



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ, ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων: Μελέτη της Εξαγοράς
του Ομίλου Stoiximan από τον Όμιλο ΟΠΑΠ Α.Ε.**

Δημήτριος Παγώνης

Επιβλέπων Καθηγητής: Ιωάννης Ταμπακούδης

Θεσσαλονίκη, Αύγουστος 2021

Ευχαριστίες

Για την εκπόνηση της εργασίας, απευθύνω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Ιωάννη Ταμπακούδη για την καθοδήγηση που μου παρείχε, και στην οικογένειά μου για τη στήριξη που μου έχει προσφέρει.

Περιεχόμενα

Κατάλογος πινάκων	4
Κατάλογος γραφημάτων	5
Εισαγωγή	6
Κεφάλαιο 1: Συγχωνεύσεις και εξαγορές.....	7
1.1 Έννοια της συγχώνευσης (Merger)	7
1.2 Εξαγορά (Acquisition).....	7
1.3 Τύποι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	8
1.4 Κύματα Συγχωνεύσεων – Εξαγορών	11
1.5 Κίνητρα Συγχωνεύσεων – Εξαγορών.....	14
1.6 Παράγοντες Επιτυχίας και Αποτυχίας Συγχωνεύσεων – Εξαγορών.....	19
Κεφάλαιο 2: Κλάδος τυχερών παιχνιδιών.....	24
2.1 Είδη τυχερών παιχνιδιών και νομοθετικό πλαίσιο σε Ελλάδα και Ευρώπη	24
2.2 Έσοδα αγοράς τυχερών παιχνιδιών	27
2.3 Παίγνια της ΟΠΑΠ Α.Ε	29
2.4 Παίγνια κρατικών λαχείων	31
2.5 Παίγνια που πραγματοποιούνται διαδικτυακά	32
2.6 Κρατικά έσοδα από το πεδίο των τυχερών παιγνίων	34
2.7 Εταιρείες με άδεια πραγματοποίησης τυχερών παιγνίων στην Ελλάδα.....	35
2.8 Η συγχώνευση ΟΠΑΠ ΑΕ – ΣΤΟΙΧΙΜΑΝ ΑΕ	35
Κεφάλαιο 3: Μελέτη Συγχώνευσης ΟΠΑΠ Α.Ε. – Stoiximan Α.Ε.....	39
3.1 Μεθοδολογία	39
3.2 Εξεταζόμενοι αριθμοδείκτες	43
3.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	43
3.2.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	46
3.2.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας	49
3.2.4 Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων	52
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση αριθμοδεικτών ΟΠΑΠ – Stoiximan	55
4.1 Ανάλυση αριθμοδεικτών ΟΠΑΠ – Stoiximan πριν την εξαγορά	55
4.1.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	55
4.1.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	57
4.1.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	63
4.1.4 Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων	68
4.2 Ανάλυση αριθμοδεικτών ΟΠΑΠ μετά την εξαγορά	72

4.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	72
4.2.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	75
4.2.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	78
4.2.4 Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων.....	82
Συμπεράσματα.....	85
Βιβλιογραφία.....	89
Α. Ελληνική.....	89
Β. Ξενόγλωσση.....	91
Παράρτημα: Οικονομικές καταστάσεις.....	94
Α. ΟΠΑΠ.....	94
Β. Stoiximan.....	102

Κατάλογος πινάκων

<i>Πίνακας 1: Εξέλιξη του κύκλου εργασιών, των ακαθάριστων εσόδων από τη διεξαγωγή των τυχερών παιγνίων τόσο επίγεια όσο και διαδικτυακά.....</i>	<i>27</i>
<i>Πίνακας 2: Εξέλιξη κύκλου εργασιών, ακαθάριστων εσόδων επίγειων παιγνίων ΟΠΑΠ ΑΕ.....</i>	<i>30</i>
<i>Πίνακας 3: Εξέλιξη κύκλου εργασιών και ακαθάριστων εσόδων παιγνίων κρατικών λαχείων.....</i>	<i>32</i>
<i>Πίνακας 4: Αριθμοδείκτης Γενική Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>55</i>
<i>Πίνακας 5: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>56</i>
<i>Πίνακας 6: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>57</i>
<i>Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>58</i>
<i>Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>59</i>
<i>Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>61</i>
<i>Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>62</i>
<i>Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>63</i>
<i>Πίνακας 12: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>64</i>
<i>Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>66</i>
<i>Πίνακας 14: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>67</i>
<i>Πίνακας 15: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>68</i>
<i>Πίνακας 16: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>69</i>
<i>Πίνακας 17: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....</i>	<i>71</i>
<i>Πίνακας 18: Αριθμοδείκτης Γενική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>72</i>
<i>Πίνακας 19: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>73</i>
<i>Πίνακας 20: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>74</i>
<i>Πίνακας 21: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>75</i>
<i>Πίνακας 22: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>76</i>
<i>Πίνακας 23: Αριθμοδείκτης Μικτό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>76</i>
<i>Πίνακας 24: Αριθμοδείκτης Καθαρό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>77</i>
<i>Πίνακας 25: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>78</i>
<i>Πίνακας 26: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>79</i>
<i>Πίνακας 27: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020.....</i>	<i>80</i>

Πίνακας 28: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020	81
Πίνακας 29: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020	82
Πίνακας 30: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020	83
Πίνακας 31: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ 2018-2020.....	84

Κατάλογος γραφημάτων

Γράφημα 1: Μέρη επί των TGR - GGR ανά ομάδα παιγνίων και δίκτυο διανομής (2020)	28
Γράφημα 2: Μέρηδιο παιγνίων land based επί του κύκλου εργασιών και των ακαθαρίστων εσόδων της ΟΠΑΠ Α.Ε. (2016-2020)	31
Γράφημα 3: Ρυθμός Μεταβολής εσόδων παιγνίων Κρατικών Λαχείων (2018-2020)	32
Γράφημα 4: GGR διαδικτυακών παιγνίων 2016-2020.....	33
Γράφημα 5: Έσοδα ελληνικού δημοσίου από παρόχους τυχερών παιγνίων.....	34
Γράφημα 6: Αριθμοδείκτης γενικής Ρευστότητας ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017	55
Γράφημα 7: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017	56
Γράφημα 8: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....	57
Γράφημα 9: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....	58
Γράφημα 10: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....	59
Γράφημα 11: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....	61
Γράφημα 12: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017	62
Γράφημα 13: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017	63
Γράφημα 14: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....	65
Γράφημα 15: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....	66
Γράφημα 16: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017	67
Γράφημα 17: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017	68
Γράφημα 18: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017	69
Γράφημα 19: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017.....	71
Γράφημα 20: Αριθμοδείκτης Γενική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020	72
Γράφημα 21: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020	73
Γράφημα 22: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020.....	74
Γράφημα 23: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020.....	75
Γράφημα 24: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020	76
Γράφημα 25: Αριθμοδείκτης Μικτό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020	77
Γράφημα 26: Αριθμοδείκτης Καθαρό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020	78
Γράφημα 27: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων ΟΠΑΠ 2018-2020.....	78
Γράφημα 28: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ 2018-2020	79
Γράφημα 29: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020.....	80
Γράφημα 30: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020	81
Γράφημα 31: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020	82
Γράφημα 32: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020	83
Γράφημα 33: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ 2018-2020.....	84

Εισαγωγή

Αντικείμενο μελέτης της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση της εξαγοράς της εταιρείας Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ, η οποία αποτέλεσε μια από τις σημαντικότερες συμφωνίες των τελευταίων ετών, αλλάζοντας σε μεγάλο βαθμό το τοπίο της αγοράς των τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα και καθιστώντας τον ΟΠΑΠ αδιαμφισβήτητο ηγέτη της αγοράς, παρά την είσοδο νέων εταιρειών στο πεδίο του ηλεκτρονικού στοιχήματος.

Εν προκειμένω, στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας θα γίνει αναφορά στο θεωρητικό υπόβαθρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ώστε να γίνει κατανοητό το φαινόμενο αυτό, καθώς και οι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις το επιδιώκουν – παρά τους κινδύνους που επιφυλάσσονται – προκειμένου να αυξήσουν την αξία τους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο ακολουθεί αναφορά στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών, όπου ειδικότερα θα αναλυθούν τα είδη των τυχερών παιχνιδιών και το νομοθετικό πλαίσιο τους σε Ελλάδα και Ευρώπη. Ακόμη, θα παρουσιαστούν ορισμένα στατιστικά στοιχεία αναφορικά με τα έσοδα της αγοράς τυχερών παιχνιδιών, τα κρατικά έσοδα από την αγορά αυτή, αλλά και με τις εταιρείες που έχουν άδεια πραγματοποίησης τυχερών παιγνίων στην Ελλάδα. Θα περιγραφούν τα παίγνια της ΟΠΑΠ Α.Ε., τα παίγνια των κρατικών λαχείων, τα παίγνια που πραγματοποιούνται διαδικτυακά, και τέλος, θα γίνει αναφορά στην εξαγορά του ΟΠΑΠ – Stoiximan Α.Ε. Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να πραγματοποιηθεί μια ανάλυση εξωτερικού περιβάλλοντος της αγοράς των τυχερών παιχνιδιών, να παρουσιαστούν οι «παίκτες» της και να γίνει εκτίμηση των συνθηκών, δυνατοτήτων και κινδύνων που επικρατούν κατά την χρονική περίοδο που μας ενδιαφέρει, ώστε να επιτευχθεί σωστή ανάλυση των πληροφοριών της έρευνας που θα ακολουθήσει.

Στη συνέχεια, στο τρίτο κεφάλαιο θα γίνει αναφορά στη μέθοδο αξιολόγησης της εξαγοράς, η οποία είναι η ανάλυση των αριθμοδεικτών των δυο εταιρειών για το χρονικό διάστημα πριν την εξαγορά (2015-2017), και των αριθμοδεικτών του ομίλου ΟΠΑΠ μετά την πραγματοποίηση της συνένωσης. Θα αναλυθεί το θεωρητικό υπόβαθρο των εξεταζόμενων αριθμοδεικτών που θα παρουσιαστούν και εν συνεχεία, στο τέταρτο κεφάλαιο θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της έρευνας και θα πραγματοποιηθεί ανάλυσή τους.

Τέλος, η εργασία θα ολοκληρωθεί με την παράθεση των κυριότερων συμπερασμάτων που διεξήχθησαν με την έρευνα, ως προς το αποτέλεσμα της επιχειρηματικής απόφασης που επέλεξε ο όμιλος ΟΠΑΠ. Θα δοθούν προτάσεις, αδυναμίες της έρευνας και θα παρατεθεί η βιβλιογραφία που χρησιμοποιήθηκε για την περάτωσή της.

Κεφάλαιο 1: Συγχωνεύσεις και εξαγορές

1.1 Έννοια της συγχώνευσης (Merger)

Ως Συγχώνευση (Merger) ορίζεται η συνένωση δυο ή περισσότερων εταιρειών, με αποτέλεσμα την δημιουργία μιας νέας, μεγαλύτερης επιχείρησης. Οι συγχωνευόμενες εταιρείες λύνονται χωρίς να τεθούν σε εκκαθάριση, ενώ το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων και των υποχρεώσεών τους μεταβιβάζεται στη νέα επιχείρηση, η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για τον σκοπό αυτό (Παπαδάκης, 2007). Οι μέτοχοι των επιχειρήσεων που παύουν να υφίστανται λαμβάνουν ως αντάλλαγμα μερίδια συμμετοχής στη νέα εταιρεία, τα οποία αντιστοιχούν στον αριθμό μετοχών που κατείχαν αρχικά, βάσει της συμφωνηθείσας σχέσης ανταλλαγής μετοχών. Η πράξη της συγχώνευσης αποτελεί κοινή και εκούσια απόφαση μεταξύ των συναλλασσόμενων επιχειρήσεων, η οποία εξυπηρετεί τους στρατηγικούς στόχους/συμφέροντα τους για ανάπτυξη.

Ανάλογα με το μέγεθος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η συγχώνευση μπορεί να χαρακτηριστεί ως «συγχώνευση μεταξύ ίσων» (merger of equals) ή «συγχώνευση μεταξύ άνισων» (merger of un-equals). Η συγχώνευση πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρείας.

1.2 Εξαγορά (Acquisition)

Ο όρος Εξαγορά (Acquisition) αναφέρεται στη συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση (εξαγοραζόμενη) μεταβιβάζει το σύνολο ή το πλειοψηφικό μέρος ιδιοκτησίας της σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), έναντι αντίστοιχου αντιτίμου. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνευτικές (Παπαδάκης, 2007). Σε μια απλή εξαγορά, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μεταβιβάζει ένα ποσοστό από το σύνολο των μετοχών της και συνεχίζει να υφίσταται ως υποκείμενο του δικαίου, υπό τον διοικητικό έλεγχο της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Στην περίπτωση συγχωνευτικής εξαγοράς, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μεταβιβάζει το σύνολο των μετοχών της και παύει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ η εξαγοράζουσα απορροφά τις δραστηριότητές της.

Η πράξη της εξαγοράς μπορεί να πραγματοποιηθεί με την καταβολή χρημάτων, την απόκτηση στοιχείων ενεργητικού της εξαγοραζόμενης εταιρείας, την απόκτηση μετοχών της ή ακόμα και με συνδυασμό των παραπάνω. Είναι δυνατόν να επιτευχθεί εξαγορά ακόμα και με την απόκτηση μειοψηφικού μέρους ιδιοκτησίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας, εφόσον αυτό οδηγεί σε ουσιαστικό έλεγχο, είτε σε περίπτωση

απόκτησης κρίσιμων διοικητικών επιλογών, είτε σε περίπτωση υψηλού κατακερματισμού των υπολοίπων μεριδίων (Gadiesh et al 2001).

Παρατηρώντας τους ανωτέρω ορισμούς, γίνεται αντιληπτό ότι οι έννοιες των συγχωνεύσεων και εξαγορών παρουσιάζουν αρκετή ομοιότητα. Πρόκειται στην ουσία για δυο παρεμφερείς τρόπους υλοποίησης στρατηγικής ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Ωστόσο, παρουσιάζουν και ουσιώδεις διαφορές και χρήζουν διαφορετικής αντιμετώπισης σε θέματα στρατηγικής, λογιστικής, φορολογικής αλλά και ψυχολογικής -για τους εμπλεκόμενους φορείς- διαχείρισης. Η κύρια διαφορά τους έγκειται στο δικαίωμα συμμετοχής των ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης εταιρείας στη λήψη αποφάσεων στο νέο επιχειρησιακό καθεστώς.

Στην περίπτωση των εξαγορών, τέτοιο δικαίωμα δεν υφίσταται, ενώ στις συγχωνεύσεις υπάρχει και εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στην νεοσύστατη επιχείρηση. Μια ακόμα διαφορά μεταξύ τους είναι το είδος του ανταλλάγματος που παρέχεται για την υλοποίησή τους.

Τέλος, αξίζει να δοθεί προσοχή και στη διαφορά μεταξύ των συγχωνεύσεων και εξαγορών από ψυχολογική σκοπιά. Ο όρος εξαγορά δύναται να λάβει αρνητική σημασία από την εξαγοραζόμενη εταιρεία, η οποία μπορεί να θεωρήσει την συναλλαγή αυτή ως «ήττα» από την εξαγοράζουσα. Για τον λόγο αυτό πολλές εξαγορές εταιρειών διακηρύσσονται ως συγχωνεύσεις, ώστε να γίνουν πιο εύκολα αποδεκτές από τους εμπλεκόμενους φορείς. Σύμφωνα μάλιστα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Accounting Standards – IAS) που υιοθετούνται και στην Ελλάδα από τον Μάρτιο του 2004 όλες οι εταιρικές συνενώσεις θεωρούνται εξαγορές.

Στη σημερινή επιχειρησιακή πραγματικότητα, το μεγαλύτερο μέρος των συνενώσεων που πραγματοποιούνται είναι κυρίως εξαγορές, ενώ οι συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται σπάνια. Σε πολλές περιπτώσεις, η διάκριση μεταξύ τους γίνεται για καθαρά νομικούς-λογιστικούς λόγους (Green, 1990).

Συνεπώς, ο χαρακτηρισμός μιας συναλλαγής ως συγχώνευσης ή εξαγοράς δύναται να εξαρτηθεί από το κλίμα των διαπραγματεύσεων, καθώς και τις προθέσεις των διοικητικών στελεχών των δυο εταιρειών, αλλά και τη στάση των μετόχων της εταιρείας-στόχου (Green, 1990).

