

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ AEGEAN
AIRLINES

Διπλωματική Εργασία

του

Γρηγορίου Λαδά

Θεσσαλονίκη, Ιανουάριος 2019

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ AEGEAN
AIRLINES

Όνομ/νυμο φοιτητή: Γρηγόριος Λαδάς
Προπτυχιακό: Οικονομικών επιστημών ΔΠΘ 2015

Διπλωματική Εργασία

υποβαλλόμενη για τη μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων του

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΤΙΤΛΟΥ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: Αντώνιος Σταυρόπουλος

Εγκρίθηκε από την τριμελή εξεταστική επιτροπή την 26/2/2019

ΣΤΑΥΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΝΤΩΝΙΟΣ

ΔΡΙΤΣΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΣΤΕΙΑΚΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ	11
Γενική Οικονομική κατάσταση της Ελλάδος	11
2.1. Το Α.Ε.Π της Ελλάδος	11
2.1.1. Η επίδραση του ΑΕΠ στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines	12
2.2. Το φαινόμενο του πληθωρισμού της Ελλάδος την πενταετία (2013-2017)	14
2.2.1. Η επίδραση του πληθωρισμού στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines	15
2.3. Τα επιτόκια και ο ρόλος τους	17
2.3.1. Η επίδραση των επιτοκίων στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines	19
2.4. Το χρηματιστήριο	20
2.4.1. Η επίδραση του χρηματιστηρίου στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines ...	21
2.5. Η ανεργία- οικονομική κρίση	23
2.5.1. Η επίδραση της ανεργίας και της οικονομικής κρίσης στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines	24
2.5.2. Τουρισμός και διεθνείς αφίξεις	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΑΕΡΟΜΕΤΑΦΟΡΩΝ	28
3.1. Η πορεία των αερομεταφορών στην Ελλάδα	28
3.2. Οικονομικά και άλλα Στοιχεία για την εταιρεία και τον κλάδο δραστηριοποίησης της	29
3.2.1. Γενικά για την εταιρεία-Το προφίλ της AEGEAN	29
3.2.2. Αντικείμενο Εργασιών	30
3.2.3. Τα βασικά χαρακτηριστικά της εταιρείας	31
3.2.4. Πρόσθετα στοιχεία της AEGEAN AIRLINES	32
3.3. Ευρωπαϊκός κλάδος Αερομεταφορών Ανταγωνισμού της AEGEAN AIRLINES	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΗΣ AEGEAN AIRLINES S.A.	35
4.1. Παρουσίαση των βασικότερων κινδύνων που αντιμετωπίζει η AEGEAN	35

4.2.	Κίνδυνοι σχετιζόμενοι με την Αγορά Αερομεταφορών.....	35
4.3.	Κίνδυνοι που Σχετίζονται με την Επιχειρηματική Δραστηριότητα της Εταιρείας	37
4.4.	Ανάλυση SWOT για τον κλάδο των ελληνικών αερομεταφορών.....	39
4.5.	Ανάλυση SWOT της Aegean Airlines.....	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ AEGEAN AIRLINES		43
5.1.	Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας.....	44
5.1.1.	ROE.....	45
5.1.2.	ROCE.....	46
5.1.3.	ROA	47
5.1.4.	Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους.....	48
5.1.5.	Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους.....	49
5.2.	Αριθμοδείκτες ρευστότητας.....	51
5.2.1.	Γενική Ρευστότητα.....	52
5.2.2.	Ειδική ρευστότητα.....	53
5.2.3.	Ταμειακή ρευστότητα	55
5.3.	Αριθμοδείκτες δραστηριότητας.....	56
5.3.1.	Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων.....	57
5.3.2.	Αριθμοδείκτης ταχύτητας παγίων.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ AEGEAN AIRLINES.....		59
6.1.	Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με τη μέθοδο της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας (EVA)	59
6.1.1.	Μέθοδος υπολογισμού	59
6.2.	Η αποτίμηση της αξίας της εταιρίας AEGEAN AIRLINES S.A. με τη μέθοδο της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας.....	60
6.3.	Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows – DCF).....	63
6.4.	Η αποτίμηση της αξίας της εταιρίας AEGEAN AIRLINES S.A. με την μέθοδο της προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	67
6.4.1.	Υπολογισμός WACC - Κόστος ιδίων κεφαλαίων	68
6.4.2.	Κόστος δανειακών κεφαλαίων.....	70
6.4.3.	Υπολογισμός WACC.....	70
6.4.4.	Προβλεπόμενες ταμειακές ροές.....	71
6.4.5.	Αποτίμηση βάσει λειτουργικών ροών.....	72

6.4.6.	Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ροών.....	73
6.4.7.	Σχολιασμός της πραγματικής και της προβλεπόμενης τιμής της μετοχής.....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....		74
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....		77
	<i>Ελληνική Βιβλιογραφία.....</i>	<i>77</i>
	<i>Ξένη Βιβλιογραφία.....</i>	<i>77</i>
	<i>Ηλεκτρονικές πηγές.....</i>	<i>77</i>
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....		79

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1	Πωλήσεις εσωτερικής και Διεθνούς Αγοράς για την περίοδο 2013-2017.....	16
Πίνακας 2	Σύγκριση κύκλου εργασιών - στόλου / Ευρωπαϊκός Κλάδος Αερομεταφορών	33
Πίνακας 3	Υπολογισμός της αξίας της AEGEAN AIRLINES με τη μέθοδο της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας (EVA).....	62
Πίνακας 4	Προβλεπόμενες ταμειακές ροές.....	71

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε τρέχουσες τιμές.....	12
Διάγραμμα 2	Πωλήσεις (σε χιλ.).....	12
Διάγραμμα 3	Η μεταβολή του ΔTK 2013 - 2017.....	15
Διάγραμμα 4	Έξοδα πρώτων υλών.....	15
Διάγραμμα 5	Καταναλώσεις 2013-2017.....	17
Διάγραμμα 6	Η πορεία των επιτοκίων 2013 - 2018.....	18
Διάγραμμα 7	Ο Συνολικός δανεισμός της εταιρίας 2013 - 2017.....	19
Διάγραμμα 8	Η πορεία του Χρηματιστηρίου.....	21
Διάγραμμα 9	Η πορεία της μετοχής της Aegean.....	22
Διάγραμμα 10	Δείκτης FTSE ATHEX.....	22
Διάγραμμα 11	Ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα και οι προβλέψεις.....	23
Διάγραμμα 12	Η πορεία της ανεργίας.....	24

Διάγραμμα 13 Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και κατανάλωση των νοικοκυριών σε δισ. ευρώ (Ελλάδα, 2008:4-2017:3, σταθερές τιμές 2010)	25
Διάγραμμα 14 Ταξιδιωτική κίνηση σε όλα τα μέσα μεταφοράς	27
<i>Διάγραμμα 15</i>	39
Διάγραμμα 16 Αριθμοδείκτης Απόδοση Ιδίων κεφαλαίων (ROE)	45
Διάγραμμα 17 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROCE)	46
Διάγραμμα 18 Αριθμοδείκτης απόδοσης Ενεργητικού (ROA).....	47
Διάγραμμα 19 Αριθμοδείκτης Μικτού κέρδους.....	49
Διάγραμμα 20 Αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους	50
Διάγραμμα 21 Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας.....	52
Διάγραμμα 22 Αριθμοδείκτης Ειδικής ρευστότητας.....	54
Διάγραμμα 23 Αριθμοδείκτης Ταμειακής ρευστότητας.....	55
Διάγραμμα 24 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων	57
Διάγραμμα 25 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας παγίων	58
Διάγραμμα 26 Επιτόκιο του 10-ετές Ελληνικού ομολόγου	69



Περίληψη

Στην συγκεκριμένη Διπλωματική Εργασία, στο πρώτο κεφάλαιο θεωρήθηκε πολύ σημαντικό να δοθούν αναλυτικά οι βασικές έννοιες της δομής της εργασίας που αποτελούν το βασικό θεωρητικό της πλαίσιο. Στην συνέχεια στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας έγινε μια έρευνα της γενικότερης οικονομικής κατάστασης της Ελλάδας κατά την τελευταία πενταετία όπου εμφανίζονται οι πιο σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες που την επηρεάζουν όπως είναι το ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, το χρηματιστήριο, τα καύσιμα και η ανεργία. καθώς και η επίδρασή τους στην πορεία της εταιρίας. Στο τρίτο κεφάλαιο έγινε η παρουσίαση γενικά του κλάδου των αεροπορικών εταιριών και του γενικού προφίλ της εταιρίας και αντικειμένου εργασιών της Aegean Airlines. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν οι βασικότεροι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει η εταιρία και έγινε μια παρουσίαση της ανάλυση SWOT για τον κλάδο των ελληνικών αερομεταφορών της Aegean Airlines. Συνέχεια στο 5^ο κεφάλαιο έγινε συγκριτική μελέτη της εταιρίας με τους ανταγωνιστές της με παρουσίαση των ανάλογων αριθμοδεικτών και ανάλυση συμπερασμάτων. Επίσης στο 6^ο κεφάλαιο έγινε η αποτίμηση της εταιρίας που αποτελεί το τελευταίο στάδιο της εργασίας όπου χρησιμοποιήθηκαν βασικές μέθοδοι αποτίμησης όπως 1) Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με τη μέθοδο της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας (EVA) και 2) Αποτίμηση της αξίας της εταιρίας AEGEAN AIRLINES S.A. με την μέθοδο της προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών Προστιθέμενης Αξίας με τη χρήση πινάκων και διαγραμμάτων . Και τέλος στο 7^ο κεφάλαιο έγινε καταγραφή όλων των συμπερασμάτων που προέκυψαν από την οικονομική αποτίμηση της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η οικονομική πορεία, οι δραστηριότητες μίας επιχείρησης καθώς και τα αποτελέσματα της αντικατοπτρίζονται μέσα από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Αυτές οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποβλέπουν στο να ικανοποιήσουν τις ανάγκες της αναζήτησης που έχουν άτομα εκτός της επιχείρησης, σχετικά με τα αποτελέσματα των εργασιών της επιχείρησης μέσα σε κάποιο δεδομένο χρονικό διάστημα. Οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις περιέχουν τάσεις, συσχετίσεις και άλλη πληροφόρηση που δεν είναι εμφανής εκ πρώτης όψεως. Συνεπώς για να είναι δυνατή η αποκάλυψη της πληροφόρησης, πρέπει να γίνει ανάλυση και ερμηνεία των δεδομένων των χρηματοοικονομικών αυτών καταστάσεων.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί μία σημαντική πηγή πληροφόρησης αφού χρησιμοποιεί δεδομένα από επίσημα δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και άλλες πηγές και δημιουργεί τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την μελέτη, την αξιολόγηση και την ερμηνεία των σχέσεων και τάσεων που υπάρχουν μεταξύ των διαφόρων χρηματοοικονομικών δεδομένων ενώ εφαρμόζεται τόσο με ποσοτικά όσο και ποιοτικά μέσα. Αυτές οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν πολλές φορές σημαντικό κριτήριο επιλογής των εταιρειών από επενδυτές και όχι μόνο και παρέχουν αρκετές πληροφορίες σε κάθε ενδιαφερόμενο άτομο ή φορέα, όμως πολλές φορές τα δεδομένα τους δεν επαρκούν πλήρως ώστε οι εξωτερικοί αναλυτές (υποψήφιοι επενδυτές, τράπεζες και οι αρμόδιες εποπτικές αρχές) να μπορέσουν να αξιολογήσουν επαρκώς τα απαραίτητα κριτήρια της οικονομικής ανάλυσης των εταιριών. Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις έχουν υποχρεωτικό χαρακτήρα και προσδιορίζουν με απόλυτη σαφήνεια την πραγματική εικόνα της περιουσιακής κατάστασης, της οικονομικής θέσης καθώς και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρίας. Τέτοιου είδους οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν:

- 1) Τον Ισολογισμό
- 2) Τα «Αποτελέσματα Χρήσης»
- 3) Το «Πίνακα Διάθεσης των Αποτελεσμάτων»
- 4) Την ετήσια Οικονομική Έκθεση
- 5) Την κατάσταση μεταβολών κεφαλαίων
- 6) Κατάσταση ταμειακών ροών

Μια τέτοιου είδους ανάλυση μπορεί να συμβάλλει στον εντοπισμό των σημαντικότερων μεταβολών κάποιων κρίσιμων στοιχείων της επιχείρησης όπως είναι οι τάσεις, το ύψος των μεγεθών καθώς και τους λόγους που αποτελούν την βασική εξήγηση αυτών των μεταβολών. Η δυνατότητα μια έγκαιρης πρόβλεψης των οικονομικών της κινδύνων καθώς και των πιθανών σημαντικών αλλαγών στις οποίες πρέπει να προβεί προκειμένου να καθοριστεί η μελλοντική της επιτυχία ή αποτυχία, θα μπορούσε να διερευνηθεί με τον εντοπισμό ενός κρίσιμου στοιχείου που προκύπτει κατά την διάρκεια της λειτουργίας μιας εταιρείας

Θεωρείται λοιπόν πολύ σημαντικό να καθοριστεί ένα συγκεκριμένος τρόπος αξιολόγησης και διερεύνησης των πληροφοριών αυτών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Ένα τέτοιο σύστημα αξιολόγησης αποτελεί η χρήση των αριθμοδεικτών. Οι αριθμοδείκτες θεωρούνται πολύ σημαντικοί αφού παρέχουν αξιόλογες και αξιόπιστες πληροφορίες σε όλους τους ενδιαφερόμενους τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης.

Οι λόγοι που ο κάθε ενδιαφερόμενος φορέας ή επενδυτής θέλει να αποκτήσει αυτές τις πληροφορίες μπορεί να είναι πολλοί και διαφορετικοί για αυτό και θα πρέπει να καλύπτουν όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων μίας επιχείρησης και να παρέχουν κάθε είδους πληροφορία . Αυτό σημαίνει ότι διερευνούν τα απαραίτητα στοιχεία σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και την ρευστότητα των κεφαλαίων που διαθέτει που διαθέτει και καταλήγουν στην αποτελεσματικότητα της επιχείρησης καθώς και στον τρόπο διανομής των κερδών της.

Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι στην παρούσα εργασία η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων βασίστηκε μόνο σε δημοσιευμένα στοιχεία και γι' αυτό αποτελεί μία εξωτερική ανάλυση που πιθανόν να παρουσιάζει κάποιες αδυναμίες¹.

¹ Απόστολος Κ Αποστόλου, Ανάλυση χρηματοοικονομικών – λογιστικών καταστάσεων, Καθηγητής Πάντειου Πανεπιστημίου

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ

Γενική Οικονομική κατάσταση της Ελλάδος

Οι πιο σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν γενικότερα την εξέλιξη καθώς και την βιωσιμότητα μιας επιχείρησης είναι το ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, το χρηματιστήριο, το πετρέλαιο και η ανεργία.

2.1. Το Α.Ε.Π της Ελλάδος

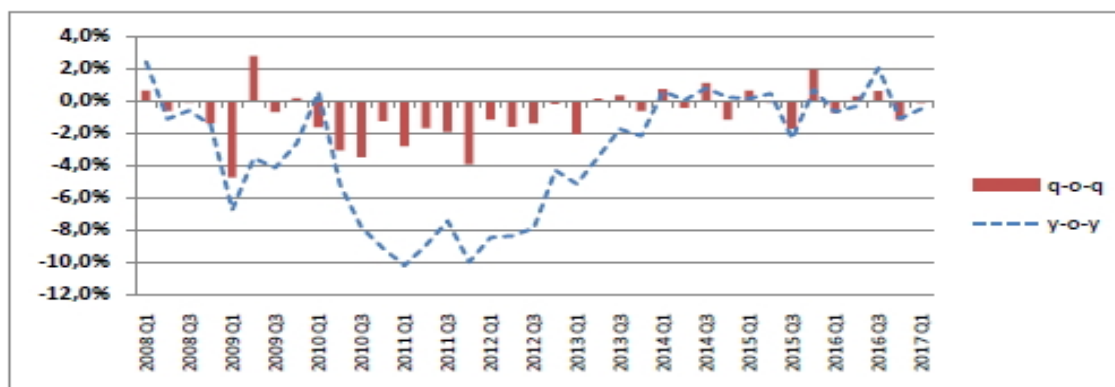
Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) υπολογίζει και δείχνει το συνολική αξία όλων των τελικών αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται μέσα σε μία χώρα μέσα σε ένα οικονομικό έτος και είναι πάντα εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες. Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ εμφάνισε την εξής πορεία :

- Από το 2008 έως το 2015 μειώθηκε κατά 27,4% ή κατά 66,3 δις ευρώ.
- Το 2014 υπήρξε θετικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ στο ύψος του 0,7% πράγμα που σημαίνει ότι η ελληνική οικονομία παρουσίασε ανάπτυξη .
- Το 2016 παρουσίασε μείωση κατά 0,2% συγκριτικά με το 2015 με συνέπεια μια πτωτική πορεία της οικονομίας.
- Τέλος το 2017 εμφανίστηκε επίσης μια θετική πορεία στην οικονομία, αφού εμφανίζεται μια αρκετά σημαντική αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,4% συγκριτικά με το 2016.

Παρακάτω στο Διάγραμμα 1 απεικονίζεται η πορεία του ΑΕΠ των παραπάνω ετών

Διάγραμμα 1

Διάγραμμα 1: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε όρους όγκου
Στοιχεία με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση (Έτος Αναφοράς: 2010)
Μεταβολές (%) ανά τρίμηνο (q-o-q³) και έτος (y-o-y⁴)
2008-2017

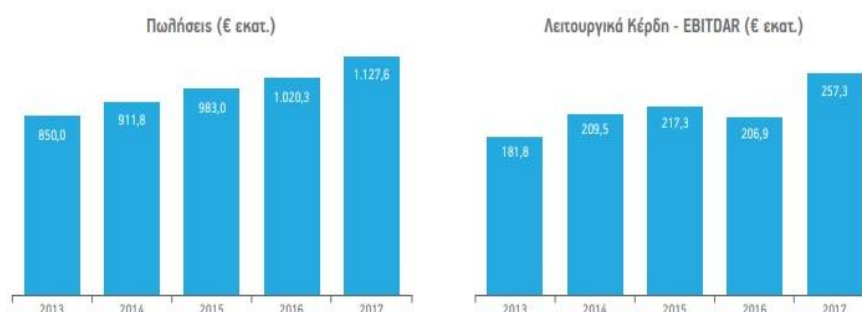


Πηγή: www.statistics.gr

2.1.1. Η επίδραση του ΑΕΠ στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines

Στο διάγραμμα 2 παρατηρείται ότι την περίοδο 2013-2017 οι συνολικές πωλήσεις της εταιρείας Aegean airlines επηρεάστηκαν από τις ετήσιες μεταβολές του ΑΕΠ άμεσα αλλά όχι σε απόλυτο βαθμό καθώς σανίδα σωτηρίας αποτέλεσε η τουριστική κίνηση επιβατών .

Διάγραμμα 2 Πωλήσεις (σε χιλ.)



Πηγή²: www.aegeanair.com

² [https://el.about.aegeanair.com/ependytes/anafores/\(σελ.14\)](https://el.about.aegeanair.com/ependytes/anafores/(σελ.14))

Αύξηση παρουσίασαν τα ενοποιημένα μεγέθη της AEGEAN το 2014, επηρεαζόμενα θετικά από την επέκταση του δικτύου, καθώς και από τις συνέργειες με την Olympic Air. Τα ενοποιημένα έσοδα ανήλθαν σε €912εκ., παρουσιάζοντας αύξηση 7% σε σχέση με τον κύκλο εργασιών των δύο εταιρειών το 2013. Η επιβατική κίνηση αυξήθηκε κατά 14% και ανήλθε σε 10,1 εκ. επιβάτες αποτελώντας την μεγαλύτερη ιστορική επίδοση για ελληνική εταιρεία. Τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους ανήλθαν σε €80,2εκ., έναντι €52,5εκ. το 2013. Σημειώνεται ότι τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους της χρήσης περιλαμβάνουν τη θετική επίδραση ποσού €11,7 εκ. στην πρόβλεψη φόρου που θεωρείται μη επαναλαμβανόμενη. Το μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης της τουριστικής κίνησης ήταν στο αεροδρόμιο Μακεδονία της Θεσσαλονίκης το οποίο άγγιξε το 16,6% σε σχέση με τη προηγούμενη χρονιά. Επίσης το 2014 βάση της υψηλής ζήτησης η Aegean airlines ανοίγει δίοδο προς νέους προορισμούς μέσω του αεροδρομίου της Αθήνας το Ελευθέριος Βενιζέλος και προσθέτει 15 επιπλέον νέους προορισμούς.

Αύξηση παρουσίασαν τα ενοποιημένα μεγέθη της AEGEAN το 2015, με τα έσοδα να ανέρχονται σε €983εκ. παρουσιάζοντας αύξηση 8% σε σχέση με το 2014, αποτέλεσμα της υλοποίησης σημαντικών επενδύσεων σε ανάπτυξη δικτύου και νέου στόλου. Τα καθαρά κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 6% σε €100,3 εκ. ενώ τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους διαμορφώθηκαν σε €68,4εκ. 15% χαμηλότερα σε σχέση με το 2014, λόγω της αύξησης των συντελεστών καθώς και του αναβαλλόμενου φόρου.

Το 2016 τα ενοποιημένα έσοδα ανήλθαν σε €1.020 εκ., παρουσιάζοντας αύξηση 4% σε σχέση με το 2015. Το λειτουργικό αποτέλεσμα προ χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και μισθώσεων διαμορφώθηκε στα €206,9 εκ., ενώ τα λειτουργικά κέρδη EBITDA σε €76,8 εκ. Τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους διαμορφώθηκαν σε €32,2 εκ. από €68,4 εκ. το 2015, κυρίως λόγω της υστέρησης που παρουσιάστηκε στο πρώτο εξάμηνο του έτους.

