα της αυξανόμενης αποδοτικότητας των πωλήσεων χρόνο με τον χρόνο (από 1,71% το 2010 σε 2,86% το 2012), αλλά και της αυξανόμενης κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού, από 0,46 φορές το 2010 σε 0,60 φορές το 2012 (πίνακας 9). Το 2013 εμφανίζεται μια κάμψη του ROA και μολονότι παίρνει τιμή 0,35%, η εταιρία Γαλαξίδι παρουσιάζει την υψηλότερη απόδοση ενεργητικού από όλες τις υπόλοιπες εταιρίες οι οποίες παρουσιάζουν αρνητικές τιμές ROA (-24,86% η Νηρέυς, -38,09% η Σελόντα και -1,81% η Ανδρομέδα). Την τελευταία τριετία 2014-2016 η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού συνεχίζει την ανοδική της πορεία (από 0,72 φορές το 2014 σε 0,87 φορές το 2016) καταδεικνύοντας την όλο και πιο εντατική χρήση των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα το 2016 ο δείκτης ROA να καταγράψει την υψηλότερη τιμή (1,97%) που έχει επιδείξει η εταιρία σε βάθος επταετίας.

### 5.3.4 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE - Return on Equity)

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων συσχετίζει τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης με τα ίδια κεφάλαια που έχουν επενδυθεί σε αυτή και δείχνει πόσο αποτελεσματικά έχουν επενδυθεί αυτά.



**Διάγραμμα 19:** Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) 2010-2016.

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Η εταιρία Νηρέυς τα τέσσερα από τα επτά χρόνια του δείγματος εμφανίζει αρνητική απόδοση ιδίων κεφαλαίων λόγω των ζημιών που παρουσιάζουν οι συγκεκριμένες χρήσεις και τα τρία θετική (διάγραμμα 19). Η εικόνα του δείκτη εμφανίζει έντονη μεταβλητότητα, όπως σχεδόν οι περισσότεροι αριθμοδείκτες που αφορούν την εταιρία Νηρέυς. Το 2010 με ROE -25,59% παρουσιάζει την πιο χαμηλή απόδοση έναντι των υπολοίπων εταιριών. Το 2011 εμφανίζει ROE θετικό (6,20%) και την τριετία 2012-2014 καταγράφει έντονες διακυμάνσεις, όλες όμως με αρνητικό πρόσημο. Το 2013 είναι το έτος με τον χαμηλότερο δείκτη ROE (-129.17%) για την εταιρία. Η εξήγηση που μπορεί να δοθεί είναι η πολύ χαμηλή αποδοτικότητα των πωλήσεων (EBT margin), η χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνολικού ενεργητικού αλλά και η μη χρήση επωφελούς μόχλευσης. Το 2014 συνεχίζει να παρουσιάζει αρνητική απόδοση ιδίων κεφαλαίων (-14,61%) αλλά λόγω της λίγο βελτιωμένης εικόνας της αποδοτικότητας των πωλήσεων, δεν λαμβάνει την ακραία τιμή του προηγούμενου έτους. Το 2015 και μετά από τέσσερα χρόνια η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων παίρνει θετική τιμή (55,69%), η οποία είναι προϊόν της αυξημένης αποδοτικότητας των πωλήσεων (περιλαμβάνονται και κέρδη από την αναδιοργάνωση των δανειακών της υποχρεώσεων) και της επωφελούς χρήσης χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Το 2016 ο δείκτης ROE παρουσιάζει τιμή 4,86% και διατηρεί το θετικό του πρόσημο για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά. Στον πίνακα 6 παρουσιάζονται τα τρία συστατικά στοιχεία της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, το καθαρό

περιθώριο κέρδους ή αποδοτικότητα των πωλήσεων (ΑΠ)<sup>38</sup>, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνόλου του ενεργητικού (ΚΤΕ)<sup>39</sup> και η χρηματοοικονομική μόχλευση (ΧΜ).<sup>40</sup>

Νηρέυς	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ROE</b>	-25,59%	6,20%	-12,04%	-129,17%	-14,61%	55,69%	4,86%
ΑΠ	-21,21%	5,86%	-10,28%	-53,24%	-5,62%	41,71%	3,72%
ΚΤΕ	0,39	0,38	0,40	0,47	0,46	0,45	0,48
<b>ROA</b>	-8,26%	2,21%	-4,07%	-24,86%	-2,58%	18,90%	1,77%
ΧΜ	3,10	2,80	2,96	5,20	5,66	2,95	2,74

**Πίνακας 6:** Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) της Νηρέυς (2010-2016)

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Από τον πίνακα 6 είναι εμφανές ότι η εταιρία Νηρέυς παρουσιάζει μια μικρή αυξητική πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας του συνολικού ενεργητικού της (ΚΤΕ) σε μια προσπάθεια για πιο εντατική χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού της (0,48 φορές το 2016 από 0,39 φορές το 2010). Η ΚΤΕ της Νηρέυς παίρνει μικρότερες τιμές διαχρονικά από τις άλλες τρεις ανταγωνίστριες εταιρίες (πίνακες 7,8,9), υποδηλώνοντας ότι η εταιρία δεν χρησιμοποιεί τόσο εντατικά τα στοιχεία του ενεργητικού της όσο οι υπόλοιπες εταιρίες. Επιπλέον, τα έτη 2010, 2012, 2013 και 2014, ο δείκτης ROE κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από τον δείκτη ROA, ένδειξη ότι η επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ήταν αρνητική. Αντιθέτως τα έτη 2011, 2015 και 2016 η επίδραση των ξένων κεφαλαίων ήταν επωφελής για την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Όσον αφορά τη Σελόντα, η εικόνα του δείκτη ROE εμφανίζει πιο έντονη μεταβλητότητα και από αυτή της εταιρίας Νηρέυς. Το 2011 εμφανίζει τη χαμηλότερη τιμή (-96,28%) της περιόδου, αποτέλεσμα της αρνητικής αποδοτικότητας των πωλήσεων. Το 2012 εμφανίζει για δεύτερο έτος αρνητική τιμή ROE (-32,68%) που είναι η πιο χαμηλή τιμή έτους από τις τέσσερις εταιρίες. Για το 2013 λόγω των ζημιών (-€70 εκ.) και των