1.3 Τύποι Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάση διάφορα κριτήρια. Ειδικότερα:

Με κριτήριο τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης, διακρίνονται σε (Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδα, 2004):

- 1. Οριζόντιες Συγχωνεύσεις-Εξαγορές (Horizontal Mergers-Acquisitions):** Αφορούν συνενώσεις εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο Κλάδο και δρουν ανταγωνιστικά μεταξύ τους, καθώς παράγουν παρόμοια προϊόντα-υπηρεσίες που παρέχουν σε κοινή αγορά. Σε αυτή την περίπτωση, η συνένωση των εταιρειών έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του ανταγωνισμού και ταυτόχρονα την αύξηση του μεγέθους τους και του μεριδίου αγοράς, με την απορρόφηση του μεριδίου της πρώην ανταγωνίστριας εταιρείας. Στόχος των εταιρειών είναι να δημιουργήσουν μονοπωλιακή δύναμη και να κυριαρχήσουν στην αγορά. Για αυτό τον λόγο, ο συγκεκριμένος τύπος συνένωσης αποτελεί αντικείμενο εξέτασης από τους ελεγκτικούς μηχανισμούς και τους θεσμικούς φορείς και, ανάλογα με τον κλάδο, δύναται να ισχύουν περιοριστικοί νόμοι για την αποτροπή δημιουργίας μονοπωλίου.
- 2. Κάθετες Συγχωνεύσεις-Εξαγορές (Vertical Mergers-Acquisitions):** Πρόκειται για συνενώσεις επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά επίπεδα μιας κοινής αλυσίδας παραγωγής, έχοντας μεταξύ τους σχέση πωλητή-αγοραστή. Η κάθετη συγχώνευση-εξαγορά προς τα πίσω περιλαμβάνει για μια εταιρεία την απορρόφηση ενός προμηθευτή της, ενώ προς τα εμπρός περιλαμβάνει την ενσωμάτωση μιας εταιρείας-πελάτη. Η στρατηγική της κάθετης ολοκλήρωσης δύναται να ενδυναμώσει την ανταγωνιστική θέση της κύριας δραστηριότητας μιας επιχείρησης (Παπαδάκης, 2007). Οι εταιρείες που υλοποιούν την στρατηγική αυτή έχουν ως στόχο την εξάλειψη των προμηθευτών-διανομέων, την δημιουργία φραγμών εισόδου και ταυτόχρονα τη διασφάλιση σταθερής παραγωγής προϊόντων υψηλής ποιότητας.
- 3. Συσχετισμένες/Ασυσχέτιστες Συγχωνεύσεις-Εξαγορές:** Οι συσχετισμένες (concentric) συγχωνεύσεις-εξαγορές αφορούν επιχειρήσεις των οποίων οι δραστηριότητες συνδέονται μεταξύ τους ως προς την τεχνολογία, τις μεθόδους παραγωγής ή τις μεθόδους προώθησής τους στην αγορά. Οι εταιρείες που επιλέγουν αυτή την στρατηγική αποσκοπούν στο να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητές τους, επιτυγχάνοντας έτσι την μεταφορά ικανοτήτων στις κοινές τους δραστηριότητες και οικονομίες εύρους. Οι ασυσχέτιστες (Conglomerate) συγχωνεύσεις-εξαγορές περιλαμβάνουν την συνένωση εταιρειών με διαφορετικές μεταξύ τους δραστηριότητες. Κύριος λόγος για την υιοθέτηση αυτής της στρατηγικής είναι η επένδυση κεφαλαίων μιας εταιρείας σε δραστηριότητες που αναμένει να της αποδώσουν κέρδη. Ακόμα, η εταιρεία γίνεται λιγότερο εξαρτημένη από τον κλάδο στον οποίο ανήκει, κάτι το οποίο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για κλάδους που βρίσκονται στο στάδιο ωρίμανσης.

Με κριτήριο την στάση/ διάθεση της διοικήσεως της εξαγοραζόμενης εταιρείας, διακρίνονται σε:

- 1. Φιλικές Συγχωνεύσεις-Εξαγορές (Friendly Mergers-Acquisitions):** Συμβαίνουν όταν οι συναλλασσόμενες εταιρείες αποφασίζουν από κοινού την πράξη και συμφωνούν στους όρους που τίθενται για την πραγματοποίησή της. Όπως αναφέραμε, όλες οι συγχωνεύσεις είναι φιλικές, ενώ μια εξαγορά θεωρείται φιλική όταν η συμφωνία μεταξύ της εξαγοράζουσας εταιρείας και των μετόχων της εξαγοραζόμενης γίνεται με την έγκριση του διοικητικού συμβουλίου της τελευταίας.
- 2. Επιθετικές/ Εχθρικές Εξαγορές (Hostile Takeovers):** Σε αυτή τη μορφή εξαγορών, το διοικητικό συμβούλιο της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν συμφωνεί με τους προτεινόμενους όρους συναλλαγής. Η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνεται τότε απευθείας στους μετόχους της εταιρείας-στόχου, είτε με τη μορφή δημόσιας προσφοράς (tender offer), είτε με “διαμάχη” μέσω πληρεξούσιου (proxy fight). Στην πρώτη περίπτωση, προτείνεται η εξαγορά ενός ποσοστού ή όλων των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας, συνήθως δημόσια και σε τιμή υψηλότερη της χρηματιστηριακής τιμής της. Στην δεύτερη περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρεία προσπαθεί να πείσει έναν ικανό αριθμό μετόχων να αντικαταστήσουν το υπάρχον διοικητικό συμβούλιο για να επιτευχθεί η συμφωνία. Όπως γίνεται αντιληπτό, δεν είναι δυνατό να υπάρξουν εχθρικές συγχωνεύσεις.

Ακόμη, με κριτήριο την εθνικότητα των συναλλασσόμενων εταιρειών, οι συγχωνεύσεις-εξαγορές μπορούν να διακριθούν σε **εγχώριες**, όταν πραγματοποιούνται από εταιρείες που εδρεύουν στην ίδια χώρα, και **διασυνοριακές**, όταν συμβαίνουν από εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες.

Τέλος, δυο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών είναι:

- 1. Η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy-Out):** Η στρατηγική αυτή αποτελεί έναν επιθετικό, υψηλού κινδύνου τρόπο ανάπτυξης και μεγέθυνσης μιας επιχείρησης. Η εξαγοράζουσα εταιρεία προβαίνει στη συνένωση, χρησιμοποιώντας κεφάλαιο που προέρχεται κατά το μεγαλύτερο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό (Παπαδάκης, 2007). Ως αποτέλεσμα, οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης οδηγούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα και το ρίσκο που αναλαμβάνεται είναι μεγάλο, καθώς σε περίπτωση αποτυχίας της επιχειρηματικής προσπάθειας οι επιπτώσεις είναι αρκετά δυσχερείς. Η τακτική αυτή ακολουθείται περισσότερο από επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ωρίμανσης του κύκλου ζωής τους, με σταθερές ταμειακές ροές και περιορισμένες δυνατότητες μεγέθυνσης, ενώ δεν ενδείκνυται για καινούριες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλότερο κίνδυνο. Ακόμη, χρησιμοποιείται συχνά από τις εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity companies). Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα περιουσιακά

στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με την περιουσία της εξαγοράζουσας, ως εγγύηση για το δανεισμό.

- 2. Η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (Management Buy-Out):** Συμβαίνει όταν μια εταιρεία εξαγοράζεται από τα διευθυντικά της στελέχη. Αυτή η μορφή εξαγοράς επιλέγεται από διευθυντικά στελέχη που διακρίνουν για την επιχείρησή τους δυνατότητες ανάπτυξης και θεωρούν ότι εάν αυτή περιέλθει στον έλεγχό τους, είναι ικανά να ασκήσουν αποτελεσματικότερη διοίκηση, ώστε να επιτευχθούν οι δυνατότητες αυτές. Από την πλευρά του πωλητή, η συναλλαγή αυτή αποτελεί επιλογή για ιδιοκτήτες μη εισηγμένων εταιρειών, που πλέον επιθυμούν να απαλλαγούν από την κατοχή της. Ακόμη, μια εταιρεία που εφαρμόζει στρατηγική ανόρθωσης (turnaround) δύναται να συμφωνήσει στην πώληση μιας δευτερεύουσας παραγωγικής της μονάδας, για να εστιάσει στην κύρια λειτουργία της. Η χρηματοδότηση για μια τέτοια εξαγορά προέρχεται κατά ένα μέρος από κεφάλαια των διοικητικών στελεχών, καθώς όμως δεν επαρκούν συνήθως, ολοκληρώνεται με δανειοδότηση και τη συνεισφορά εξωτερικών επενδυτών, όπως εταιρειών ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου (private equity firms). Σε περιπτώσεις μεγάλων εταιρειών, υψηλής κεφαλαιοποίησης, η εξαγορά αναφέρεται σε μια θυγατρική μονάδα της εταιρείας.

1.4 Κύματα Συγχωνεύσεων – Εξαγορών

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων-εξαγορών δεν είναι νέο στην επιχειρηματική πραγματικότητα. Αντίθετα, ανέκαθεν αποτελούσε τον πιο διαδεδομένο τρόπο στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων και μετρά πάνω από έναν αιώνα ζωής.

Ξεκίνησε να παρατηρείται συστηματικά από το τέλος του 19^{ου} αιώνα, απ' όπου υπάρχουν έγκυρα και διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία. Η ανάπτυξή του δεν ήταν ομοιόμορφη στο πλαίσιο του χρόνου, αλλά έγινε κατά κύματα (merger waves) διαφορετικής χρονικής διάρκειας και χαρακτηριστικών γνωρισμάτων. Η μεγαλύτερη ανάπτυξη συγχωνεύσεων-εξαγορών παρατηρήθηκε στις ΗΠΑ, όπου και έχει πραγματοποιηθεί η περισσότερη έρευνα επί του θέματος. Σε δεύτερη θέση έρχεται το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ευρώπη.

Τα κύματα συγχωνεύσεων-εξαγορών χωρίζονται σε διακριτές χρονικές περιόδους ανάπτυξης που διακόπτονται από περιόδους ύφεσης. Έχουν αναπτυχθεί πολλαπλές θεωρίες για την εξήγηση του φαινομένου των κυμάτων και από τις έρευνες γίνεται αντιληπτό πως ο συνδυασμός διαφορετικών παραγόντων μπορεί να οδηγήσει στο αποτέλεσμα αυτό. Οι ισχυρές μεταβολές στο οικονομικό, το νομικό-ρυθμιστικό και τεχνολογικό περιβάλλον (economic-regulatory-technological shock) πολλαπλών

κλάδων δύνανται να προκαλέσουν την ανάπτυξη κυμάτων. Κυρίως οι μεταβολές που προκαλούν θετική επίδραση στον εκάστοτε επιχειρηματικό κλάδο, όπως η οικονομική ανάπτυξη, η άρση νομοθετικών περιορισμών και σημαντικές τεχνολογικές καινοτομίες, ωθούν τις επιχειρήσεις να αναπτυχθούν ώστε να εκμεταλλευθούν τις αναδυόμενες ευκαιρίες. Συνεπώς, τείνουν να επιλέξουν την στρατηγική συνενώσεων, καθώς αποτελεί ταχύτερο τρόπο ανάπτυξης απ' ότι η εσωτερική ανάπτυξη τους. Παράλληλα, η ύπαρξη κεφαλαιακής ρευστότητας στην οικονομία συνεισφέρει στην ενίσχυση του φαινομένου των κυμάτων.

Παρακάτω ακολουθεί μια περιγραφή των κυμάτων συγχωνεύσεων-εξαγορών που έχουν προσδιοριστεί από την επιστημονική βιβλιογραφία:

1^ο Κύμα (1890-1904): Παρατηρήθηκε στις ΗΠΑ με τη μορφή οριζόντιων συγχωνεύσεων-εξαγορών επιχειρήσεων του δευτερογενούς τομέα παραγωγής, κυριότερα στους κλάδους παραγωγής πετρελαίου, μεταλλουργίας, εξορύξεων, πετρελαίου, τροφίμων και στις μεταφορές. Οι συνενώσεις προκάλεσαν τη δημιουργία αγορών με μονοπωλιακή δομή, κάτι που οδήγησε την αμερικανική κυβέρνηση στη θέσπιση και επιβολή περιοριστικών μέτρων για την αποδυνάμωση των μονοπωλίων.

2^ο Κύμα (1920-1929): Η περίοδος αυτή σηματοδοτείται από συγχωνεύσεις-εξαγορές συμπληρωματικών-συσχετιζόμενων επιχειρήσεων. Καθώς οι δυνατότητες για επίτευξη μονοπωλιακής δύναμης είχαν περιοριστεί, οι επιχειρήσεις πραγματοποίησαν κάθετη ολοκλήρωση μέσω συνενώσεων. Συνεπώς, η αγορά απέκτησε ολιγοπωλιακό χαρακτήρα.

3^ο Κύμα (1955-1969): Εμφανίστηκε σε περίοδο ραγδαίας οικονομικής ανάπτυξης για τις ΗΠΑ. Πραγματοποιήθηκαν συνενώσεις μεταξύ μη-συσχετισμένων επιχειρήσεων, δημιουργώντας εταιρικούς κολοσσούς (Conglomerates). Στόχο των εταιρειών αποτέλεσε η δημιουργία οικονομιών κλίμακας μέσω μαζικής παραγωγής των καταναλωτικών αγαθών, η διασπορά του κινδύνου και η διαφοροποίηση των προϊόντων. Την ίδια περίοδο παρατηρήθηκε αξιόλογη ανάπτυξη συγχωνεύσεων-εξαγορών και στο Ηνωμένο Βασίλειο.

4^ο Κύμα (1984-1989): Με την έναρξη του κύματος αυτού, οι συγχωνεύσεις-εξαγορές επιδεικνύουν αξιοσημείωτη ανάπτυξη διεθνώς. Πλέον τα κύματα εμφανίζονται συχνότερα μεταξύ τους και διαρκούν για περισσότερο χρόνο. Χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου είναι η συστηματική εφαρμογή επιθετικών εξαγορών, αλλά και μοχλευμένων εξαγορών ως μεθόδους για την απόκτηση των εταιρειών-στόχων. Μια ακόμη ιδιαιτερότητα είναι η επιλογή επιχειρήσεων υψηλού μεγέθους και κεφαλαιοποίησης ως στόχους για εξαγορά, που οδήγησε σε συμφωνίες συνενώσεων αξίας (δισ)εκατομμυρίων. Τέλος, παρατηρήθηκε αύξηση των διασυνοριακών εξαγορών και τάση για αποσύνθεση των εταιρειών-κολοσσών

(decogglomeration), που είχαν ανθήσει κατά το προηγούμενο κύμα. Η εποχή αυτή χαρακτηρίστηκε ως «περίοδος της μανίας των συγχωνεύσεων (merger mania)».

5^ο Κύμα (1992-2000): Τα βασικά χαρακτηριστικά της περιόδου που διαμόρφωσαν το πέμπτο κύμα είναι η παγκοσμιοποίηση (globalization) και η χαλάρωση των νομοθετικών περιορισμών (deregulation). Η παγκοσμιοποίηση προκάλεσε την διεύρυνση των αγορών πέρα από τα όρια του κράτους, καταλύοντας τα μέχρι τότε μονοπώλια αρκετών κλάδων, με την είσοδο διασυννοριακών ανταγωνιστών. Οι επιχειρήσεις αναγκάστηκαν να αυξήσουν το μέγεθός τους, μέσω συνενώσεων, για να αντιμετωπίσουν τον αυξημένο ανταγωνισμό και ταυτόχρονα άρχισαν να δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες. Η χαλάρωση των νομοθετικών μέτρων συντέλεσε εξίσου στην κατάλυση εθνικών μονοπωλίων και τη διεθνοποίηση των επιχειρήσεων. Η περίοδος χαρακτηρίστηκε ως το κύμα «στρατηγικών συγχωνεύσεων-εξαγορών», καθώς στη διάρκειά του οι επιθετικές εξαγορές ήταν περιορισμένες, σε αντίθεση με την προηγούμενη περίοδο. Ακόμη, οι αποφάσεις για συνένωση βασιζόνταν περισσότερο σε μακροπρόθεσμες στρατηγικές ανάπτυξης, παρά για την επιδίωξη άμεσου κέρδους. Τέλος, η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού, που χρησιμοποιήθηκε συστηματικά την προηγούμενη δεκαετία, ατόνησε κατά τη διάρκεια του συγκεκριμένου κύματος.

Κατά την περίοδο 1992-2000 ο αριθμός αλλά και η αξία των συγχωνεύσεων-εξαγορών παρουσίασε αλματώδη αύξηση με κορύφωση τα τελευταία δυο έτη. Η διεθνής ετήσια χρηματική αξία των συνενώσεων το 1992 υπολογίζεται στις \$400 δις. ενώ το 2000 κατέληξε στα \$3,623 τρις. Στις ΗΠΑ, το 1999 και το 2000 η αξία των συγχωνεύσεων-εξαγορών έφτασε στα \$1,89 τρις. και \$2,19 τρις. αντίστοιχα. Η Ευρώπη παρουσίασε παρόμοια αύξηση· το 1999, μάλιστα, πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του ομίλου τηλεπικοινωνιών Mannesmann AG από την Vodafone Airtouch PLC, αξίας \$202,7 δις – η μεγαλύτερη εξαγορά παγκοσμίως έως σήμερα. Το κύμα διακόπηκε με την οικονομική κρίση του 2000.

6^ο Κύμα (2003-2007): Το κύμα αυτό αναπτύχθηκε σε μια περίοδο χαμηλών επιτοκίων και αυξημένης ρευστότητας. Μετά το 2002, όπου η μείωση των συνενώσεων που επέφερε η πρόσφατη τότε κρίση έφτασε στο κατώτερο σημείο, από το επόμενο έτος ξεκίνησε η άνοδος που κορυφώθηκε το 2007, χρονιά με συνολική αξία συναλλαγών του ύψους \$4,92 τρις. παγκοσμίως. Οι ευνοϊκές συνθήκες της αγοράς διευκόλυναν την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων-εξαγορών, ενώ το χαμηλό κόστος δανεισμού καθιστούσε την επιτυχία του εγχειρήματος «ευκολότερη» (Αλεξανδρίδης, 2011).

Επίσης, οι εταιρείες ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου (private equity firms) επωφελήθηκαν από την επικρατούσα κατάσταση και συμμετείχαν ενεργά στις συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο αυτή. Η δυνατότητα εξεύρεσης Ιδίων Κεφαλαίων, αλλά και Κεφαλαίων δανεισμού σε προνομιακά

επιτόκια ενίσχυσε την δραστηριότητά τους, αυξάνοντας έτσι τον αριθμό των συνενώσεων. Τέλος, η παγκοσμιοποίηση επέδρασε θετικά στην ανάπτυξη του κύματος.