Το 2017 καθώς το ΑΕΠ αυξάνεται κατά 1,4% σε σχέση με τη προηγούμενη χρονιά και η άνοδος που καταγράφει είναι η μεγαλύτερη σε βάθος πενταετίας Το 2017 τα ενοποιημένα έσοδα ανήλθαν σε €1.127,6 εκ., παρουσιάζοντας αύξηση 11% σε σχέση με το 2016. Η δυναμική στις πτήσεις εξωτερικού οδήγησε τη λειτουργική κερδοφορία (EBITDA) να φτάσει τα €120 εκ, 56% υψηλότερα από το 2016. Τα καθαρά κέρδη προ

φόρων έφτασαν τα €85,8 εκ., σημειώνοντας αύξηση 66%, ενώ και τα κέρδη μετά από φόρους αυξήθηκαν κατά 87% και ανήλθαν σε €60,4 εκ. ³

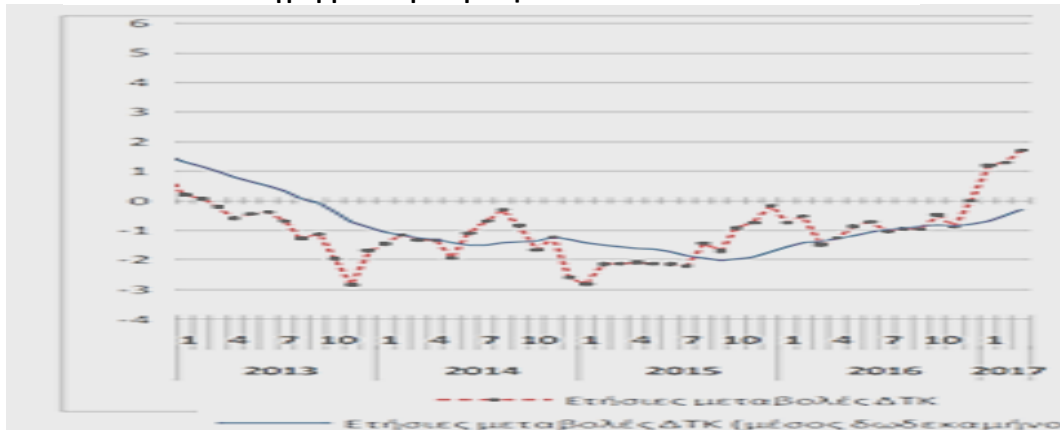
2.2. Το φαινόμενο του πληθωρισμού της Ελλάδος την πενταετία (2013-2017)

Η έννοια του πληθωρισμού σχετίζεται με τη συνεχή τάση ανόδου του γενικού επιπέδου τιμών μιας οικονομίας για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο με άμεση συνέπεια την πτώση στην αγοραστική δύναμη των καταναλωτών. Ο πληθωρισμός υπολογίζεται από την ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη τιμών καταναλωτή. Ο δείκτης τιμών καταναλωτή παρακολουθεί ένα σύνολο αγαθών και υπηρεσιών που σχετίζονται με το καλάθι του νοικοκυριού και όχι με το σύνολο των προϊόντων που είναι διαθέσιμα στην αγορά. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με την **ΕΛΣΤΑΤ** (Ελληνική Στατιστική Αρχή), οι δείκτες τιμών παρουσίαζαν πτωτικές τάσεις κατά την χρονική περίοδο το 2013 έως το 2016 με αποτέλεσμα ο ρυθμός πληθωρισμού να εμφανίζεται αρνητικός με τις αντίστοιχες ποσοστιαίες μεταβολές ανά έτος -0.4% , -1.4% , -2.1% , -1.4% και να εμφανίζεται μια γενικότερη πτώση του επιπέδου των τιμών. Ενώ θα έπρεπε αυτή η μείωση του επιπέδου των τιμών να έχει θετικά αποτελέσματα στην ζήτηση των αγαθών, στην χώρα μας αντίθετα, προκάλεσε αρνητικές συνέπειες για το κράτος, τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, υπονομεύοντας τις όποιες προοπτικές ανάπτυξης καθώς οδήγησε σε αύξηση του δημοσίου χρέους και σε αύξηση των πραγματικών επιτοκίων δανεισμού.

Το 2017, ο πληθωρισμός επέστρεψε σε θετικά νούμερα με ρυθμό πληθωρισμού ύψους 0.5%. Οι μεταβολές στον πληθωρισμό μπορούν να προκληθούν από την αύξηση των τιμών πρώτων υλών σε μια επιχείρηση με αποτέλεσμα να εμφανιστεί ο πληθωρισμός κόστους . Παρακάτω στο διάγραμμα 3 εμφανίζεται η μεταβολή του ΔTK από το 2013 έως και το πρώτο τρίμηνο του 2017.

³ <https://el.about.aegeanair.com/ependytes/anafores/>

Διάγραμμα 3 Η μεταβολή του ΔTK 2013 - 2017

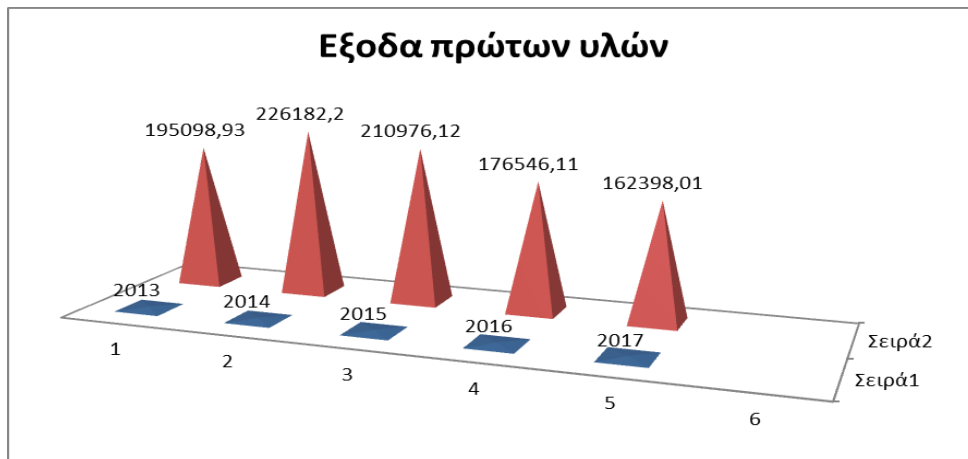


"The case of Greece, Review of Keynesian economics, Vol. 3 , No3," in *Public dept crisis austerity and deflation*, 2015.)

2.2.1. Η επίδραση του πληθωρισμού στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines

Οι μεταβολές στον πληθωρισμό έχουν ως άμεση συνέπεια τα έξοδα πρώτων υλών σε μια επιχείρηση . Παρακάτω στο διάγραμμα 4 εμφανίζονται τα έξοδα των πρώτων υλών (Καύσιμα) της Aegean airlines.

Διάγραμμα 4 Έξοδα πρώτων υλών



Πηγή : www.aegeanair.com

Στο διάγραμμα 4 επίσης εντοπίζονται μικρές αυξομειώσεις στα έξοδα των πρώτων υλών της Aegean Airlines από έτος σε έτος, από το 2013 έως το 2017 και την συσχέτιση τους με τις μεταβολές του ετήσιου δείκτη τιμών της ελληνικής οικονομίας. Γενικότερα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι όσο υπάρχουν αυξητικές τάσεις του δείκτη τιμών αντίστοιχα αυξάνονται και τα έξοδα της επιχείρησης ενώ όσο οι τιμές του δείκτη τιμών έχουν πτωτική τάση τα έξοδα της επιχείρησης ελαττώνονται.


Πωλήσεις εσωτερικής και Διεθνούς Αγοράς για την περίοδο 2013-2017

Οι συνολικές πωλήσεις καυσίμων για την πενταετία 2013-2017 αυξήθηκαν κατά **7,70%**.

Οι πωλήσεις Εσωτερικής Αγοράς κινήθηκαν με **άνοδο 4,81%** και οι πωλήσεις Διεθνούς Αγοράς με **άνοδο 13,20%**.

Ειδικότερα στη τα αεροπορικά καύσιμα (Jet Fuels), παρουσιάζουν αύξηση κατά 38,84% (2017 vs 2016: 10,63%). Σε αντίθεση με τα καύσιμα εσωτερικής αγοράς, η αύξηση των τουριστικών αφίξεων είχε θετική επίδραση στις καταναλώσεις αεροπορικών καυσίμων.

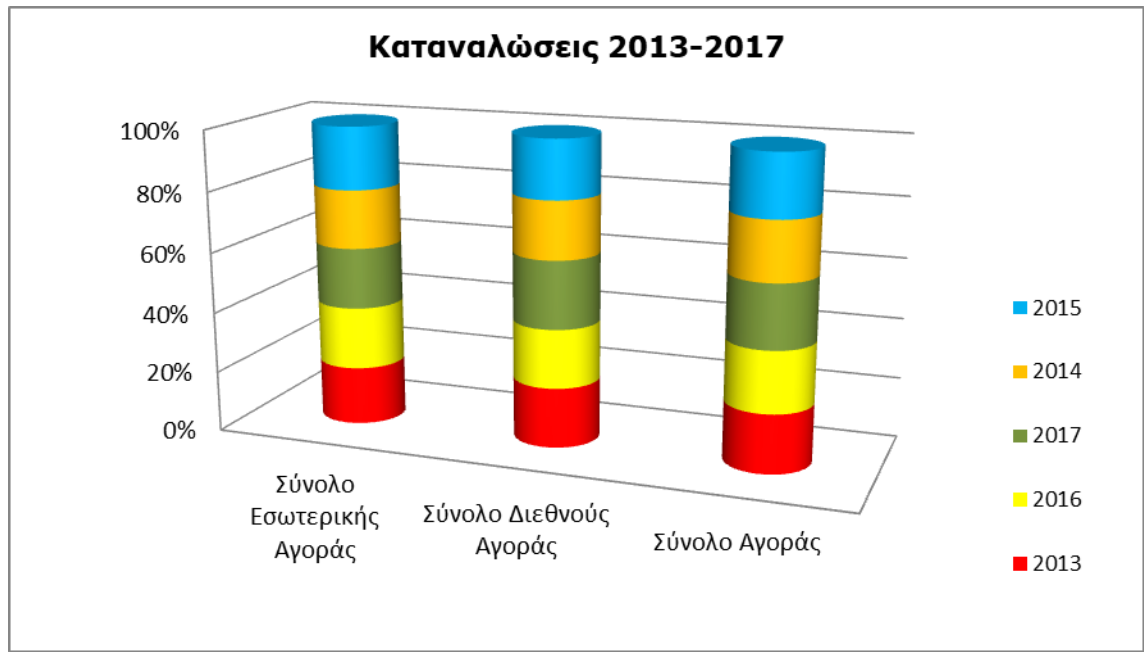
Πίνακας 1 Πωλήσεις εσωτερικής και Διεθνούς Αγοράς για την περίοδο 2013-2017

 ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΑΓΟΡΑΣ 2013-2017 ΣΕ ΤΟΝΟΥΣ	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΓΟΡΑ				
	2013	2014	2015	2016	2017
Βενζίνη Αμόλυβδη	2.639.477	2.511.981	2.447.507	2.412.001	2.331.830
Βενζίνη LRP	16.365	4.289	2.662	1.767	680
Σύνολο	2.655.842	2.516.270	2.450.169	2.413.768	2.332.510
Πετρέλαιο Θέρμανσης	929.541	967.746	1.388.676	1.199.490	1.172.101
Πετρέλαιο Κίνησης	2.247.539	2.363.892	2.427.425	2.540.313	2.552.435
Σύνολο	3.177.080	3.331.638	3.816.101	3.739.803	3.724.536
Μαζούτ 1500	136.372	146.759	145.516	153.831	148.528
Μαζούτ 3500	58.223	61.270	54.938	49.869	48.709
Σύνολο	194.595	208.029	200.454	203.700	197.237
Υγραέριο	425.136	437.955	472.711	493.828	501.999
Κηροζίνη	4.472	3.145	4.450	3.357	3.745
Άσφαλτος	126.194	158.683	154.272	190.181	139.820
Σύνολο Εσωτερικής Αγοράς	6.583.319	6.655.720	7.098.157	7.044.637	6.899.847
ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ					
	2013	2014	2015	2016	2017
JET-A1	828.665	932.128	965.078	1.039.901	1.150.478
Marine Gasoil	451.319	470.098	531.447	558.888	591.671
Ναυτιλιακό Μαζούτ	2.172.457	1.922.052	1.856.838	1.784.607	2.166.055
Σύνολο Διεθνούς Αγοράς	3.452.441	3.324.278	3.353.363	3.383.396	3.908.204
ΣΥΝΟΛΟ ΑΓΟΡΑΣ					
	2013	2014	2015	2016	2017
Σύνολο Αγοράς	10.035.760	9.979.998	10.451.520	10.428.033	10.808.051

Πηγή⁴: www.seepe.gr

⁴ http://www.seepe.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=188&Itemid=260&lang=en

Διάγραμμα 5 Καταναλώσεις 2013-2017



Πηγή⁵: www.seepe.gr

2.3. Τα επιτόκια και ο ρόλος τους

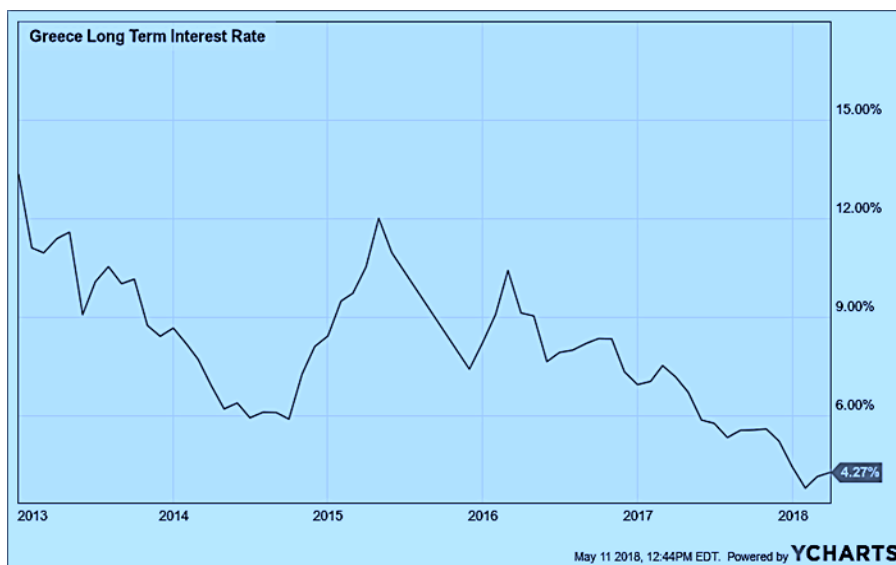
Τα επιτόκια στην Ελλάδα αποτελούν σημαντικό εργαλείο νομισματικής πολιτικής και οικονομικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης {E.E} και γι' αυτό το λόγο καθορίζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία είναι αρμόδια και για την διαχείριση του Ευρώ. Συνεπώς το ύψος των επιτοκίων με βάση τα οποία καθορίζεται ο δανεισμός των κεφαλαίων στις εμπορικές τράπεζες της Ευρωζώνης, μπορεί να καθορίσει και να αποτελέσει κριτήριο ελέγχου της προσφοράς χρήματος και του πληθωρισμού. Επίσης καθορίζει σε σημαντικό βαθμό και το ύψος των επενδύσεων αφού ως γνωστό, τα χαμηλότερα επιτόκια δίνουν ώθηση στην οικονομία σε περιόδους αργής οικονομικής ανάπτυξης και παράλληλα μειώνουν το κόστος δανεισμού μιας χώρας, κάτι που έχει ως αποτέλεσμα την ενθάρρυνση των επιχειρήσεων προκειμένου να αυξήσουν τις επενδυτικές τους δαπάνες. Αντίθετα στην περίπτωση που μια οικονομία βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση με τάσεις ανάπτυξης λαμβάνονται μέτρα για σχετική

⁵ http://www.seepe.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=188&Itemid=260&lang=el

άνοδο των επιτοκίων ώστε να διατηρηθεί ο πληθωρισμός σε χαμηλά επίπεδα και να αποφευχθεί η άνοδος τιμών .

Παρακάτω στο Διάγραμμα 6 φαίνεται η πορεία των επιτοκίων από το 2013 και μετά.

Διάγραμμα 6 Η πορεία των επιτοκίων 2013 - 2018



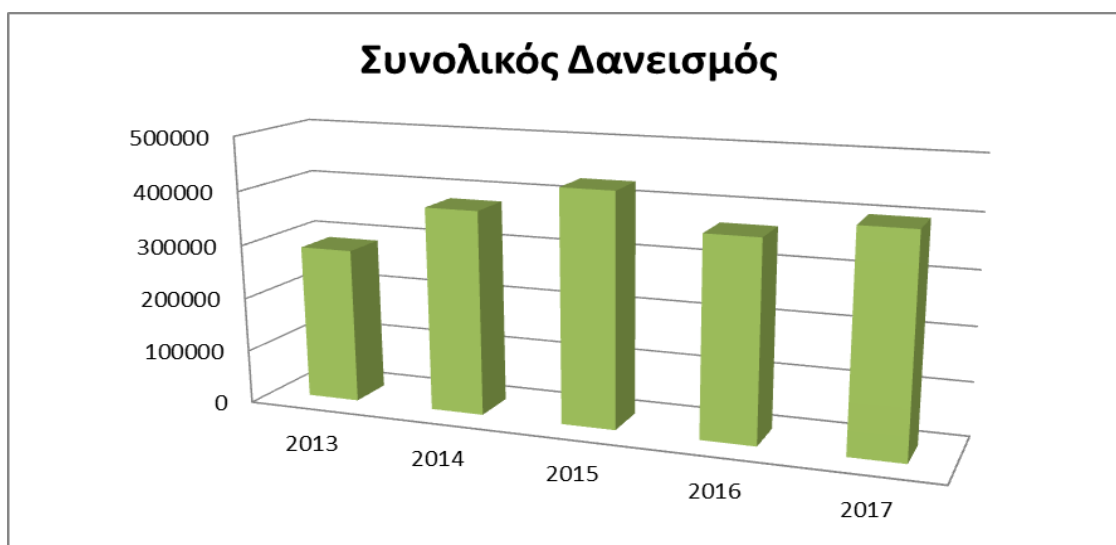
Πηγή: www.ycharts.com.

Όπως φαίνεται από το διάγραμμα παρατηρείται μια συνεχής πτώση των επιτοκίων δανεισμού της Ελλάδος κατά την τελευταία εξαετία, με πτώση των τιμών των επιτοκίων περίπου στο 14% το 2013 σε μόλις λίγο πάνω ενώ είναι πάνω από το 4% στις αρχές του 2018. Παρατηρούμε επίσης ότι υπάρχει αύξηση στην τιμή τους σχετικά έντονη κατά την χρονική περίοδο από τα τέλη του 2014 ως τις αρχές του 2015 καθώς και το πρώτο δίμηνο του 2016 πράγμα που εξηγείται λόγω του περιορισμού των κεφαλαίων (Capital Control) που επιβλήθηκε στην ελληνική οικονομία και της πολιτικής αβεβαιότητας που εμφανίστηκε στη χώρα μας.

2.3.1. Η επίδραση των επιτοκίων στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines

Στο επόμενο διάγραμμα 7 παρατίθενται ο συνολικός δανεισμός της εταιρείας Aegean Airlines την αντίστοιχη περίοδο (από το 2013 έως 2017)

Διάγραμμα 7 Ο Συνολικός δανεισμός της εταιρείας 2013 - 2017



Πηγή : www.aegeanair.com

Φαίνεται ότι η δυναμική πορεία της εταιρείας ακολούθησε μια αντίθετη πορεία σε σχέση με την πορεία των επιτοκίων κάτι το οποίο είναι απολύτως φυσιολογικό λόγω της ανοδικής της πορείας εκείνο το διάστημα όπως εξηγήσαμε προηγουμένως. Αρχικά, φαίνεται η αύξηση των δανειζόμενων κεφαλαίων της, από 2013 έως το 2015 όταν τα επιτόκια δανεισμού φαίνονται να μειώνονται ενώ στη συνέχεια, περιορίσε τα δανειακά της κεφάλαια αισθητά λόγω της πρόβλεψης ότι μέσα στο 2015 θα επιβληθεί περιορισμός των κεφαλαίων (όπως και έγινε) παρόλη την συνεχιζόμενη πτώση των επιτοκίων μέχρι και το τέλος το 2016. Μετά όμως από την περίοδο του περιορισμού και κατά τη διάρκεια του 2017 αυξάνει ραγδαία το ποσό του δανεισμού της πάνω από τα 360.000 εκ. ευρώ.

2.4. Το χρηματιστήριο

Η πορεία του χρηματιστηρίου επιδρά σημαντικά στην οικονομία μιας χώρας και κατά συνέπεια και την πορεία και την εξέλιξη των επιχειρήσεων αφού αυτές αποτελούν το σημαντικότερο κύτταρο ανάπτυξης της οικονομίας και συνεπώς δέχονται αλληλεπιδράσεις. Κατά την τελευταία πενταετία, παρουσιάζονται διακυμάνσεις στην πορεία του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου Αθηνών αλλά εμφανίζεται μια ανοδική πορεία κατά το χρονικό από το 2013 έως και τα μέσα του 2014. Στο διάστημα αυτό καταγράφηκε η μέγιστη του γενικού δείκτη τιμών που έφτασε στις 1.365,09 μονάδες το Μάρτιο του 2014. Από το διάστημα εκείνο και μετά και έως τις αρχές του 2016, ο δείκτης εμφανίζει μια συνεχή πτωτική πορεία που αγγίζει τις 797,52 μονάδες στις 26/6/2015. Αυτή η μεγάλη πτώση του χρηματιστηριακού δείκτη μπορεί να ερμηνευτεί αφού το διάστημα αυτό είχε εφαρμοστεί η επιβολή του περιορισμού κεφαλαίων (Capital Controls), με αποτέλεσμα να υπάρξει πτώση των κεφαλαίων και της ρευστότητας στην αγορά κατά 6,4 δις ευρώ δηλαδή πτώση που αντιστοιχεί περίπου στο 25% του ΑΕΠ με την εμφάνιση της ελάχιστης τιμής του στις 440,88 μονάδες στις 11/2/2016. Πολιτικοί λόγοι φαίνεται να εξηγούν τις αιτίες που οδήγησαν στην ραγδαία πτώση της πορείας του χρηματιστηρίου και στην εμφάνιση της χαμηλότερης τιμής του το 2016, αφού τελικά αυτή σχετίζονταν με τη καθυστέρηση της πρώτης αξιολόγησης του οικονομικού προγράμματος στήριξης της (Ε.Ε). Το γεγονός αυτό δημιούργησε στη χώρα και στους οικονομικούς της παράγοντες ένα κλίμα ανασφάλειας και αβεβαιότητας με άμεση συνέπεια τόσο στις αγορές όσο και στους επενδυτές να προκληθεί ένα αίσθημα έλλειψης εμπιστοσύνης για την ελληνική οικονομία. Είναι ενθαρρυντικό όμως το γεγονός ότι μετά από το χρονικό σημείο εκείνο και έως σήμερα ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου ακολουθεί μια συνεχή ανοδική πορεία με μία τάση σχετικής σταθεροποίησης αυτής της ανερχόμενης του πορείας αφού οι τιμές του στις αρχές του 2018 έφτασαν περίπου στις 750,00 μονάδες. Στο παρακάτω διάγραμμα 8 διαφαίνεται η προαναφερθείσα πορεία του.