<sup>38</sup> ΑΠ = Καθαρά κέρδη / Πωλήσεις

<sup>39</sup> ΚΤΕ = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού

<sup>40</sup> ΧΜ = Σύνολο ενεργητικού / Ίδια κεφάλαια



αρνητικών ιδίων κεφαλαίων (-€40,6 εκ.) ο δείκτης ROE δεν δύναται να οριστεί. Το 2014 καταγράφει την υψηλότερη τιμή (222,08%) της περιόδου, αποτέλεσμα της υψηλής αποδοτικότητας των πωλήσεων (συμπεριλαμβανομένων και των κερδών από την αναδιοργάνωση των δανείων της) και της θετικής επίδρασης της χρήσης των ξένων κεφαλαίων. Το 2015 η Σελόντα είναι η μοναδική εταιρία του δείγματος που εμφανίζει αρνητική απόδοση ιδίων κεφαλαίων (-27,52%) μεταξύ των εταιριών του δείγματος. Το 2016 με ROE 46.43% , εμφανίζει την υψηλότερη τιμή έναντι του ανταγωνισμού.

Σελόντα	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ROE</b>	0,30%	-96,28%	-32,68%	Δ0 <sup>1</sup>	222,08%	-27,52%	46,43%
ΑΠ	0,22%	-34,32%	-7,60%	-64,84%	37,60%	-2,96%	7,39%
ΚΤΕ	0,45	0,61	0,43	0,59	0,58	0,65	0,61
<b>ROA</b>	0,10%	-20,87%	-3,25%	-38,09%	21,82%	-1,91%	4,51%
ΧΜ	3,02	4,61	10,06	-4,56	10,18	14,44	10,29

<sup>1</sup> Δεν ορίζεται γιατί το 2013 τα ίδια κεφάλαια είναι αρνητικά και σε συνδιασμό με τα αρνητικά αποτελέσματα χρήσης, ο αριθμοδείκτης δίνει θετικό αποτέλεσμα.

**Πίνακας 7:** Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) της Σελόντα (2010-2016)

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Συγκρίνοντας διαχρονικά τον δείκτη ROE με τον δείκτη ROA (πίνακας 7), διαπιστώνεται ότι μόνο τα έτη 2010, 2014 και 2016 η επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης υπήρξε επωφελής για την εταιρία, όπου η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ήταν μεγαλύτερη από την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων.

Η Ανδρομέδα, όσον αφορά τον δείκτη ROE, δεν εμφανίζει την έντονη μεταβλητότητα και τις ακραίες τιμές που παρουσιάζουν η Νηρέυς και η Σελόντα. Το 2010, το πρώτο έτος της εξεταζόμενης περιόδου επιδεικνύει τιμή δείκτη 17,49% ο οποίος ακολουθεί μία πτωτική πορεία μέχρι και το 2014 (-14,64%). Η ερμηνεία που μπορεί να δοθεί για τη συμπεριφορά του δείκτη ROE βάσει του πίνακα 8, είναι ότι η καθοδική πορεία οφείλεται κυρίως στη διαχρονική μείωση της αποδοτικότητας των πωλήσεων (-4.60% το 2014 από 8,04% το 2010). Το 2015 εμφανίζει θετικό δείκτη ROE (12,93%), απόρροια της καλύτερης αποδοτικότητας των πωλήσεων από τα προηγούμενα έτη. Το 2016 με τιμή 2,57% εμφανίζει τη χαμηλότερη επίδοση από τις τέσσερις εταιρείες.

Ανδρομέδα	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ROE</b>	17,49%	9,84%	-2,21%	-8,03%	-14,64%	12,93%	2,57%
ΑΠ	8,04%	4,67%	-0,92%	-2,52%	-4,60%	5,72%	1,22%
KTE	0,60	0,62	0,66	0,72	0,73	0,61	0,62
<b>ROA</b>	4,85%	2,89%	-0,61%	-1,81%	-3,35%	3,49%	0,75%
ΧΜ	3,61	3,40	3,65	4,43	4,37	3,71	3,41

**Πίνακας 8:** Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) της Ανδρομέδα (2010-2016)

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Η σύγκριση των δεικτών ROE και ROA για όλη την εξεταζόμενη περίοδο καταδεικνύει ότι τη διετία 2010-2011 και τη διετία 2015-2016 υπήρξε επωφελής χρήση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης από πλευράς της εταιρίας, σε αντίθεση με την τριετία 2012-2014 (πίνακας 8).

Τέλος, όσον αφορά την εταιρία Γαλαξίδι, ο δείκτης ROE κινείται σε ένα πολύ στενό θετικό εύρος τιμών (1,21% - 6,72%) καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Αξιοσημείωτο είναι ότι το 2012 είναι η μοναδική εταιρία από τις τέσσερις που διαθέτει θετική απόδοση ιδίων κεφαλαίων (5,34%). Την τριετία 2010-2012 έχει χαμηλή αλλά ανοδική πορεία ο δείκτης ROE, η οποία οφείλεται στις μικρές αυξήσεις της αποδοτικότητας των πωλήσεων χρόνο με τον χρόνο και στην αυξητική πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού (από 0,46 φορές το 2010 σε 0,60 φορές το 2012). Το 2013 λόγω της μείωσης της αποδοτικότητας των πωλήσεων, είναι η χρονιά με τη χαμηλότερη τιμή ROE (1,21%). Το 2014 παρουσιάζει τη δεύτερη καλύτερη απόδοση (5,27%) πίσω από τη Σελόντα, βελτιώνοντας την αποδοτικότητα των πωλήσεων της αλλά και την κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνολικού ενεργητικού (πιο εντατική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού). Την τελευταία διετία διατηρεί τις θετικές τιμές του δείκτη ROE, καταγράφοντας το 2016 την υψηλότερη τιμή (6,72) που έχει εμφανίσει η εταιρία από το 2010 μέχρι και σήμερα.