Εκτός από τις ΗΠΑ και την Ευρώπη, στο συγκεκριμένο κύμα παρατηρήθηκε αξιοσημείωτη ανάπτυξη συνενώσεων και στην Ασία. Η Κίνα και η Ινδία ιδιαίτερα αποτέλεσαν αναπτυσσόμενες οικονομίες, με ολόένα και αυξανόμενη επίδραση στη διεθνή αγορά. Κατά τη διάρκεια του κύματος πραγματοποιήθηκαν αρκετές διασυνοριακές συγχωνεύσεις-εξαγορές με συμμετέχοντες εταιρείες των χωρών αυτών.

1.5 Κίνητρα Συγχωνεύσεων – Εξαγορών

Μελετώντας το φαινόμενο των συγχωνεύσεων-εξαγορών, κρίνεται απαραίτητη η διερεύνηση των κινήτρων και των δυνητικών ωφελειών που οδηγούν τις εταιρείες στη σύναψη τέτοιων συμφωνιών. Η απόφαση υλοποίησης συνένωσης αποτελεί σημαντικό και περίπλοκο εγχείρημα για μια επιχείρηση, ενώ ο κίνδυνος αποτυχίας είναι ισχυρός και μπορεί να επιφέρει καταστροφικές επιπτώσεις σε αυτήν. Συνεπώς, είναι κρίσιμο να κατανοηθούν σε βάθος οι λόγοι για τους οποίους συμφέρει να πραγματοποιηθεί μια συμφωνία, ώστε να αξιολογηθεί το κατά πόσο επαρκούν για να οδηγήσουν την εταιρεία σε ανάπτυξη και μεγέθυνση, για να ανταποκριθεί στο ανταγωνιστικό της περιβάλλον και παράλληλα να καλύψουν τα συμφέροντα των μετόχων.

Όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, το παρατηρούμενο φαινόμενο της ανάπτυξης των συγχωνεύσεων-εξαγορών με τη μορφή κυμάτων έχει οδηγήσει την επιστημονική κοινότητα στη διερεύνηση των αιτιών που οδηγούν στην ανάπτυξη τους. Οι «αιτίες» αυτές αποτελούν στην ουσία κίνητρα που παρουσιάζονται σε ορισμένες χρονικές περιόδους και ωθούν έναν μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων – ενός ή περισσότερων κλάδων – να πραγματοποιήσουν συνενώσεις, οδηγώντας έτσι σε μια συνολική ανάπτυξη του φαινομένου. Σύμφωνα με τη νεοκλασική προσέγγιση, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν την μεγιστοποίηση των κερδών τους, με την μεγιστοποίηση της μετοχικής τους αξίας. Συνεπώς, προβαίνουν σε συνενώσεις ως μέσο για την επίτευξη του στόχου αυτού (Halpern, 1983; Giovanovic & Rousseau, 2002). Ως εναλλακτική εξήγηση στα πλαίσια αυτής της προσέγγισης, ο Harford (2005) προτείνει την αντίδραση πολλαπλών κλάδων σε ισχυρές μεταβολές του εξωτερικού περιβάλλοντος των επιχειρήσεων (industry shocks) με παράλληλη ύπαρξη κεφαλαιακής ρευστότητας στις αγορές, για την ανάπτυξη συνενώσεων – όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως. Σύμφωνα με την εξήγηση αυτή, τα κίνητρα των συγχωνεύσεων-εξαγορών είναι οικονομικά.

Μια διαφορετική κατηγορία κινήτρων που έχουν εντοπίσει οι ερευνητές αποτελούν τα προσωπικά ή διοικητικά κίνητρα (personal or managerial motives). Πρόκειται για κίνητρα των διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων που τους ωθούν στην απόφαση συγχώνευσης-εξαγοράς και δεν συμβαδίζουν κατ'

ανάγκη εξ' ολοκλήρου με τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Η κατηγορία αυτή στηρίζεται σε θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης (Corporate Governance theories) και περιλαμβάνει την απόκλιση στα κίνητρα των μετόχων (εντολέας) και στις προσωπικές φιλοδοξίες των διευθυντικών στελεχών (εντολοδόχος), την αξιοποίηση εσωτερικής πληροφόρησης (inside information) και την αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διοίκησης (Andrade et al., 2001; Reuer, 2005; Chen & Boeh, 2011).

Μελετώντας το σύνολο των θεωριών που έχουν αναπτυχθεί για την εξήγηση των λόγων πραγματοποίησης συγχωνεύσεων-εξαγορών, μπορούμε να διακρίνουμε τρεις κατηγορίες για την κατανομή των κινήτρων (Ταμπακούδης, 2009). Η πρώτη περιλαμβάνει τα οικονομικά κίνητρα (economic motives) που είναι η συνέργια, η μείωση του κόστους και τα φορολογικά οφέλη. Στην δεύτερη κατηγορία εντάσσονται τα στρατηγικά κίνητρα (strategic motives), όπου ανήκουν η ανάπτυξη, η αύξηση του μεριδίου αγοράς, η απόκτηση προηγμένης τεχνολογίας και η μείωση του κινδύνου εξαγοράς από άλλη εταιρεία ή η εξαγορά ενός ανταγωνιστή. Τέλος, τα προσωπικά ή διοικητικά κίνητρα (personal or managerial motives), όπως προσδιορίστηκαν στην προηγούμενη παράγραφο, αποτελούν την τρίτη κατηγορία. Παρακάτω αναλύονται τα κυριότερα κίνητρα που εντάσσονται στην κάθε κατηγορία.

- **Οικονομικά κίνητρα**

- ✓ **Συνέργια**

Στην επιχειρηματική πραγματικότητα, ο όρος συνέργια (synergy) δηλώνει την επίτευξη ενός καλύτερου αποτελέσματος, μέσω του συνδυασμού δυο ή περισσότερων επιχειρήσεων, σε σχέση με το άθροισμα των μεμονωμένων αποτελεσμάτων που η καθεμία θα κατάφερνε να επιτύχει ξεχωριστά. Στην περίπτωση των συνενώσεων, ο επιδιωκόμενος στόχος είναι η διαμόρφωση μιας νέας επιχειρησιακής δομής, που θα κατέχει όχι μόνο τις υπάρχουσες δυνατότητες των συναλλασσόμενων εταιρειών, αλλά και πρόσθετα οφέλη που συντίθενται από τον συνδυασμό των δυνάμεών τους. Αυτό αποτελεί το βασικό κίνητρο των επιχειρήσεων για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων-εξαγορών. Καθώς ο όρος της συνέργιας περιγράφει μια ευρεία έννοια, παρατηρούνται διαφοροποιήσεις μεταξύ των διάφορων συγγραφέων ως προς τα αποτελέσματα που της αποδίδονται – ορισμένοι εντάσσουν ακόμα και τα οφέλη αποτελεσματικότερης διοίκησης. Στην συγκεκριμένη παρουσίαση, σε αυτήν την κατηγορία θα συμπεριλάβουμε την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος, καθώς και την συμπληρωματικότητα των δραστηριοτήτων των εταιρειών.

- **Οικονομίες κλίμακας (economies of scale):**

Η μεγέθυνση που επιτυγχάνεται από τη συνένωση των εμπλεκόμενων εταιρειών προσφέρει το πλεονέκτημα μείωσης του οριακού κόστους, με την αύξηση της παραγωγικής διαδικασίας. Οι

συνδυαζόμενες επιχειρήσεις μοιράζονται κοινούς πόρους, όπως κτηριακές εγκαταστάσεις και μηχανήματα, για να παράγουν μεγαλύτερη ποσότητα προϊόντος με το ίδιο σταθερό κόστος. Εκτός από τον τομέα της παραγωγής, οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν και από την διαχείριση αποθεμάτων, την διανομή, την συγχώνευση των διευθυντικών ομάδων, την προβολή κ.α. Το αποτέλεσμα είναι η επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, λόγω μικρότερου κόστους παραγωγής και είναι ισχυρότερο σε περιπτώσεις συνενώσεων εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

- **Οικονομίες φάσματος (economies of scope):**

Αφορούν περιπτώσεις παραγωγής διαφοροποιημένων προϊόντων. Προκύπτουν όταν μέσω της ενιαίας επιχειρησιακής δομής παράγονται διαφοροποιημένα προϊόντα ή υπηρεσίες, των οποίων το συνολικό κόστος είναι μικρότερο από τα αθροιστικά κόστη παραγωγής τους από ξεχωριστές εταιρείες. Αυτό επιτυγχάνεται κυρίως από την καθετοποίηση της παραγωγής και την ενσωμάτωση των προμηθευτών και των διανομέων, μειώνοντας έτσι το κόστος της παραγωγικής αλυσίδας.

- **Συνδυασμός και αλληλοσυμπλήρωση πόρων**

Ένα ακόμη πλεονέκτημα που προκύπτει από την συνένωση εταιρειών είναι η αξιοποίηση των ισχυρών πόρων της καθεμίας και η αλληλοσυμπλήρωση μεταξύ τους για την επίτευξη του κοινού αποτελέσματος. Καταρχάς, γίνεται να αξιοποιηθούν οι πλεονάζουσες ταμειακές ροές μιας εκ των εμπλεκόμενων εταιρειών, για να επενδυθούν προς όφελος εκείνης που παρουσιάζει σημαντικότερες δυνατότητες ανάπτυξης. Ακόμη, αλληλοσυμπλήρωση μπορεί να επιτευχθεί όταν η καθεμία συναλλασσόμενη επιχείρηση διαθέτει ισχύ σε ξεχωριστούς τομείς. Για παράδειγμα, ο συνδυασμός μιας εταιρείας με προηγμένο τμήμα έρευνας και ανάπτυξης με μια άλλη που διαθέτει ικανή ομάδα μάρκετινγκ και πωλήσεων δύναται να κριθεί ιδιαίτερα αποτελεσματικός, καθώς η αδυναμίες της καθεμίας καλύπτονται από την άλλη.

- ✓ **Φορολογικά Οφέλη**

Μια ακόμη σημαντική κατηγορία οικονομικών κινήτρων που λαμβάνεται υπόψη από τις συναλλασσόμενες εταιρείες είναι τα φορολογικά οφέλη που δύναται να επιτευχθούν από την πραγματοποίηση της συνένωσης. Η υπεραξία που καταβάλλεται από την εξαγοράζουσα εταιρεία υπόκειται σε πολυετή απόσβεση, ελαττώνοντας το ποσό της ετήσιας φορολογικής επιβάρυνσης της νεοϊδρυθείσας εταιρείας. Αυτό αποτελούσε ένα ιδιαίτερα δελεαστικό κίνητρο για τις επιχειρήσεις μέχρι την δεκαετία του 1980, όπου διαμορφώθηκαν ειδικότεροι νόμοι για τον υπολογισμό των φορολογικών υποχρεώσεων στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων-εξαγορών. Έκτοτε, καθορίζεται από την νομοθεσία της εκάστοτε χώρας όπου πραγματοποιείται η συνένωση.

Ακόμη, οι επιχειρήσεις μπορούν να αποκομίσουν φορολογικό όφελος, στην περίπτωση που τα ενοποιημένα αποτελέσματα της καινούριας εταιρείας είναι μικρότερα από τα ξεχωριστά αποτελέσματα των συνιστάμενων εταιρειών, με συνέπεια ο επιβαλλόμενος φόρος να είναι μικρότερος.

- **Στρατηγικά κίνητρα**

- ✓ **Ανάπτυξη**

Η επιλογή ανάπτυξης των επιχειρήσεων μέσω συγχωνεύσεων-εξαγορών αποτελεί σημαντικό στρατηγικό κίνητρο και σε ορισμένες περιπτώσεις πρόκειται για αναγκαία απόφαση, ώστε να καταφέρει μια εταιρεία να επιβιώσει στο ανταγωνιστικό της περιβάλλον. Στη σύγχρονη πραγματικότητα, οι εξελίξεις του επιχειρηματικού περιβάλλοντος συμβαίνουν με ταχείς και συχνά απρόβλεπτους ρυθμούς και οι επιχειρήσεις καλούνται να ανταποκριθούν άμεσα σε αυτές.

Σε αυτό το πλαίσιο, η εσωτερική ανάπτυξη περιλαμβάνει μια αργή και αβέβαιη διαδικασία— ιδίως όταν αφορά νέες αγορές -, με δεδομένη την απειλή να ενεργήσουν γρηγορότερα οι ανταγωνιστές και να διεκδικήσουν τις όποιες ευκαιρίες παρουσιάζονται. Συνεπώς, η εξωτερική ανάπτυξη μέσω συνενώσεων αποτελεί σε πολλές περιπτώσεις αναγκαία απόφαση για τις επιχειρήσεις, ώστε να προσαρμοστούν επιτυχώς στις απαιτήσεις της αγοράς.

Παρακάτω περιγράφονται τα ειδικότερα κίνητρα συνενώσεων για την κάθε στρατηγική ανάπτυξης.

- ✓ **Αύξηση μεριδίου αγοράς**

Οι συνενώσεις επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε κοινή αγορά μειώνουν τον ανταγωνισμό και οδηγούν σε μονοπωλιακή δύναμη. Ως αποτέλεσμα, οι εταιρείες που τις εφαρμόζουν απολαμβάνουν υψηλότερα κέρδη και παράλληλα δημιουργούν φραγμούς εισόδου νέων ανταγωνιστών. Ακόμη, λαμβάνοντας ηγετική θέση στην αγορά, αποκτούν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη ως προς τους προμηθευτές, διανομείς, πελάτες και ανταγωνιστές, ενώ τίθενται ικανότερες να αντιμετωπίσουν τα υποκατάστατα προϊόντα. Η συγκεκριμένη στρατηγική μπορεί να εφαρμοστεί αποτελεσματικά σε κλάδους που βρίσκονται στο στάδιο ωρίμανσης, όπου οι δυνατότητες περαιτέρω ανάπτυξης της αγοράς είναι περιορισμένες και επικρατεί υψηλός ανταγωνισμός μεταξύ των υπάρχοντων επιχειρήσεων για την απόσπαση μεριδίων αγοράς. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι συνενώσεις αποτελούν την κατεξοχήν στρατηγική των επιχειρήσεων, ώστε να τοποθετηθούν καλύτερα στον κλάδο και να αποσπάσουν το μεγαλύτερο μερίδιο από τις υπόλοιπες.

- ✓ **Απόκτηση ανώτερης τεχνολογίας**

Ένα ακόμη στρατηγικό κίνητρο για την πραγματοποίηση συνενώσεων είναι η απόκτηση και ενσωμάτωση της τεχνολογίας που έχει αναπτύξει η εταιρεία-στόχος στη νέα επιχειρησιακή δομή. Η επένδυση πόρων μιας επιχείρησης σε δραστηριότητες έρευνας και ανάπτυξης είναι δαπανηρή και ριψοκίνδυνη. Συνεπώς, συχνά κρίνεται προτιμότερη η εξαγορά μιας άλλης εταιρείας με περισσότερο ανεπτυγμένη τεχνολογία και τεχνογνωσία, ώστε να την εφαρμόσει στην δική της παραγωγική διαδικασία. Με αυτό τον τρόπο γίνεται αποτελεσματικότερα και ασφαλέστερα η εισαγωγή καινοτομιών στα παρεχόμενα προϊόντα-υπηρεσίες.

- **Διοικητικά κίνητρα**

- ✓ **Πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου**

Οι μέτοχοι-ιδιοκτήτες μια επιχείρησης και τα διευθυντικά στελέχη αυτής αποτελούν δυο ξεχωριστές ομάδες ανθρώπων, με αποκλίνοντα και σε ορισμένες περιπτώσεις αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ τους. Το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου προκύπτει καθώς η διοίκηση της επιχείρησης (εντολοδόχος) έχει εξουσιοδοτηθεί να λαμβάνει αποφάσεις προς όφελος των μετόχων (εντολέας). Επιδίωξη των μετόχων είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, ώστε να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις της επένδυσής τους. Ωστόσο, τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να υποκινούνται από ιδιοτελείς στόχους, όπως η επίτευξη προσωπικού κέρδους, η απόκτηση κύρους μέσω της διοίκησης επιχειρήσεων υψηλού μεγέθους και η εξασφάλιση της θέσης τους στο Διοικητικό Συμβούλιο. Συνεπώς, είναι πιθανό να πραγματοποιήσουν μια συγχώνευση-εξαγορά, ώστε να επωφεληθούν από τις υψηλότερες απολαβές και επιδόματα, αλλά και να αυξήσουν το κύρος τους ως διευθυντές της μεγαλύτερης νεοϊδρυθείσας εταιρείας. Παράλληλα, δίνουν θετική εντύπωση στους μετόχους για τις δράσεις τους προς όφελος της εταιρείας, ενώ στην πραγματικότητα η απόφαση αυτή μπορεί να μην αποτελεί τη βέλτιστη επιλογή. Τέλος, εξασφαλίζουν τη θέση τους ως διοικητικά στελέχη της εταιρείας-στόχου.

Το αποτέλεσμα είναι η συνένωση να μην βασίζεται σε στόχους μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης και σε ορισμένες περιπτώσεις να λειτουργεί αρνητικά, όταν το κόστος της συναλλαγής δεν ανταποκρίνεται στα οφέλη για την εταιρεία ή όταν το μέγεθός της αυξάνεται υπερβολικά, προκαλώντας δυσλειτουργίες.