Διάγραμμα 8 Η πορεία του Χρηματιστηρίου



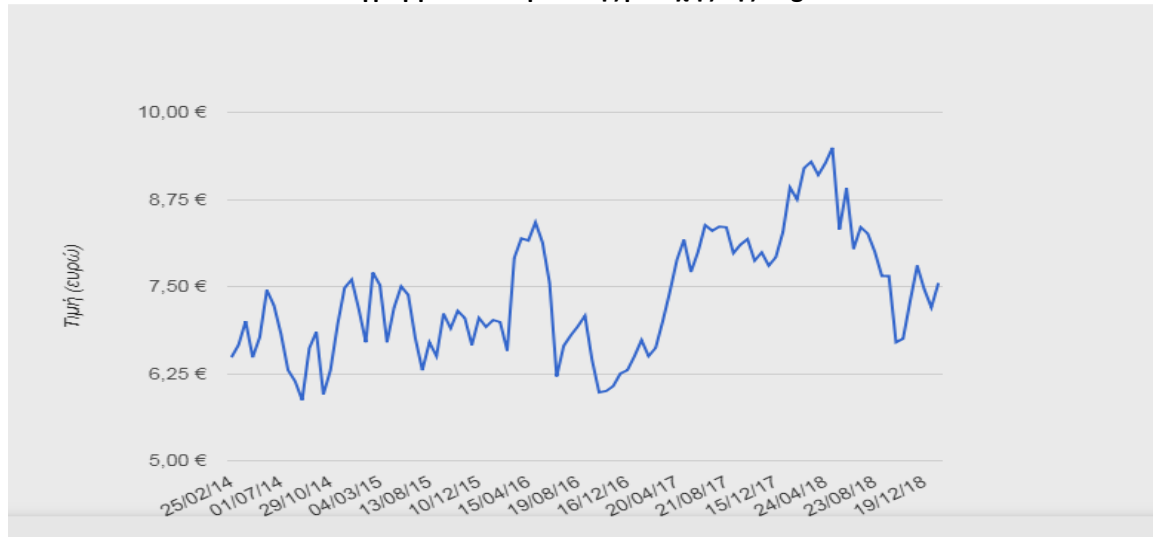
Πηγή: <http://www.naftemporiki.gr>.

2.4.1. Η επίδραση του χρηματιστηρίου στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines

Οι μεταβολές του Γενικού Δείκτη Αθηνών επηρεάζουν σημαντικά και την τιμή της μετοχής της Aegean Airlines. Η τιμή της μετοχής της AEGEAN όπως και οι υπόλοιπες μετοχές ακολουθεί τις τάσεις του γενικού δείκτη κατά. Αυτό έχει ως επακόλουθο να παρουσιάζει υψηλότερες τιμές το 2014 σε σχέση με το 2013. Αντίθετα μετά από πώληση που πραγματοποιήθηκε από τους βασικούς μετόχους της Aegean ύψους 6εκ. μετοχών εκφρασμένο σε ποσοστό 8,4% του μετοχικού κεφαλαίου της από τον Απρίλιο του 2014 και μετά παρουσιάζεται μεγάλη πτώση της μετοχής της Aegean. Ο ανταγωνισμός που δέχεται η Aegean από τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου υποχρέωσε στην ουσία τα διοικητικά μέλη της Aegean να προβούν σε αυτή την απόφαση με αποτέλεσμα το 2015 η τιμή της μετοχής να καταγράφει σημαντικές απώλειες. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2016 ήταν μια ασταθής χρονιά λόγω των μεγάλων διακυμάνσεων που παρουσίασε η μετοχή από τα μέσα Φεβρουαρίου και μετά. Η ανοδική της πορεία φτάνει σε υψηλά επίπεδα στις αρχές Μαΐου καταγράφοντας την μεγαλύτερη τιμή της μετοχής στα 9,05 ευρώ. Μετά όμως από αυτή τη θετική εξέλιξη και εξαιτίας της δημοσιοποίησης των αρνητικών οικονομικών αποτελεσμάτων με παρουσίαση

ζημιών στις 26 Μαΐου δημιουργήθηκε στους επενδυτές ένα κλίμα ανασφάλειας με αποτέλεσμα την τεράστια πτώση της μετοχής. Το 2017 η μετοχή επανήλθε σε πορεία ανόδου φτάνοντας στα επίπεδα του 2014 με σταθερά ανοδική πορεία.

Διάγραμμα 9 Η πορεία της μετοχής της Aegean



Πηγή: (www.aegeanair.com)

Στο διάγραμμα 10 παρατηρούμε την συνύπαρξη της πορείας που είχε ο δείκτης FTSE ATHEX στις 25 μεγαλύτερες εταιρίες από άποψη κεφαλαίων σε σύγκριση με την εξέλιξη της μετοχής της Aegean που απεικονίζεται στο διάγραμμα με πράσινο χρώμα. Η ανοδική πορεία της μετοχής φαίνεται πολύ έντονα την τελευταία πενταετία αφού οι τιμές που παρουσιάζει είναι πολύ μεγαλύτερες από το δείκτη γεγονός που δείχνει τη βελτιωμένη απόδοση της μετοχής.

Διάγραμμα 10 Δείκτης FTSE ATHEX



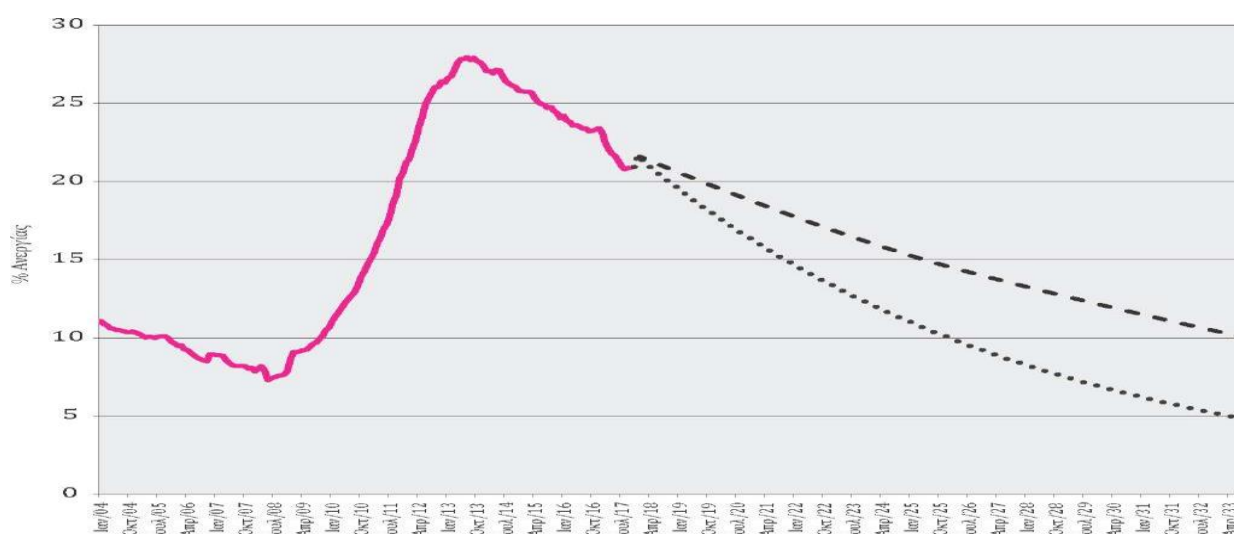
<https://finance.yahoo.com/>

2.5. Η ανεργία- οικονομική κρίση

Η ανεργία αποτελεί επίσης έναν πολύ σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα της πορείας μιας οικονομίας, και συνεπώς επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό και την πορεία των επιχειρήσεων. Στην Ελληνική αγορά εργασίας η πορεία της ανεργίας ακολουθεί την ίδια τάση με αυτή των άλλων χωρών της Ευρώπης. Αρχικά το μέγεθος της ανεργίας στην Ελλάδα βρισκόταν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα ως την πρώτη πετρελαϊκή κρίση ενώ στη συνέχεια αυξητικές τάσεις λόγω του χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 η ανεργία αυξάνεται ανησυχητικά με μεγάλη διαφορά από τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό μέσο όρο. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ κατά την χρονική περίοδο από το 2010 έως και το 2014 το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται απότομα, φτάνοντας με μέγιστη τιμή του το 27,6% στο 2013. Ενώ στη συνέχεια από το 2014 και μετά υπάρχει μια πτωτική τάση του ποσοστού αυτού αφού εμφανίζεται να φτάνει στο 20,9% τον Ιούλιο του 2017. Είναι πολύ ενδιαφέρον να επισημάνουμε ότι ο συνολικός αριθμός ανέργων το 2013 έφτασε στο 1.331.737 άτομα ενώ τον Ιούλιο του 2017 μειώθηκε στις 995.899 άτομα⁶.

Στο παρακάτω Διάγραμμα 10 παρουσιάζεται το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα και οι προβλέψεις

Διάγραμμα 11 Ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα και οι προβλέψεις

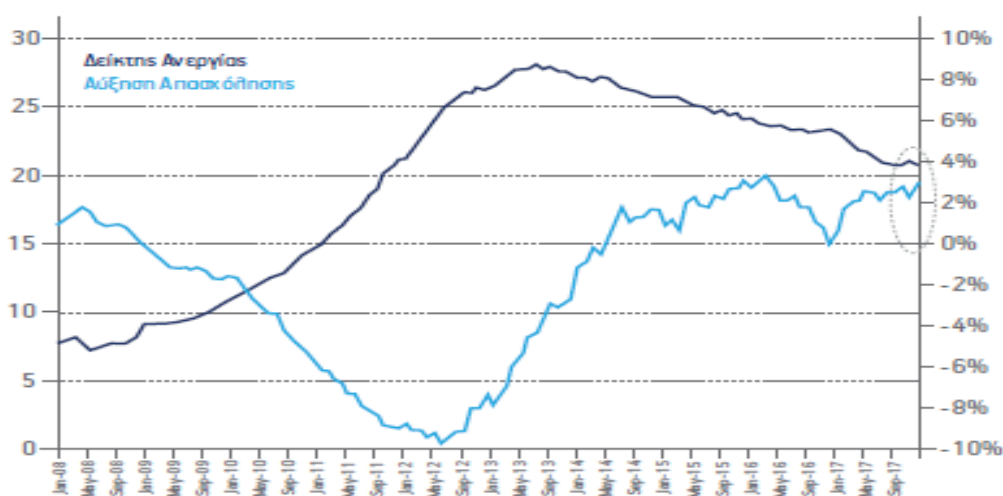


⁶ <http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SJO02/>

2.5.1. Η επίδραση της ανεργίας και της οικονομικής κρίσης στην πορεία της εταιρείας Aegean airlines

Τα τελευταία χρόνια οι Έλληνες είναι πολύ απαισιόδοξοι για την πορεία της ελληνικής οικονομίας καθώς και την εξέλιξη της οικονομικής τους δυνατότητας σε ατομικό επίπεδο. Τα στατιστικά δεδομένα αποκαλύπτουν ότι το 94% των Ελλήνων χαρακτηρίζει κακή έως πολύ κακή την υφιστάμενη οικονομική κατάσταση στη χώρα, με μόλις 6%, να τη βλέπει θετικά. Το κλίμα απογοήτευσης γίνεται πιο έντονο αφού οι Έλληνες θεωρούν ότι σε ατομικό επίπεδο η οικονομική τους κατάσταση είναι μάλλον κακή ή πολύ κακή σε ποσοστό 61%. Η μεγάλη ανεργία σε συνδυασμό με την δυσκολία εύρεσης εργασίας εξακολουθεί να ταλανίζει πλήθος συμπολιτών μας με αποτέλεσμα να επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών.

Διάγραμμα 12 Η πορεία της ανεργίας



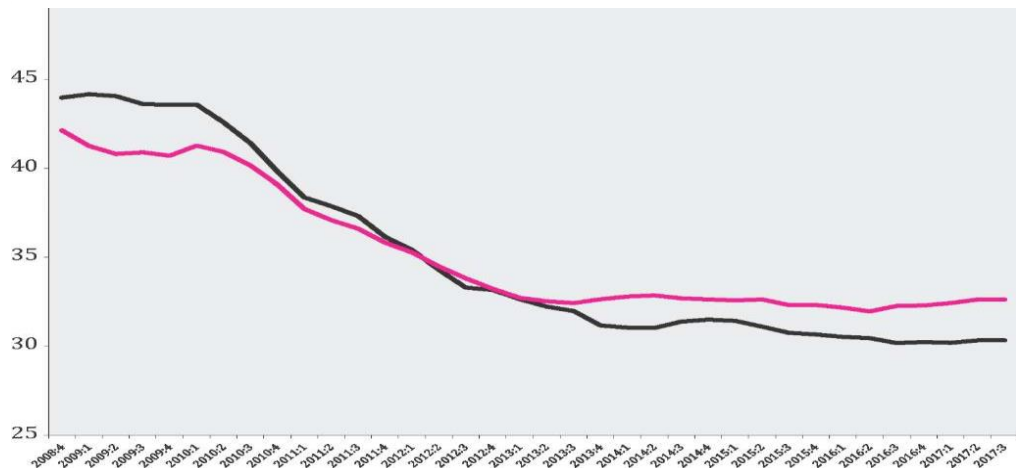
Πηγή⁷ : www.Aegean.com (Εκθεση 2017 σελ 13)

Το ύψος της ανεργίας, μπορεί να καθορίσει το επίπεδο των εισοδημάτων με αποτέλεσμα να οδηγήσει σε μείωση της ζήτησης των αγαθών αφού περιορίζει την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών και κατ'επέκταση οδηγεί και στην μείωση της παραγωγής των προϊόντων. Γενικότερα θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι η

⁷ <https://el.about.aegeanair.com/ependytes/anafores/>

οικονομική κρίση και τα οικονομικά μέτρα σε συνδυασμό με την ύφεση, την ανεργία και την έκτακτη φορολόγηση επηρέασαν αρνητικά τις πωλήσεις.

Διάγραμμα 13 Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα και κατανάλωση των νοικοκυριών σε δις. ευρώ (Ελλάδα, 2008:4-2017:3, σταθερές τιμές 2010)



Πηγή: **Ινστιτούτο εργασίας Γ.Σ.Ε.Ε (Ετήσια έκθεση 2018 σελ 60)**

Στο διάγραμμα 13 φαίνεται η πτώση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά 170 εκατ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2017 σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2016, στη συνέχεια η αύξησή του το β' τρίμηνο κατά 543 εκατ. Ευρώ ενώ κατά το γ' τρίμηνο εμφανίζει μια σταθερότητα σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Αυτή η διαφορά μεταξύ διαθέσιμου εισοδήματος και κατανάλωσης εντός του 2016 διατηρήθηκε και το α' εξάμηνο του 2017 με αυξητικές τάσεις το α' και το β' τρίμηνο του 2017 συγκριτικά με αυτήν του α' και του β' τριμήνου του 2016 κατά 717 εκατ. ευρώ και 244 εκατ. ευρώ αντίστοιχα.

Είναι γνωστό ότι σημαντικό μέρος των εσόδων της Aegean airlines επηρεάζεται από την ελληνική αγορά λόγω των εσωτερικών πτήσεων, και επομένως η οικονομική κατάσταση της Εταιρείας συνδέεται άμεσα από την οικονομική ανάκαμψη της εγχώριας αγοράς

Η Εταιρεία επηρεάζεται από την αγοραστική δύναμη του Έλληνα καταναλωτή, τόσο σε δρομολόγια εσωτερικού όσο και εξωτερικού και κατά συνέπεια οποιαδήποτε μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος του Έλληνα καταναλωτή επηρεάζει αρνητικά την Εταιρεία.

Η έρευνα που έγινε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού τον Απρίλιο του 2013 (IP/13/361) έδειξε ότι εξαιτίας της ελληνικής οικονομικής κρίσης, μειώθηκε η ζήτηση επιβατικών πτήσεων εσωτερικού κατά 26%: με αναχώρηση από την Αθήνα από 6,1 εκατομμύρια επιβάτες το 2009 σε 4,5 εκατομμύρια το 2012 και συνεχίστηκε και το πρώτο εξάμηνο του 2013 κατά 6,3% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Επιπλέον, ο αριθμός των διαδρομών που εξυπηρετούσε η Aegean όπως (Αθήνα - Χανιά, Αθήνα - Μυτιλήνη, Αθήνα - Σαντορίνη, Αθήνα – Κέρκυρα, Αθήνα - Κως) εκτελούνται μόνο τον καλοκαίρι.

2.5.2. Τουρισμός και διεθνείς αφίξεις

Τα επόμενα χρόνια όμως δείχνουν ότι η τουριστική κίνηση στον Ελληνικό χώρο εκτινάχθηκε στους τρεις πρώτους μήνες του 2015 περισσότερο από 45% συγκριτικά με το 2014. Σύμφωνα με τα στοιχεία πάνω από 1.700.000 επισκέπτες επέλεξαν την Ελλάδα για τις διακοπές τους σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2014 που ήταν περίπου 1.100.000 τουρίστες. Αυτό γίνεται αντιληπτό και από την αύξηση της διακίνησης ξένου χρήματος κατά την ίδια περίοδο που ξεπέρασε το 12% δηλαδή τα € 532 Εκατομμύρια.

Ο τουρισμός που προήλθε από το Ηνωμένο Βασίλειο αυξήθηκε κατά 37% ενώ οι τουρίστες από Γερμανία και Γαλλία αυξήθηκαν κατά 36% και κατά 94% αντίστοιχα. Η καλή αντιστοιχία ξένου συναλλάγματος έναντι του ευρώ και γενικότερα οι χαμηλές τιμές στην Ελλάδα αποτέλεσαν σημαντικό κίνητρο για την απότομη αύξηση την επιλογή των ελληνικών νησιών για διακοπές με αποτέλεσμα την προσέλκυση 25 εκατομμύρια επισκέπτες το τρέχον έτος, παρά τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας .

Επίσης φαίνεται ότι η Ελλάδα εκείνο το διάστημα είχε καταγράψει πλεόνασμα € 49.000.000 σε τουριστικές δαπάνες συγκριτικά με προηγούμενα έτη που έφταναν μόλις τα € 46.000.000. Τέλος οι αεροπορικές αφίξεις έχουν επίσης αυξηθεί σημαντικά αφού παρουσιάζουν σημαντική αύξηση της τάξεως του 35% στις κρατήσεις αεροπορικών εισιτηρίων από ταξιδιώτες του εξωτερικού και αντίστοιχα της τάξεως του 8% στα εσωτερικά δρομολόγια σε προορισμούς που συνδέονται με την Κρήτη, τη Ρόδο, τη Σαντορίνη, την Κέρκυρα και τη Μύκονο.

Διάγραμμα 14 Ταξιδιωτική κίνηση σε όλα τα μέσα μεταφοράς



Πηγή : <https://el.about.aegeanair.com/ependytes/anafores/> (Εκθεση 2017 σελ 14)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΑΕΡΟΜΕΤΑΦΟΡΩΝ

3.1. Η πορεία των αερομεταφορών στην Ελλάδα

Η Ελληνική Αεροπορική Εταιρία Ίκαρος ήταν η πρώτη κρατική ελληνική αεροπορική εταιρία με την ίδρυση της οποίας το 1930 ξεκίνησε ο κλάδος των αερομεταφορών στην Ελλάδα. Διάδοχος της ύστερα από τη διακοπή της λειτουργίας της εταιρίας, λόγω χρεωκοπίας, ήταν η Ελληνική Εταιρία Εναέριων Συγκοινωνιών ενώ το 1935 κάνει την εμφάνισή της και η πρώτη ιδιωτική αεροπορική εταιρία, η Τ.Α.Ε. (Τεχνικά Αεροπορικά Εκμεταλλεύσεις). Στη συνέχεια ακολουθεί το 1947 η ΕΛΛ.Α.Σ. (Ελληνικά Αεροπορικά Συγκοινωνία) μαζί με την Α.Μ.Ε. (Αεροπορικά Μεταφοράι Ελλάδος).

Μετά από λίγο διάστημα το 1951 αποφασίζεται η συγχώνευσή των τριών εταιριών εξαιτίας της κακής τους πορείας, σε μία, την «Εθνική Ανώνυμη Εταιρεία Τ.Α.Ε.». Η πτώση όμως της επιβατικής κίνησης στην Ελλάδα οδήγησε στην απόφαση εκκαθάρισης της εταιρίας με σκοπό την πώλησή της μέσω πλειστηριασμού όμως λόγω έλλειψης ενδιαφέροντος κατοχυρώνεται υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου.

Ο Αριστοτέλης Ωνάσης τον Ιούλιο του 1956 υπογράφει συμφωνία με το Ελληνικό Κράτος με στόχο την εκμετάλλευση των αεροπορικών συγκοινωνιών της Ελλάδας με μονοπωλιακή δύναμη. Η λειτουργία της Ολυμπιακής Αεροπορίας στις 6 Απριλίου του 1957 είναι γεγονός⁸.

⁸ www.maxmag.gr/politismos/istoria/aerometafora-stin-ellada-fenomeno-tis-o/ (Ανακτήθηκε στις 12/11/2018)

3.2. Οικονομικά και άλλα Στοιχεία για την εταιρεία και τον κλάδο δραστηριοποίησης της

3.2.1. Γενικά για την εταιρεία-Το προφίλ της AEGEAN

Είναι πολύ σημαντικό να αναφερθούμε στο προφίλ και το κύρος της εταιρείας ώστε να επιβεβαιώσουμε το λόγο που την επιλέξαμε αυτήν την εταιρεία και τα κριτήρια που μας ώθησαν στο να ασχοληθούμε με αυτήν την συγκεκριμένη εργασία. Η εταιρεία ξεκίνησε τα πρώτα της βήματα στον κλάδο των αερομεταφορών στον Ελλαδικό χώρο το Μάιο του 1999. Μέχρι σήμερα η πορεία της κατάφερε να την αναδείξει ως την μεγαλύτερη ελληνική αεροπορική εταιρεία της χώρας και συγχρόνως αποτελεί μέλος της εταιρείας Star Alliance, που με την σειρά της προσφέρει υπηρεσίες υψηλής ποιότητας τόσο σε ανθρώπινο όσο και σε υλικοτεχνικό επίπεδο, σε πτήσεις μικρών αλλά και μεσαίων αποστάσεων.

Σε συνέχεια της πορείας της η εξαγορά της **Olympic Air** που πραγματοποιήθηκε το 2013, θεωρήθηκε ως το μεγαλύτερο βήμα από την πλευρά της ελληνικής οικονομίας στον χώρο των αερομεταφορών, που είχε ως άμεσο αποτέλεσμα την σταθερή επένδυση και την αύξηση δικτύου εσωτερικού και εξωτερικού, με άμεση ενίσχυση της τουριστικής κίνησης στη χώρα αφού προστέθηκαν νέα δρομολόγια και αυξήθηκαν οι θέσεις των επιβατών καλύπτοντας έτσι όλες τις περιοχές του Ελλαδικού χώρου, με ιδιαίτερη έμφαση στην ευαίσθητη ζώνη της άγονης γραμμής. Αδιαμφισβήτητα αυτό είχε ως επακόλουθο να συμβάλλει τόσο στην περαιτέρω αναβάθμιση του τουρισμού της χώρας μας με ποιοτικές υπηρεσίες μετακίνησης αλλά ακόμη περισσότερο και στην ενδυνάμωση της ελληνικής οικονομίας.