Γαλαξίδι	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ROE</b>	2,74%	4,69%	5,34%	1,21%	5,27%	3,82%	6,72%
ΑΠ	1,71%	2,50%	2,86%	0,64%	2,02%	1,41%	2,28%
KTE	0,46	0,56	0,60	0,55	0,72	0,75	0,87
<b>ROA</b>	0,79%	1,39%	1,72%	0,35%	1,45%	1,05%	1,97%
ΧΜ	3,49	3,36	3,10	3,45	3,62	3,63	3,41

**Πίνακας 9:** Συστατικά στοιχεία αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) της Γαλαξίδι (2010-2016)

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Παρατηρώντας τον πίνακα 9 γίνεται αντιληπτό ότι και τα επτά έτη του δείγματος ο δείκτης ROE κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα από τον δείκτη ROA. Αυτό αποτελεί ένδειξη θετικής επίδρασης της χρησιμοποίησης των ξένων κεφαλαίων στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας. Επιπλέον, με εξαίρεση το 2013, παρατηρείται ανοδική πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας του συνολικού ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις, γεγονός που επιφέρει αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων.

## 5.4 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας

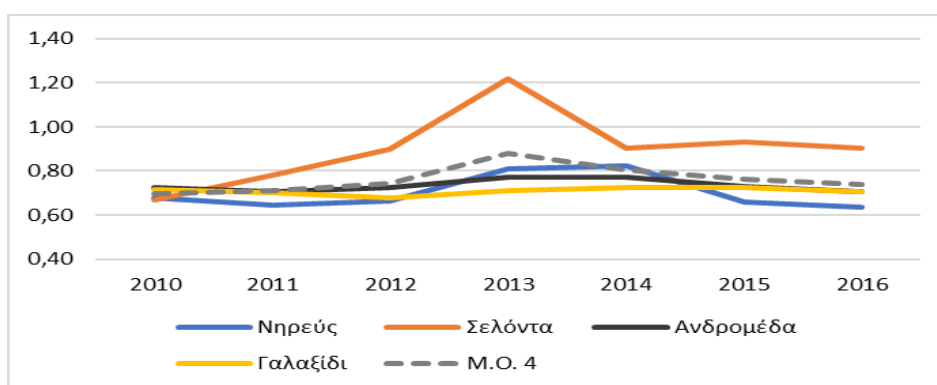
Η ανάλυση της διάρθρωσης (δομής) κεφαλαίων εξετάζει τη δυνατότητα εξυπηρέτησης των μακροχρόνιων υποχρεώσεων, δηλαδή τη δυνατότητα μακροχρόνιας επιβίωσης της εκάστοτε επιχείρησης. Η διάρθρωση των κεφαλαίων και η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων αξιολογείται με τον αριθμοδείκτη ξένων προς συνολικά κεφάλαια ή πίεσης ξένου κεφαλαίου ή δανειακών κεφαλαίων (διάγραμμα 20).

### 5.4.1 Πίεση Ξένου Κεφαλαίου (Ξένα προς Συνολικά Κεφάλαια)

Ο αριθμοδείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια (πίεσης ξένου κεφαλαίου ή δανειακών κεφαλαίων) δείχνει την αναλογία που έχουν τα ξένα κεφάλαια ως προς τα συνολικά κεφάλαια της εταιρίας. Όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των ξένων κεφαλαίων τόσο

μικρότερη προστασία παρέχεται στους πιστωτές και τόσο μεγαλύτερη πίεση υπάρχει στην επιχείρηση για την πληρωμή των τόκων και των άλλων υποχρεώσεών της.

Την περίοδο 2010-2013 υπάρχει μια ανοδική πορεία του αριθμοδείκτη ξένων προς συνολικά κεφάλαια (από Μ.Ο. 4: 0,70 το 2010 σε Μ.Ο. 4: 0,88 το 2013), ένδειξη αύξησης του δανεισμού των επιχειρήσεων και επιδείνωσης της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασής τους, αντανακλώντας μια πιο επισφαλή θέση για τις επιχειρήσεις και για τους πιστωτές της. Από το 2014 που ξεκίνησε η αναδιοργάνωση των δανειακών τους υποχρεώσεων υπάρχει μία μικρή αλλά σταδιακή πτωτική πορεία του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη (από Μ.Ο. 4: 0,81 το 2014 σε Μ.Ο. 4: 0,74 το 2016), ένδειξη σταδιακής βελτίωσης της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.



**Διάγραμμα 20:** Ξένα προς συνολικά κεφάλαια 2010-2016.  
Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων

Για την εταιρία Νηρεύς την περίοδο 2010-2012, ο αριθμοδείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια κυμαινόταν περί του 0,64-0,68 ήταν δηλαδή χαμηλότερος από τον μέσο όρο του κλάδου (Μ.Ο. 4) που κυμαινόταν από 0,70-0,74 (διάγραμμα 20). Το 2013 ο δείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια σημείωσε αξιόλογη άνοδο (0,81 από 0,66 το 2012), αποτέλεσμα της σημαντικής μείωσης του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων (€68,5 εκ. από €146,8 εκ. το 2012) λόγω ζημιών που κατέγραψαν τα αποτελέσματα χρήσης. Το 2014 και μετά τη νέα μείωση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων κατά €8,5 εκατομμύρια, ο αριθμοδείκτης ξένων προς ξένα κεφάλαια έλαβε την ανώτερη τιμή (0,82) που εμφάνισε η εταιρία Νηρεύς για την επταετία 2010-2016. Το 2015, μετά την αναδιάρθρωση των δανειακών της υποχρεώσεων, την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκε και την απορρόφηση της SEAFARM IONIAN AE, τα συνολικά ίδια κεφάλαια της Νηρεύς διαμορφώθηκαν στα €124 εκατομμύρια, βελτιώνοντας τον δείκτη ξένων προς συνολικά κεφάλαια (0,66) και συγχρόνως την ικανότητα της Νηρεύς

να ανταποκρίνεται καλύτερα στις υποχρεώσεις της. Η αναλογία ξένων προς συνολικά κεφάλαια βελτιώθηκε περαιτέρω το 2016 παρουσιάζοντας τη χαμηλότερη τιμή αριθμοδείκτη (0,63) που έχει επιδείξει η Νηρέυς σε βάθος επταετίας, αλλά και τη χαμηλότερη σε σχέση με τις άλλες εταιρίες για το έτος αυτό.