- ✓ **Αλαζονεία διευθυντικών στελεχών (Hubris Hypothesis)**

Μια εναλλακτική προσέγγιση για την εξήγηση των κινήτρων των διοικητικών στελεχών διατυπώθηκε από τον Roll (1986). Πρόκειται για την θεωρία αλαζονείας (Hubris Hypothesis) των διευθυντικών στελεχών, σύμφωνα με την οποία τα στελέχη συχνά δρουν μη ορθολογικά στην απόφαση εξαγοράς μιας εταιρείας-στόχου. Πραγματοποιούν εξαγορές καταβάλλοντας υψηλό τίμημα, υπερβαίνοντας την αξία

που έχει διαμορφωθεί από την αγορά για την εταιρεία. Ο λόγος για την υποκειμενική αποτίμηση της συναλλαγής είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση και η υπερηφάνεια τους, καθώς θεωρούν ότι διαθέτουν την ικανότητα να διοικήσουν αποτελεσματικότερα την εταιρεία-στόχο και να καταστήσουν τη συναλλαγή επικερδή. Ως αποτέλεσμα, η απόφαση της εξαγοράς δεν βασίζεται σε αντικειμενικά κριτήρια, ενώ το υψηλό κόστος πραγματοποίησής της αυξάνει τις πιθανότητες αποτυχίας του εγχειρήματος.

1.6 Παράγοντες Επιτυχίας και Αποτυχίας Συγχωνεύσεων – Εξαγορών

Όπως προαναφέρθηκε, οι συνενώσεις αποτελούν τον πιο διαδεδομένο – και υπό ορισμένες συνθήκες αναγκαίο – τρόπο στρατηγικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η υλοποίησή τους δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη με την επίτευξη των στόχων που έθεσαν τα εμπλεκόμενα μέρη.

Αντίθετα, ο κίνδυνος αποτυχίας του εγχειρήματος είναι ισχυρός και δύναται να αποβεί έως και καταστροφικός για τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών πάνω σε πραγματοποιηθείσες συμφωνίες, προκύπτει ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές δεν καταφέρνουν να επιτύχουν τα υποσχόμενα αποτελέσματα που είχαν τεθεί πριν την υλοποίησή τους, σε ποσοστά που κυμαίνονται από 55 έως 77% (Carleton and Lineberry, 2004). Άλλες μελέτες δείχνουν ότι στο 60% των εξαγορών δεν επιτυγχάνεται επαρκής επιστροφή των επενδύμενων κεφαλαίων (Sirower, 1997). Τέλος, ως προς την αύξηση της αξίας των μετόχων, έρευνα του Business Week κατέληξε ότι σε δείγμα 150 συμφωνιών αξίας τουλάχιστον \$500 εκ., οι μισές περίπου ήταν ζημιογόνες ως προς τη μετοχική αξία (Feldman & Pratt, 1999).

Συνεπώς, κρίνεται σημαντικό να διερευνηθούν οι κύριοι παράγοντες που οδηγούν τις συγχωνεύσεις-εξαγορές σε αποτυχία και συγχρόνως να περιγραφούν οι τρόποι αντιμετώπισης των κινδύνων αυτών από τις επιχειρήσεις. Λαμβάνοντας υπόψη τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε συνενώσεις, που περιγράφηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, μπορούμε να αξιολογήσουμε καλύτερα την πιθανότητα αποτυχίας μιας συνένωσης με βάση τους λόγους για τους οποίους πραγματοποιήθηκε. Χαρακτηριστικό παράδειγμα πιθανής αποτυχίας αποτελεί η λανθασμένη εκτίμηση του κόστους-ωφέλειας του εγχειρήματος από τα διευθυντικά στελέχη λόγω αλαζονείας (hubris). Αυτή οδηγεί σε σύναψη συμφωνιών χωρίς να έχει παρθεί ορθολογική απόφαση με αντικειμενική εξέταση όλων των παραγόντων, με συνέπεια ο κίνδυνος αποτυχίας να είναι αυξημένος. Αντίστοιχη είναι και η περίπτωση συμφωνίας η οποία πραγματοποιήθηκε υποκινούμενη από ιδιοτελή συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών.

Ακόμη, έρευνες που διεξήχθησαν στο συγκεκριμένο θέμα δείχνουν ότι διαφορετικά είδη συγχωνεύσεων-εξαγορών παρουσιάζουν ξεχωριστά ποσοστά επιτυχίας. Ειδικότερα, οι φιλικές συγχωνεύσεις-εξαγορές τείνουν να αποδεικνύονται περισσότερο επιτυχημένες απ' ό,τι οι επιθετικές εξαγορές. Επίσης, οι

συσχετιζόμενες συνενώσεις καταφέρνουν να αποδώσουν υψηλότερη αξία σε σύγκριση με τις ασυσχετίστες. Τέλος, οι διεθνείς συγχωνεύσεις-εξαγορές επιτυγχάνουν συνήθως περισσότερα καθαρά κέρδη από τις εγχώριες (Παπαδάκης, 2007).

Οι ενδείξεις αυτές δεν καθορίζουν το αν η καθεμία συμφωνία πρόκειται να είναι επιτυχημένη ή αποτυχημένη, απλώς χρησιμεύουν για να εντοπίσουμε ποια χαρακτηριστικά των συνενώσεων δημιουργούν τις καλύτερες προοπτικές για αύξηση της αξίας μιας επιχείρησης-με βάση το είδος τους.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι το αποτέλεσμα μιας συνένωσης επηρεάζει διαφορετικά το κάθε εμπλεκόμενο μέρος. Στις προηγούμενες παραγράφους, η αξιολόγηση της επιτυχίας/αποτυχίας μιας συμφωνίας έγινε με κριτήριο την συνολική ανάπτυξη της νεοϊδρυθείσας εταιρείας και την δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Ωστόσο, τα αποτελέσματα των συνενώσεων συνήθως ευνοούν τους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας περισσότερο από αυτούς της εξαγοράζουσας. Αυτό συμβαίνει λόγω του τιμήματος (premium) που καταβάλλεται για την εξαγορά της εταιρείας-στόχου, αλλά και επειδή αυτές τείνουν να παρουσιάζουν χαμηλότερες αποδόσεις και να γίνονται αντικείμενο εξαγοράς προκειμένου να βελτιωθεί η διαχείρισή τους και να αποδώσουν υψηλότερα κέρδη στους μετόχους. Ως αποτέλεσμα, στη διαδικασία της συναλλαγής η εταιρεία-στόχος επωφελείται περισσότερο από την εξαγοράστρια, της οποίας το εγχείρημα απαιτεί μεγάλο ρίσκο.

Όσον αφορά τα διευθυντικά στελέχη, στην πλειονότητα των περιπτώσεων οι διευθυντές της εξαγοράστριας εταιρείας επωφελούνται από τη συναλλαγή, αφού αυξάνονται οι αποδοχές και το κύρος τους λόγω της διοίκησης της μεγαλύτερης πλέον επιχείρησης. Αντίθετα, τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών-στόχων ως επί το πλείστον ζημιώνονται, καθώς συνήθως αντικαθίστανται ή υποβιβάζονται σε χαμηλότερες θέσεις.

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την διαδικασία της συνένωσης και δύνανται να καθορίσουν την έκβασή της. Αυτοί διακρίνονται στον Ανθρώπινο Παράγοντα (διευθυντικά στελέχη, εργατικό προσωπικό, διαφορές κουλτούρας και οργανωσιακής δομής, ψυχολογικός αντίκτυπος της συμφωνίας στα εμπλεκόμενα μέρη) και τον Σχεδιασμό της συνένωσης (ύπαρξη στρατηγικού οράματος, διαδικασία επιλογής-αποτίμησης εταιρείας-στόχου, προγραμματισμός της υλοποίησης της συνένωσης).

✓ Ανθρώπινος Παράγοντας

Ο ανθρώπινος παράγοντας αποτελεί σημαντικό στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά τη διαδικασία μιας συμφωνίας. Οι συγχωνεύσεις-εξαγορές επηρεάζουν σε υψηλό βαθμό τόσο τα διευθυντικά στελέχη, όσο και το εργατικό προσωπικό των συναλλασσόμενων εταιρειών, καθώς και τους υπόλοιπους

ενδιαφερόμενους φορείς, όπως οι μέτοχοι, οι προμηθευτές και οι πελάτες. Σε όλη τη διάρκεια της διαδικασίας επικρατεί αβεβαιότητα, πραγματοποιούνται ραγδαίες αλλαγές και προκύπτουν αντιδράσεις από τις διάφορες ομάδες συμφερόντων, οι οποίες χρειάζεται να διαχειριστούν κατάλληλα για να ολοκληρωθεί επιτυχώς το εγχείρημα.

Κυριότερη σημασία πρέπει να δοθεί στο διοικητικό και εργατικό προσωπικό των συναλλασσόμενων εταιρειών, καθώς και στην κατάλληλη σύζευξή τους στη νέα επιχειρησιακή δομή. Σύμφωνα με έρευνες πάνω σε πραγματοποιηθείσες συνενώσεις, προκύπτει ότι στον σχεδιασμό και την υλοποίηση της συμφωνίας, δίνεται σημασία κυρίως σε ανάλυση των χρηματοοικονομικών στοιχείων και δεικτών, ενώ παραμελείται η εξέταση του ανθρώπινου παράγοντα, όσον αφορά την εργασιακή δομή και κουλτούρα των εταιρειών (Huang & Kleiner, 2004). Πολλοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι πλέον η επιλογή μιας συγχώνευσης-εξαγοράς με βάση αποκλειστικά σε χρηματοοικονομικούς δείκτες δεν κρίνεται βιώσιμη για τις επιχειρήσεις· το ανθρώπινο κεφάλαιο είναι σημαντικό να εκτιμηθεί εξίσου με τη χρήση μη-οικονομικών δεικτών (Bertoncelj & Kovač, 2006).

Η ενοποίηση των εταιρειών απαιτεί την επιτυχή ευθυγράμμιση των διαφορετικών εργασιακών κουλτουρών που χαρακτηρίζουν την καθεμία. Με τον όρο κουλτούρα νοείται το σύστημα κοινών αξιών, αρχών, εννοιών, και πρακτικών που συνθέτουν ένα κοινό πλαίσιο αναφοράς, το οποίο προσδιορίζει το πώς συμπεριφέρονται οι εργαζόμενοι σε μια επιχείρηση. Ουσιαστικά, πρόκειται για τον τρόπο που λειτουργεί η κάθε επιχείρηση και συνεπώς κατά την ενοποίηση οι διαφορετικές κουλτούρες πρέπει να συμβαδίσουν για να μπορέσει λειτουργήσει η νέα εταιρεία. Πριν από τη σύναψη της συμφωνίας οι εταιρείες χρειάζεται να συζητήσουν διεξοδικά τις ομοιότητες και διαφορές που τις διακρίνουν στα θέματα λειτουργίας, ιεραρχικής δομής και εργασιακών σχέσεων. Ακόμη, οποιαδήποτε προσπάθεια μεταβολής της κουλτούρας πρέπει να γίνει με μεγάλη προσοχή, καθώς είναι κοινώς αναγνωρισμένο ότι οι αλλαγές γίνονται δύσκολα και απαιτείται αρκετός χρόνος και λεπτός χειρισμός. Επιπλέον, η όλη διαδικασία οφείλει να πραγματοποιηθεί στα χρονικά πλαίσια που έχουν τεθεί κατά τον σχεδιασμό της συμφωνίας, καθώς στο μεταβατικό αυτό στάδιο η νεοϊδρυθείσα επιχείρηση υπολειτουργεί και η παράταση της διαδικασίας συνεπάγεται περισσότερο κόστος για αυτήν.

Ο ανθρώπινος παράγοντας περιλαμβάνει και τον ψυχολογικό αντίκτυπο που προκαλεί η συνένωση στους εργαζόμενους αλλά και τα διευθυντικά στελέχη. Όπως προαναφέρθηκε, η διαδικασία της ενοποίησης προκαλεί αβεβαιότητα στο εταιρικό προσωπικό, κάτι που επηρεάζει το αποτέλεσμα της εργασίας τους. Ειδικά για την εταιρεία-στόχο, οι εργαζόμενοι αγχώνονται για το ενδεχόμενο απόλυσης τους και γενικότερα για τις επιπτώσεις που θα επιφέρουν οι αλλαγές στην μέχρι τώρα κατάσταση, χάνουν το ηθικό τους και καθίστανται λιγότερο παραγωγικοί (Παπαδάκης, 2007). Τα διευθυντικά στελέχη

δυσκολεύονται εξίσου να συνεργαστούν με τα στελέχη της εξαγοράστριας εταιρείας, νιώθουν ότι διακυβεύεται η θέση που κατέχουν και μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντος.

Τα παραπάνω προβλήματα πολλαπλασιάζονται σε περιπτώσεις εξαγοράς από εταιρείες που χαρακτηρίζονται “εχθρικές” μεταξύ τους. Το προσωπικό της εταιρείας-στόχου θεωρεί την συμφωνία ως ήττα και γίνεται λιγότερο πρόθυμο για συνεργασία.

Όλη αυτή η ψυχολογική αναταραχή συνεπάγεται με κόστος για τις εταιρείες, καθώς τα αναμενόμενα αποτελέσματα της συνένωσης για συνέργια και δημιουργία αξίας δεν υλοποιούνται. Ακόμα, παρατηρείται πως όσο παρατείνεται το πρόβλημα, τα ικανότερα στελέχη τείνουν να εγκαταλείπουν την επιχείρησή τους και να αναζητούν άλλη θέση εργασίας στην αγορά, καθώς κατέχουν τα προσόντα για την εύρεσή της (“brain drain”) (Huang & Kleiner, 2004). Συνεπώς, οι εταιρείες καλούνται να καταβάλλουν ουσιαστική προσπάθεια για την αποδοχή της συνένωσης από το προσωπικό τους.

Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας στον τομέα της Διοίκησης Επιχειρήσεων ασχολείται αποκλειστικά με αυτό το ζήτημα, τις ενέργειες δηλαδή που προτείνονται για την κατάλληλη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού σε συγχωνεύσεις-εξαγορές. Σημαντικότερη κρίνεται η άμεση και ουσιαστική επικοινωνία με το προσωπικό απ' την πρώτη στιγμή που αποφασισθεί η συμφωνία, ώστε οι εργαζόμενοι να λάβουν τα κατάλληλα μηνύματα και να διατηρήσουν το ηθικό τους (Huang & Kleiner, 2004).

✓ Σχεδιασμός της Συγχώνευσης-Εξαγοράς

Με τον όρο σχεδιασμός της συγχώνευσης-εξαγοράς εννοούμε την εξέταση όλων των σημαντικών παραμέτρων, ως προς τους λόγους πραγματοποίησής της, τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα και την εκτίμηση κόστους-οφέλους από τις εταιρείες. Αρχικά, η απόφαση πρέπει να βασίζεται στην ύπαρξη σαφώς καθορισμένου στρατηγικού οράματος από την επιχείρηση και να μην είναι μια ευκαιριακή απόφαση για κερδοσκοπία, μεγέθυνση ή μίμηση των ανταγωνιστών της στην αγορά. Οι συμφωνίες που δεν στηρίζονται σε ορθολογικά κριτήρια, λεπτομερή αξιολόγηση και δεν συμβαδίζουν με τη μακροχρόνια στρατηγική των επιχειρήσεων για ανάπτυξη οδηγούν συχνά σε οικονομική αποτυχία, όπως δείχνουν και τα στατιστικά στοιχεία που αναφέρθηκαν προηγουμένως.

Εν συνεχεία, τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα του εγχειρήματος πρέπει να είναι ξεκάθαρα προσδιορισμένα από τις εταιρείες και να μην υπάρξουν σοβαρές αποκλίσεις από τα τελικώς πραγματοποιηθέντα αποτελέσματα.

Όταν οι επιχειρήσεις εξετάζουν το ενδεχόμενο μιας συνένωσης, προσπαθούν να υπολογίσουν την ωφέλεια που θα αποκομίσουν, το κόστος που συνεπάγεται η συναλλαγή και να συγκρίνουν τα δυο

μεγέθη. Για τον υπολογισμό της ωφέλειας, διαμορφώνουν συγκεκριμένους στόχους – όπως περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο: συνέργεια, αύξηση μεριδίου αγοράς, οικονομίες κλίμακας κλπ. Εξετάζοντας τον κάθε στόχο, προσπαθούν να υπολογίσουν το όφελος που αυτός θα αποφέρει και τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που θα αποκτήσουν. Ωστόσο, ο υπολογισμός των ωφελειών είναι εξαιρετικά δύσκολος να γίνει με ακρίβεια, καθώς επηρεάζεται από ποικίλους παράγοντες – πολλοί εκ των οποίων είναι εξωγενείς. Για παράδειγμα, τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα π.χ. των συνεργειών μπορεί να μην επιτευχθούν, διότι παρά τους υπολογισμούς των εταιρειών, οι δομές και η κουλτούρα της καθεμίας αποδείχθηκαν μη συμβατές.

Ως προς τους εξωγενείς παράγοντες, χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η αντίδραση των ανταγωνιστών, προμηθευτών και πελατών. Οι προμηθευτές ενδέχεται να σταθούν επιφυλακτικοί απέναντι στη συνένωση και να διακόψουν τη συνεργασία με την εταιρεία ή να αυξήσουν τις απαιτήσεις τους στη διαπραγμάτευση. Οι πελάτες είναι πιθανό να μην αντιδράσουν θετικά στις όποιες αλλαγές προκύψουν στα προϊόντα, τις τιμές κλπ. Τέλος, οι ανταγωνιστές μπορεί να τροποποιήσουν τη δράση τους στην αγορά, μειώνοντας τις τιμές τους ή πραγματοποιώντας και οι ίδιοι εξαγορές, ως αντίδραση στα νέα δεδομένα. Όλες αυτές οι ενδεχόμενες αλλαγές, που δεν εξαρτώνται άμεσα από τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, καθιστούν την εκτίμηση του αποτελέσματος της συμφωνίας εξαιρετικά δύσκολη.