Για να επιβεβαιώσουμε τα παραπάνω θα θέλαμε να επιβεβαιώσουμε ότι στο πρόγραμμα που υπήρχε για το έτος 2017, είχε ενσωματώσει ένα δίκτυο με 145 προορισμούς, (112 εξωτερικού και 33 εσωτερικού) σε 40 χώρες αντίστοιχα, με συνολικό αριθμό διαθέσιμων θέσεων 15.400.000 και με πραγματοποίηση των πτήσεων με ένα από τους πιο καινούριους και σύγχρονους στόλους στην Ευρώπη, που συγκροτείται από 61 αεροσκάφη, ύστερα από την τελευταία επένδυσή της στα ολοκαίνουρια Airbus A320neos.

Σύμφωνα με επίσημα στοιχεία της εταιρείας , το 2016 μεταφέρθηκαν 12,5 εκατομμύρια επιβάτες, δηλαδή υπήρξε αύξηση των επιβατών κατά 7% σε σύγκριση με το 2015. Επίσης την ίδια χρονιά βραβεύτηκε « ως η καλύτερη περιφερειακή αεροπορική εταιρεία στην Ευρώπη» ύστερα από έρευνα που έγινε σε περισσότερους από 19,2 εκατ. επιβάτες από τα Skytrax World Airline Awards και πρόκειται για ένα βραβείο που απονέμεται σε αεροπορικές εταιρείες ως μια απόδειξη της υψηλής ποιότητας παροχής υπηρεσιών στους επιβάτες και αποτελεί ένδειξη εμπιστοσύνης κορυφαίας επιλογής τους. Επίσης η εταιρεία AEGEAN λόγω των υψηλών λειτουργικών της επιδόσεων και της εμπορικής της επιτυχίας, καθώς και της αναγνωρισμένης αξιοπιστίας της και σε συνδυασμό με τους ικανοποιημένους πελάτες της έχει βραβευτεί 6 φορές από την Ένωση Περιφερειακών Ευρωπαϊκών Αεροπορικών Εταιριών

Τέλος, ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών η Εταιρία έχει τιμήσει την AEGEAN ως την εταιρία με την μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση επιβατών στην ελληνική αγορά αερομεταφορών καθώς και στο αεροδρόμιο «Ελευθέριος Βενιζέλος» και αναγνωρίστηκε και ως η καλύτερη εταιρεία της δεκαετίας - "Airlines of the Decade " – λόγω του μεγάλου συνολικού αριθμού επιβατών για τα έτη 2001 – 2010.⁹

3.2.2. Αντικείμενο Εργασιών

Η Εταιρεία συμμετέχει ενεργά στον τομέα των αερομεταφορών παρέχοντας υψηλής ποιότητας υπηρεσίες που αφορούν τη μεταφορά επιβατών αλλά και εμπορευμάτων στον τομέα των δημόσιων αεροπορικών μεταφορών, τόσο εντός όσο και εκτός της Ελληνικής επικράτειας, με τακτικές ή έκτακτες πτήσεις. Επίσης προσφέρει υπηρεσίες διαφόρων αεροπορικών εφαρμογών καθώς και υπηρεσίες τεχνικής υποστήριξης και επίγειας εξυπηρέτησης των αεροσκαφών.

Οι σκοποί της Εταιρείας σχετίζονται με τις ακόλουθες εργασίες/δραστηριότητες:

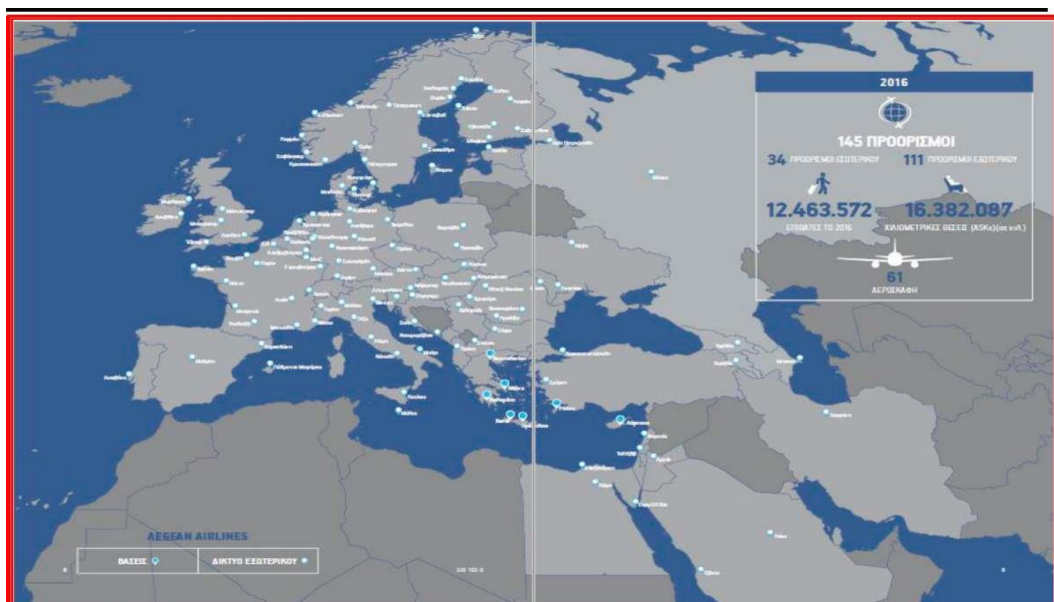
- α. την συμμετοχή σε επιχειρήσεις στην ημεδαπή ή την αλλοδαπή με συναφές αντικείμενο και σκοπό
- β. την ίδρυση υποκαταστημάτων και πρακτορείων όπου κριθεί απαραίτητο
- γ. την εισαγωγή, εμπορία και μίσθωση αεροσκαφών αλλά και ανταλλακτικών.

⁹ <https://el.about.aegeanair.com/etaireia/profil/> (Ανακτήθηκε στις 12/11/2018)

3.2.3. Τα βασικά χαρακτηριστικά της εταιρείας

- Αεροπορική εταιρεία με έμφαση στην ποιότητα των υπηρεσιών
- Παροχή τακτικών και ναυλωμένων πτήσεων, μικρών και μεσαίων αποστάσεων, από το 1999
- Η μεγαλύτερη Ελληνική αεροπορική εταιρεία από το 2008 και μετά
- Εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τον Ιούλιο του 2007
- Επίσημο μέλος της Star Alliance, από τον Ιούνιο του 2010
- Ανάπτυξη της επιχείρησης με την εξαγορά της Olympic Air, τον Οκτώβριο του 2013
- Αύξηση του εξοπλισμού της με την απόκτηση σύγχρονου στόλου 44 jet αεροσκαφών της Airbus A 320 (A319, A320, A321) και 14 αεροσκαφών Bombardier (Dash 8-100, Dash 8-Q400)
- Ανάπτυξη του δικτύου της με 134 προορισμούς , 100 του εξωτερικού και 34 του εσωτερικού σε 45 χώρες, με 15,2 εκ. διαθέσιμες θέσεις από το 2015
- Συνολικός αριθμός επιβατών 11,6 εκατομμύρια το 2015

Βάσεις και δίκτυο Aegean Airlines



Πηγή: <https://el.about.aegeanair.com/eythyni/csr-report/csr-report-2016/>

3.2.4. Πρόσθετα στοιχεία της AEGEAN AIRLINES

- ✓ Η Aegean Airlines ιδρύθηκε το 1987, από τον επιχειρηματία Νικόλαο Σιμιγδαλά με την ονομασία Aegean Aviation.
- ✓ Στις 17 Φεβρουαρίου του 1992, ήταν η πρώτη ιδιωτική αεροπορική εταιρεία της Ελλάδος..
- ✓ Το Μάρτιο του 1999 ιδρύθηκε και επίσημα και ξεκίνησε τις πρώτες πτήσεις της ως Aegean Airlines από την Αθήνα προς Θεσσαλονίκη και Ηράκλειο.
- ✓ Τον Δεκέμβριο του 1999 η Aegean, εξαγόρασε και την Air Greece.
- ✓ Το 2001 προχώρησε σε συγχώνευση με μια άλλη μεγάλη ελληνική ιδιωτική αεροπορική εταιρεία την Cronus Airlines και έτσι δημιουργήθηκε η μεγαλύτερη ιδιωτική ελληνική αεροπορική εταιρεία.
- ✓ Το 2005, ξεκίνησε τη συνεργασία της με τη Lufthansa, συμμετέχοντας στο πρόγραμμα Miles & More.
- ✓ Τον Μάρτιο του 2006, η εταιρεία σύναψε συμφωνία συνεργασίας με την TAP Portugal.
- ✓ Τον Δεκέμβριο του 2008, ανακοίνωσε τη συνεργασία της με τη Brussels Airlines.
- ✓ Το 2009, η Aegean Airlines ξεκίνησε και τις πτήσεις κοινού κωδικού με την bmi, Brussels Airlines, Lufthansa και την TAP Portugal.
- ✓ Τον Μάρτιο του 2009 υπέβαλε πρόταση εξαγοράς του πτητικού έργου της Ολυμπιακής, της τεχνικής της βάσης και της εταιρείας Πάνθεον, η οποία όμως δεν έγινε δεκτή από την Ολυμπιακή και έτσι κατέληξε στον όμιλο MIG.
- ✓ Στις 26 Μαΐου 2009 προχώρησε την υπογραφή συμφωνίας για την είσοδό της στην διεθνή αεροπορική συμμαχία Star Alliance. .
- ✓ Στις 9 Οκτωβρίου 2013 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε την έγκρισή της σχετικά με την απορρόφηση της αεροπορικής εταιρείας Olympic Air από την Aegean Airlines, δημιουργώντας έτσι την μεγαλύτερη αεροπορική εταιρεία της Ελλάδας¹⁰.

¹⁰ (AEGEAN Έκθεση βιώσιμης ανάπτυξης 2017) σελ 10-13
<https://www.olympicair.com/~//media/OlympicAir2013/PDFs/AEGEANSUSTAINABILITY%20REPORT%202017BB.ashx>

3.3. Ευρωπαϊκός κλάδος Αερομεταφορών Ανταγωνισμού της AEGEAN AIRLINES

Πίνακας 2 Σύγκριση κύκλου εργασιών - στόλου / Ευρωπαϊκός Κλάδος Αερομεταφορών

	Έσοδα (εκατ.)	Στόλος
Lufthansa	30.135	627
Air France - KLM	25.633	573
1 AG (BA, bmi, Iberia)	18.117	377
Turkish	6.446	m
Aeroflot	6.333	233
Ryanair	4.554	305
easyJet	4.654	203
Air Berlin	4.312	155
TAP Portugal	2.613	71
Pegasus	1.920	44

Πηγή: <http://analitis.gr/h-aegean-5h-sth-lista-me-tis-20-kalyteres-aeroporikes-etairies-pagkosmiws/>

Η AEGEAN κατέλαβε την 5η θέση στη λίστα με τις 20 καλύτερες αεροπορικές εταιρείες στον κόσμο (πλην των ΗΠΑ) που δημοσίευσε το έγκριτο Conde Nast Traveler. Στην ψηφοφορία που έγινε στο πλαίσιο των 2018 Readers' Choice Awards συμμετείχαν περισσότεροι από 429.000 ταξιδιώτες. Σύμφωνα με την έρευνα του Cond Nast Traveler η AEGEAN είναι γνωστή για τον επαγγελματισμό και τη φιλικότητα του προσωπικού της ενώ σχεδιάζει τα επόμενα χρόνια επέκταση σε νέες αγορές»¹¹.

¹¹ www.ptisidiastima.com/aegean-fifth-best-airline

3.4 Οι κυριότερες ανταγωνιστικές ελληνικές εταιρείες της Aegean airlines .

Διάγραμμα 17

Πηγή :www.airliners.gr/el/airlines/index.html

- Aegean Airlines
- Air Mediterranean
- Astra Airlines
- Bluebird Airways
- Ellinair

- Gainjet Aviation
- Hermes Airlines
- K2 SmartJets
- Minoan Air
- Olympic Air

- Olympus Airways
- Sky Express
- Skygreece Airlines
- Vernicos Aviation

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΗΣ AEGEAN AIRLINES S.A.

4.1. Παρουσίαση των βασικότερων κινδύνων που αντιμετωπίζει η AEGEAN

Η δημιουργία των συνεργειών και η περαιτέρω βιώσιμη ανάπτυξη προϋποθέτουν σταθερό οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον στη χώρα.

Επιπλέον, παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά οι σημαντικότεροι κίνδυνοι που συνδέονται με την επιχειρηματική δραστηριότητα της Εταιρείας και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται¹².

4.2. Κίνδυνοι σχετιζόμενοι με την Αγορά Αερομεταφορών

- Η Εταιρεία λειτουργεί διεθνώς σε μία πολύ ανταγωνιστική αγορά.
- Οι αεροπορικές εταιρείες ιστορικά παρουσιάζουν υψηλά πάγια έξοδα και χαμηλά περιθώρια κέρδους, γεγονός που τις καθιστά περισσότερο ευάλωτες σε σχετικά μικρές αλλαγές στον αριθμό των επιβατών ή στις τιμές των ναύλων ή στη σύνθεση της επιβατικής κίνησης.
- Η κερδοφορία των αεροπορικών εταιρειών μπορεί να είναι κυκλική και να επηρεαστεί αρνητικά από την πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα. Η προσφορά στον κλάδο των αεροπορικών μεταφορών στις αγορές που δραστηριοποιείται ή προτίθεται να δραστηριοποιηθεί η Εταιρεία μπορεί να αυξηθεί σημαντικά με αρνητικές επιπτώσεις στην απόδοση των συγκεκριμένων δρομολογίων.
- Οι αεροπορικές εταιρείες αντιμετωπίζουν κινδύνους που σχετίζονται με την περαιτέρω αύξηση της τιμής των αεροπορικών καυσίμων.
- Επιδημίες/πανδημίες μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά τη ζήτηση αεροπορικών ταξιδιών.

¹² www.newmoney.gr/palmos-oikonomias/epixeiriseis/278861-e-basilakis-aegean-poia-einai-ta-thetika-kai-poioi-oi-kindinoi-gia-to-2016

- Οι τρομοκρατικές επιθέσεις ή η απειλή παρόμοιων περιστατικών και η απαίτηση για αυξημένα μέτρα ασφαλείας θα μπορούσαν να οδηγήσουν στη μείωση της μετακίνησης επιβατών μέσω αέρος.
- Η αγορά αερομεταφορών ρυθμίζεται εκτεταμένα και οι αεροπορικές εταιρείες δεν μπορούν πάντοτε να μετακυλήσουν τα έξοδα που σχετίζονται με τις κανονιστικές επιταγές στους πελάτες τους. Οι αλλαγές στη νομοθεσία μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά τα έξοδα των αεροπορικών εταιρειών, την ευελιξία τους, τη στρατηγική προβολής τους, τον τρόπο λειτουργίας και την δυνατότητα επέκτασης τους.
- Η στρατηγική της Εταιρείας για την ανάπτυξη νέων δρομολογίων ή την αύξηση συχνότητας σε υφιστάμενους προορισμούς μπορεί να περιοριστεί από τη διαθεσιμότητα των χρονοθυρίδων (slots) στα σχετικά αεροδρόμια όπου δραστηριοποιείται η Εταιρεία ή προτίθεται να δραστηριοποιηθεί.
- Η επέκταση της Εταιρείας σε προορισμούς εκτός της ΕΕ εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα σε διεθνή δικαιώματα εκμετάλλευσης δρομολογίων (traffic rights).
- Οι αεροπορικές εταιρείες θα μπορούσαν να επηρεαστούν αρνητικά από τυχόν αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο που ορίζει τις εκπομπές ρύπων, τα δικαιώματα κατανομής ή τη διακύμανση των τιμών των δικαιωμάτων.
- Οι αεροπορικές εταιρείες εξαρτώνται από τρίτους παρόχους υπηρεσιών και εγκαταστάσεων.
- Η αεροπορική ασφάλιση θα μπορούσε να καταστεί εξαιρετικά δύσκολη ή ακριβή, εξαιτίας απρόβλεπτων περιστάσεων.
- Οι φόροι αεροδρομίου, εναέριου χώρου και προσγείωσης και άλλα έξοδα που βρίσκονται εκτός του ελέγχου της Εταιρείας μπορεί να αυξηθούν.
- Η λειτουργία της Εταιρείας ρυθμίζεται εκτεταμένα σε εθνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, και υπόκεινται σε περιορισμούς κυριότητας και ελέγχου.

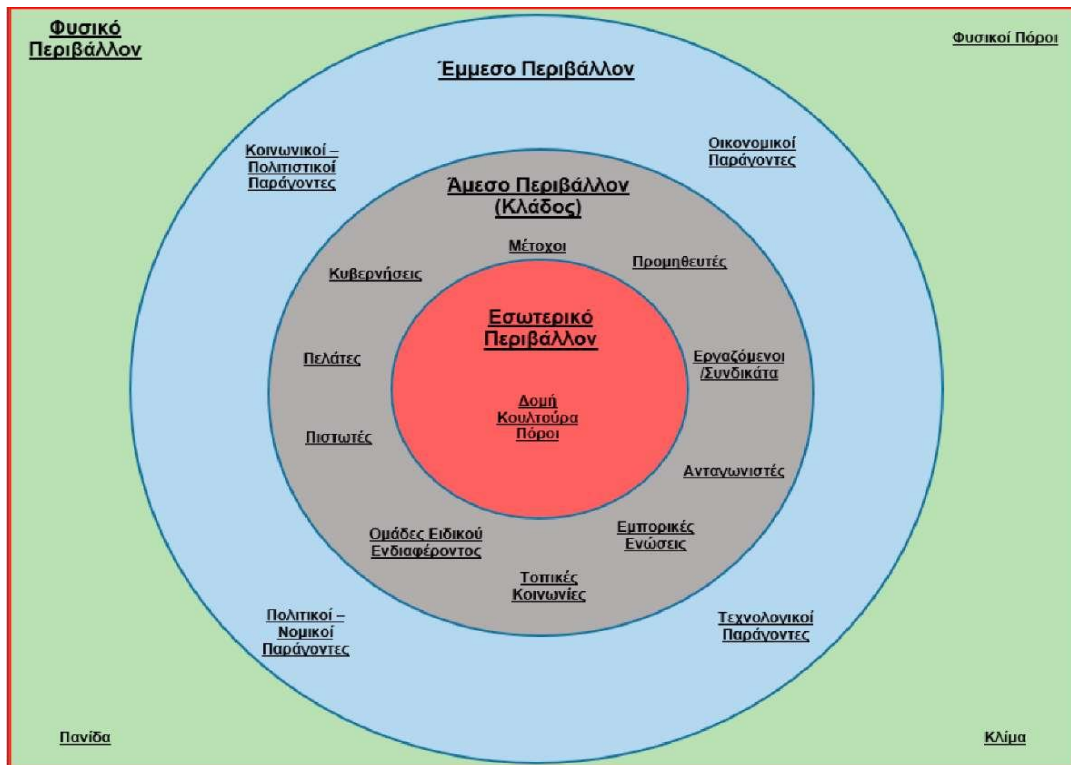
4.3. Κίνδυνοι που Σχετίζονται με την Επιχειρηματική Δραστηριότητα της Εταιρείας

- Η ελκυστικότητα της χώρας μας ως προορισμό απεικονίζεται από την εισερχόμενη τουριστική κίνηση στη χώρα μας και συνεπώς γεγονότα που μπορεί να την επηρεάζουν αρνητικά αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά την Εταιρεία καθώς και σημαντικό μέρος των εσόδων που προέρχεται από τον τουρισμό
- Ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών που αποτελεί ως γνωστό σημαντικό κόμβο για το διεθνές δίκτυο δρομολογίων της Εταιρείας καθορίζει σημαντικά την λειτουργία της Εταιρείας και την ανάπτυξη της στρατηγικής της. Συνεπώς τυχόν αυξήσεις στις χρεώσεις του αεροδρομίου μπορούν να αυξήσουν σημαντικά το κόστος της εταιρείας και να επηρεάσουν αρνητικά τα αποτελέσματα της.
- Πιθανές παραβιάσεις του δικτυακού τόπου της Εταιρείας δύναται να επηρεάσουν αρνητικά τη φήμη της αφού τα μέτρα ασφάλειας της εταιρείας θα θεωρηθούν ανεπαρκή με αποτέλεσμα να αποθαρρύνουν τους εν δυνάμει πελάτες της , να και να οδηγήσουν ακόμη και σε διεκδίκηση απαιτήσεων εναντίον της.
- Η εταιρεία θεωρείται ευάλωτη ως προς τα προβλήματα που συνδέονται με τα αεροσκάφη και τους κινητήρες τους αφού η προμήθειά τους εξαρτάται από έναν και μόνο κατασκευαστή .
- Η αγορά και η μίσθωση των αεροσκαφών έχει σημαντική αύξηση και αντίστοιχα υπάρχει χειροτέρευση των όρων μίσθωσης αεροσκαφών πράγμα που σημαίνει ότι μπορεί να επηρεαστεί αρνητικά το κόστος της Εταιρείας.
- Αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχει μεγάλη επίδραση στα λειτουργικά αποτελέσματα της Εταιρείας από τις εποχιακές διακυμάνσεις.
- Η πιθανότητα αεροπορικού δυστυχήματος ή άλλου περιστατικού στο οποίο μπορεί να εμπλέκεται η εταιρεία μπορεί να επηρεάσει την φήμη της και γενικότερα όλη την επιχειρηματική της δραστηριότητα.
- Το ανθρώπινο δυναμικό της εταιρείας αποτελεί ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες ανάπτυξής της και σαφώς οι καλές σχέσεις της με τους εργαζομένους της είναι ζωτικής σημασίας για την πορεία της Εταιρείας και την επιτυχημένη υλοποίηση των δραστηριοτήτων της.