Όσον αφορά την εταιρία Σελόντα, η τετραετία 2010-2013 χαρακτηρίζεται από μία αυξητική πορεία του δείκτη ξένων προς συνολικά κεφάλαια καταδεικνύοντας την επιδείνωση της μακροχρόνιας ρευστότητας της επιχείρησης και την όλο και αυξανόμενη εξάρτησή της από δανειακά κεφάλαια. Το 2010, με τιμή αριθμοδείκτη 0,67, είχε τη χαμηλότερη αναλογία μεταξύ των τεσσάρων εταιριών, αλλά από το 2011 μέχρι και το 2016 εμφανίζει κάθε χρόνο την υψηλότερη τιμή σε σχέση με τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Τα μεγαλύτερα προβλήματα εμφανίζονται το 2013 οπότε τα ίδια κεφάλαια της Σελόντα καθίστανται αρνητικά. Ο αριθμοδείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια καταγράφει τιμή 1,22, που αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι κάποιες από τις υποχρεώσεις της δεν θα μπορέσουν να αποπληρωθούν. Το 2014, μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση των τραπεζικών δανειακών υποχρεώσεών της, τα θετικά αποτελέσματα της εταιρίας στη χρήση του 2014 αλλά και την αλλαγή της μεθόδου αποτίμησης των ενσώματων ακινητοποιήσεων στην εύλογη αξία τους, τα συνολικά ίδια κεφάλαια καθίστανται θετικά (€19,9 εκ.) με αποτέλεσμα να βελτιωθεί λίγο η αναλογία ξένων προς συνολικά κεφάλαια (0,90) και να παραμένει σε αυτό το υψηλό επίπεδο μέχρι και το 2016.

Η εταιρία Ανδρομέδα την περίοδο 2010-2012 διατηρούσε σχεδόν σταθερό τον δείκτη ξένων προς συνολικά κεφάλαια (0,71-0,73), εμφανίζοντας τιμές πολύ κοντά στο Μ.Ο. 4 (0,70-0,74). Το 2013, μετά την αύξηση των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 35%, υπήρξε αύξηση του δείκτη ξένων προς συνολικά κεφάλαια σε 0,77, ο οποίος παρέμεινε στα ίδια επίπεδα και το 2014. Παρά την αύξηση των δανειακών κεφαλαίων της, τη διετία 2013-2014 ο συγκεκριμένος δείκτης βρισκόταν σε χαμηλότερα επίπεδα από τον αντίστοιχο της Νηρέυς και της Σελόντα. Το 2015 και μετά την αναδιοργάνωση των δανειακών της υποχρεώσεων που συμφωνήθηκε με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, σημειώνεται σταδιακά πτωτική πορεία του δείκτη ξένων προς συνολικά κεφάλαια της εταιρίας Ανδρομέδα. Για τη διετία 2015-2016, ο δείκτης εμφάνισε τιμή 0,73 και 0,71 αντίστοιχα, χαμηλότερη από εκείνη του κλάδου (0,76 το 2015 και 0,74 το 2016).

Τέλος, η εταιρία Γαλαξίδι, εκτός του 2010, παρουσιάζει για όλη την εξεταζόμενη περίοδο δείκτη ξένων κεφαλαίων προς συνολικά κεφάλαια χαμηλότερο από τον Μ.Ο. 4. Οι τιμές του δείκτη κινούνται σ' ένα πολύ στενό εύρος τιμών (0,68-0,72) παρουσιάζοντας μια αξιοσημείωτη σταθερότητα.

Στο τέλος του 2016 και οι τέσσερις εταιρίες παρουσίαζαν ξένα κεφάλαια περισσότερα από το 60% των συνολικών τους κεφαλαίων. Για την εταιρία Νηρέυς το 63% επί των συνολικών κεφαλαίων ήταν ξένα, για τη Σελόντα το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 90% για την Ανδρομέδα 71% και για την εταιρία Γαλαξίδι 71%.

# Κεφάλαιο 6

## Συμπεράσματα - Επίλογος

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής διατριβής ήταν να μετρήσει τις επιδόσεις και να παρουσιάσει τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τις αδυναμίες των τεσσάρων μεγαλύτερων ελληνικών εταιριών ιχθυοκαλλιέργειας. Μέσω συγκριτικής ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών, εξετάστηκε η βραχυχρόνια και μακροχρόνια ρευστότητα, η αποδοτικότητα και φερεγγυότητα των εξεταζόμενων εταιριών για τη χρονική περίοδο 2010-2016.

Συνολικά στον κλάδο της ιχθυοκαλλιέργειας στην Ελλάδα, για τη συγκεκριμένη περίοδο και κάτω από το βάρος του υπερβολικού δανεισμού ορισμένων εταιριών, επικράτησε μία τάση συγκέντρωσης μέσω απορροφήσεων και εξαγορών, σε μια προσπάθεια να δημιουργηθούν πιο βιώσιμα εταιρικά σχήματα. Στην προσπάθεια αυτή σημαντικό ρόλο διαδραμάτισαν τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία λόγω των αναδιρθρώσεων των δανειακών υποχρεώσεων των εταιριών ιχθυοκαλλιέργειας, έγιναν οι κυριότεροι μέτοχοι αυτών.

Ανακεφαλαιώνοντας και συνδυάζοντας τις μετρήσεις των επιδόσεων και των τεσσάρων υπό εξέταση εταιριών, παρατηρήθηκαν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και αδυναμία εξυπηρέτησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους. Σημαντικότερα προβλήματα παρατηρήθηκαν κυρίως στις εταιρίες Σελόντα και Νηρέυς, οι οποίες κατά την περίοδο 2011-2013 και 2013-2014 αντίστοιχα, εμφάνισαν αρνητικά καθαρά κεφάλαια κίνησης. Λιγότερα προβλήματα εμφάνισαν οι εταιρίες Ανδρομέδα και Γαλαξίδι. Μετά την αναδιάρθρωση των δανειακών υποχρεώσεων των Νηρέυς, Σελόντα και Ανδρομέδα, είναι εμφανής η βελτίωση των αριθμοδεικτών ρευστότητας που παρουσιάζουν.