Τέλος, με βάση όσα αναφέρθηκαν παραπάνω συνεπάγεται ότι η αποτίμηση της εταιρείας-στόχου από την εξαγοράστρια εταιρεία συχνά παρουσιάζει αποκλίσεις από την πραγματική της αξία. Το premium που καταβάλλουν οι εξαγοράστριες εταιρείες είναι το ποσό που υπερβαίνει την αξία της εταιρείας-στόχου, όπως αυτή έχει καθοριστεί από την αγορά. Τα ποσά που ξοδεύονται είναι υπέρογκα, ενώ όλες οι εναλλακτικές επενδύσεις στις οποίες αυτά θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν απορρίπτονται. Ακόμη, πολλές φορές η εσωτερική χρηματοδότηση δεν επαρκεί για την κάλυψή τους και οι εταιρείες καταφεύγουν σε εξωτερικό δανεισμό. Συνεπώς, προκειμένου η συνένωση να επιτύχει, θα πρέπει η αύξηση της απόδοσης της εταιρείας-στόχου να υπερβεί το κόστος της υπεραξίας που καταβλήθηκε (Παπαδάκης, 2007).

Όταν η υπεραξία είναι μεγάλη, το ρίσκο της αποτυχίας είναι αυξημένο, καθώς οι απαιτούμενες αυξήσεις στην απόδοση της καθαρής θέσης της εταιρείας-στόχου είναι δύσκολο να επιτευχθούν. Ως αποτέλεσμα, η πληρωμή υψηλού premium που οφείλεται στην αυτοπεποίθηση της εταιρείας-αγοραστή και γενικότερα σε μη ορθολογικά κίνητρα συνήθως προκαλεί τη συσσώρευση χρέους και όχι σε αύξηση των κερδών (Παπαδάκης, 2007).

Κεφάλαιο 2: Κλάδος τυχερών παιχνιδιών

2.1 Είδη τυχερών παιχνιδιών και νομοθετικό πλαίσιο σε Ελλάδα και Ευρώπη

Δεν επιδέχεται αμφισβήτησης, ότι τις τελευταίες δεκαετίες η βιομηχανία των τυχερών παιγνίων έχει εμφανίσει μια ραγδαία ανάπτυξη τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς. Ένας βασικός λόγος, ο οποίος έχει οδηγήσει στη ραγδαία αυτή ανάπτυξη είναι η σημαντική ανάπτυξη της τεχνολογίας, η οποία είχε σαν συνέπεια να δημιουργηθούν ένα πλήθος από νέα παίγνια, ο διαχωρισμός των οποίων μπορεί να γίνει σε προϊόντα αθλητικού περιεχομένου, σε αριθμολαχεία και σε παιχνίδια δεξιοτεχνίας (Υπουργείο Οικονομικών Διαδικτυακός Τόπος Διαβουλεύσεων, 2010).

Συνεπώς, λαμβάνοντας υπόψη τον τρόπο με τον οποίο διεξάγονται τα εν λόγω παίγνια, μπορεί να συντελεστεί ένας διαχωρισμός τους σε δύο επιμέρους κατηγορίες, στα **τεχνικά ψυχαγωγικά παιχνίδια** και στα **τυχερά παιχνίδια**, ενώ αναφορικά με τους τρόπους με τους οποίους ο καταναλωτής είναι σε θέση να συμμετάσχει στα εν λόγω παίγνια, αυτό μπορεί να γίνει με δια ζώσης επίσκεψη του είτε με συμμετοχή του σε εξ αποστάσεων παίγνια, δηλαδή σε παίγνια μέσω του διαδικτύου ή άλλων οπτικοακουστικών και ηλεκτρομαγνητικών μέσων. (Υπουργείο Οικονομικών Διαδικτυακός Τόπος Διαβουλεύσεων, 2010).

Ειδικότερα, τα λεγόμενα **τεχνικά** ή **ψυχαγωγικά** παίγνια είναι εκείνα τα παίγνια, το αποτέλεσμα των οποίων βρίσκεται σε άμεση εξάρτηση από τον ίδιο τον πελάτη είτε λόγω των πνευματικών είτε λόγω των τεχνικών του ικανοτήτων. Πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο σε δημόσιους χώρους, ενώ ο σκοπός τους είναι καθαρά ψυχαγωγικός. Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι για τα εν λόγω παίγνια, σε καμία περίπτωση δεν είναι δυνατή η διάπραξη στοιχημάτων χρηματικής φύσεως, τα οποία να έχουν σαν συνέπεια οι παίκτες να οδηγούνται σε οικονομικά οφέλη (Υπουργείο Οικονομικών Διαδικτυακός Τόπος Διαβουλεύσεων, 2010). Ο βασικός λόγος ύπαρξης τους είναι η πραγματοποίηση διασκέδασης, ενώ λόγω της φύσης τους απευθύνονται σε άτομα όλων των ηλικιών και ανάλογα με τα μέσα που χρησιμοποιούνται μπορούν να διακριθούν σε δύο επιμέρους υποκατηγορίες, στα **μηχανικά** και στα **ηλεκτρομηχανικά** παίγνια (Υπουργείο Οικονομικών Διαδικτυακός Τόπος Διαβουλεύσεων, 2010).

Εν προκειμένω, τα **μηχανικά** παίγνια είναι εκείνα τα παίγνια, τα οποία για να χρησιμοποιηθούν απαιτείται η χρήση της μυϊκής δύναμης του παίκτη, όπως είναι για παράδειγμα τα παίγνια που βρίσκονται σε χώρους όπως τα λούνα πάρκ και οι κινηματογράφοι, ενώ οι συνηθέστερες μορφές τους περιλαμβάνουν παιχνίδια όπως το ποδοσφαιράκι ή το μπασκετάκι. Επισημαίνεται ότι λόγω της φύσης του ψυχαγωγικού τους χαρακτήρα δεν βρίσκονται κάτω από τον έλεγχο της Επιτροπής Εποπτείας και

Ελέγχου Παιγνίων (Ε.Ε.Ε.Π.) – η οποία είναι η «ανεξάρτητη διοικητική Αρχή, αρμόδια για τη ρύθμιση, εποπτεία και έλεγχο των παιγνίων που διεξάγονται στην Ελληνική Επικράτεια» (Επίσημη ιστοσελίδα της Ε.Ε.Ε.Π.) – καθώς δεν οδηγούν στη δημιουργία κέρδους (Υπουργείο Οικονομικών Διαδικτυακός Τόπος Διαβουλεύσεων, 2010).

Από την άλλη πλευρά, τα *ηλεκτρομηχανικά* παίγνια είναι εκείνη η κατηγορία παιχνιδιών, η διεξαγωγή των οποίων απαιτεί την ύπαρξη ειδικού εξοπλισμού αλλά και ειδικού λογισμικού, έτσι ώστε να καταστεί εφικτή η συμμετοχή των χρηστών σε αυτά, ενώ πιο γνωστές μορφές της εν λόγω κατηγορίας παιγνίων είναι οι παιχνιδομηχανές με κέρματα, τύπου Pacman, όπως επίσης και οι πλατφόρμες παιχνιδιών, που μεγάλο τμήμα του πληθυσμού έχει στο σπίτι του, όπως είναι το PlayStation, το Xbox κλπ.

Καθώς όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η χρήση των ψυχαγωγικών παιγνίων είναι καθαρά για σκοπούς διασκέδασης, αρχικά θεσπίστηκε ο νόμος 3037/2002, που απαγόρευε ρητά την χρήση και εγκατάσταση ψυχαγωγικών παιγνίων σε κάθε δημόσιο και ιδιωτικό χώρο σε όλη την χώρα, επιβάλλοντας αντίστοιχα σημαντικές ποινικές και διοικητικές κυρώσεις σε αυτούς που δεν εναρμονίζονταν με τη νομοθεσία (Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, 2002). Ο λόγος που συνέβη η ψήφιση του παραπάνω νόμου οφείλεται σε ένα σκάνδαλο που ήρθε στην επικαιρότητα την περίοδο 2002 – 2005, όπου παρατηρήθηκε εκμετάλλευση των αδειών για την λειτουργία ψυχαγωγικών παιγνίων σε διάφορους χώρους από επιχειρηματίες. Άμεση συνέπεια της εν λόγω παράβασης ήταν η πραγματοποίηση μη νόμιμου τζιρού, για τον οποίο στη συνέχεια οι επιχειρήσεις δεν απέδιδαν στο κράτος τους αντίστοιχους φόρους, ενώ χαρακτηριστικό φαινόμενο που έκανε την εμφάνισή του ήταν η έναρξη λειτουργίας μικρών τοπικών καζίνο, χωρίς ανάλογη άδεια και χωρίς να συντελείται έλεγχος όσον αφορά τη λειτουργία τους (Σουλιώτης 2010).

Εντούτοις όμως, η απαγόρευση λειτουργίας των ψυχαγωγικών παιγνίων από το ελληνικό κράτος είχε σαν συνέπεια η Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προβεί στην καταγγελία της χώρας μας στο Ευρωπαϊκό Δικαστήριο το 2005, με συνέπεια η εν λόγω απόφαση να κριθεί άκυρη και παράνομη το 2006, καθώς ήταν αντίθετη με την πολιτική της Ευρωπαϊκής Επιτροπής περί της ελεύθερης διακίνησης αγαθών και παροχών υπηρεσίας, ενώ η ίδια διαδικασία επαναλήφθηκε και το 2008, όπου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προέβη εκ νέου σε καταγγελία της χώρας μας, λόγω της κλειστής αγοράς που εξακολουθούσε να υπάρχει αλλά και για τη μη συμμόρφωση της χώρας με το πλαίσιο της ελεύθερης λειτουργίας των ψυχαγωγικών παιγνίων στην αγορά (Χρυσικόπουλος, 2012).

Άμεση συνέπεια της τελευταίας προσφυγής της Ευρωπαϊκής Επιτροπής κατά της χώρας μας ήταν η επιβολή προστίμου ύψους 3.000.000 ευρώ και αντίστοιχα ημερήσιου προστίμου ύψους 31.536 ευρώ για κάθε ημέρα, όπου η χώρα δεν θα συμμορφώνεται με την εν λόγω πρακτική της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Betarades.gr, 2013).

Λαμβάνοντας συνεπώς υπόψη το ιδιαίτερα υψηλό ποσό, το οποίο ξεπερνούσε μέχρι το 2011 τα 36.000.000 ευρώ και το οποίο η χώρα θα έπρεπε να καταβάλλει, η ελληνική κυβέρνηση προέβη το 2011 στη θέσπιση του νόμου ν.4002/2011, μέσω του οποίου τέθηκε για πρώτη φορά στη χώρα ένα ειδικό πλαίσιο σε θεσμικό επίπεδο για την προστασία των τεχνικών και ψυχαγωγικών παιγνίων. Το γεγονός αυτό είχε σαν συνέπεια η Ε.Ε.Ε.Π. το 2012 να προβεί σε γνωστοποίηση προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή του σχεδίου που είχε υιοθετήσει για το συγκεκριμένο πεδίο, με συνέπεια να αρθεί για τη χώρα μας το υπέρογκο πρόστιμο που είχε επιβληθεί (Betarades.gr, 2013).

Από την άλλη πλευρά, τα **τυχερά** παίγνια, όπως συμπεραίνεται και από το όνομά τους, βρίσκονται σε άμεση εξάρτηση από τον παράγοντα της τύχης, αποδίδοντας οφέλη οικονομικής φύσεως στους παίκτες. Επιπλέον, για να συντελεστεί αποτελεσματικός διαχωρισμός μεταξύ των ψυχαγωγικών παιγνίων και των τυχερών παιγνίων θα πρέπει να υπάρξει μια κάποιου είδους οικονομική επένδυση, ώστε να συμμετάσχει ένας παίκτης, η οποία αυτή επένδυση είναι που θα έχει σαν συνέπεια ο παίκτης είτε να κερδίσει είτε να χάσει (Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, 2011).

Η αγορά τυχερών παιχνιδιών σήμερα στην Ελλάδα είναι μια αρκετά ευρεία αγορά, η οποία αποτελείται από τον όμιλο ΟΠΑΠ, τα ελληνικά επίγεια καζίνο, τα Ελληνικά Λαχεία, τις ιπποδρομίες, καθώς επίσης και τις διαδικτυακές εταιρείες τυχερών παιχνιδιών, η έναρξη λειτουργίας των οποίων θεσπίστηκε το 2011 με το νόμο 4002, άρθρο 50 (Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, 2011).

Διαχρονικά, οι απαρχές ανάπτυξης των τυχερών παιγνίων στην Ελλάδα βρίσκονται στην περίοδο μεταξύ των ετών 1990 και 1997, όταν ήλθαν στην επιφάνεια νέα παιχνίδια μέσω της εταιρείας ΟΠΑΠ, και ειδικότερα παιχνίδια όπως το ΛΟΤΤΟ και το ΤΖΟΚΕΡ, ενώ εκτός των κρατικών καζίνο την περίοδο αυτή δημιουργήθηκαν και τα πρώτα ιδιωτικά καζίνο, τα οποία ήταν το Καζίνο του Λουτρακίου και το Καζίνο της Χαλκιδικής. Η εξέλιξη αυτή συνεχίστηκε και τα επόμενα έτη και ειδικότερα την περίοδο 2000 – 2003, όπου εισήλθαν στην αγορά δύο νέα τυχερά παίγνια, το Πάμε Στοίχημα και το ΚΙΝΟ.

Σήμερα, λόγω και των συνθηκών της πανδημίας του COVID-19, που προκάλεσε παύση λειτουργίας των πρακτορείων ΟΠΑΠ και των επίγειων καζίνο για μεγάλο χρονικό διάστημα, ιδιαίτερη ανάπτυξη εμφάνισαν τα τυχερά παίγνια και οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε αυτά διαδικτυακά. Η τάση αυτή μάλιστα αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα έτη, καθώς διαφαίνεται από τα μέχρι τώρα στοιχεία ότι η ζήτηση για τυχερά παίγνια εξ αποστάσεως θα παραμείνει αυξημένη, ανεξάρτητα από το ενδεχόμενο μελλοντικής αναστολής λειτουργίας πρακτορείων και καζίνο ξανά.

Ειδικότερα, στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται σήμερα 24 νόμιμες εταιρείες και η εταιρεία ΟΠΑΠ Α.Ε., ενώ αρμόδια αρχή όσον αφορά το πεδίο της εποπτείας και της επίβλεψης είναι η Ε.Ε.Ε.Π., η οποία ιδρύθηκε με το νόμο 4002 του 2011, ενώ μέσα στους στόχους της είναι η διασφάλιση ότι η συμμετοχή

των παικτών σε ένα παίγνιο γίνονται κάτω από έντιμους όρους, καθώς και η διεξαγωγή αυτών με καθαρό και αδιάβλητο τρόπο, ενώ επίσης λαμβάνει μέριμνα έτσι ώστε στα τυχερά παιχνίδια να μην πραγματοποιούνται εγκλήματα, αλλά και να μην συντελείται παράβαση των κανόνων δημοσίας τάξεως (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

2.2 Έσοδα αγοράς τυχερών παιχνιδιών

Σύμφωνα με την έκθεση πεπραγμένων της ΕΕΕΠ για το 2020, η εξέλιξη του συνολικού κύκλου εργασιών (Total Gaming Revenue – TGR) και των ακαθάριστων εσόδων (Gross Gaming Revenue – GGR) από τη διεξαγωγή των τυχερών παιγνίων, τόσο επίγεια όσο και διαδικτυακά, συνοψίζονται στον κάτωθι πίνακα, στον οποίο παρουσιάζονται μεταξύ άλλων και τα μερίδια αγοράς στον κλάδο (Ε.Ε.Ε.Π., 2021):

	TGR 2020	Ποσοστιαία Μεταβολή TGR 2020-2019	Μερίδιο επί του TGR	GGR 2020	Ποσοστιαία Μεταβολή GGR 2020-2019	Μερίδιο επί του GGR
Παίγνια ΟΠΑΠ (Land based)	3.601.435.161,84 €	-32,01%	22,47%	903.706.110,76 €	-33,62%	55,66%
Καζίνο (Land based)	647.407.250,71 €	-61,48%	4,04%	85.264.620,17 €	-65,44%	5,25%
Λαχεία (Land based)	199.138.999,00 €	-54,95%	1,24%	40.931.465,00 €	-76,52%	2,52%
Ιπποδρομικό Στοιχημα (Land Based)	23.163.819,30 €	-32,15%	0,14%	5.790.059,76 €	-32,64%	0,36%
Διαδίκτυο (remote gambling)	11.558.670.347,06 €	35,85%	72,11%	588.000.550,21 €	34,46%	36,21%
Σύνολο	16.029.815.577,91 €	0,43%	100,00%	1.623.692.805,90 €	-27,14%	100,00%

Πίνακας 1: Εξέλιξη του κύκλου εργασιών, των ακαθάριστων εσόδων από τη διεξαγωγή των τυχερών παιγνίων τόσο επίγεια όσο και διαδικτυακά.