- Η συνέπεια της επιχείρησης προς τους πελάτες της και γενικότερα οι λειτουργίες της ενδέχεται να διαταραχθούν από απεργίες και στάσεις εργασίας των εργαζομένων της ή ακόμη και τρίτων που συνδέονται άμεσα με αυτήν.
- Η εξυπηρέτηση των πτήσεων της Εταιρείας εξαρτάται εξολοκλήρου από την αδιάλειπτη και άριστη λειτουργία των τεχνολογικών της συστημάτων .
- Η πορεία του δολαρίου αφού επηρεάζει ένα μεγάλο μέρος των εξόδων της Εταιρείας παρά τις πρακτικές αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου θα μπορούσε να έχει ουσιώδη επίδραση στην επιχειρηματική δραστηριότητα, την οικονομική κατάσταση και τα λειτουργικά αποτελέσματα της εταιρείας.
- Ο κίνδυνος των διακυμάνσεων των επιτοκίων σε σχέση με τις καταθέσεις της, το δανεισμό της και τις χρηματοδοτικές μισθώσεις αεροσκαφών που έχουν συμφωνηθεί με κυμαινόμενο επιτόκιο ελλοχεύει κινδύνους .
- Η Εταιρεία είναι εκτεθειμένη στις διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου.
- Ο πιστωτικός κίνδυνος στον οποίο είναι εκτεθειμένη η Εταιρεία υπό τις παρούσες συνθήκες έχει αυξηθεί σε σχέση με το παρελθόν και απαιτεί την συνεχή και συστηματική παρακολούθηση των εμπορικών της απαιτήσεων και τη διασφάλιση της είσπραξης τους.
- Τέλος η Εταιρεία απειλείται από τον κίνδυνο της ρευστότητας και μπορεί να προστατευτεί από αυτόν διατηρώντας επαρκή ταμειακά διαθέσιμα, ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα και επαρκή πιστωτικά όρια τόσο από τις τράπεζες όσο και από τους προμηθευτές, ώστε να είναι σε θέση πάντα να καλύπτει τις λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές της ανάγκες¹³.

¹³ el.aegeanair.com/aegeanCMS/uploads/IR/NOTES_1H10_gr.pdf

Διάγραμμα 15



Εξωτερικό - Εσωτερικό Περιβάλλον και Μεταβλητές

Πηγή: Thomas L. Wheelen & J. David Hunger, 2012, *Strategic Management and Business Policy: Toward Global Sustainability*, 13th Edition, Prentice Hall: Pearson

4.4. Ανάλυση SWOT για τον κλάδο των ελληνικών αερομεταφορών

Δυνάμεις

- Νέες τεχνολογίας στόλους αεροσκαφών στην Ε.Ε.
- Ικανοποιητική χωρητικότητα αεροσκαφών.
- Βελτιωμένες παρεχόμενες υπηρεσίες (μεγαλύτερη ασφάλεια, άνεση).
- Σωστή κατανομή των δρομολογίων
- Αποφυγή μεγάλων καθυστερήσεων.
- Συμμαχία με άλλες εταιρείες (Star Alliance).

Αδυναμίες

- Αδυναμία ρευστότητας.
- Οικονομικές δυσχέρειες του κλάδου λόγω της οικονομικής κρίσης.
- Ανεπαρκής υποδομή σε ορισμένα αεροδρόμια.
- Αύξηση του κόστους των υπηρεσιών λόγω νομοθετικού πλαισίου.
- καθυστερήσεις στην καταβολή των επιδοτήσεων από το κράτος.
- Μεγάλες κρατήσεις προς τρίτους.

Ευκαιρίες

- Δρομολόγηση αεροσκαφών σε επιδοτούμενες γραμμές.
- Πιθανή μείωση του κόστους των εργαζομένων λόγω βελτίωσης της οικονομικής κατάστασης.
- Αύξηση προτίμησης του καταναλωτικού κοινού για τις αερομεταφορές.
- Δυνατότητα δημιουργίας γραμμών και ανταποκρίσεων για εξυπηρέτηση της περιφέρειας.
- Πιθανή αύξηση της ζήτησης λόγω τουρισμού.
- Πιθανότητα αναβάθμισης των αεροδρομίων.
- Πιθανή μείωση του κόστους των καυσίμων.

Απειλές

- 1) Κίνδυνος αύξησης συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- 2) Πιθανή μείωση της ζήτησης από Έλληνες τουρίστες.
- 3) Υψηλή δυναμική των προμηθευτών λόγω περιορισμένου αριθμού .
- 4) Διεθνείς εξελίξεις (τρομοκρατία, προσφυγικό)
- 5) Η τάση αλλαγής των προορισμών προς άλλες χώρες Ασία-Αυστραλία-Σιγκαπούρη κ.λπ..

4.5. Ανάλυση SWOT της Aegean Airlines

ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ

- Αύξηση της τουριστικής κίνησης παγκοσμίως
- Θετικές προβλέψεις για Ελληνική Οικονομία
- Αύξηση ζήτησης για πτήσεις μεταξύ Μέσης Ανατολής - Αφρικής και Ευρώπης
- Οικονομική ανάπτυξη Ασίας
- Συνεχώς μειούμενο κόστος καυσίμου

ΑΠΕΙΛΕΣ

- Κόστος συμμόρφωσης σε περιβαλλοντικές ρυθμίσεις
- Αστάθεια στη Μέση Ανατολή
- Μη επαρκές εξειδικευμένο Ανθρώπινο Δυναμικό για πρόσληψη
- Επιθετική στάση της Τουρκίας στην ΝΑ Μεσόγειο
- Επιπτώσεις του Brexit στον τουρισμό

ΔΥΝΑΜΕΙΣ

- Συμμετοχή στη συμμαχία Star Alliance
- Μικρή ηλικία στόλου αεροσκαφών και αυτονομία συντήρησης
- Δυνατή Επωνυμία
- Χρηματοοικονομική διάρθρωση
- Δημιουργία καινοτόμων υπηρεσιών

ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ

- Έλλειψη αεροσκάφους μεγάλης εμβέλειας
- Υψηλή τιμή εισιτηρίου σε σχέση με τις L.C.C.

Διάγραμμα 19 Ανάλυση SWOT της Aegean Airlines



Πηγή : <https://www.metaforespess.gr/aeroporika/%CF%83%CF%84%CE%BF-11-%CF%84%CE%BF->

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ AEGEAN AIRLINES

Με τη βοήθεια των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ή αλλιώς των λογιστικών καταστάσεων η εκάστοτε επιχείρηση αντλεί πληροφορίες για την πορεία της επιχείρησης και την οικονομική της κατάσταση.

Οι βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις που είναι ο Ισολογισμός και η Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης αποτελούν σημαντική πηγή πληροφοριών τις οποίες η επιχείρηση αναλύει και ερμηνεύει προκειμένου να διαπιστώσει πόσο επικερδής είναι καθώς και για να συνάγει ασφαλή συμπεράσματα για την πορεία της.¹⁴

Οι αριθμοδείκτες που μπορεί ένας αναλυτής να υπολογίσει είναι πολλοί. Είναι σκόπιμο να καταταγούν σε κατηγορίες ανάλογα με το κύριο χαρακτηριστικό και τον τύπο της δραστηριότητας της επιχείρησης που επιδιώκουν να αναλύσουν. Η ταξινόμηση σε κατηγορίες δεν είναι πάντα η ίδια και υπάρχουν ελαφρώς κάποιες διαφοροποιήσεις ανάμεσα στους συγγραφείς. Μια ενδεικτική ταξινόμηση είναι η παρακάτω:

- **Δείκτες Αποδοτικότητας ή Δείκτες Αποτελέσματος (Profitability Ratios)**
- **Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)**
- **Δείκτες Μόχλευσης ή Δείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας (Leverage Ratios)**
- **Δείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios)**
- **Επενδυτικοί δείκτες (Investment Ratios)**

¹⁴ Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η Έκδοση (σελ.253)

5.1. Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Δείκτες Αποδοτικότητας ή Δείκτες Αποτελέσματος (Profitability Ratios). Οι συγκεκριμένοι δείκτες μετρούν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, τη δυναμικότητα των κερδών της και την ικανότητα της διοικήσεώς της. Με άλλα λόγια οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν το βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη χρονική περίοδο¹⁵.

		Αριθμοδείκτης Καθαρού κέρδους	Αριθμοδείκτης Μικτού κέρδους	Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων κεφαλαίων (ROE)	Αριθμοδείκτης απόδοσης Ενεργητικού (ROA)	Αριθμοδείκτης Απόδοσης Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROCE)
2013	AEGEAN AIRLINES	10,74%	15,14%	35,27%	13,37%	35,24%
	ASTRA AIRLINES	7,92%	7,33%	140,93%	45,90%	111,40%
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0,17%	7,78%	5,85%	0,47%	1,51%
	ΚΛΑΔΟΣ	6,28%	10,08%	60,68%	19,92%	49,39%
2014	AEGEAN AIRLINES	11,15%	17,24%	43,33%	15,06%	43,31%
	ASTRA AIRLINES	2,62%	2,77%	27,20%	9,60%	18,21%
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	1,03%	9,33%	23,00%	3,04%	10,09%
	ΚΛΑΔΟΣ	4,93%	9,78%	31,18%	9,23%	23,87%
2015	AEGEAN AIRLINES	10,21%	13,62%	45,19%	15,01%	45,17%
	ASTRA AIRLINES	3,52%	0,13%	31,21%	6,47%	23,24%
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	-4,65%	6,94%	-541,54%	-13,70%	-97,29%
	ΚΛΑΔΟΣ	3,03%	6,89%	-154,05%	2,59%	-9,63%
2016	AEGEAN AIRLINES	5,06%	10,24%	21,12%	7,93%	21,12%
	ASTRA AIRLINES	1,39%	4,00%	19,41%	4,26%	14,50%
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	-8,06%	3,47%	115,98%	-33,59%	126,92%
	ΚΛΑΔΟΣ	-0,54	5,90%	52,17%	-7,13%	54,18%
2017	AEGEAN AIRLINES	7,61	13,30%	34,60%	12,58%	34,59%
	ASTRA AIRLINES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	ΚΛΑΔΟΣ	2,54%	4,43%	11,53%	4,19%	11,53%

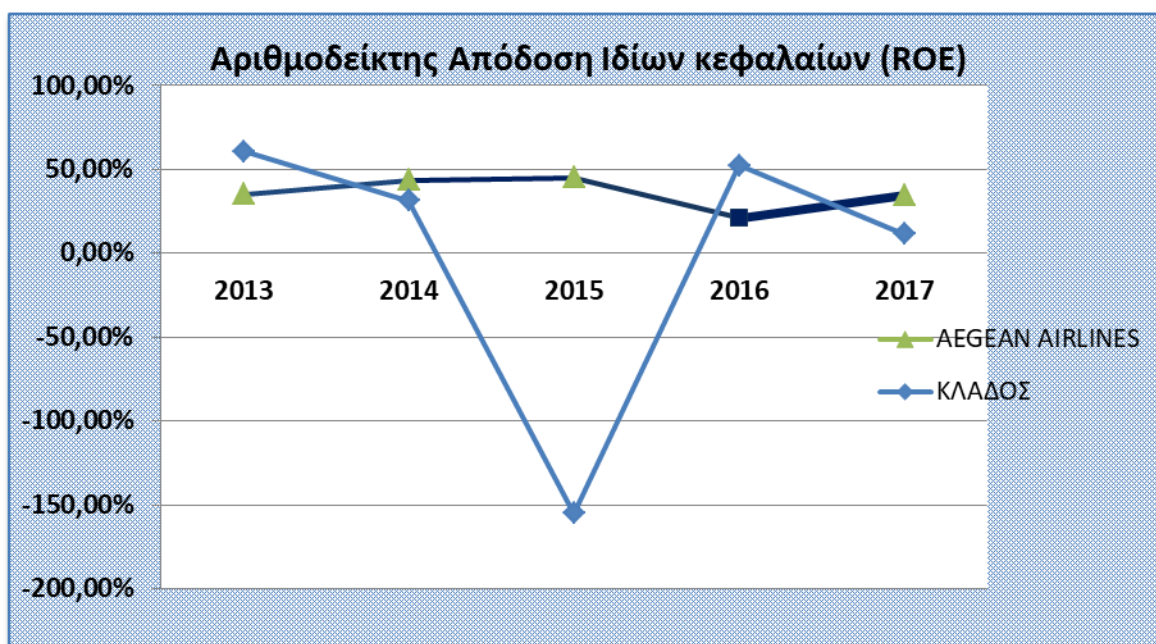
¹⁵ Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η Έκδοση (σελ.253)

5.1.1. ROE

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης καθώς και των επιμέρους τμημάτων της. Αποτελεί έναν τρόπο αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης της επιχείρησης. Για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη τα καθαρά λειτουργικά κέρδη πρέπει να λαμβάνονται υπόψη πριν από την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών εξόδων. Ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από το παρακάτω τύπο:

Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων = $(\text{Κέρδη μετά φόρων} \div \text{Ίδια κεφάλαια}) * 100$

Διάγραμμα 16 Αριθμοδείκτης Απόδοση Ιδίων κεφαλαίων ROE



Από το 2013 ως το 2015 ο αριθμοδείκτης παρουσιάζει μια ανοδική πορεία από 35,27% που ήταν το 2013 σε 43,33% το 2014 και 45,19 το 2015 ενώ μετά το 2015 η πορεία του δείκτη είναι καθοδική και φτάνει το 21,12% ενώ το 2017 η τιμή του δείκτη φτάνει το 34,60%. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση από το 2013 μέχρι το 2015 και έπειτα από το 2016 και το 2017 φαίνεται πως πετυχαίνει τον στόχο της, και χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης πραγματοποιεί κέρδη.

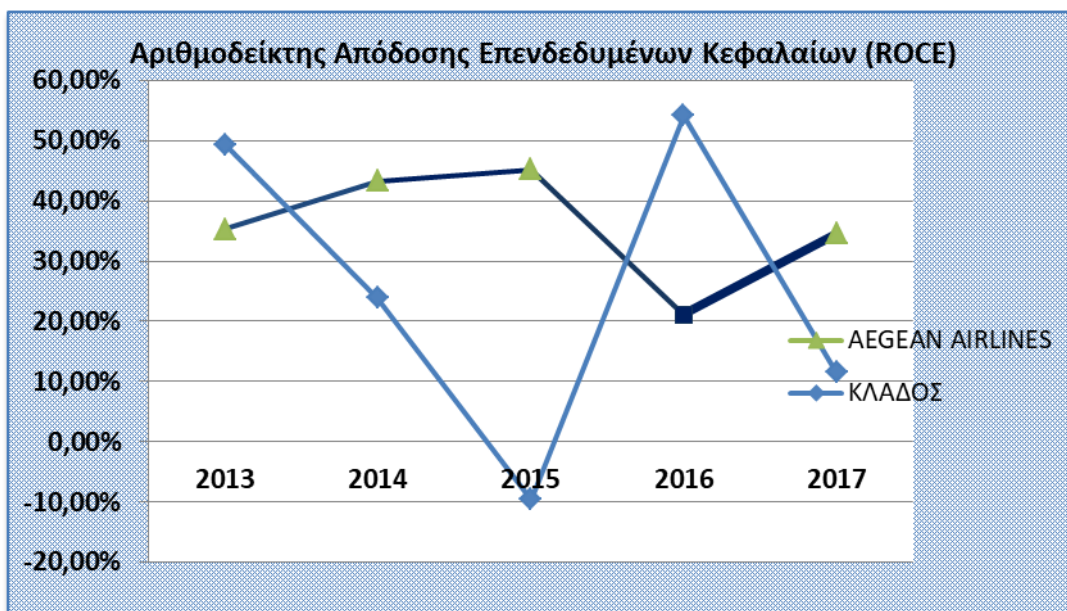
Από την άλλη μεριά, όπως μπορεί να διαπιστώσει κανείς στο γράφημα, ο κλάδος ειδικά για το 2015 παρουσιάζει μεγάλη ζημία. Σε σχέση με τον κλάδο η θέση της Aegean είναι πολύ βελτιωμένη, γεγονός που δείχνει ότι η εταιρία κάνει αποδοτική χρήση των ιδίων κεφαλαίων της, προκειμένου να παράγει κέρδη, σε σύγκριση πάντα με τις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου.

5.1.2. ROCE

Το ROCE είναι ένας από τους πολλούς δείκτες κερδοφορίας που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της απόδοσης μιας επιχείρησης. Έχει σχεδιαστεί για να δείξει πόσο αποτελεσματικά μια εταιρία αξιοποιεί το διαθέσιμο κεφάλαιο της, εξετάζοντας το καθαρό κέρδος που παράγεται σε σχέση με κάθε ευρώ κεφαλαίου που χρησιμοποιεί (απασχολεί) η εταιρία. Ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων = $(\text{Κέρδη προ φόρων} \div \text{Απασχολούμενο κεφάλαιο}) * 100$.

Διάγραμμα 17 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Επενδυμένων Κεφαλαίων (ROCE)



Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω γράφημα, η πορεία του δείκτη ακολουθεί την πορεία του δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, από το 2013 έως το

2015 ο δείκτης έχει ανοδική πορεία και έτσι από 21,67% που είναι το 2013 φτάνει το 29,67% το 2015, ενώ για το 2016 ο δείκτης μειώνεται στο 15,57% για να ανέβει πάλι το 2017 στο 26,86%.

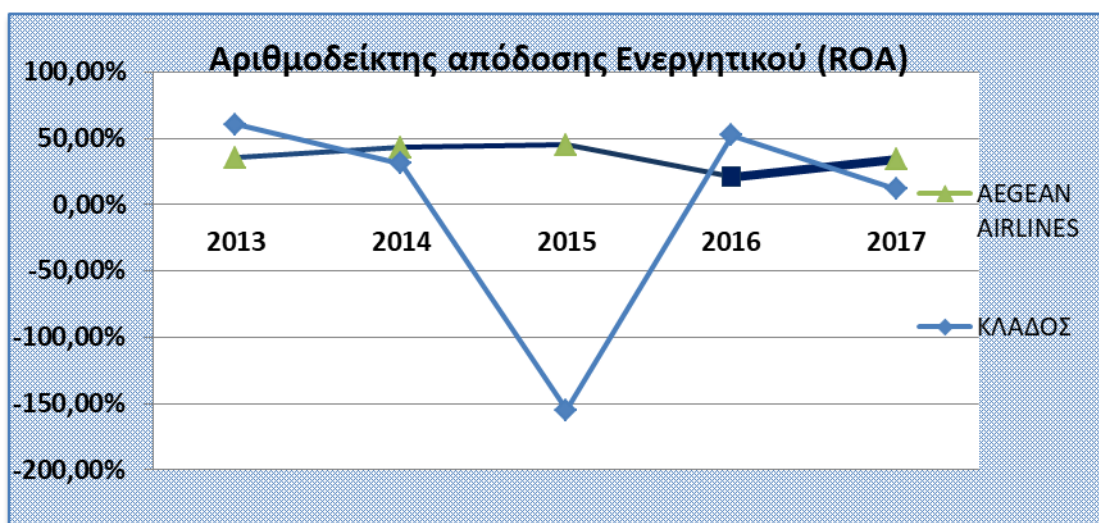
Από την πορεία του δείκτη μπορεί να συμπεράνει κανείς, πως η επιχείρηση χρησιμοποιεί αποδοτικά το διαθέσιμο κεφάλαιό της, και έτσι η επιχείρηση αξιοποιώντας σωστά το διαθέσιμο κεφάλαιό της, παράγει κέρδη για την εταιρία. Αντίστοιχα ο κλάδος, ειδικά για το 2015 ήταν ζημιογόνος, οπότε μπορούμε να πούμε πως η εταιρία σε σχέση με τον κλάδο χρησιμοποιεί σωστά τα επενδεδυμένα κεφάλαιά της και αυτό την οδηγεί στην πραγματοποίηση κερδών και μάλιστα στην υψηλή κερδοφορία της.

5.1.3. ROA

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού = $(\text{Κέρδη μετά φόρων} \div \text{Σύνολο Ενεργητικού}) * 100$

Διάγραμμα 18 Αριθμοδείκτης απόδοσης Ενεργητικού (ROA)



Βλέπουμε ότι ο δείκτης περνάει ένα διάστημα καλής πορείας από το 2013 – 2015 παρότι η οικονομία διανύει περίοδο οικονομικής κρίσης. Έτσι από 13,37% που ήταν το 2015 έφτασε το 15,06% το 2016. Ωστόσο από το 2016 η πορεία του δείκτη μειώνεται αισθητά (7,93%), ενώ μετά το 2016 η τιμή του δείκτη ROA ανεβαίνει και φτάνει το ποσοστό του 12,57% .

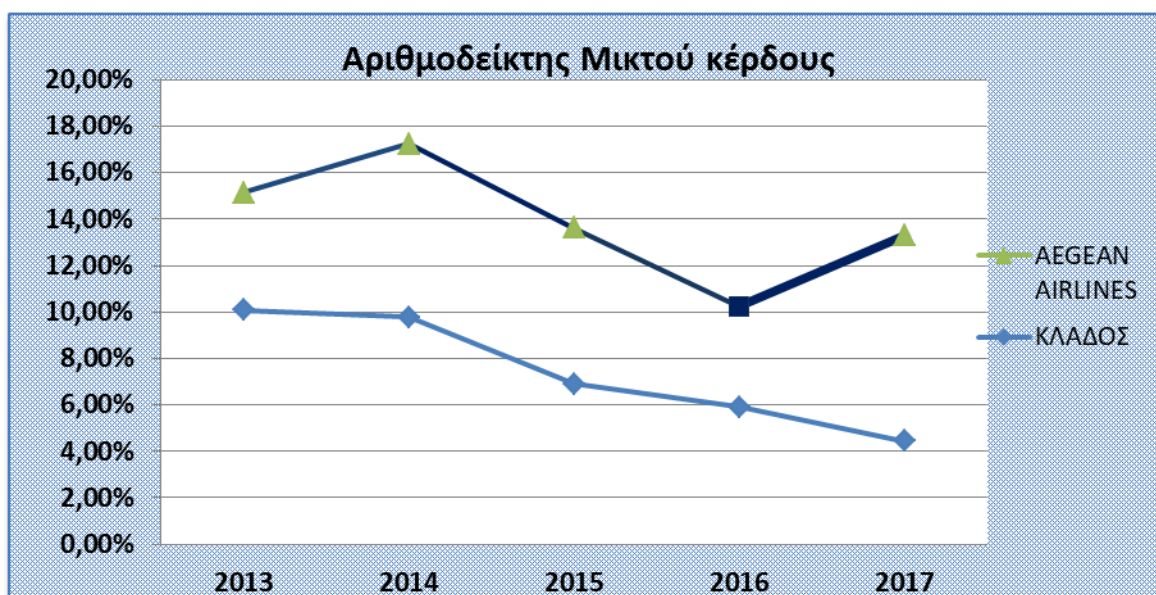
Παρόλο που η Aegean Airlines το 2015 χάνει ένα μέρος της κερδοφορίας της, ωστόσο επειδή στον υπόλοιπο κλάδο οι εταιρίες λειτουργούν με ζημία, θεωρούμε πως η κερδοφορία της εταιρίας είναι πολύ καλή. Τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει η εταιρία της αποδίδουν κέρδη με ποσοστό που κυμαίνεται από 7,93% έως 15,06%. Φαίνεται η κερδοφόρα δυναμικότητα της εταιρίας και η αποδοτική χρήση των στοιχείων του ενεργητικού προκειμένου η επιχείρηση να πραγματοποιήσει κέρδη.