Μέσω της ανάλυσης της δραστηριότητας των εταιριών καταδεικνύεται, η αλλαγή πιστωτικής πολιτικής από πλευράς και των τεσσάρων εταιριών σε σχέση με τους πελάτες τους, σε μια προσπάθεια μείωσης της μέσης διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεών τους. Όσον αφορά την αποπληρωμή των προμηθευτών, και οι τέσσερις

εταιρίες αποπλήρωναν τις υποχρεώσεις τους σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από αυτό που εισέπρατταν τις απαιτήσεις τους. Επιπλέον, κάποιες από τις εταιρίες στην προσπάθεια αναζήτησης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας, κατέφευγαν στην λύση πώλησης ιχθύων μικρότερου βάρους με αρνητικό αντίκτυπο στα αποτελέσματα χρήσης. Η ανάλυση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας κατέδειξε έντονες μεταβολές στο μικτό περιθώριο κέρδους των Σελόντα και Νηρέυς καταδεικνύοντας αδυναμία προσαρμογής του κόστους πωλήσεων στις μεταβολές του κύκλου εργασιών τους. Σε αντιδιαστολή, οι εταιρίες Γαλαξίδι και Ανδρομέδα παρουσιάζουν πιο σταθερή εικόνα χωρίς έντονες διακυμάνσεις του μικτού περιθωρίου κέρδους, δείγμα ευθυγράμμισης του κόστους πωληθέντων στις όποιες μεταβολές του κύκλου εργασιών τους. Τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο και των τεσσάρων εταιριών παρουσιάζουν την ίδια εικόνα με την αντίστοιχη του μικτού περιθωρίου κέρδους.

Την τετραετία 2010-2013 η συνολική αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων του κλάδου παρουσίασε αρνητικές αποδόσεις, αλλά μετά τις αναδιαρθρώσεις των δανειακών τους υποχρεώσεων από το 2014 άρχισαν να παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρίες Νηρέυς και Σελόντα παρουσίαζαν έντονη μεταβλητότητα του δείκτη ROE σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, σε αντίθεση με την σταθερότητα που παρουσίαζαν η Γαλαξίδι και η Ανδρομέδα. Άξιο λόγου είναι ότι μόνο η εταιρία Γαλαξίδι παρουσίασε και τα επτά χρόνια θετική απόδοση ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας επ' ωφελεία της τη χρηματοοικονομική μόχλευση, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες εταιρίες που την περίοδο 2011-2014 η επίδραση της χρήσης των ξένων κεφαλαίων στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ήταν αρνητική.

Τέλος, η ανάλυση της δομής των κεφαλαίων ανέδειξε ότι την περίοδο 2010-2013 το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων ως προς τα συνολικά κεφάλαια είχε αυξητική πορεία, δείγμα μείωσης της ικανότητας των επιχειρήσεων να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους αλλά και ένδειξη περιορισμού της ασφάλειας που απολάμβαναν οι πιστωτές. Από το 2014-2015, έπειτα από την αναδιάρθρωση των δανειακών υποχρεώσεων των εταιριών, παρουσιάζεται μια πτωτική πορεία των δανειακών κεφαλαίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού, ένδειξη βελτίωσης της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων. Η βελτίωση αυτή εμφανίζεται περισσότερο στην κεφαλαιακή δομή της Νηρέυς και πολύ λιγότερο σε αυτήν της Σελόντα που ακόμα και στο τέλος του 2016 επιδεικνύει υψηλή αναλογία ξένων προς συνολικά κεφάλαια. Οι εταιρίες Ανδρομέδα και Γαλαξίδι, καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο, δεν εμφανίζουν σημαντικές μεταβολές στην κεφαλαιακή τους δομή.



Η παρούσα χρηματοοικονομική ανάλυση θα μπορούσε να αποτελέσει σημείο εκκίνησης για βαθύτερη εξέταση σε μελλοντική εργασία, τόσο των τεσσάρων εταιριών ιχθυοκαλλιέργειας όσο και συνολικότερα ολόκληρου του κλάδου ιχθυοκαλλιέργειας στην Ελλάδα.

# Βιβλιογραφία

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23: 589–609.

Annand, D. (2016). *Introduction to Financial Accounting: Based on International Financial Reporting Standards*, 2nd Ed. Athabasca: Valley Educational Services Ltd.

Arnold, G., & Kyle, S. (2017). *Intermediate Financial Accounting Volume 2*. CreateSpace Independent Publishing Platform

Arnold, G. (2005). *The Handbook of Corporate Finance: A Business Companion to Financial Markets, Decisions and Techniques*. Harlow: Pearson Education.

Atrill, P., & McLaney, E. (2006). *Accounting and Finance for Non-Specialists*, 5th Ed. Essex: Pearson Education Limited

Barnes, P. (1987). The analysis and use of financial ratios: a review article. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(4), 449-461.

Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.

Belkaoui, A. (1978). Financial ratios as predictors of Canadian takeovers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 5(1), 93-107.

Bernard, V. L., Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2003). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases*. 3rd Ed. Mason: Thomson South-Western College Pub.

Bokšová, J., Horáková, J. & Randáková, M. (2015). Financial Statements of Companies in the Czech Republic. *Procedia Economics and Finance*, vol. 34, 430-436

Brigham, E.F., & Ehrhardt, M.C. (2010) *Financial Management: Theory and Practice*, 13th Ed. Mason: South-Western Cengage Learning

David, F. R. (2010). *Strategic management: Concepts and cases*, 13th Ed. New Jersey: Pearson/Prentice Hall.