Πηγή: Ε.Ε.Ε.Π. (2021)

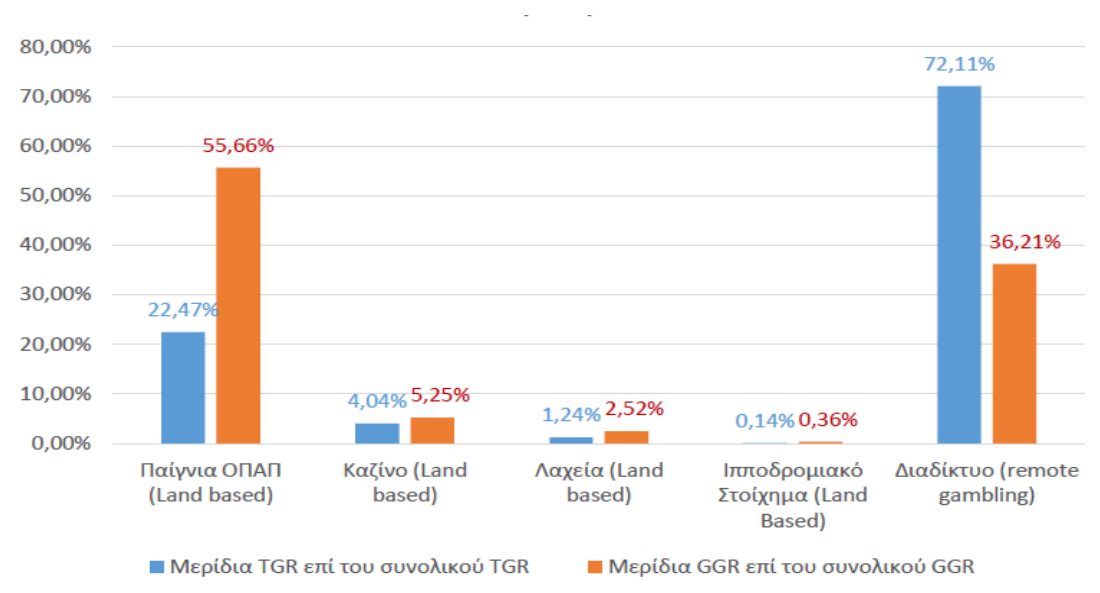
Όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα, δεν επιδέχεται αμφισβήτησης ότι στο έτος 2020, ο συνολικός κύκλος εργασιών στην Ελλάδα – παρά την επίδραση της πανδημίας του COVID-19 – εμφάνισε μια άνοδο της τάξεως του **0,43%**, ανερχόμενος σε ύψος 16.029,82 εκ. ευρώ, γεγονός το οποίο οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα παίγνια που διεξάγονται εξ αποστάσεως και μέσω του διαδικτύου, καθώς το μερίδιο

αγοράς τους ανήλθε στο 72,11% του συνολικού κύκλου εργασιών του κλάδου, ενώ αντίθετα το μερίδιο αγοράς των επίγειων αντιστοιχεί σε μόλις 27,89% (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Αντίστοιχα, σε όρους ακαθάριστων εσόδων (GGR) το μερίδιο αγοράς των παιγνίων που διεξάγονται διαδικτυακά καταλαμβάνει σε ποσοστό το 36,21%, ενώ εκείνα που διεξάγονται με επίγειο τρόπο αντιστοιχούν στο 63,79% (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Ο λόγος που συμβαίνει η παραπάνω εξέλιξη είναι ότι το μεγαλύτερο διάστημα του 2020, τόσο τα πρακτορεία του ΟΠΑΠ όσο και τα επίγεια καζίνο παρέμειναν κλειστά, έτσι ώστε να αποτραπεί η διάδοση του ιού βάση των μέτρων που έλαβε η ελληνική κυβέρνηση για την ανάσχεση της πανδημίας (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Επιπλέον, όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα, παρατηρείται μια σημαντική μείωση στα συνολικά ακαθάριστα έσοδα (GGR), το ύψος των οποίων το 2020 ανήλθε στα 1.623,69 εκατομμύρια ευρώ, εμφανίζοντας μια αρνητική μεταβολή της τάξεως του 27,14% έναντι των αντίστοιχων μεγεθών του 2019 (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).



Γράφημα 1: Μερίδια επί των TGR - GGR ανά ομάδα παιγνίων και δίκτυο διανομής (2020)

Πηγή: Ε.Ε.Ε.Π. (2021)

Εν συνεχεία, όπως φαίνεται από το παραπάνω γράφημα, γίνεται σαφές ότι η αγορά των τυχερών παιγνίων επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από τα περιοριστικά μέτρα που εφαρμόστηκαν όσον αφορά το πεδίο της πανδημίας του COVID-19 κατά το διάστημα μεταξύ των μηνών Μάρτιος και Μάιος, αλλά και από τον Νοέμβριο μέχρι το Δεκέμβριο της αντίστοιχης χρονιάς. Ειδικότερα, τα τυχερά εκείνα παιχνίδια που φαίνεται να επηρεάστηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό ήταν τα προϊόντα που προσφέρει η ΟΠΑΠ μέσω

του επίγειου δικτύου των πρακτορείων της, καθώς επίσης και τα καζίνο, τα λαχεία, αλλά και το αμοιβαίο Ιπποδρομιακό Στοιχείμα, εμφανίζοντας μια πτώση η οποία κυμάνθηκε από **-32,01%** για τα Παίγνια της ΟΠΑΠ Α.Ε. μέχρι και **-61,48%** όσον αφορά τα επίγεια καζίνο (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Αντίστοιχα, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, επωφελημένα από την εν λόγω συγκυρία ήταν τα παίγνια που πραγματοποιούνται διαδικτυακά, καθώς απορρόφησαν το μεγαλύτερο τμήμα της πτώσης της καταναλωτικής δαπάνης των επίγειων δικτύων, τα οποία παρέμειναν κλειστά (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Είναι λοιπόν σαφές ότι τα περιοριστικά μέτρα κατά της πανδημίας αποτέλεσαν τον καθοριστικό παράγοντα εξωτερικού περιβάλλοντος, που οδήγησε σε μείωση κερδοφορίας των περισσότερων επιχειρήσεων, αλλά ταυτόχρονα ευνόησε αυτές που δραστηριοποιούνται χωρίς την απαίτηση φυσικής παρουσίας των πελατών. Ειδικά στον τομέα των τυχερών παιχνιδιών, αυτή η – εξαναγκασμένη για πολλούς – μετατόπιση του καταναλωτικού κοινού από τα επίγεια καταστήματα στον διαδικτυακό χώρο είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του μεριδίου αγοράς για τα διαδικτυακά παίγνια, η οποία μάλιστα αναμένεται να παραμείνει αυξημένη και χωρίς την ανάγκη αποκλεισμού των επίγειων «ανταγωνιστών» λόγω νομοθετικών περιορισμών. Είναι γεγονός ότι αρκετοί καταναλωτές δεν είχαν μεταβεί μέχρι πρότερα σε ιστόχωρους τυχερών παιχνιδιών, διότι δεν ήταν συνηθισμένοι στη χρήση διαδικτυακών ιστοσελίδων για τον σκοπό αυτό. Κατόπιν της προσαρμογής τους όμως, λόγω του αποκλεισμού των επίγειων χώρων, η μετέπειτα χρήση ιστοχώρων για τη συμμετοχή σε τυχερά παίγνια έχει καταστεί ευκολότερη. Συνεπώς, η έντονη επίδραση του εξωτερικού περιβάλλοντος που βίωσε η αγορά τον τελευταίο χρόνο έχει βοηθήσει τις διαδικτυακές εταιρείες να προσελκύσουν περισσότερους καταναλωτές (ή και να τους αποσπάσουν από τα επίγεια καταστήματα), χωρίς να χρειαστεί να δαπανήσουν πόρους για διαφήμιση ή άλλες στρατηγικές ανάπτυξης στην αγορά.

2.3 Παίγνια της ΟΠΑΠ Α.Ε

Όσον αφορά τα παίγνια της ΟΠΑΠ Α.Ε., τα οποία πραγματοποιούνται μέσα από τα επίγεια πρακτορεία της, σύμφωνα με την έκθεση πεπραγμένων της Ε.Ε.Ε.Π. για το 2020, σε αυτά περιλαμβάνονταν η διεξαγωγή παιγνίων μέσω παιχνιδιομηχανμάτων τύπου VLT (Video Lottery Terminal), τα αριθμολαχεία JOKER και KINO, τα Virtual Games και το παίγνιο του προκαθορισμένου στοιχήματος Πάμε Στοιχείμα (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Ειδικότερα, σύμφωνα με την έκθεση πεπραγμένων της Ε.Ε.Ε.Π. για το 2020, η πανδημία του COVID-19 έπληξε σε σημαντικό βαθμό τη λειτουργία των παιχνιδιών του ΟΠΑΠ, καθώς από τα εν λόγω παίγνια προήλθε το 22,47% του συνολικού κύκλου εργασιών του συνόλου των παιγνίων, εμφανίζοντας μια πτώση της τάξεως του **32,01%** συγκριτικά με την αντίστοιχη πορεία του 2019 (33,18%), αλλά και το

55,66% των συνολικών ακαθάριστων εσόδων, η πτώση των οποίων άγγιξε το **33,62%** σε σχέση με το έτος 2019, όπου το αντίστοιχο ποσοστό ανερχόταν σε 61,09% (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Είναι γεγονός ότι, με βάση τα παραπάνω, η μέση αύξηση του GGR είναι απόρροια των παιχνιδιών τύπου VLT, τα οποία εμφανίζουν μια αύξηση της τάξεως του **90,86%** για την περίοδο μεταξύ των ετών 2018 και 2020. Η κατηγορία παιγνίων αυτή συνέβαλε στην απορρόφηση ενός σημαντικού μέρους της μείωσης των ακαθάριστων εσόδων της ΟΠΑΠ Α.Ε. (ΕΕΕΠ, 2021).

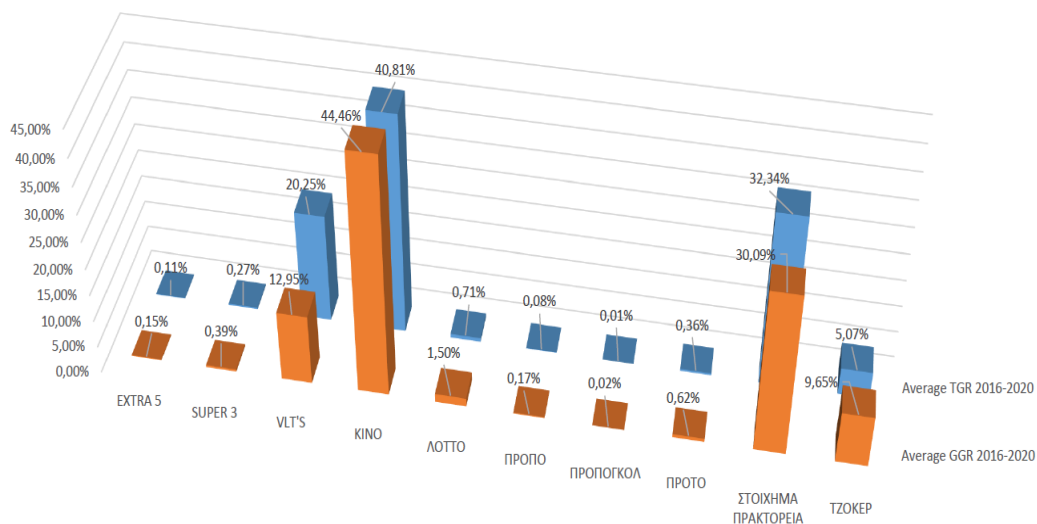
Όσον αφορά δε τα παραδοσιακά παίγνια της ΟΠΑΠ ΑΕ, όπως το Πάμε Στοίχημα μέσω των πρακτορείων της, το ΚΙΝΟ και το Joker, αυτά εμφανίζουν μια επίσης σημαντική πτωτική τάση, λόγω της κρίσης που υπήρξε στην εν λόγω αγορά, απόρροια των μέτρων για τον περιορισμό της πανδημίας του COVID-19. Ειδικότερα, τα όσα αναφέρονται παραπάνω γίνονται περισσότερο σαφή στον ακόλουθο πίνακα (Πίνακας 2), όπου απεικονίζεται η εξέλιξη των μεγεθών του κύκλου εργασιών (TGR) και των ακαθαρίστων εσόδων (GGR) της ΟΠΑΠ Α.Ε. για την περίοδο 2016-2020, για τα παίγνια που διεξάγονται επίγειοι (land based) και επί των οποίων η ΟΠΑΠ Α.Ε. εμφανίζει αποκλειστικό δικαίωμα διεξαγωγής (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Με βάση τα κάτωθι δεδομένα, τα παίγνια που εμφανίζουν μεγαλύτερη εισφορά στις συνολικές πωλήσεις της εταιρείας είναι το ΚΙΝΟ, το οποίο εμφανίζει την πρώτη θέση σε όλη την περίοδο μεταξύ των ετών 2016 και 2020, εμφανίζοντας μέσους όρους 40,81% και 44,66%, ενώ έπονται στη συνέχεια το Πάμε Στοίχημα με 32,34% και 30,09%, ακολούθως τα παίγνια τύπου VLT με 20,25% και 12,95% (η εισαγωγή τους στη χώρα μας πραγματοποιήθηκε στα τέλη του 2017), και τέλος το ΤΖΟΚΕΡ με 5,07% και 9,65% αντίστοιχα (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

ΟΠΑΠ (Επίγειο)	2016		2017		2018		2019		2020	
	TGR	GGR	TGR	GGR	TGR	GGR	TGR	GGR	TGR	GGR
EXTRA 5	5.083.856	1.818.176	4.865.069	1.858.884	4.674.612	1.995.337	4.722.054	2.332.674	2.843.463	1.132.193
SUPER 3	12.530.990	5.183.231	12.766.267	4.879.034	12.713.417	4.937.240	12.309.540	5.053.945	7.773.470	3.125.692
VLT'S	0	0	313.822.135	57.550.412	1.131.978.962	208.658.615	1.695.545.474	297.659.354	1.137.988.977	200.522.067
ΚΙΝΟ	1.972.310.040	605.538.806	1.903.062.234	580.890.320	1.804.542.953	551.839.760	1.819.778.381	549.109.453	1.123.550.663	336.462.296
ΛΟΤΤΟ	40.044.655	23.672.100	33.325.019	19.270.108	36.213.215	22.009.330	26.298.073	15.364.549	13.690.362	8.262.623
ΠΡΟΠΟ	4.896.553	2.821.406	4.168.118	2.458.263	3.292.239	1.941.525	2.942.989	1.744.556	1.601.487	943.866
ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ	536.996	329.175	301.693	182.236	365.638	220.861	209.735	126.692	101.817	61.504
ΠΡΟΤΟ	18.871.452	8.796.464	19.157.908	9.045.513	15.487.490	7.858.583	14.109.584	6.997.767	7.897.268	3.943.499
ΣΤΟΙΧΗΜΑ ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑ	1.217.070.382	375.821.832	1.463.562.857	398.256.086	1.524.158.446	382.919.921	1.502.116.700	366.377.479	1.126.024.527	252.668.469
ΤΖΟΚΕΡ	234.611.216	123.961.105	228.934.057	122.106.672	210.198.306	110.054.556	218.634.904	116.625.223	179.963.130	96.583.903
ΣΥΝΟΛΟ	3.505.956.139	1.147.942.296	3.983.965.355	1.196.497.526	4.743.625.278	1.292.435.728	5.296.667.434	1.361.391.692	3.601.435.162	903.706.111

Πίνακας 2: Εξέλιξη κύκλου εργασιών, ακαθάριστων εσόδων επίγειων παιγνίων ΟΠΑΠ ΑΕ

Πηγή: ΕΕΕΠ (2021)



Γράφημα 2: Μερίδιο παιγνίων land based επί του κύκλου εργασιών και των ακαθαρίστων εσόδων της ΟΠΑΠ Α.Ε. (2016-2020)

Πηγή: ΕΕΕΠ (2021)

2.4 Παίγνια κρατικών λαχείων

Τα παίγνια Κρατικών Λαχείων στην Ελλάδα διεξάγονται από την Ελληνικά Λαχεία Α.Ε., εταιρεία του Ομίλου ΟΠΑΠ, ενώ η εκμετάλλευσή τους ξεκίνησε το Μάιο του 2014, την ίδια περίοδο με την οποία επανακυκλοφόρησαν στην αγορά τα στιγμιαία κρατικά λαχεία με την ονομασία «ΣΚΡΑΤΣ».