5.1.4.Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως μεικτό περιθώριο κέρδους, είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Δείχνει δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών αυτής. Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης μικτού κέρδους = $(\text{Μικτά κέρδη χρήσης} \div \text{καθαρές πωλήσεις}) * 100$

Διάγραμμα 19 Αριθμοδείκτης Μικτού κέρδους



Στην περίπτωση της εταιρίας AEGEAN AIRLINES παρατηρούμε πως κατά τα έτη 2013 – 2014 η εταιρία είχε ένα καλό ποσοστό μικτού κέρδους από 15,15% ο δείκτης πηγαίνει στο 17,24%, ενώ από το 2015 έως το 2017 το ποσοστό αυτό μειώνεται από 13,62% που είναι το 2015 σε 13,30% το 2017. Σε σύγκριση με τον κλάδο, η εταιρία Aegean έχει ένα καλύτερο ποσοστό μικτού κέρδους για όλες τις χρονιές 2013-2017.

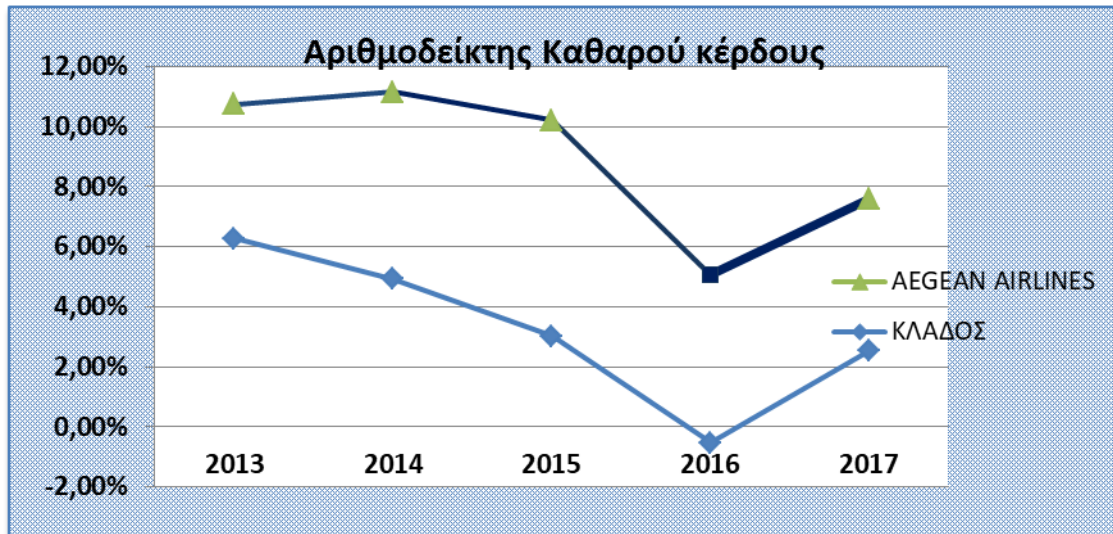
Η επιχείρηση έχει καλό περιθώριο μικτού κέρδους καθώς εφαρμόζει δυναμική πολιτική πωλήσεων και πραγματοποιεί υψηλά κέρδη λόγω του μεγάλου όγκου πωλήσεων, αντισταθμίζοντας έτσι το χαμηλό περιθώριο καθαρού κέρδους.

5.1.5.Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως καθαρό περιθώριο κέρδους, προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση. Ο δείκτης καθαρού κέρδους προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους = $(\text{Καθαρά κέρδη χρήσης} \div \text{Καθαρές πωλήσεις}) * 100$

Διάγραμμα 20 Αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους



Παρατηρώντας την πορεία του αριθμοδείκτη καθαρού περιθωρίου παρατηρούμε ότι η τιμή του δείκτη αυξάνεται και το ποσοστό από 10,74% (2013) φτάνει το 11,15% (2014) ενώ από το 2015 η πορεία του δείκτη κατέρχεται με καθώς η εταιρία έχει λιγότερα κέρδη και έτσι ο δείκτης φτάνει το 10,21%. Το 2015 ο δείκτης πέφτει ακόμη περισσότερο και το 2016 η εταιρία AEGEAN AIRLINES μειώνει τα καθαρά κέρδη της και έτσι ο δείκτης φτάνει το 5,06% ενώ το 2017 ο δείκτης φτάνει το 7,61%. Αντίστοιχα, οι υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου λειτουργούν με χαμηλότερο ποσοστό καθαρού κέρδους, ενώ για το 2016 ο κλάδος πραγματοποιεί ζημίες.

5.2. Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios). Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής κατάστασης μιας επιχειρήσεως, όσο και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της¹⁶.

		Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας	Αριθμοδείκτης Ειδικής ρευστότητας	Αριθμοδείκτης Ταμειακής ρευστότητας
2013	AEGEAN AIRLINES	1,58	1,53	1,06
	ASTRA AIRLINES	1,22	1,05	0,29
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0,88	0,88	0,04
	ΚΛΑΔΟΣ	1,23	1,15	0,46
2014	AEGEAN AIRLINES	1,24	1,19	0,67
	ASTRA AIRLINES	1,27	1,03	0,11
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0,86	0,86	0,02
	ΚΛΑΔΟΣ	1,12	1,03	0,27
2015	AEGEAN AIRLINES	1,19	1,15	0,46
	ASTRA AIRLINES	0,75	0,65	0,03
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0,84	0,83	0,03
	ΚΛΑΔΟΣ	0,93	0,88	0,17
2016	AEGEAN AIRLINES	1,33	1,27	0,00
	ASTRA AIRLINES	0,65	0,02	0,02
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0,53	0,51	0,06
	ΚΛΑΔΟΣ	0,84	0,77	0,03
2017	AEGEAN AIRLINES	1,31	1,27	0,02
	ASTRA AIRLINES	0,00	0,00	0,00
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0,00	0,00	0,00
	ΚΛΑΔΟΣ	0,44	0,42	0,01

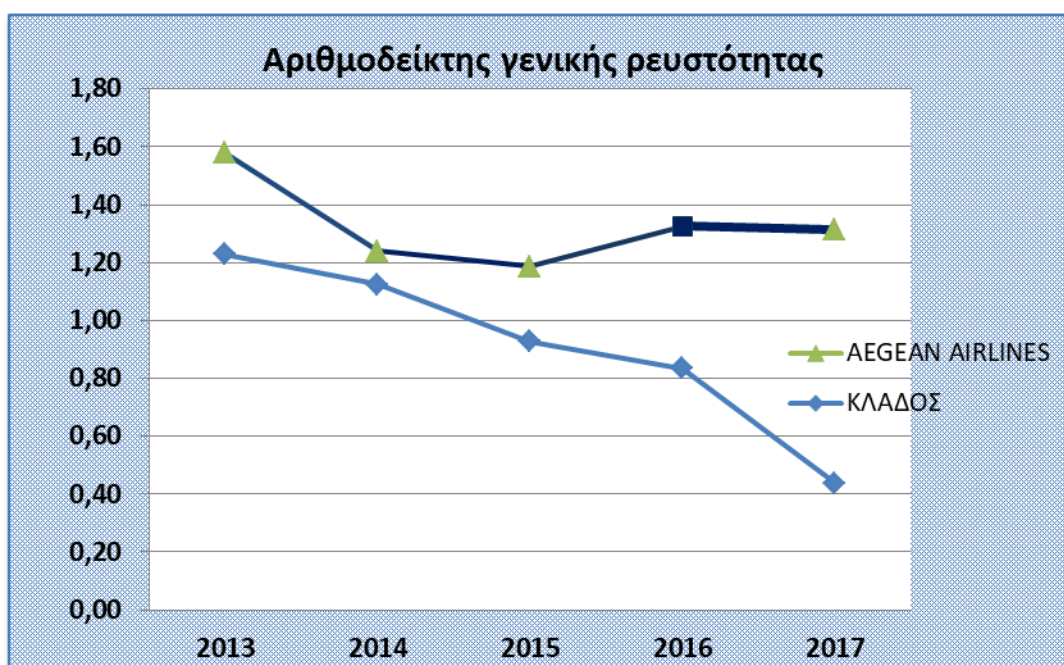
¹⁶ Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η Έκδοση (σελ.253)

5.2.1.Γενική Ρευστότητα

Ο δείκτης αυτός φανερώνει σε ποιά ποσοστό, το κυκλοφορούν ενεργητικό που είναι από τη φύση και τη λειτουργία του βραχυπρόθεσμης ρευστοποίησης, καλύπτει το επίσης βραχυπρόθεσμης λήξης παθητικό.¹⁷ Ο δείκτης γενικής ρευστότητας προκύπτει από τον παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικό ÷ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Διάγραμμα 21 Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας



Παρατηρώντας την πορεία του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας παρατηρούμε ότι η τιμή του δείκτη μειώνεται από 1,58 (2013) στο 1,24 (2014) ενώ το 2015 ο δείκτης φτάνει στο 1,19. Το 2015 ο δείκτης αυξάνεται περαιτέρω και έτσι η τιμή του δείκτη το 2016 φτάνει το 1,33 ενώ το 2017 ο δείκτης παραμένει σταθερός στο 1,31. Η μεταβολή αυτή συνεπάγεται μεταβολές στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, ωστόσο ο δείκτης αυτός κρίνεται ικανοποιητικός αφού το κυκλοφορούν ενεργητικό καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Ο δείκτης βρίσκεται πάνω από τη μονάδα, γεγονός που σηματοδοτεί ότι η

¹⁷Πομόνης Σ. Νικόλαος (2007), Γενικές Αρχές Λογιστικής – Θεωρία και Πρακτική, ΕΓΛΣ: Γενική και Αναλυτική Λογιστική, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.(σελ.305)

επιχείρηση μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και αυτό δείχνει πως δεν υπάρχει κίνδυνος για τη λειτουργία της επιχείρησης στο μέλλον.

Από το γράφημα, διαπιστώνει κανείς πως ο κλάδος για τα έτη 2013 και 2014 είναι πάνω από τη 1 και αυτό δείχνει πως οι επιχειρήσεις του κλάδου για αυτά τα 2 έτη καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Ωστόσο, από το 2015 και έπειτα ο δείκτης του κλάδου είναι κάτω από τη μονάδα, που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις του κλάδου δεν καλύπτουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις τους.

Αξίζει να σημειωθεί, πως μετά το 2015 όπου οι επιχειρήσεις του κλάδου έχουν μικρότερο δείκτη, η AEGEAN AIRLINES φαίνεται πως ανακάμπτει και βελτιώνει τον δείκτη της.

5.2.2.Ειδική ρευστότητα

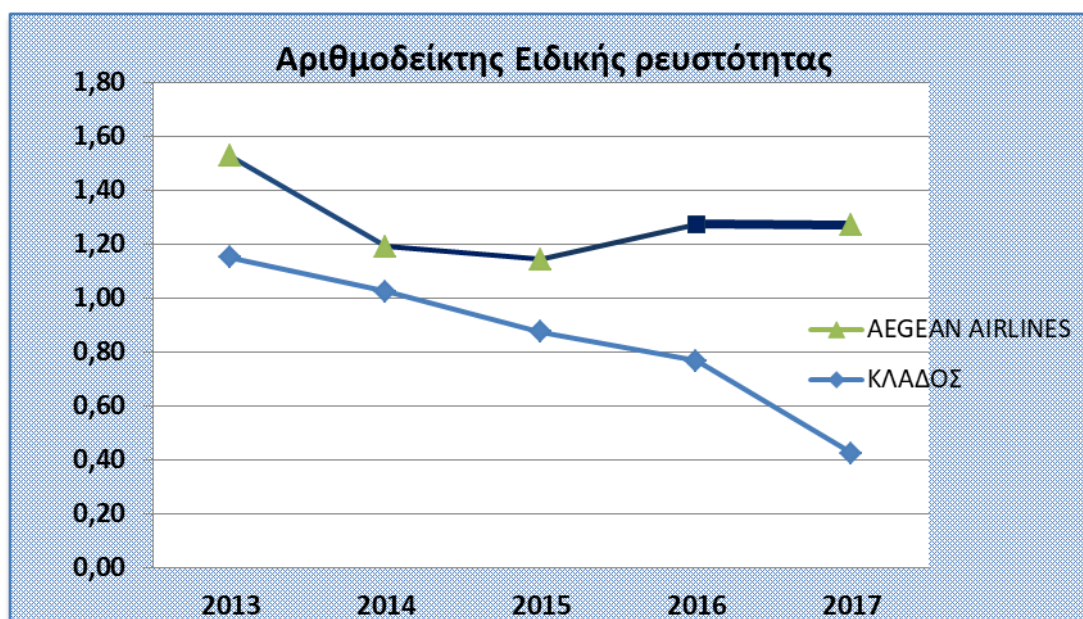
Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας παρέχει μια ακριβή ένδειξη της ικανότητας, ικανοποίησης των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων. Περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία τα οποία μετατρέπονται εύκολα και γρήγορα σε ρευστά και σε αντίθεση με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας αγνοεί όλα εκείνα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού τα οποία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ¹⁸(Νιάρχος, 2007).Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας = (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) ÷ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Ο αριθμοδείκτης δεν πρέπει να περιλαμβάνει: τα αποθέματα γιατί απαιτείται αρκετό χρονικό διάστημα μέχρι την πώλησή τους, τις πρώτες και βοηθητικές ύλες γιατί δεν γνωρίζουμε εάν θα μετατραπούν γρήγορα σε έτοιμα προϊόντα, τις προκαταβολές γιατί χρειάζονται κάποιο χρονικό διάστημα για να μετατραπούν σε χρήμα και τις αμφίβολης είσπραξης απαιτήσεις δηλαδή τις επισφαλείς.

¹⁸ Νιάρχος Νικήτας (2004), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, 7η έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.(σελ.60)

Διάγραμμα 22 Αριθμοδείκτης Ειδικής ρευστότητας



Παρατηρούμε ότι η πορεία του δείκτη από το 2013 ως το 2016 μειώνεται, γεγονός που δείχνει πως η επιχείρηση δεν μπορεί να μετασχηματίσει τις απαιτήσεις της σε μετρητά τόσο εύκολα και γρήγορα, ωστόσο καταφέρνει να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Το 2014 η τιμή του δείκτη κατέρχεται από το 1,53 που ήταν το 2013 στο 1,19 ενώ από το 2015 και έως το 2017 η τιμή του δείκτη βελτιώνεται καθώς από 1,19 που είναι το 2015 φτάνει το 1,27 το 2017. Η τιμή του αριθμοδείκτη θεωρείται ικανοποιητική. Τιμή πάνω από τη μονάδα δείχνει ότι η επιχείρηση δεν εκτίθεται σε πολλούς κινδύνους και εάν προκύψει μια ξαφνική ανάγκη η επιχείρηση θα μπορέσει να ανταποκριθεί για να καλύψει τις υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας είναι ένας πιο αυστηρός δείκτης σε σχέση με τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας καθώς περιλαμβάνει μόνο εκείνα τα κυκλοφορούντα στοιχεία που είναι εύκολο να μετατραπούν σε μετρητά. Στο παραπάνω διάγραμμα παρατηρούμε πως ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας του κλάδου είναι σε πιο χαμηλά επίπεδα σε σχέση με αυτόν της εταιρίας AEGEAN AIRLINES.

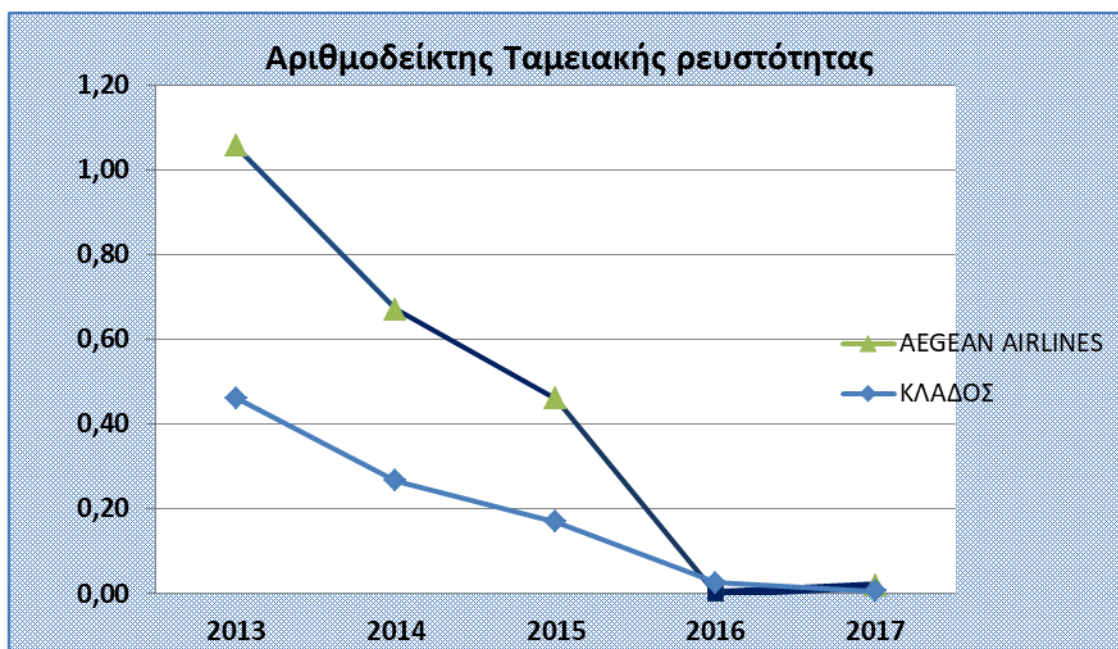
Από το διάγραμμα, προκύπτει πως ο δείκτης της ειδικής ρευστότητας στην εταιρία AEGEAN AIRLINES είναι πολύ υψηλότερος, απ' ό,τι στον υπόλοιπο κλάδο και αυτό αποδεικνύει την αναλογικά μεγαλύτερη ρευστότητα της επιχείρησης AEGEAN σε χρηματικά διαθέσιμα, απ' ό,τι οι υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου.

5.2.3. Ταμειακή ρευστότητα

Ο αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας εκφράζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να εξοφλήσει τις τρέχουσες και τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις χρησιμοποιώντας μόνο τα μετρητά που έχει στη διάθεσή της και θεωρείται ικανοποιητικός όταν κυμαίνεται από 35% έως και 45%.¹⁹ Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας = Διαθέσιμα ÷ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Διάγραμμα 23 Αριθμοδείκτης Ταμειακής ρευστότητας



Από το 2013 έως το 2015 παρατηρούμε την πτώση του δείκτη, ενώ από το 2016 έως το 2017 η επιχείρηση δεν διαθέτει χρηματικά διαθέσιμα και έτσι ο δείκτης δεν μπορεί να υπολογιστεί. Δηλαδή χρησιμοποιώντας μόνο τα χρηματικά διαθέσιμα που έχει στη διάθεσή της η επιχείρησης το 2013 καλύπτει τις υποχρεώσεις της, ενώ το 2014 και το 2015 καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σε μικρότερο βαθμό. Συνεπώς μόνο με τα χρηματικά της διαθέσιμα που έχει η επιχείρηση δεν μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

¹⁹ Νιάρχος Νικήτας (2004), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, 7η έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα. (σελ.62)

Από το διάγραμμα, προκύπτει πως ο δείκτης της ταμειακής ρευστότητας στην εταιρία AEGEAN AIRLINES είναι πολύ υψηλότερος, απ' ότι στον υπόλοιπο κλάδο και αυτό αποδεικνύει την αναλογικά μεγαλύτερη ρευστότητα της επιχείρησης AEGEAN σε χρηματικά διαθέσιμα, απ' ότι οι υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου.

5.3. Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Δείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios). Χρησιμοποιούνται προκειμένου να μετρηθεί ο βαθμός αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης στην αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, στο κατά πόσο δηλαδή γίνεται ικανοποιητική ή όχι χρησιμοποίηση αυτών²⁰.

		Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων	Αριθμοδείκτης Ταχύτητας παγίων
2013	AEGEAN AIRLINES	43	42
	ASTRA AIRLINES	28	5
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	80	65
	ΚΛΑΔΟΣ	50	37
2014	AEGEAN AIRLINES	42	35
	ASTRA AIRLINES	43	34
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	73	48
	ΚΛΑΔΟΣ	53	39
2015	AEGEAN AIRLINES	44	39
	ASTRA AIRLINES	90	85
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	86	26
	ΚΛΑΔΟΣ	73	50
2016	AEGEAN AIRLINES	46	36
	ASTRA AIRLINES	42	60
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	50	22
	ΚΛΑΔΟΣ	46	39
2017	AEGEAN AIRLINES	44	30
	ASTRA AIRLINES	0	0
	ELLINAIR MOUZENIDIS GROUP	0	0
	ΚΛΑΔΟΣ	15	10

²⁰ Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η Έκδοση (σελ.253)

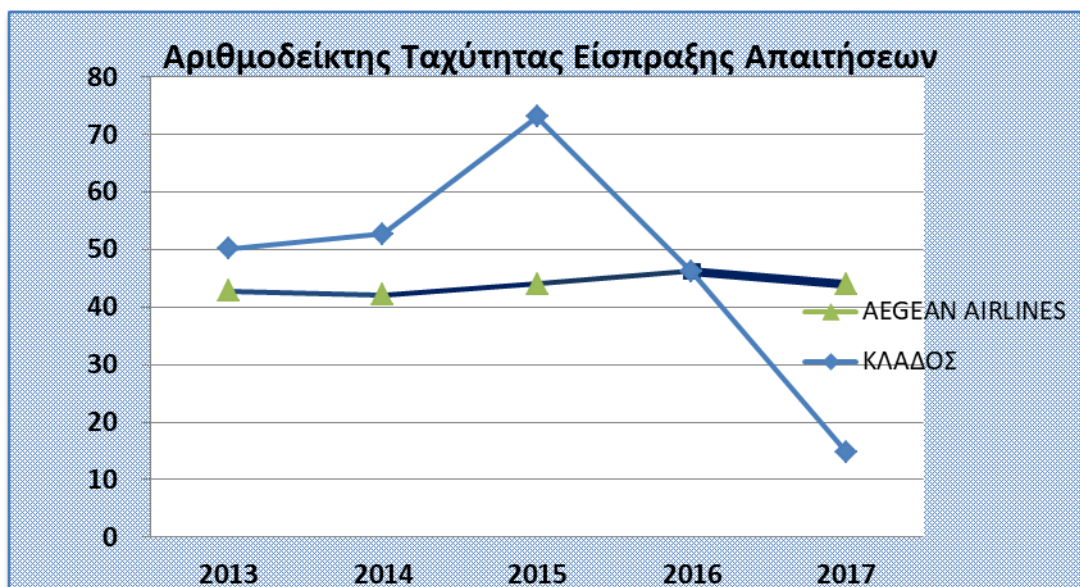
5.3.1. Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων

Ο δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσεως οι απαιτήσεις της επιχειρήσεως.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων παρέχει ένδειξη του βαθμού ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων μιας επιχείρησης, καθώς και του κατά πόσο επιτυχής υπήρξε η διοίκηση αυτής στην είσπραξη των απαιτήσεων της. Ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων = Καθαρές πωλήσεις ÷ Μέσο ύψος απαιτήσεων.