Dev, S. (1974). *Ratio Analysis and the Prediction of Company Failure in Ebits, Credits, Finance and Profits*, ed. HC Edy and BS Yamey. London: Sweet and Maxwell

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of business finance & accounting*, 30(3-4), 573-588.

Domínguez, D., García, M. & Barraza, L. (2014) Financial Analysis Management of Companies in a Region of Mexico: The Need of a Financial Ratios Annual Directory. *Review of Economics & Finance*, vol. 4, 64-78

Eastman, K. (1996). EBITDA: an overrated tool for cash flow analysis. *Commercial Lending Review*, 12, 64.

European Commission (2016). *Scientific, Technical and Economic Committee for Fisheries (STECF). Economic Report of the EU Aquaculture Sector (STECF-16-19)*. Publications Office of the European Union, Luxembourg.

European Commission (2014). *Scientific, Technical and Economic Committee for Fisheries (STECF). The economic performance of the EU aquaculture sector (STECF 14-18)*. Publications Office of the European Union, Luxembourg.

Eurostat (2017). *Agriculture, forestry and fishery statistics - 2016 edition - Product - Eurostat*. [ONLINE] Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-statistical-books/-/KS-FK-16-001>. [Accessed 10 November 2017].

Eurostat (2017). *Eurostat - Tables, Graphs and Maps Interface (TGM) table*. [ONLINE] <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tag00075>. [Accessed 8 November 2017].

Fields, E. (2011). *The Essentials of Finance and Accounting for Nonfinancial Managers*. New York: AMACOM Div American Mgmt Assn.

Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). 2016. *The State of World Fisheries and Aquaculture (SOFIA) 2016. Contributing to food security and nutrition for all*. Rome. 200 pp.

Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). 2014. *The State of World Fisheries and Aquaculture (SOFIA) 2014. Contributing to food security and nutrition for all*. Rome. 223 pp.

Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). 2012. *The State of World Fisheries and Aquaculture (SOFIA) 2012*. Rome. 209 pp.

Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). 2010. *The State of World Fisheries and Aquaculture (SOFIA) 2010*. Rome. 199 pp.

Foulke, R. (1968). *Practical Financial Statement Analysis*, 6th Ed., New York: McGraw-Hill

Gibson, C. H. (2010). *Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information*. 12<sup>th</sup> Edition. Mason: South-Western Cengage Learning

Halkos, G. E., & Salamouris, D. S. (2004). Efficiency measurement of the Greek commercial banks with the use of financial ratios: a data envelopment analysis approach. *Management accounting research*, 15(2), 201-224.

Higgins, R. C. (2011). *Analysis for Financial Management*, 10th Ed., New York: McGraw-Hill Education.

Horrigan, J. O. (1968). A short history of financial ratio analysis. *The Accounting Review*, 43(2), 284-294.

ICAP. 2017. *Ιχθυοκαλλιέργειες*. Αθήνα: ICAP Group.

Kobayashi, M. M., Msangi, S., Batka, M., Vannuccini, S., Dey, M. M., & Anderson, J. L. (2015). Fish to 2030: The Role and Opportunity for Aquaculture. *Aquaculture Economics & Management*, 19 (3), 282–300.

Myers, S. C. (1984), The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39: 574–592.

OECD (2017), Fisheries: Employment in fisheries, OECD Agriculture Statistics (database). Available at: <http://dx.doi.org/10.1787/data-00219-en> (Accessed on 15 November 2017)

OECD (2017), Fisheries: Trade by product, OECD Agriculture Statistics (database). Available at: <http://dx.doi.org/10.1787/data-00677-en> (Accessed on 15 November 2017)

OECD (2016), *OECD Review of Fisheries: Country Statistics 2015*, OECD Publishing, Paris. Available at: [http://dx.doi.org/10.1787/rev\\_fish\\_stat\\_en-2015-en](http://dx.doi.org/10.1787/rev_fish_stat_en-2015-en) (Accessed on 15 November 2017)

Ponikvar, N., Tajnikar, M., & Pusnik, K. (2009). Performance Ratios for Managerial Decision-Making in a Growing Firm. *Journal of Business Economics and Management*, 10(2): 109-120.

Rege, U. P. (1984). Accounting Ratios to Locate Take-Over Targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 11(3), 301-311.

Stumpp, P. M., Marshella, T., Rowan, M., McCreary, R., & Coppola, M. (2000). Putting EBITDA in perspective: ten critical failings of EBITDA as the principal determinant of cash flow. *Moody's Investors Service*

Van Horne, J. C. & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. 13th Ed. Harlow: Pearson Education.

Walsh, C. (2003). *Key management ratios: master the management metrics that drive and control your business*. Harlow: Financial Times/Prentice Hall.

Weetman, P. (2006). *Financial accounting: an introduction*. 4th Ed. Harlow: Pearson Education.

Weygandt, J., Kimmel, P., & Kieso, D. (2011). *Accounting Principles*. 10th Ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Αποστόλου, Α. (2015). *Ανάλυση Λογιστικών-Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών.

Γεωργόπουλος, Α. (2014). *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.

Γκίκας, Δ., Παπαδάκη, Α., & Σιουγλέ, Γ. (2010). *Ανάλυση & Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου.

Ελληνική Στατιστική Αρχή. (2016). Έρευνα Υδατοκαλλιεργειών 2015. [ONLINE] Διαθέσιμο: <http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SPA06/>. [Πρόσβαση 24 Οκτωβρίου 2017].

Ελληνική Στατιστική Αρχή. (2015). Έρευνα Υδατοκαλλιεργειών 2014. [ONLINE] Διαθέσιμο: <http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SPA06/2014> [Πρόσβαση 24 Οκτωβρίου 2017].

Ελληνική Στατιστική Αρχή. (2014). Έρευνα Υδατοκαλλιεργειών 2012, 2013. [ONLINE] Διαθέσιμο: <http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SPA06/2014> [Πρόσβαση 24 Οκτωβρίου 2017].

Ελληνική Στατιστική Αρχή. (2014). Έρευνα Υδατοκαλλιεργειών Έτους 2011. [ONLINE] Διαθέσιμο: <http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SPA06/2011> [Πρόσβαση 24 Οκτωβρίου 2017].