Ειδικότερα, για το 2020, από τα παίγνια της Ελληνικά Λαχεία Α.Ε. προήλθε μόλις το 1,24% του συνολικού κύκλου εργασιών (TGR) όλων των παιγνίων, εμφανίζοντας μια ραγδαία υποχώρηση των πωλήσεων της τάξεως του 54,95% σε σχέση με το 2019, όπου το αντίστοιχο ποσοστό είχε ανέλθει στο 2,77%. Το ποσοστό των συνολικών ακαθαρίστων εσόδων (GGR) για το 2020 ανήλθε στο 2,52%, εμφανίζοντας μια επίσης σημαντική πτώση της τάξεως του 76,52% σε σύγκριση με το αντίστοιχο ποσοστό του 2019, το οποίο είχε ανέλθει στο 7,82% (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

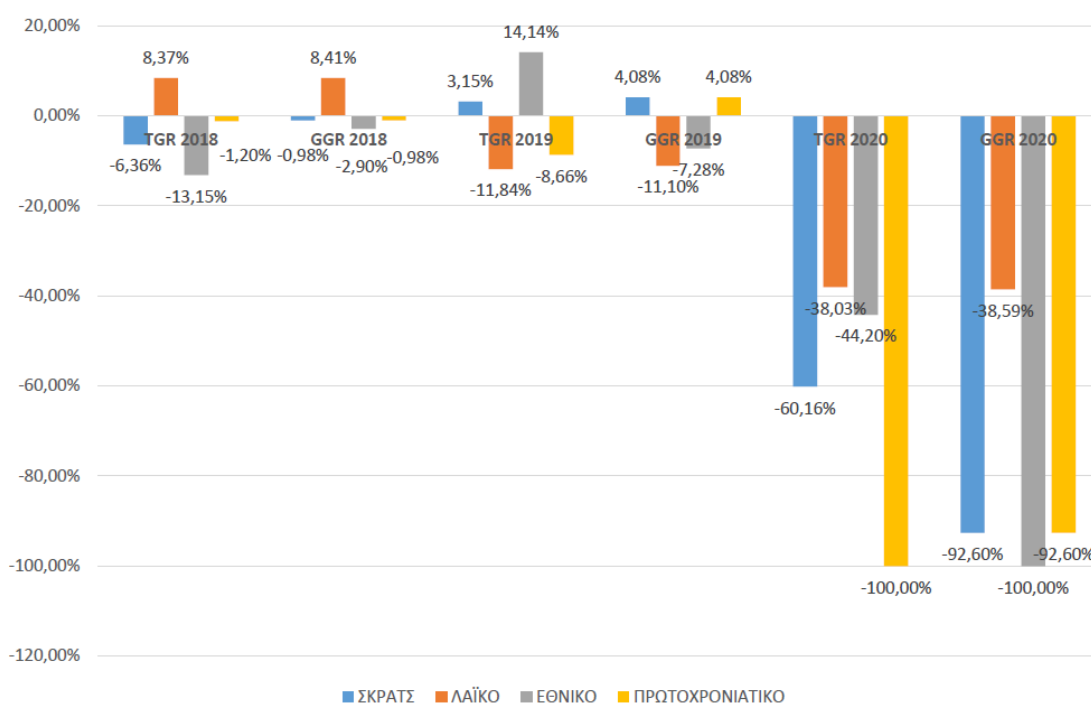
Εν προκειμένω, στο επίπεδο των απωλειών, τις μεγαλύτερες απώλειες όσον αφορά το διάστημα της περιόδου 2017-2020 εμφάνισαν το Λαϊκό Λαχείο, με μέση πτώση η οποία άγγιξε σε ποσοστό το 12,45% επί του TGR και 13,00% επί του GGR, και το Κρατικό Λαχείο (Πρωτοχρονιάτικο), το οποίο για πρώτη φορά δεν κυκλοφόρησε λόγω του COVID-19 το 2020, εμφανίζοντας μια μέση πτώση της τάξεως του 12,64% επί του TGR και της τάξεως του 11,48% επί του GGR. Εν συνεχεία, ακολούθησε σε πτώση το Εθνικό Λαχείο, η πτώση του οποίου άγγιξε το 27,72% επί του TGR και αντίστοιχα το 28,26% επί του GGR.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι, ενώ το ΣΚΡΑΤΣ μέχρι το 2019 κινούνταν με οριακά θετικό πρόσημο, κατέληξε το 2020 λόγω των περιοριστικών μέτρων κατά του COVID-19 να εμφανίζει μείωση της τάξεως του **14,41%** επί του TGR και μείωση της τάξεως του **21,27%** επί του GGR (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΑΧΕΙΑ	2017		2018		2019		2020	
	TGR	GGR	TGR	GGR	TGR	GGR	TGR	GGR
ΛΑΪΚΟ ΛΑΧΕΙΟ	105.724.130	41.649.555	114.574.040	45.153.295	101.003.070	40.142.895	62.592.710	24.652.330
ΕΘΝΙΚΟ ΛΑΧΕΙΟ	33.720.820	13.439.210	29.287.680	11.373.870	33.429.600	13.514.060	18.652.920	7.724.240
ΠΡΩΤΟΧΡΟΝΙΑΤΙΚΟ	12.925.000	5.733.925	12.769.350	5.567.404	11.663.750	5.162.005	0	0
ΣΚΡΑΤΣ	306.365.476	112.097.341	286.889.400	111.003.740	295.922.700	115.536.881	117.893.369	8.554.895
ΣΥΝΟΛΟ	458.735.426	172.920.031	443.520.470	173.098.309	442.019.120	174.355.841	199.138.999	40.931.465

Πίνακας 3: Εξέλιξη κύκλου εργασιών και ακαθάριστων εσόδων παιγνίων κρατικών λαχείων

Πηγή: Ε.Ε.Ε.Π. (2021)



Γράφημα 3: Ρυθμός Μεταβολής εσόδων παιγνίων Κρατικών Λαχείων (2018-2020)

Πηγή: Ε.Ε.Ε.Π. (2021)

2.5 Παίγνια που πραγματοποιούνται διαδικτυακά

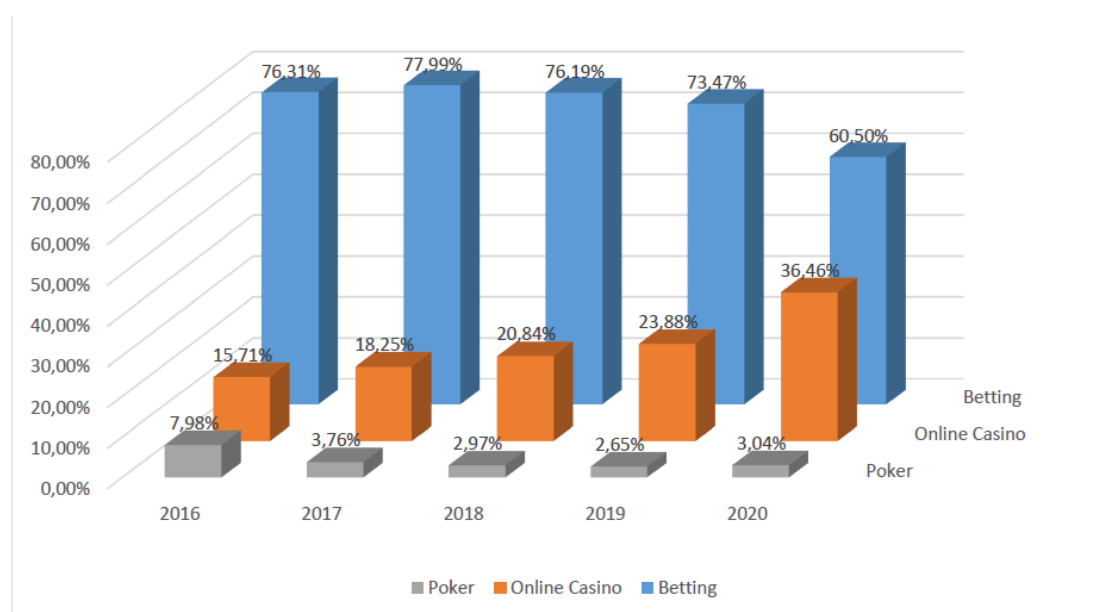
Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, τα τυχερά παίγνια που διεξάγονται εξ αποστάσεως και μέσω του διαδικτύου (remote gambling) αποτελούν από το 2010 και έπειτα έναν από τους πλέον ταχείς σε ανάπτυξη τομείς της αγοράς παιγνίων, τόσο στην Ευρώπη όσο και παγκοσμίως (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Αναφέρθηκε άλλωστε και παραπάνω ότι στην Ελλάδα μέσω του νόμου 4002/2011 δραστηριοποιούνται τέτοιες εταιρείες στη χώρα μας από το 2012, για τη απόκτηση άδειας των οποίων είναι αναγκαία η πλήρωση μιας σειράς από κριτήρια, όπως αυτά ορίζονται από την Ε.Ε.Ε.Π. και συνδέονται με το τίμημα

της άδειας και τις βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν τα πρόσωπα που αιτούνται άδειες διεξαγωγής.

Ειδικότερα, σε επίπεδο εσόδων για το έτος 2020, τα έσοδα που προήλθαν από τα παίγνια που διεξάγονται διαδικτυακά παρουσίασαν μια σημαντική αύξηση της τάξεως του **35,85%** επί του TGR και αντίστοιχα αύξηση της τάξεως του **34,46%** επί του GGR σε σύγκριση με το 2019 (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Επιπρόσθετα, όπως αναφέρεται στον Πίνακα 1, από τα παίγνια αυτά προήλθε το 72,11% του συνολικού κύκλου εργασιών (TGR) όλων των παιγνίων, εμφανίζοντας μια αύξηση της τάξεως του **18,80%** (από 53,31% του προηγούμενου έτους) και αντίστοιχα σε ποσοστό 36,21% των συνολικών ακαθαρίστων εσόδων (GGR), παρουσιάζοντας μια αύξηση της τάξεως του **16,58%** (από 19,63%), σε σύγκριση πάντοτε με τα αντίστοιχα μεγέθη της αγοράς για το 2019 (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).



Γράφημα 4: GGR διαδικτυακών παιγνίων 2016-2020

Πηγή: Ε.Ε.Ε.Π. (2021)

Από τα στοιχεία του παραπάνω γραφήματος καθίσταται σαφές ότι ένα σημαντικό τμήμα των παικτών που συμμετείχαν μέχρι πρότινος στα επίγεια παίγνια μετατοπίστηκαν προς τα διαδικτυακά παίγνια, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στο να αυξηθεί σε μεγάλο βαθμό ο κύκλος εργασιών και τα μικτά κέρδη της συγκεκριμένης αγοράς.

Μεταξύ των διαδικτυακών παιγνίων, την πρώτη θέση στο GGR κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2016-2020, κατέχουν τα παίγνια που ανήκουν στην κατηγορία Betting, στην οποία περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων το fixed odds betting, το in play betting και το virtual betting, με ποσοστά που κυμαίνονται από

76,31% (2016) έως 60,50% (2020), τα οποία, ωστόσο, παρουσιάζουν πτωτικές τάσεις την τελευταία τριετία (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

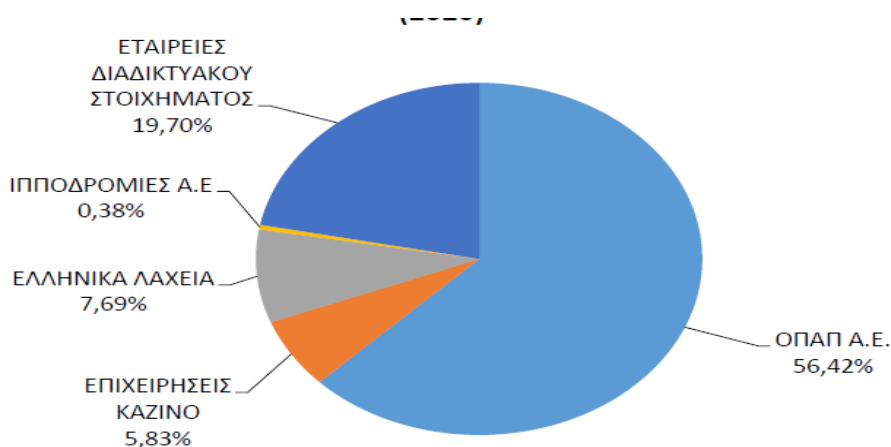
Από την άλλη πλευρά, τελείως διαφορετική είναι η πορεία των Online Casino, τα οποία εμφανίζουν μια συνεχή και σταθερή άνοδο, φτάνοντας από 15,71% του 2016 σε ποσοστό της τάξεως του 36,46% το 2020 (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

Τέλος, τα παίγνια Poker παρόλο που εμφάνιζαν μια συνεχή πτώση από το 2016 μέχρι το 2019, εντούτοις το 2020 παρουσίασαν μια ελαφρά αύξηση στο ποσοστό συμμετοχής τους επί του GGR το οποίο διαμορφώθηκε το 2020 από το 2,65% του 2019 σε ποσοστό της τάξεως του 3,04% (Ε.Ε.Ε.Π., 2021).

2.6 Κρατικά έσοδα από το πεδίο των τυχερών παιγνίων

Αναφορικά με τα έσοδα του Δημοσίου από το πεδίο των τυχερών παιγνίων, με βάση τα στοιχεία του 2020, η πλειονότητα των εσόδων αυτών προέρχεται σε ποσοστό της τάξεως του 56,42% από τον ΟΠΑΠ ΑΕ, ενώ ακολουθούν οι εταιρείες διαδικτυακού στοιχήματος με ποσοστό της τάξεως του 19,70% και ακολούθως τα έσοδα από τα ελληνικά λαχεία σε ποσοστό της τάξεως του 7,69%, ενώ σε απόλυτους αριθμούς τα έσοδα του δημοσίου από τα τυχερά παίγνια ανήλθαν το 2020 σε 628.870.954,03 ευρώ.

Όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο τα έσοδα αυτά καταφθάνουν στα κρατικά ταμεία, αυτά προέρχονται τόσο από το πεδίο της χορήγησης αδειών, όσο και μέσα από τη συμμετοχή του κράτους στα ακαθάριστα έσοδα των παιγνίων, καθώς επίσης και από τα έσοδα που προέρχονται από τα εισιτήρια των παικτών στα επίγεια καζίνο, αλλά και από τα έσοδα από αδιάθετα κέρδη παικτών που περιέρχονται στο δημόσιο, όπως επίσης και από το πεδίο της φορολόγησης των κερδών των παικτών.



Γράφημα 5: Έσοδα ελληνικού δημοσίου από παρόχους τυχερών παιγνίων

Πηγή: ΕΕΕΠ (2021)

2.7 Εταιρείες με άδεια πραγματοποίησης τυχερών παιγνίων στην Ελλάδα

Με βάση τα τελευταία επικαιροποιημένα στοιχεία, οι εταιρείες πέραν της ΟΠΑΠ ΑΕ που έχουν λάβει άδεια να πραγματοποιούν τυχερά παίγνια σήμερα στην Ελλάδα, σύμφωνα με το οριζόμενο από το άρθρο 50 του νόμου 4002/2011 είναι οι ακόλουθες (Foxbet.gr, 2021):

- ✓ Stoiximan → (www.stoiximan.gr)
- ✓ Netbet → (www.netbet.gr)
- ✓ Bet365 → (www.bet365.gr)
- ✓ Bwin → (www.bwin.gr)
- ✓ Interwetten → (www.interwetten.gr)
- ✓ Novibet → (www.novibet.gr)
- ✓ Pamestoixima (www.pamestoixima.gr)
- ✓ Betshop → (www.betshop.gr)
- ✓ Goalbet → (www.goalbet.gr)
- ✓ Sportingbet → (www.sportingbet.gr)
- ✓ Betrebels → (www.betrebels.gr)
- ✓ Vistabet → (www.vistabet.gr)
- ✓ Championsbet → (www.championsbet.gr)
- ✓ Winmasters → (www.winmasters.gr)

2.8 Η συγχώνευση ΟΠΑΠ ΑΕ – STOIXIMAN ΑΕ

Μια από τις πλέον σημαντικές συγχωνεύσεις στο πεδίο των τυχερών παιγνίων είναι η συγχώνευση μεταξύ της ΟΠΑΠ Α.Ε. και της Stoiximan Α.Ε., η οποία ανακοινώθηκε στο δεύτερο μισό του 2018 και αφορούσε στην απόκτηση της Stoiximan (η οποία ανήκει στην TCB Holdings) από την ΟΠΑΠ Α.Ε. και ειδικότερα από τη θυγατρική της, την OPAP Investment Ltd (Bookieplanet.gr, 2019).

Ειδικότερα, η εν λόγω συμφωνία προέβλεπε την εξαγορά ενός μεγάλου ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου της TCB Holdings, γεγονός το οποίο θα επέτρεπε στον όμιλο ΟΠΑΠ Α.Ε. να διαχειριστεί ο

ίδιος από κοινού με την TCB Holdings τη στοιχηματική ιστοσελίδα Stoiximan.gr (Bookieplanet.gr, 2019).

Το προσύμφωνο μεταξύ των δύο εξεταζόμενων εταιριών προέβλεπε την εξαγορά του ποσοστού της τάξεως του 36,75% της TCB Holdings, από τη θυγατρική εταιρεία του ΟΠΑΠ, OPAP Investment Ltd., ενώ το συνολικό τίμημα της εν λόγω εξαγοράς ανήλθε στο ύψος των 50 εκατομμυρίων ευρώ (Bookieplanet.gr, 2019).

Εν συνεχεία, στις αρχές του 2019, ανακοινώθηκε και από τις δύο πλευρές η ολοκλήρωση της εν λόγω συμφωνίας, απόρροια της οποίας ήταν η TCB Holdings να ανήκει κατά ποσοστό της τάξεως του 36,75% στον όμιλο ΟΠΑΠ, ενώ έμμεση συνέπεια της εν λόγω συμφωνίας ήταν τα δύο μέρη να προβαίνουν στην από κοινού διαχείριση της στοιχηματικής ιστοσελίδας Stoiximan.gr, της οποίας πλέον ποσοστό της τάξεως του 51% να βρίσκεται πλέον υπό την κατοχή του ομίλου ΟΠΑΠ (Bookieplanet.gr, 2019).

Παράλληλα, μέσα από την εν λόγω συμφωνία προβλέπεται ανάλογη διαχείριση και των στοιχηματικών ιστοσελίδων, οι οποίες ανήκουν στην TCB Holdings, αλλά δραστηριοποιούνται στις αγορές του εξωτερικού από τις οποίες έχουν λάβει ανάλογη άδεια, όπως είναι η ιστοσελίδα Betano, η οποία έχει λάβει άδεια λειτουργίας στη Ρουμανία και τη Γερμανία (Bookieplanet.gr, 2019).