Διάγραμμα 24 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων



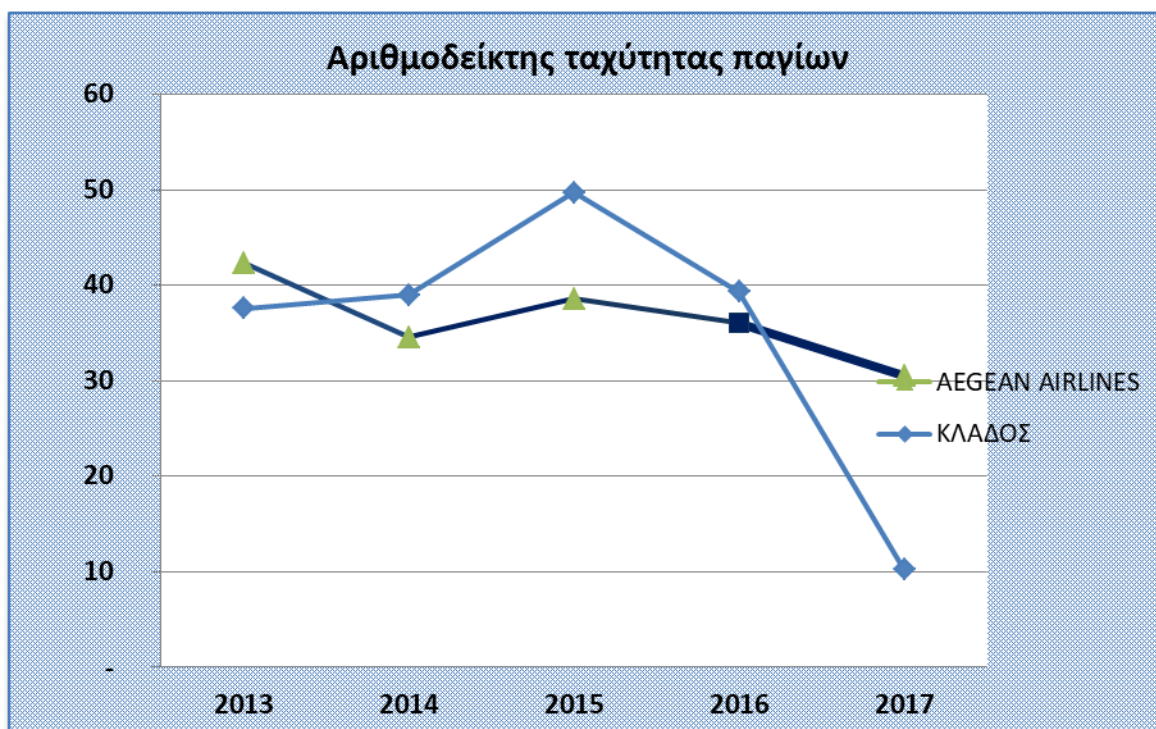
Διαχρονικά η επιχείρηση φαίνεται ότι έχει μια σταθερή πορεία όσον αφορά τις ημέρες που χρειάζεται για να εισπράξει τις απαιτήσεις της. Οι μέρες που χρειάζεται η AEGEAN AIRLINES για να εισπράξει τις απαιτήσεις της κυμαίνονται από 43-46. Αντίθετα ο κλάδος το 2013 και το 2014 χρειαζόταν σχεδόν τις ίδιες μέρες για να εισπράξει τις απαιτήσεις του, ενώ από το 2015 οι μέρες που χρειαζόταν για να εισπράξει τις απαιτήσεις του ήταν 73. Μια μεταβολή στην πιστωτική πολιτική των εταιριών του κλάδου οδήγησαν στη μείωση του αριθμού των ημερών για είσπραξη των απαιτήσεων.

5.3.2. Αριθμοδείκτης ταχύτητας παγίων

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει τον βαθμό στον οποίο τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης χρησιμοποιούνται σε σχέση με τις πωλήσεις της. Αποτελεί μια ένδειξη για το εάν η επιχείρηση υπερεπενδύει σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και μας παρέχει πληροφόρηση για την πραγματοποίηση νέων επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία. Ο δείκτης ταχύτητας παγίων προκύπτει από το παρακάτω τύπο :

Αριθμοδείκτης ταχύτητας παγίων = Καθαρές πωλήσεις ÷ Καθαρό πάγιο ενεργητικό

Διάγραμμα 25 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας παγίων



Ο αριθμοδείκτης διαχρονικά μειώνεται, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα πως το σύνολο των παγίων στοιχείων της εταιρίας AEGEAN AIRLINES χρησιμοποιείται όλο και λιγότερο εντατικά σε σχέση με τις πωλήσεις. Ωστόσο, η μείωση δεν έχει μεγάλες διακυμάνσεις. Αντίθετα, ο κλάδος το 2013 – 2015 έχει δείκτη ο οποίος παρουσιάζει άνοδο, ενώ τα επόμενα έτη έχει κάμψη, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα πως ο κλάδος χρησιμοποιεί λιγότερο τα πάγια, επομένως δεν κάνει υπερεπένδυση σε πάγιο εξοπλισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ AEGEAN AIRLINES

6.1. Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με τη μέθοδο της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας (EVA)

Η μέθοδος της Οικονομικά προστιθέμενης αξίας (Economic Value Added – EVA) αναπτύχθηκε από την εταιρία Stern Stewart and Co, και αποτελεί έναν τρόπο μέτρησης της απόδοσης και των οικονομικών ωφελημάτων που παράγει μια εταιρία, ενώ αποτελεί έναν εναλλακτικό τρόπο μέτρησης των κερδών²¹.

Παρόλο που η μέθοδος αυτή είναι μια καινούρια μέθοδος μέτρησης της απόδοσης της επιχείρησης, βασίζεται σε παραδοσιακές μεθόδους και έννοιες. Πιο συγκεκριμένα, η μέθοδος EVA:

- Χρησιμοποιεί τα απασχολούμενα κεφάλαια
- Αναγνωρίζει τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων, τον διαφορετικό κίνδυνο που αντιμετωπίζουν καθώς και το διαφορετικό ποσοστό προσδοκώμενης απόδοσης .
- Στηρίζεται σχεδόν μόνο στα λειτουργικά αποτελέσματα ενώ αγνοεί τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα

6.1.1. Μέθοδος υπολογισμού

Ο πιο απλός τρόπος για τον υπολογισμό της EVA είναι η διαφορά που προκύπτει μεταξύ των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά από φόρους και του κόστους ευκαιρίας των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στο ότι η προστιθέμενη αξία είναι το υπόλοιπο των καθαρών εσόδων μετά από φόρους, αφού αφαιρεθεί το κόστος του κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε για την παραγωγή των εσόδων²².

²¹ Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν. (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η εκδ. Εκδόσεις Λαζαρίδης Θ., Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης

²² Λαζαρίδης Θ., Κοντέος Γ., Σαριαννίδης Ν. (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η εκδ. Εκδόσεις Λαζαρίδης Θ., Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης

Οικονομικά προστιθέμενη Αξία =

Λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους - (επενδεδυμένα κεφάλαια x Μέσο
σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

ή

$$\text{EVA} = \text{Net profits (1-t)} - (\text{capital invested} \times \text{WACC})$$

Η μέθοδος της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας λόγω του γεγονότος ότι στον υπολογισμό της περιλαμβάνει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου – WACC, και αυτό δείχνει πως η μέθοδος λαμβάνει υπόψιν τις προσδοκίες των επενδυτών, δανειστών αλλά και όλων των ενδιαφερόμενων μερών προκειμένου να γνωρίζουν την πορεία της επιχείρησης.

Η μέθοδος της οικονομικά προστιθέμενης αξίας εκφράζει ένα χρηματικό ποσό, το οποίο μπορεί να είναι θετικό ή αρνητικό. Όταν το ποσό αυτό είναι θετικό, αυτό φανερώνει ότι η επιχείρηση κερδίζει περισσότερο λειτουργικό εισόδημα μετά τη φορολογία, σε σχέση με το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για την παραγωγή αυτού του εισοδήματος. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν δηλαδή το ποσό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας είναι αρνητικό, η επιχείρηση καταναλώνει κεφάλαιο, και δεν παράγει πλούτο. Όπως είναι φανερό, στόχος της επιχείρησης είναι να έχει θετική Οικονομικά Προστιθέμενη Αξία η οποία να αυξάνεται όλο και περισσότερο.

6.2. Η αποτίμηση της αξίας της εταιρίας AEGEAN AIRLINES S.A. με τη μέθοδο της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας

Προκειμένου να υπολογίσουμε την αξία της επιχείρησης AEGEAN AIRLINES S.A., χρησιμοποιήσαμε τα δεδομένα όπως αυτά αποτυπώνονται στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις (Ισολογισμό και Κατάσταση Αποτελεσμάτων χρήσης). Για τον υπολογισμό της μεθόδου EVA χρειάζεται να υπολογίσουμε⁸:

1. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)
2. Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων
3. Τα επενδεδυμένα κεφάλαια

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (wacc) βασίζεται σε τρέχουσες τιμές. Το wacc δίνεται μέσα από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρίας για κάθε χρόνο από το 2013 έως το 2017. Ωστόσο, ο υπολογισμός του **WACC** γίνεται μέσα από το υπόδειγμα **CAPM**.

$$E(R) = R_f + \text{beta} [E(R_m) - R_f]$$

όπου,

$E(R)$ = η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης

R_f = απόδοση χωρίς κίνδυνο

beta = το ασφάλιστρο κινδύνου

R_m = αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

Επιπλέον, τα **επενδεδυμένα κεφάλαια** ισούνται με:

Επενδεδυμένο κεφάλαιο =

Σύνολο Ενεργητικού – Βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (μη τοκιζόμενες)

Προκειμένου για τον υπολογισμό της EVA χρησιμοποιήσαμε το λειτουργικό τύπο. Όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα (Πιν. 1) για τον υπολογισμό της EVA έπρεπε να υπολογίσουμε τις κατάλληλες μεταβλητές. Όπως προκύπτει από τον πίνακα η EVA της επιχείρησης AEGEAN AIRLINES S.A. είναι θετική και είναι $EVA = 190.295.632,70$. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση έχει δημιουργήσει πλούτο.

Όπως μπορεί να διακρίνει κανείς, η αποτίμηση της επιχείρησης AEGEAN AIRLINES S.A. με την μέθοδο EVA για το έτος 2017, δείχνει πως η επιχείρηση έχει κερδίσει περισσότερα λειτουργικά κέρδη απ' ό,τι το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή αυτού του εισοδήματος, και επομένως παράγει αξία για τους μετόχους της, η οποία αξία είναι πολύ σημαντική. Καθώς η αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο της οικονομικά προστιθέμενης αξίας είναι θετική, αυτό αποδεικνύει την καλή πορεία της επιχείρησης.

	2013	2014	2015	2016	2017
Έσοδα	698.917.500	911.793.700	982.964.000	1.020.313.000	1.127.625.000
Λοιπά έσοδα	10.246.630	9.745.200	18.827.620	14.225.580	13.966.140
Χρηματοοικονομικά έσοδα	17.378.090	26.185.180	42.116.570	43894610	21.252.600
Λειτουργικά έξοδα	639.379.400	840.282.190	929.580.910	1.008.851	1.057.656.100
Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων	87.162.820	107.441.890	114.327.280	1.054.782.329	83.935.040
Αποσβέσεις	12.086.350	12.551.200	14.010.000	17.984.420	19.402.960
Κέρδη προ φόρων και τόκων	75.076.470	94.890.690	100.316.920	51.598.600	85.784.930
Κέρδη προ φόρων και τόκων	75.075.460	94.890.690	100.316.920	51.598.600,00	85.784.930,00
Φορολογικός συντελεστής	26%	26%	26%	26%	26%
Λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους	57.759.150	80.441.440	68.394.410	32.210.570	60.365.320
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία	222.212.250	275.953.670	274.157.000	227.480.990	205.426.990
Σύνολο κυκλοφορούντων ενεργητικών	339.143.910	354.012.670	394.677.020	423.280.880	476.623.570
Συνολικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	214.836.270	285.797.410	332.974.810	319.403.620	362.670.770
Συνολικές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	133.642.640	125.176.630	113.884.780	87.087.200	71.439.480
Καθαρό κεφάλαιο κίνησης	-9.335.000,00	-56.961.370,00	-52.182.570,00	16.790.060,00	42.513.320,00
Επενδεδυμένα κεφάλαια	212.877.250	218.992.300	221.974.430	244.271.050	247.940.310
WACC	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
=Επενδεδυμένα κεφάλαια * WACC	20.223.338,75	20.804.268,50	21.087.570,85	23.205.749,75	23.554.329,45
EVA= Καθαρά κέρδη μετά από φόρους - (Επενδεδυμένα κεφάλαια* WACC)	37.535.811,25	59.637.171,50	47.306.839,15	9.004.820,25	36.810.990,55
Σύνολο EVA	190.295.632,70				

Πίνακας 3 Υπολογισμός της αξίας της AEGEAN AIRLINES με τη μέθοδο της Οικονομικά Προστιθέμενης Αξίας (EVA)

6.3. Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows – DCF)

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και αδιάλειπτης λειτουργίας της. Οι ταμειακές ροές θεωρούνται από πολλούς αναλυτές της αγοράς τη βασικότερη χρηματοοικονομική κατάσταση. Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (π.χ. πωλήσεων, επενδύσεων κλπ) για την προσεχή πενταετία, όπως αυτές εκτιμήθηκαν από τους αρμόδιους της Εταιρείας.

Ανάλογα με τη λειτουργική δραστηριότητα, της προς αποτίμηση, Εταιρείας υπάρχουν κυρίως δύο προσεγγίσεις: προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της Εταιρείας (Free Cash Flows to the Firm) ή προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity). Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της Εταιρείας.

Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της Εταιρείας.

Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις της Εταιρείας. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους κλπ.

Η ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογιζόμενων εξόδων για επενδύσεις κεφαλαίου κλπ.

Η ανάλυση κεφαλαιακής δομής περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου όπως καθορίζεται από το

κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια κλπ) και από τους αντίστοιχους παράγοντες συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, διενεργείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για το χρονικό ορίζοντα που προκαθορίστηκε και οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας (WACC) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρείας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία της Εταιρείας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προκύπτει εάν από την αξία της εταιρείας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των υφιστάμενων δανείων της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει η εταιρεία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους.

Ο καθορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου εξαρτάται από το εάν οι ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρείας, οπότε εφαρμόζεται το WACC ή άλλως εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Το κόστος αυτό εκτιμήθηκε με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model-CAPM) βάσει της ακόλουθης σχέσης:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Η μέθοδος CAPM είναι από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση επιχειρήσεων. Ειδικότερα, για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου γίνονται ορισμένες

παραδοχές σχετικά με τους παράγοντες κινδύνου και την αναμενόμενη απόδοση της επιχείρησης, οι οποίες περιγράφονται στη συνέχεια.

Απόδοση Άνευ Κινδύνου (R_f)

Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση σε ευρώ. Την απόδοση αυτή θεωρείται ότι προσφέρουν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διάρκειας αντίστοιχης με εκείνη της προς αποτίμηση επένδυσης. Προκειμένου για μια μακροχρόνια επένδυση, όπως είναι η επένδυση σε μετοχές μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο Εταιρείας, συνήθως επιλέγεται το μετά φόρων σταθερό επιτόκιο έκδοσης του δεκατετούς ΟΕΔ.

Προσαύξηση Κινδύνου Κεφαλαιαγοράς (R_m)

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας Εταιρείας μπορεί δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει. Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (R_m). Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος εκ των οποίων σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας.

Βάσει των ανωτέρω και σταθμίζοντας τόσο τις ιδιαιτερότητες της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς όσο και τις πρόσφατες οικονομικές εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, εκτιμούμε ότι η προσαύξηση του κινδύνου που αρμόζει στην φύση των προς αποτίμηση εταιρειών και τους σκοπούς της παρούσας έκθεσης ανέρχεται στο 5%.

Συντελεστής Κινδύνου β (beta coefficient)

Σε σχέση με την μέτρηση του κινδύνου που αναλαμβάνει ένας επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του στις μετοχές μιας Εταιρείας, απαιτείται επιπλέον προσαρμογή στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου η οποία εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα (β).

Ο συντελεστής β ενσωματώνει στο κόστος μετοχικού κεφαλαίου παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μία εταιρεία.

Ειδικότερα, ο β λόγω συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του κινδύνου μιας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, καθώς υποδηλώνει την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς.

Συγκεκριμένα, συντελεστής β μεγαλύτερος της μονάδας (>1) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι η αγορά στο σύνολό της, ενώ συντελεστής β μικρότερος της μονάδας (<1) το αντίθετο. Ο μέσος επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρείας με υψηλότερο κίνδυνο ($\beta > 1$) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο ($\beta < 1$).

Το ύψος των προεξοφλητικών επιτοκίων που εφαρμόστηκαν για την αποτίμηση κάθε μιας από τις εταιρείες υπολογίστηκαν ως εξής :

- Απόδοση μηδενικού επιτοκίου (R_f) 4,05%
- Προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς ($R_m - R_f$) 5,00%
- Συντελεστής κινδύνου B (B) 0,45%
- Προεξοφλητικό επιτόκιο (K_e) 8,55%

Παρούσα αξία στο Διηνεκές

Όπως προαναφέραμε η τελική αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από την ακόλουθη σχέση:

Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών Ροών + Παρούσα Αξία στο διηνεκές (υπολειμματική αξία).

Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας εταιρείας υπολογίζεται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου για την οποία υπάρχουν συγκεκριμένες προβλέψεις. Η παρούσα αξία στο διηνεκές εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρεία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων.

Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσόδων προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρείας στο διηνεκές, λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική και τις προοπτικές της.

Για την περίοδο αυτή, οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης της εταιρείας αναπροσαρμόζονται έτσι ώστε να εκφράζουν τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρεία σε κατάσταση ισορροπίας και ωρίμανσης των εργασιών της.

Οι ταμειακές ροές της περιόδου αυτής, ήτοι μετά το 2009, προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας το ίδιο προεξοφλητικό επιτόκιο με αυτό που χρησιμοποιείται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών της περιόδου των προβλέψεων, προσαρμοσμένο ως προς τον συντελεστή ανάπτυξης της εταιρείας εις το διηνεκές. Η παραδοχή που έγινε για τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης των εταιρειών στο διηνεκές είναι 3%.

Με βάση την ανωτέρω μέθοδο προεξοφλητικών ταμειακών ροών προσδιορίζεται η αξία μιας εταιρείας. Ενδέχεται όμως από τις προς αποτίμηση εταιρείες μερικές να διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία όπως χαρτοφυλάκια χρεογράφων, συμμετοχές σε ομοειδείς ή/ και σε άλλες εταιρείες, πλεονάζοντα πάγια ή/ και υποχρεώσεις, καθώς επίσης και σημαντικά επίπεδα διαθεσίμων ή/ και δανεισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η πραγματική αξία μιας εταιρείας προκύπτει βάσει της ακόλουθης σχέσης :

1) Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων) + Παρούσα Αξία στο Διηνεκές = Αξία Επιχείρησης

2) Αξία Επιχείρησης + Παρούσα Αξία Συμμετοχών + Πλεόνασμα Πάγια/ Υποχρεώσεις + Αγοραία Αξία Διαθεσίμων / Δανεισμού = Συνολική Αξία Επιχείρησης

6.4. Η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας AEGEAN AIRLINES S.A. με την μέθοδο της προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Για την αποτίμηση του ομίλου Aegean Airlines, θα χρησιμοποιηθούν οι μέθοδοι προεξόφλησης των λειτουργικών και ελεύθερων ταμειακών ροών. Σύμφωνα με τα δεδομένα και τις αναλύσεις από προηγούμενα ιστορικά μεγέθη του ομίλου, από τις εκτιμήσεις της διοίκησης (επίτευξη των στόχων της, αύξηση κερδών, συνεχής επέκταση του δικτύου της και αύξηση της επιβατικής κίνησης), αλλά και από τους εξωτερικούς

παράγοντες που θα λάβουμε υπόψιν το ΑΕΠ της χώρας που προβλέπει η έκθεση του ΔΝΤ “world economic outlook” για την Ελλάδα. Σύμφωνα με την συγκεκριμένη έκθεση προβλέπεται αύξηση 1,5-2% του ΑΕΠ έως το 2022. Για λόγους συντηρητικότητας θα επιλέξουμε ως ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές το 1,5%. Ο σχηματισμός προβλέψεων για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών έγινε για την περίοδο 2018-2022. Η εκτίμηση θα γίνει σύμφωνα με τα παρακάτω βήματα:

- Υπολογισμός του WACC (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου) για την εκτίμηση της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών.
- Υπολογισμός των προβλεπόμενων ταμειακών ροών για την περίοδο 2018-2022.
- Αποτίμηση βάσει λειτουργικών και ελεύθερων ροών.
- Υπολογισμός της προβλεπόμενης τιμής της μετοχής.
- Σχόλια- συμπεράσματα σχετικά με την προβλεπόμενη τιμή της μετοχής, όπως θα προκύψει από τα αποτελέσματα που θα βρούμε.

6.4.1. Υπολογισμός WACC - Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα εφαρμόσουμε τον τύπο του CAPM:

$$E(r) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Το R_f ή το επιτόκιο άνευ κινδύνου, είναι το επιτόκιο μια επένδυσης που δεν αποδίδει κίνδυνο. Σύμφωνα με διεθνείς μελέτες θα ήταν προτιμότερο να χρησιμοποιήσουμε ως επιτόκιο άνευ κινδύνου το επιτόκιο του ευρώ που εκδίδει η ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα. Κάτι τέτοιο όμως θα οδηγούσε στην αποτίμηση του ομίλου με μεγέθη που δεν εκφράζουν την ελληνική οικονομία. Τα παρακάτω διαγράμματα παρουσιάζει το επιτόκιο από το 10ετές ελληνικό ομόλογο. Όπως παρατηρούμε το 10ετές ελληνικό ομόλογο μέχρι και τον Μάρτιο του 2017 κυμαινόταν σε τιμές μεταξύ 7-8,6%. Από τον Μάιο και έπειτα παρατηρείται μία πτωτική πορεία, με μέσο όρο στο 5,63% (01/05-31/08/2017). Το επιτόκιο του ευρώ από το 2016 και έπειτα κινείται κοντά στο 0%. Για τον υπολογισμό του WACC θα χρησιμοποιήσουμε το 10ετές

ελληνικό ομόλογο ως το επιτόκιο άνευ κινδύνου. Θα επιλέξουμε ως R_f το 5,63% (Μ.Ο τελευταίου τετράμηνου) που αντικατοπτρίζει αυτήν την περίοδο την ελληνική οικονομία.