Ευρωπαϊκή Ένωση. 2017. *EUROPA - Χώρες / Ευρωπαϊκή Ένωση*. [ONLINE] Διαθέσιμο: [https://europa.eu/european-union/about-eu/countries\\_el](https://europa.eu/european-union/about-eu/countries_el). [Πρόσβαση 13 Νοεμβρίου 2017].

Καραμάνης, Κ. (2008). *Σύγχρονη Ελεγκτική: Θεωρία και Πρακτική σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα*. Αθήνα: Εκδόσεις ΟΠΑ.

Νιάρχος, Ν. (2004). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.

Σαπουντζόγλου, Γ. & Πεντότης, Χ. (2009). *Τραπεζική Οικονομική*. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου.

Παππάς, Α. (2011). *Χρηματοοικονομική Λογιστική: Θεωρητικά & Πρακτικά Θέματα*. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου.

Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων. 2014. *Πολυετές Εθνικό Στρατηγικό Σχέδιο για την ανάπτυξη των υδατοκαλλιεργειών στην Ελλάδα, 2014-2020*. Γενική Διεύθυνση Αλιείας. Αθήνα. 53 pp.

# Παράρτημα Α

## Πίνακες Αριθμοδεικτών

### Α.1 Δείκτες Ρευστότητας

Δείκτης Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Working capital)(σε εκατ. Ευρώ)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηреύς	128,421	33,436	52,948	-83,696	-89,958	79,007	105,468	32,232
Σελόντα	38,027	-5,547	-67,540	-118,201	33,495	60,168	71,548	1,707
Ανδρομέδα	26,906	23,417	11,874	3,050	27,468	30,085	26,297	21,300
Γαλαξίδι	8,902	9,702	10,625	9,969	12,234	10,987	9,571	10,284
Μ.Ο. 4	50,564	15,252	1,977	-47,219	-4,190	45,062	53,221	16,381

Δείκτης Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας (Current ratio)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηреύς	1,89	1,15	1,27	0,65	0,61	1,85	2,61	1,43
Σελόντα	1,46	0,94	0,66	0,46	1,47	1,66	1,61	1,18
Ανδρομέδα	1,55	1,44	1,21	1,04	1,72	2,11	1,86	1,56
Γαλαξίδι	1,27	1,29	1,35	1,29	1,33	1,29	1,25	1,29
Μ.Ο. 4	1,54	1,20	1,12	0,86	1,28	1,73	1,83	1,37

Δείκτης Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας (Quick ratio - Acid test)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηреύς	0,92	0,35	0,35	0,25	0,20	0,57	0,83	0,50
Σελόντα	0,47	0,39	0,21	0,16	0,52	0,40	0,58	0,39
Ανδρομέδα	0,996	0,86	0,56	0,53	0,66	0,56	0,53	0,67
Γαλαξίδι	0,24	0,27	0,25	0,18	0,28	0,24	0,27	0,25
Μ.Ο. 4	0,66	0,47	0,34	0,28	0,42	0,44	0,55	0,45



Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash ratio)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρεύς	0,25	0,02	0,01	0,01	0,02	0,08	0,11	0,07
Σελόντα	0,03	0,04	0,03	0,04	0,19	0,06	0,08	0,07
Ανδρομέδα	0,01	0,005	0,02	0,02	0,05	0,02	0,02	0,02
Γαλαξίδι	0,002	0,03	0,02	0,01	0,07	0,04	0,08	0,04
Μ.Ο. 4	0,07	0,03	0,02	0,02	0,08	0,05	0,07	0,05

## Α.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (φορές)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρεύς	1,11	0,78	0,82	1,49	1,30	1,07	1,11	1,10
Σελόντα	0,97	1,39	0,97	1,72	1,42	1,71	1,21	1,34
Ανδρομέδα	1,84	1,77	1,82	1,96	1,65	1,21	1,25	1,64
Γαλαξίδι	0,64	0,74	0,75	0,69	0,98	1,02	1,21	0,86
Μ.Ο. 4	1,14	1,17	1,09	1,47	1,34	1,25	1,20	1,24

Δείκτης Μέσης Διάρκειας Παραμονής Αποθεμάτων (ημέρες)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρεύς	330	469	446	244	280	341	329	348
Σελόντα	377	262	375	212	258	214	303	286
Ανδρομέδα	198	206	201	186	221	301	291	229
Γαλαξίδι	572	495	484	526	372	359	301	444
Μ.Ο. 4	369	358	376	292	283	303	306	327

Δείκτης Ταχύτητας Εισπράξης Απαιτήσεων (φορές)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρεύς	2,01	2,21	2,83	3,07	3,71	4,42	4,40	3,24
Σελόντα	2,50	3,02	3,09	3,49	4,56	5,16	3,79	3,66
Ανδρομέδα	1,79	1,72	2,09	2,31	2,27	2,83	3,56	2,37
Γαλαξίδι	3,22	4,21	4,73	5,24	7,49	7,34	9,36	5,94
Μ.Ο. 4	2,38	2,79	3,19	3,53	4,51	4,94	5,28	3,80

Δείκτης Μέσης Διάρκειας Εισπράξης Απαιτήσεων (ημέρες)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηρέυς	182	165	129	119	98	83	83	123
Σελόντα	146	121	118	105	80	71	96	105
Ανδρομέδα	204	212	175	158	161	129	102	163
Γαλαξίδι	113	87	77	70	49	50	39	69
Μ.Ο. 4	161	146	125	113	97	83	80	115

Λειτουργικός Κύκλος (ημέρες)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηρέυς	511	634	575	363	379	423	412	471
Σελόντα	522	383	493	317	338	285	399	391
Ανδρομέδα	402	418	376	344	382	429	393	392
Γαλαξίδι	685	582	561	596	420	408	340	513
Μ.Ο. 4	530	504	501	405	380	386	386	442