Διάγραμμα 26 Επιτόκιο του 10-ετές Ελληνικού ομολόγου

Πηγή: www.bloomerg.com (Greece government bond 10Y)

Το β του ομίλου δηλαδή ο συστημικός κίνδυνος, μετρά την μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς. Όταν ο συντελεστής βήτα είναι κοντά στην μονάδα, σημαίνει ότι ακολουθεί πιο πιστά την τάση της αγοράς. Μετοχές που ξεφεύγουν πάνω από την μονάδα θεωρούνται μετοχές υψηλού κινδύνου. Στην περίπτωση της AEGEAN AIRLINES S.A. η απόδοση της αγοράς διαγράφεται πάνω στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών.

Το β για την Aegean Airlines σύμφωνα με Financial Times είναι στο 0,7 που δηλώνει ότι ακολουθεί την τάση του γενικού δείκτη πιο συντηρητικά στις μεταβολές του. Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία, για να υπολογιστεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων με μεγαλύτερη ακρίβεια θα χρησιμοποιήσουμε το μοχλευμένο β που υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\beta_m = \beta * (1 + (\text{ποσοστό ξένων} * (1 - \text{ποσοστό φόρου}))) / \text{ποσοστό ιδίων}$$

όπου έχουμε:

Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων 2013-2017: 63%

Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων 2013-2017: 37%

Μέσος όρος φορολογικού συντελεστή 2012-2016 (taxheaven): 25,4%

Για να υπολογιστούν τα ποσοστά των ιδίων και ξένων κεφαλαίων χρησιμοποιήσαμε τους παρακάτω τύπους (Investopedia):

Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων = ίδια κεφάλαια / συνολικά κεφάλαια

Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων = ξένα κεφάλαια / συνολικά κεφάλαια

Άρα το βμ θα ισούται με:

$$\beta_m = 0,7 * (1 + (0,37 * (1 - 0,254))) / 0,63 = 1$$

Όσον αφορά το risk premium (Rm-Rf) της Ελλάδας, ισούται με 8,837% (Ιούλιος 2017) (market-risk-premium).

Σύμφωνα με τα παραπάνω δεδομένα, το κόστος ιδίων κεφαλαίων θα ισούται με:

$$E(r) = R_f + \beta (R_m - R_f) = 0,0563 + 1 * 0,08837$$

$$E(r) = 14,467\%$$

6.4.2. Κόστος δανειακών κεφαλαίων

Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία (Ιούλιος 2017) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, το κόστος δανεισμού των μεγάλων επιχειρήσεων για την Ελλάδα είναι 4,53% (ecb). Άρα το κόστος δανειακών κεφαλαίων ισούται με:

$$D(r) = 4,53\%$$

6.4.3. Υπολογισμός WACC

Σύμφωνα με τους παραπάνω υπολογισμούς, συνοπτικά θα έχουμε:

- Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων: 63%
- Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων: 37%
- Κόστος ιδίων κεφαλαίων: 14,467%
- Κόστος ξένων κεφαλαίων: 4,53%
- Ποσοστό φόρου: 25,4%

Ο τύπος για να υπολογιστεί το WACC ισούται με:

$$\text{WACC} =$$

$$(\text{ποσοστό ιδίων} * \text{κόστος ιδίων}) + (\text{ποσοστό ξένων} * \text{κόστος ξένων} * (1 - \% \text{φόρου})) =$$

$$(0,63 * 0,14467) + (0,37 * 0,0453 * 0,746) = 10,36\%$$

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου που θα εφαρμοστεί για την αποτίμηση θα ισούται με **10,36%**

6.4.4. Προβλεπόμενες ταμειακές ροές

Για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων ταμειακών ροών οι βασικές παραδοχές είναι:

- Ρυθμός αύξησης στο διηνεκές: 1,5%
- EBITDA: ρυθμός αύξησης στο διηνεκές 1,5%
- Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης: σταθερό στο ύψος των 17,07€ εκατ.
- CAPEX: σταθερό στο ύψος των 24€ εκατ.

■ Πίνακας 4 Προβλεπόμενες ταμειακές ροές

Ταμειακές ροές (σε € εκατ.)						
Έτη	2017²³	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA (α)	119,8	121,6	123,4	124,8	126,7	128,6
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης (β)	17,07	17,07	17,07	17,07	17,07	17,07
Λειτουργικές ροές (α-β)	102,7	104,5	106,3	107,7	109,6	111,5
CAPEX (γ)	24	24	24	24	24	24
Ελεύθερες ροές (α-β-γ)	78,7	80,5	82,3	83,7	85,6	87,5

²³ Τα στοιχεία του 2017 προέρχονται από τον ετήσιο ισολογισμό του 2017 και δεν ορίζονται ως «προβλεπόμενες ταμειακές ροές»

6.4.5. Αποτίμηση βάσει λειτουργικών ροών

Στην ενότητα αυτή θα υπολογιστεί η αξία της μετοχής βάσει των λειτουργικών ταμειακών ροών. Για την αποτίμηση θα επιλέξουμε τις λειτουργικές ροές για το 2021 από τον πίνακα 2 και όπως προαναφέραμε ο ρυθμός αύξησης θα είναι 1,5%, ενώ το WACC θα είναι 10,36%. Σύμφωνα με τα παραπάνω, η αξία της επιχείρησης θα είναι:

$$\text{Αξία Επιχείρησης: } FCF_{2021} / WACC-g = 109.600.000 / 0,1036 - 0,015 = 1.237.020.300$$

Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου θα ισούται με την αξία της επιχείρησης:

$$\text{Αξία μετοχικού κεφαλαίου} = \text{Αξία Επιχείρησης} - \text{Δανεισμός} = 1.237.020.300 - 0 = 1.237.020.300$$

Τέλος, θα υπολογίσουμε την προσδοκώμενη τιμή της μετοχής διαιρώντας την αξία της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών. Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του ομίλου, ο αριθμός των μετοχών ισούται με 71.417.100. Επομένως η τιμή της μετοχής θα είναι:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} / \text{Αριθμός Μετοχών} = 1.237.020.300 / 71.417.100 = 17,32 \text{ €}$$

Σύμφωνα με τους παραπάνω υπολογισμούς, η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής είναι 17,32€, η οποία βρίσκεται υψηλότερα κατά 26% από την τρέχουσα τιμή στο ΧΑ. Στον παρακάτω πίνακα παρατηρούμε την σχέση μεταξύ της εκτιμώμενης τιμής της μετοχής με την τρέχουσα, το υψηλό και το χαμηλό του έτους.

Σχέση εκτιμώμενης-τρέχουσας τιμής της μετοχής βάσει λειτουργικών ροών

		Διαφορά από 17,32€
Τρέχουσα Τιμή (8/02/2018)	€ 8,75	98%
Υψηλό Έτος	€ 9,59	81%
Χαμηλό Έτος	€ 6,52	166%

6.4.6. Αποτίμηση βάσει ελεύθερων ροών

Για να υπολογίσουμε την αξία του μετοχικού κεφαλαίου θα επιλέξουμε τις ελεύθερες ροές του 2021 από τον πίνακα 2, με ρυθμό αύξησης στο 1,5% και κόστος ιδίων κεφαλαίων στο 14,467%.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου θα είναι:

$$\text{Αξία μετοχικού κεφαλαίου} = \text{FCFE}_{2021} / r_{e-g} = 85.600.000 / 0,14467-0,015 = 660.137.271,54$$

Η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής:

$$\text{Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου} / \text{Αριθμός Μετοχών} = 660.137.271,54 / 71.417.100 = 9,24\text{€}$$

Σύμφωνα με τους παραπάνω υπολογισμούς, η προσδοκώμενη τιμή της μετοχής είναι 9,24€, η οποία βρίσκεται χαμηλότερα κατά 84% από την τρέχουσα τιμή στο ΧΑ. Στον παρακάτω πίνακα παρατηρούμε την σχέση μεταξύ της εκτιμώμενης τιμής της μετοχής με την τρέχουσα, το υψηλό και το χαμηλό του έτους.

		Διαφορά από 9,24€
Τρέχουσα Τιμή (8/02/2018)	€ 8,75	5,6%
Υψηλό Έτος	€ 9,59	- 3,65%
Χαμηλό Έτος	€ 6,52	41,7%

6.4.7. Σχολιασμός της πραγματικής και της προβλεπόμενης τιμής της μετοχής

Η αποτίμηση με βάση τις λειτουργικές ταμειακές ροές δείχνει πως την τιμή της μετοχής στο ύψος του 17,32€, πράγμα που σημαίνει ότι είναι υψηλότερη σε σχέση με την τρέχουσα. Αυτό σημαίνει ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη.

Όσον αφορά την αποτίμηση βάσει των ελεύθερων ταμειακών ροών έδειξε μια πιο συντηρητική τιμή στο ύψος του 9,24€. Η συγκεκριμένη τιμή βρίσκεται υψηλότερα σε σχέση με την τρέχουσα. Σχετικά με τον συγκεκριμένο τρόπο αποτίμησης η τρέχουσα τιμή θεωρείται υποτιμημένη.

Η δίκαιη τιμή της μετοχής βάσει προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα είναι ο μέσος όρος της προβλεπόμενης τιμής βάσει ελεύθερων και λειτουργικών ροών. Συγκεκριμένα θα έχουμε: $(17,32 + 9,24) / 2 = 13,28 \text{ €}$.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία παρουσιάζεται η εταιρία AEGEAN AIRLINES η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο των αερομεταφορών στην Ελλάδα.

Μετά την οικονομική ανάλυση της εταιρίας AEGEAN AIRLINES κατά την πενταετία 2013–2017 και πιο συγκεκριμένα των αριθμοδεικτών ρευστότητας, αποδοτικότητας, δραστηριότητας, προκύπτουν τα παρακάτω συμπεράσματα:

- Η επιχείρηση έχει έναν πολύ καλό δείκτη γενικής, ειδικής και ταμειακής ρευστότητας, καθόλη τη διάρκεια των 5 ετών.
- Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους αυξάνεται και είναι πάνω από τα επίπεδα που παρουσιάζει ο κλάδος
- Το ενεργητικό της επιχείρησης την βοηθάει στην πραγματοποίηση εσόδων. Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού ο οποίος αυξάνεται χρόνο με το χρόνο μας βοηθάει να το καταλάβουμε αυτό.
- Η επιχείρηση κάνει αποδοτική χρήση των ιδίων κεφαλαίων
- Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση παραμένει σταθερή κάτι το οποίο δείχνει πως η επιχείρηση έχει καλή πολιτική έναντι των απαιτήσεών της.
- Η μέση διάρκεια εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης αυξήθηκε από 925 ημέρες στις 1036 ημέρες. Αυτό δείχνει πως η επιχείρηση δεν έχει καλή ρευστότητα και πληρώνει πιο αργά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- Τα αποθέματα το 2017 παραμένουν στην επιχείρηση για λιγότερες μέρες σε σχέση με το 2016.
- Σε σχέση με τον κλάδο η θέση της Aegean είναι πολύ βελτιωμένη, γεγονός που δείχνει ότι η εταιρία κάνει αποδοτική χρήση των ιδίων κεφαλαίων της, προκειμένου να παράγει κέρδη, σε σύγκριση πάντα με τις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου

- Από την πορεία του δείκτη μπορεί να συμπεράνει κανείς, πως η επιχείρηση χρησιμοποιεί αποδοτικά το διαθέσιμο κεφάλαιό της, και έτσι η επιχείρηση αξιοποιώντας σωστά το διαθέσιμο κεφάλαιό της, παράγει κέρδη για την εταιρία.
- Παρόλο που η Aegean Airlines το 2015 χάνει ένα μέρος της κερδοφορίας της, ωστόσο επειδή στον υπόλοιπο κλάδο οι εταιρίες λειτουργούν με ζημία, θεωρούμε πως η κερδοφορία της εταιρίας είναι πολύ καλή.
- Η επιχείρηση έχει καλό περιθώριο μικτού κέρδους καθώς εφαρμόζει δυναμική πολιτική πωλήσεων και πραγματοποιεί υψηλά κέρδη λόγω του μεγάλου όγκου πωλήσεων, αντισταθμίζοντας έτσι το χαμηλό περιθώριο καθαρού κέρδους.
- Διαχρονικά η επιχείρηση φαίνεται ότι έχει μια σταθερή πορεία όσον αφορά τις ημέρες που χρειάζεται για να εισπράξει από απαιτήσεις της.
- Το σύνολο των παγίων στοιχείων της εταιρίας AEGEAN AIRLINES χρησιμοποιείται όλο και λιγότερο εντατικά σε σχέση με τις πωλήσεις. Ωστόσο, η μείωση δεν έχει μεγάλες διακυμάνσεις.

Η Aegean Airlines αποτελεί τη μεγαλύτερη αεροπορική εταιρία στην Ελλάδα όσον αφορά τα έσοδα αλλά και το μερίδιο της αγοράς. Η περίοδος της κρίσης που βιώνει όλη η χώρα, καθώς και οι υψηλές φορολογικές δαπάνες των τελευταίων ετών φυσικά δεν μπορούσε να αφήσει ανεπηρέαστο τον κλάδο των αερομεταφορών όπως και σε όλους τους τομείς επιχειρηματικότητας. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν ισχύει για την Aegean Airlines.

Ο όμιλος της Aegean Airlines όχι μόνο δεν επηρεάστηκε από την περίοδο της κρίσης, αλλά κατάφερε με αργά και σταθερά βήματα να βελτιώσει την ποιότητα των υπηρεσιών του, να αυξήσει και να ανανεώσει τον στόλο του, να μεγαλώσει το δίκτυό του τόσο στο εσωτερικό, όσο και στο εξωτερικό, να μειώσει περεταίρω τους ναύλους του και να αυξήσει την επιβατική του κίνηση.

Ο όμιλος αυτός από την Ελλάδα αποτελεί ένα αξιοζήλευτο παράδειγμα επιχειρηματικότητας, καθώς ελάχιστες εταιρίες έχουν πετύχει κάτι ανάλογο σε τόσα λίγα χρόνια με αντίξοες συνθήκες. Κατάφερε όχι μόνο να είναι ηγέτης σε εγχώριο επίπεδο από τα πρώτα κιόλας χρόνια της ίδρυσής της, αλλά να είναι εξίσου ανταγωνιστική και σε διεθνές επίπεδο.

Όσον αφορά την παρούσα διπλωματική εργασία, έγινε αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με την μέθοδο της Οικονομικά προστιθέμενης αξίας (EVA) αλλά εταιρία με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

Ο μέσος όρος της δίκαιης τιμή της αποτίμησής μας είναι 13,28€. Αυτό σημαίνει ότι η τρέχουσα τιμή των € 8,75 (08/02/2018), βρίσκεται πιο χαμηλά στην εκτίμηση που πραγματοποιήσαμε. Σύμφωνα με τους οίκους αξιολόγησης, ο μέσος όρος της τιμή-στόχο μέχρι τις αρχές του 2017 ήταν μεταξύ 7-8€.

Σύμφωνα με την μέθοδο της οικονομικά προστιθέμενης αξίας EVA, δείχνει πως η επιχείρηση έχει κερδίσει περισσότερα λειτουργικά κέρδη απ' ότι το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή αυτού του εισοδήματος, και επομένως παράγει αξία για τους μετόχους της, η οποία αξία είναι πολύ σημαντική. Καθώς η αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο της οικονομικά προστιθέμενης αξίας είναι θετική, αυτό αποδεικνύει την καλή πορεία της επιχείρησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης (2005), Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεσσαλονίκη: Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.
2. Βασιλείου Δημήτριος, Ηρειώτης Νικόλαος (2008), Χρηματοοικονομική διοίκηση, εκδόσεις ROSILI.
3. Brealey, Myers, Allen (2016), Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων, Αθήνα: εκδόσεις ΥΤΟΡΙΑ ΕΠΕ.
4. Γκίκας, Παπαδάκης, Σιουγλέ (2010), Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Αθήνα: εκδόσεις Γ. Μπένου.
5. Νούλας Αθανάσιος, 2015. Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεσσαλονίκη
6. Παναγιώτης Φώτης (2015), Χρηματοοικονομική ανάλυση επενδύσεων, Εκδόσεις ΠΡΟΠΟΜΠΟΣ
7. Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Γεώργιος Κοντέος, Νικόλαος Σαριαννίδης (2013), Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση, 1^η Έκδοση

Ξένη Βιβλιογραφία

1. Damodaran (2010), The Dark Side of Valuation, New Jersey: Pearson Education.

Ηλεκτρονικές πηγές

1. Aegean Airlines, ιστορική αναδρομή:
<https://el.about.aegeanair.com/etaireia/istoria/istoriki-anadromi/>
2. Aegean Airlines, profile:
<https://el.about.aegeanair.com/etaireia/profil/>
3. Aegean Airlines, οικονομικές καταστάσεις:
<https://el.about.aegeanair.com/ependytes/financial-results/>
4. Aegean Airlines, ετήσια δελτία:
<https://el.about.aegeanair.com/ependytes/anafores/>

5. Airlines, η ιστορία της Aegean Airlines:
<https://www.airliners.gr/el/airlines/Aegean%20Airlines.html>
6. OECD, Greece GDP annual growth rate:
<https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm>
7. OECD, Greece unemployment rate:
<https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>
8. OECD, Greece inflation rate:
<https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>
9. Naftemporiki, επισκόπηση τιμής της μετοχής/γράφημα:
<http://www.naftemporiki.gr/finance/quote/aegn.ath/aeroporla-aigaiou-ko>
10. Capital, σύγκριση τιμής της μετοχής Aegean Airlines με την τιμή του γενικού δείκτη:
<http://www.capital.gr/finance/chart/history/%CE%91%CE%A1%CE%91%CE%99%CE%93?interval=1y>
11. Bloomberg, Greece government bond 10Y:
<https://www.bloomberg.com/quote/GGGB10YR:IND>
12. Investopedia, Valuing Firms Using Present Value of Free Cash Flows:
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/present-value-free-cash-flow.asp>
13. Market risk premium-Greece:
<http://www.market-risk-premia.com/gr.html>
14. Taxheaven, Κλίμακες και συντελεστές φορολογίας εισοδήματος:
<https://www.taxheaven.gr/pages/klimakes>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ AEGEAN AIRLINES

AEGEAN AIRLINES	2013	2014	2015	2016	2017
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	339.144.000	354.013.000	394.677.000	423.281.000	476.624.000
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	214.836.000	285.797.000	332.975.000	319.404.000	362.671.000
Πάγια	81.005.000	80.489.000	103.938.000	100.768.000	94.192.000
Αποθέματα	10.951.000	13.238.000	13.182.000	16.080.000	15.193.000
Ταμειακά διαθέσιμα	226.877.000	191.437.000	152.933.000	0	7.208.000
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	212.877.000	218.992.000	221.974.000	244.271.000	247.940.000
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	133.643.000	125.177.000	113.885.000	87.087.000	71.439.000
Πωλήσεις - Έσοδα πωλήσεων	698.917.000	850.891.000	982.964.000	1.020.313.000	1.127.625.000
Απαιτήσεις	81.873.000	98.251.000	118.489.000	129.200.000	136.191.000
Καθαρά κέρδη χρήσης μετά φόρων	57.759.000	80.245.000	68.394.000	32.211.000	60.365.000
Σύνολο Ενεργητικού	561.356.000	629.966.000	668.334.000	650.762.000	682.051.000
Μικτά κέρδη εκμετάλλευσης	105.792.000	146.678.000	133.844.000	104.466.000	150.023.000
Συνολικά κεφάλαια	561.356.000	629.966.000	668.334.000	650.762.000	682.051.000
Καθαρά κέρδη χρήσης προ φόρων	75.075.000	94.891.000	100.317.000	51.599.000	85.785.000
Διαρκή κεφάλαια	346.520.000	344.169.000	335.859.000	0	319.379.000

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ASTRA AIRLINES

ASTRA AIRLINES	2013	2014	2015	2016	2017
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	5.371.259	5.048.313	7.855.426	5.518.580	0
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	4.400.027	3.976.553	10.444.013	8.474.738	0
Πάγια	615.174	2.894.867	6.168.735	6.079.521	0
Αποθέματα	771.081	958.384	1.056.484	1.103.562	0
Ταμειακά διαθέσιμα	1.272.860	423.315	261.745	157.103	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	2.439.592	2.964.174	2.997.585	2.636.827	0
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	646.616	1.462.500	1.027.893	892.500	0
Πωλήσεις - Έσοδα πωλήσεων	43.419.994	30.786.680	26.597.991	36.794.887	0
Απαιτήσεις	3.327.318	3.666.614	6.537.197	4.257.915	0
Καθαρά κέρδη χρήσης μετά φόρων	501.848	524.581	583.413	199.242	0
Σύνολο Ενεργητικού	7.489.931	8.403.225	14.469.491	12.004.066	0
Μικτά κέρδη εκμετάλλευσης	3.183.852	854.037	33.851	1.471.887	0
Συνολικά κεφάλαια	7.489.931	8.403.225	14.469.491	12.004.066	0
Καθαρά κέρδη χρήσης προ φόρων	3.438.141	806.303	935.470	511.763	0
Διαρκή κεφάλαια	3.086.208	4.426.674	4.025.478	3.529.327	0

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ELLINAIR ΜΟΥΖΕΝΙΔΙΣ GROUP

ELLINAIR ΜΟΥΖΕΝΙΔΙΣ GROUP	2013	2014	2015	2016	2017
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	37.920.820	40.234.101	37.445.127	28.896.490	0
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	42.900.784	46.527.779	44.344.187	54.947.386	0
Πάγια	29.331.160	25.789.973	10.789.829	10.728.698	0
Αποθέματα	227.802.590	291.387	591.167	947.060	0
Ταμειακά διαθέσιμα	1.773.355	1.034.425	1.122.670	3.092.241	0
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	4.859.000	8.784.510	1.305.755	-12.583.548	0
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	13.955.126	11.234.793	5.962.664	1.083.979	0
Πωλήσεις - Έσοδα πωλήσεων	164.281.068	195.753.437	152.215.106	181.163.369	0
Απαιτήσεις	35.919.662	38.908.289	35.731.291	24.857.100	0
Καθαρά κέρδη χρήσης μετά φόρων	-6.220.567	1.990.687	-7.131.760	-14.594.893	0
Σύνολο Ενεργητικού	60.056.203	66.547.082	51.612.606	43.447.816	0
Μικτά κέρδη εκμετάλλευσης	12.772.916	18.258.094	10.560.793	6.294.213	0
Συνολικά κεφάλαια	60.056.203	66.547.082	51.612.606	43.447.816	0
Καθαρά κέρδη χρήσης προ φόρων	284.483	2.020.249	-7.071.147	-14.594.893	0
Διαρκή κεφάλαια	18.814.126	20.019.303	7.268.419	-11.499.569	0