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Προμηθευτών (φορές)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηρέυς	2,28	1,07	0,95	1,25	0,70	0,89	1,74	1,27
Σελόντα	1,86	2,30	1,32	2,05	1,41	2,19	1,50	1,80
Ανδρομέδα	2,40	2,14	2,06	2,16	2,17	2,18	2,20	2,19
Γαλαξίδι	1,87	2,09	2,02	1,78	2,16	2,14	2,64	2,10
Μ.Ο. 4	2,10	1,90	1,59	1,81	1,61	1,85	2,02	1,84

Δείκτης Μέσης Περιόδου Πληρωμής Προμηθευτών (ημέρες)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηρέυς	160	342	382	292	520	411	209	331
Σελόντα	197	159	277	178	259	167	243	211
Ανδρομέδα	152	170	177	169	168	168	166	167
Γαλαξίδι	195	174	181	205	169	170	138	176
Μ.Ο. 4	176	211	254	211	279	229	189	221

### Α.3 Δείκτες Αποδοτικότητας

Περιθώριο Μικτού Κέρδους (Gross Profit Margin)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρέυς	11,55%	28,26%	14,36%	-24,47%	20,43%	30,58%	25,42%	15,16%
Σελόντα	20,45%	10,40%	32,34%	-24,52%	20,03%	-10,95%	16,50%	9,18%
Ανδρομέδα	4,37%	9,07%	3,15%	3,29%	3,62%	4,18%	3,16%	4,41%
Γαλαξίδι	12,45%	13,22%	14,41%	15,34%	10,53%	9,68%	8,87%	12,07%
Μ.Ο. 4	12,20%	15,24%	16,07%	-7,59%	13,65%	8,37%	13,49%	10,20%

Περιθώριο Κέρδους Προ Φόρων, Τόκων & Αποσβέσεων (EBITDA margin)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρέυς	5,29%	17,29%	1,25%	-39,23%	9,17%	19,66%	12,36%	3,68%
Σελόντα	9,24%	-14,38%	14,13%	-40,35%	10,43%	4,13%	11,07%	-0,82%
Ανδρομέδα	16,30%	13,87%	7,85%	4,43%	3,29%	14,61%	8,77%	9,88%
Γαλαξίδι	11,04%	10,93%	11,47%	8,79%	7,86%	7,28%	7,58%	9,28%
Μ.Ο. 4	10,47%	6,93%	8,67%	-16,59%	7,69%	11,42%	9,95%	5,51%

Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (EBIT margin)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρέυς	-9,20%	13,11%	-2,98%	-43,01%	5,38%	16,29%	9,26%	-1,59%
Σελόντα	7,02%	-20,14%	11,62%	-43,02%	40,76%	1,57%	8,40%	0,89%
Ανδρομέδα	11,71%	8,95%	3,38%	1,51%	0,21%	11,03%	5,53%	6,05%
Γαλαξίδι	6,62%	7,43%	8,05%	5,40%	5,03%	4,10%	4,57%	5,88%
Μ.Ο. 4	4,04%	2,34%	5,02%	-19,78%	12,84%	8,25%	6,94%	2,81%

Περιθώριο Καθαρού Κέρδους προ Φόρων (EBT margin)								Μ. Ο. εταιρίας
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Νηρέυς	-21,21%	5,86%	-10,28%	-53,24%	-5,62%	41,71%	3,72%	-5,58%
Σελόντα	0,22%	-34,32%	-7,60%	-64,84%	37,60%	-2,96%	7,39%	-9,21%
Ανδρομέδα	8,04%	4,67%	-0,92%	-2,52%	-4,60%	5,72%	1,22%	1,66%
Γαλαξίδι	1,71%	2,50%	2,86%	0,64%	2,02%	1,41%	2,28%	1,92%
Μ.Ο. 4	-2,81%	-5,32%	-3,98%	-29,99%	7,35%	11,47%	3,65%	-2,80%

Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηρεύς	-8,26%	2,21%	-4,07%	-24,86%	-2,58%	18,90%	1,77%	-2,41%
Σελόντα	0,10%	-20,87%	-3,25%	-38,09%	21,82%	-1,91%	4,51%	-5,38%
Ανδρομέδα	4,85%	2,89%	-0,61%	-1,81%	-3,35%	3,49%	0,75%	0,89%
Γαλαξίδι	0,79%	1,39%	1,72%	0,35%	1,45%	1,05%	1,97%	1,25%
Μ.Ο. 4	-0,63%	-3,59%	-1,55%	-16,10%	4,34%	5,38%	2,25%	-1,41%

Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρίας
Νηρεύς	-25,59%	6,20%	-12,04%	-129,17%	-14,61%	55,69%	4,86%	-16,38%
Σελόντα	0,30%	-96,28%	-32,68%	Δ0 <sup>1</sup>	222,08%	-27,52%	46,43%	18,72%
Ανδρομέδα	17,49%	9,84%	-2,21%	-8,03%	-14,64%	12,93%	2,57%	2,57%
Γαλαξίδι	2,74%	4,69%	5,34%	1,21%	5,27%	3,82%	6,72%	4,26%
Μ.Ο. 4	-1,27%	-18,89%	-10,40%	-45,33%	49,52%	11,23%	15,14%	0,00%

<sup>1</sup> Δεν Ορίζεται. Τα Ίδια Κεφάλαια είναι αρνητικά και σε συνδυασμό με τις Ζημιές που έχει η εταιρία, ωθούν τον αριθμητή και τον παρονομαστή να έχουν αρνητικές τιμές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο αριθμοδείκτης να βγαίνει θετικός και να καθιστά αδύνατο τον υπολογισμό του δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).

## Α.4 Δείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων & Βιωσιμότητας

Δείκτης Ξένων προς Συνολικά Κεφάλαια (Debt ratio)								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Μ. Ο. εταιρία
Νηρεύς	0,68	0,64	0,66	0,81	0,82	0,66	0,63	0,70
Σελόντα	0,67	0,78	0,90	1,22	0,90	0,93	0,90	0,90
Ανδρομέδα	0,72	0,71	0,73	0,77	0,77	0,73	0,71	0,73
Γαλαξίδι	0,71	0,70	0,68	0,71	0,72	0,72	0,71	0,71
Μ.Ο. 4	0,70	0,71	0,74	0,88	0,81	0,76	0,74	0,76