Είναι σημαντικό επίσης να σημειωθεί ότι, παρά την αλλαγή στο καθεστώς ιδιοκτησίας της Stoiximan, δεν υπήρξαν σημαντικές αλλαγές στο διοικητικό πεδίο και στο πεδίο των στελεχών, καθώς τόσο η ομάδα διοίκησης παρέμεινε η ίδια όσο και η ιστοσελίδα δεν εμφάνισε σημαντικές μεταβολές, ενώ η λειτουργία της συνεχίστηκε ανεξαρτήτως των ιστοσελίδων που ανήκουν στον όμιλο ΟΠΑΠ (Bookieplanet.gr, 2019). Το γεγονός ότι εφαρμόστηκαν ελάχιστες αλλαγές στον διαδικτυακό ιστότοπο, στη σύνθεση και στη λειτουργία της Stoiximan.gr, λειτούργησε ευνοϊκά ως προς την αποδοχή των στελεχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας για την εν λόγω συμφωνία, την άμεση προσαρμογή τους στο νέο διοικητικό καθεστώς και την αποφυγή ψυχολογικών αντιδράσεων και μείωσης ηθικού – που όπως έχουμε αναφέρει αποτελούν σημαντικούς κινδύνους αποτυχίας μιας εξαγοράς.

Εν συνεχεία, όμιλος ΟΠΑΠ δεν έμεινε μόνο στην πρώτη κίνηση απόκτησης ελέγχου επί της Stoiximan, αλλά αντιθέτως το 2020 απέκτησε τον αποκλειστικό διαχειριστικό έλεγχο του Ομίλου Stoiximan σε Ελλάδα και Κύπρο, αυξάνοντας το μερίδιο του στον εν λόγω όμιλο στο 84,49%, ενώ το κόστος της εν λόγω απόκτησης ξεπέρασε σε ύψος τα 160 εκατομμύρια ευρώ (Δελεβέγκος, 2020). Η κίνηση αυτή πραγματοποιήθηκε με την εξαγορά ενός επιπλέον 15,48% της Stoiximan σε Ελλάδα και Κύπρο, έναντι συνολικού καθαρού ανταλλάγματος 43,6 εκ. Ευρώ.

Παράλληλα μέσα από την εν λόγω συμφωνία, διατήρησε την υπάρχουσα συμμετοχή του, ύψους 36,75%, στην TCB, η οποία θα συνεχίσει να προσφέρει διαδικτυακές υπηρεσίες στοιχηματισμού και άλλων τυχερών παιγνίων εκτός Ελλάδος και Κύπρου (σήμερα έχει παρουσία σε Πορτογαλία, Ρουμανία και Γερμανία), υπό την επωνυμία «Betano», μέσω των θυγατρικών της (Δελεβέγκος, 2020).

Η μόνη αλλαγή που επέφερε στη διοικητική οργάνωση του ομίλου Stoiximan η εν λόγω εξαγορά ήταν ότι η OPAP Investments Ltd ανέλαβε η ίδια να ορίσει τους εκπροσώπους της στο Διοικητικό Συμβούλιο της νομικής οντότητας που θα διεξάγει τις δραστηριότητες στον όμιλο Stoiximan, γεγονός το οποίο μετά την ολοκλήρωση της απόκτησης του αποκλειστικού ελέγχου επί του ομίλου Stoiximan (SMGC), έδωσε στη θυγατρική του ομίλου ΟΠΑΠ τον απόλυτο έλεγχο του Συμβουλίου (Newmoney.gr, 2020).

Όσον αφορά τον λόγο για τον οποίο ο όμιλος ΟΠΑΠ προέβη στην στρατηγική κίνηση της εξαγοράς, ήταν η κατανόηση ότι η ελληνική διαδικτυακή αγορά εξελίσσεται και εισέρχεται σταδιακά σε μια νέα εποχή, στην οποία προβλέπεται η πλήρως ρυθμιζόμενη και εποπτευόμενη λειτουργία της. Στο πλαίσιο αυτό, η στρατηγική επένδυσή της στον Όμιλο Stoiximan, μαζί με την ανάπτυξη των δικών της διαδικτυακών δραστηριοτήτων αποτέλεσε μια σημαντική κίνηση για τον ΟΠΑΠ, καθώς διασφαλίζει ότι η εταιρεία είναι κατάλληλα τοποθετημένη, με τέτοιο τρόπο ώστε να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες που προσφέρει η αναπτυσσόμενη διαδικτυακή αγορά (Newmoney.gr, 2020).

Ουσιαστικά μέσα από τη συγκεκριμένη κίνηση, ο όμιλος ΟΠΑΠ παρέμεινε απόλυτα προσηλωμένος στην υλοποίηση μίας ολοκληρωμένης επιχειρηματικής στρατηγικής, που έχει ως στόχο τη δημιουργία βιώσιμης ανάπτυξης και μακροπρόθεσμης αξίας για τους μετόχους του, την ίδια την εταιρεία, τους πράκτορες και τους συνεργάτες της, καθώς και τους ανθρώπους του, ενώ απέκτησε ηγετική θέση στη σημερινή αγορά των τυχερών παιγνίων (Newmoney.gr, 2020).

Στην πραγματικότητα, η προσθήκη της Stoiximan στην «φαρέτρα» του ομίλου ΟΠΑΠ, συνέβαλε στη σημαντική ενίσχυση των πωλήσεων του κατά ποσοστό της τάξεως μεταξύ 10% και 12%, γεγονός το οποίο καθιστά τον όμιλο ΟΠΑΠ ως τον αδιαμφισβήτητο ηγέτη (leader) και στην αναπτυσσόμενη με ραγδαίους ρυθμούς on line αγορά των τυχερών παιγνίων (Deal News.gr, 2020).

Συνεπώς, παρά τις αρνητικές επιπτώσεις που βίωσε τόσο το 2020 όσο και το 2021 λόγω της πανδημίας του COVID-19, κατόρθωσε να βρίσκεται σήμερα σε θέση ισχύος σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο πεδίο όσον αφορά το ρυθμιστικό περιβάλλον των αδειοδοτήσεων, αλλά και εν μέσω μιας εντεινόμενης προσπάθειας των αρχών για την καταπολέμηση του παράνομου τζόγου, άρα και της ταυτόχρονης, αναλογικά, μεγέθυνσης της νόμιμης «πίτας» του τζόγου των τυχερών παιγνίων, κάτι το οποίο θα φανεί αναλυτικότερα στο τέταρτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, όπου θα πραγματοποιηθεί η ανάλυση των

αριθμοδεικτών για την περίοδο πριν και μετά την εν λόγω συγχώνευση των δύο αυτών ομίλων (Deal News.gr, 2020).

Κεφάλαιο 3: Μελέτη Συγχώνευσης ΟΠΑΠ Α.Ε. – Stoiximan Α.Ε.

3.1 Μεθοδολογία

Η μέθοδος αξιολόγησης της εξαγοράς που επιλέχθηκε στην συγκεκριμένη εργασία είναι η συγκριτική ανάλυση αριθμοδεικτών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των δύο ομίλων για το χρονικό διάστημα πριν την εξαγορά, και εν συνεχεία αυτών του ενοποιημένου ομίλου ΟΠΑΠ μετά την ολοκλήρωσή της. Η μέθοδος αυτή ανήκει στην κατηγορία Λογιστικών Μελετών (accounting studies), καθώς βασίζεται στα δεδομένα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών υπό εξέταση. Ως μέθοδος θεωρείται αντικειμενική, υπό την έννοια ότι δεν βασίζεται σε υποκειμενικές απόψεις των διοικητικών στελεχών, αλλά σε αριθμητικά και στατιστικά στοιχεία. Η επιτυχία και το ποσοστό ακρίβειας των αποτελεσμάτων τέτοιων ερευνών έγκειται στην βέλτιστη δυνατή επιλογή των χρηματοοικονομικών δεδομένων, των αριθμοδεικτών, των συγκρινόμενων εταιρειών και του χρονικού διαστήματος που ορίζεται. Ταυτόχρονα, κρίνεται ύψιστης σημασίας για την επιτυχία της έρευνας η ερμηνεία των αποτελεσμάτων της σύγκρισης, κατά την οποία πρέπει να ληφθούν υπόψιν το μέγεθος των εταιρειών, οι στόχοι που τέθηκαν για την εξαγορά, η πορεία των υπόλοιπων ανταγωνιστών του κλάδου και οι παράγοντες του εξωτερικού περιβάλλοντος που επηρέασαν τις οικονομικές καταστάσεις.

Το χρονικό διάστημα της ανάλυσης που θα ακολουθήσει ορίζεται από τη χρονική περίοδο δύο ετών πριν την πραγματοποίηση της πρώτης απόκτησης μετοχών της Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ (2018), καθώς επίσης και για την περίοδο 2 ετών μετά την απόκτηση των μετοχών της Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ. Ειδικότερα, στην εν λόγω ανάλυση θα υπολογιστούν για το διάστημα 2015 – 2017 οι αριθμοδείκτες τόσο για τον όμιλο Stoiximan όσο και για τον όμιλο ΟΠΑΠ, ενώ στη συνέχεια για την περίοδο 2018 – 2020, θα αναλυθούν οι αριθμοδείκτες μόνο για τον όμιλο ΟΠΑΠ, καθώς μετά την εξαγορά ενός μεγάλου ποσοστού της Stoiximan που συνέβη το Σεπτέμβριο του 2018 η εν λόγω εταιρεία δεν προέβη στην δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων για τις χρήσεις 2018,2019,2020, προφανώς απόρροια της συνολικής της απορρόφησης από τον όμιλο ΟΠΑΠ, η οποία συντελέστηκε το 2020.

Οι αριθμοδείκτες υπολογίζονται διαιρώντας έναν αριθμό με τον άλλο, όπως είναι για παράδειγμα οι συνολικές πωλήσεις διαιρούμενες με τον αριθμό των εργαζομένων. Οι αριθμοδείκτες στην ουσία επιτρέπουν στους ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων να εξετάσουν τις σχέσεις μεταξύ αντικειμένων και να μετρήσουν αυτήν τη σχέση. Είναι απλοί στον υπολογισμό, εύχρηστοι και παρέχουν στους ιδιοκτήτες επιχειρήσεων μια εικόνα για το τι συμβαίνει εντός της επιχείρησής τους, πληροφορίες που δεν είναι πάντα εμφανείς κατά την εξέταση μόνο των οικονομικών καταστάσεων (Γκίκας, 2002).

Επιπρόσθετα, οι αριθμοδείκτες είναι βοηθήματα στην κρίση και δεν μπορούν να αντικαταστήσουν την εμπειρία. Αλλά η εμπειρία με την ανάγνωση των αριθμοδεικτών και την παρακολούθηση τους με την πάροδο του χρόνου θα κάνει οποιονδήποτε διευθυντή έναν καλύτερο διαχειριστή. Επίσης, οι αριθμοδείκτες μπορούν να βοηθήσουν στον εντοπισμό περιοχών που χρειάζονται προσοχή προτού το εμφανές πρόβλημα στην περιοχή καταστεί εύκολα ορατό (Γκίκας, 2002).

Σαν έννοια οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις, οι οποίες καθορίζονται από τις οικονομικές πληροφορίες μιας εταιρείας και χρησιμοποιούνται για σκοπούς σύγκρισης. Ουσιαστικά, οι αριθμοδείκτες είναι το αποτέλεσμα του διαχωρισμού ενός υπολοίπου λογαριασμού ή μιας οικονομικής μέτρησης με έναν άλλο (Khan et. al., 2019).

Συνήθως, αυτές οι μετρήσεις ή τα υπόλοιπα λογαριασμών βρίσκονται σε μία από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, οι οποίες είναι ο ισολογισμός, η κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, η κατάσταση ταμειακών ροών ή η κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας.

Ειδικότερα, ο λόγος που επιλέχθηκε το εργαλείο των αριθμοδεικτών για την εξέταση της επίδρασης της συγχώνευσης της Stoiximan στις οικονομικές καταστάσεις του ΟΠΑΠ είναι το γεγονός, ότι το εν λόγω εργαλείο εμφανίζει μια σειρά από πλεονεκτήματα, τα οποία συνοψίζονται στα κάτωθι (Νιάρχος, 2004):

- Οι αριθμοδείκτες συμβάλλουν στην ανάλυση των τάσεων απόδοσης για μεγάλο χρονικό διάστημα.
- Βοηθούν μια επιχείρηση να συγκρίνει τα οικονομικά αποτελέσματα με αυτά των ανταγωνιστών.
- Βοηθούν σε σημαντικό βαθμό στο πεδίο παροχής υποστήριξης προς τη διοίκηση σχετικά με τη λήψη αποφάσεων.
- Επισημαίνουν προβληματικές και αδύναμες περιοχές μαζί με τις περιοχές αντοχής.
- Χρησιμοποιούνται στην παρουσίαση συνδέσεων μεταξύ διαφορετικών στοιχείων – μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών.
- Έχουν το πλεονέκτημα να ελέγχουν σε σημαντικό βαθμό για τυχόν διαφορές στο μέγεθος. Για παράδειγμα, δύο επιχειρήσεις μπορεί να έχουν πολύ διαφορετικό μέγεθος, αλλά μπορούν να συγκριθούν σε όρους κερδοφορίας, ρευστότητας κ.λπ., μέσω της χρήσης του εργαλείου των αριθμοδεικτών, καθώς δεν βασίζονται σε απόλυτα μεγέθη αλλά σε ποσοστά-αναλογίες.
- Η ανάλυση των αριθμοδεικτών βοηθά επίσης σε σημαντικό βαθμό τον επενδυτή να συγκρίνει την οικονομική απόδοση διαφορετικών εταιρειών.

- Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μπορούν επίσης να συγκριθούν εντός της εταιρείας. Αυτό γίνεται με τον έλεγχο των αριθμοδεικτών της ίδιας εταιρείας με την πάροδο του χρόνου. Βελτιώνουν ή χειροτερεύουν; Γνωρίζοντας αυτό θα οι επενδυτές είναι σε θέση να προβλέψουν τις οικονομικές καταστάσεις στο μέλλον και να διεξάγουν πιο ακριβείς εκτιμήσεις στο παρόν ([Mulyawan, 2015](#)).
- Ένα άλλο κρίσιμο όφελος των αριθμοδεικτών κατά τη διεξαγωγή μιας ενδοεπιχειρησιακής ανάλυσης είναι η ικανότητα αύξησης της φερεγγυότητας μιας εταιρείας, με την ανάδειξη των αποτελεσμάτων της ανάλυσης στους μετόχους και τα υπόλοιπα ενδιαφερόμενα μέρη.
- Επίσης, άλλο πλεονέκτημα των αριθμοδεικτών είναι ότι ορισμένοι δείκτες διευκολύνουν την ικανότητα κατανόησης του δυνητικού κινδύνου αφερεγγυότητας μιας εξεταζόμενης εταιρείας ([Mulyawan, 2015](#)).

Από την άλλη πλευρά, είναι σημαντικό να τονισθεί ότι οι αριθμοδείκτες είναι ευαίσθητοι στο χρόνο, καθώς μπορούν να παρουσιάσουν μόνο μια εικόνα της επιχείρησης τη στιγμή που ετοιμάστηκαν τα υποκείμενα στοιχεία. Για παράδειγμα, ένας λιανοπωλητής που υπολογίζει τους αριθμοδείκτες πριν και μετά την περίοδο των Χριστουγέννων θα έχει πολύ διαφορετικά αποτελέσματα (Khan et. al., 2019).

Επιπλέον, οι αριθμοδείκτες μπορεί να είναι παραπλανητικοί, όταν λαμβάνονται μεμονωμένα, αν και μπορεί να είναι πολύ πολύτιμοι όταν μια μικρή επιχείρηση τις παρακολουθεί με την πάροδο του χρόνου ή τις χρησιμοποιεί ως βάση για σύγκριση με τους εταιρικούς στόχους ή τα πρότυπα της βιομηχανίας (Khan et. al., 2019).

Στην παρούσα εργασία θα μελετηθούν αριθμοδείκτες, οι οποίοι εμπίπτουν στις τέσσερις σημαντικότερες πτυχές λειτουργίας των εξεταζόμενων επιχειρήσεων και ειδικότερα, στους τομείς της ρευστότητας, της αποδοτικότητας, της δραστηριότητας και της δομής κεφαλαίων (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

✓ **Αριθμοδείκτες Ρευστότητας**

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios) είναι οι δείκτες εκείνοι, οι οποίοι μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να εκπληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αυτοί οι δείκτες μετρούν την ικανότητα μιας εταιρείας να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της όταν λήγουν. Ουσιαστικά, είναι αποτέλεσμα του διαχωρισμού των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού – και ειδικότερα των μετρητών και άλλων ρευστών περιουσιακών στοιχείων – με τους βραχυπρόθεσμους δανεισμούς και τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Δείχνουν πόσες φορές οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χρέους καλύπτονται από τα μετρητά και τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία. Εάν η τιμή είναι μεγαλύτερη από 1, αυτό σημαίνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις καλύπτονται πλήρως (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

Γενικά, όσο υψηλότεροι είναι οι δείκτες ρευστότητας, τόσο υψηλότερο είναι το περιθώριο ασφάλειας που διαθέτει η εταιρεία για να καλύψει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Οι λόγοι ρευστότητας μεγαλύτεροι από 1 δείχνουν ότι η εταιρεία είναι σε καλή οικονομική κατάσταση και είναι λιγότερο πιθανό να πέσει σε οικονομικές δυσκολίες (Γκίκας, 2002). Ωστόσο, οι δείκτες αυτοί δεν ενδείκνυται να έχουν υπερβολικά υψηλές τιμές, καθώς πέραν της τήρησης ενός αναγκαίου ποσού για την κάλυψη των υποχρεώσεων, η δέσμευση υπερβολικού ποσού για τον σκοπό αυτό συνεπάγεται τη μη αξιοποίηση του για επενδύσεις που θα οδηγούσαν σε αύξηση της αξίας της εταιρείας. Κάτι τέτοιο αποτελεί ένδειξη μη αποτελεσματικής διαχείρισης των διαθέσιμων πόρων της εταιρείας από τη διοίκησή της.

✓ **Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας**

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ή κερδοφορίας (profitability ratios) αποτελούν οικονομικές μετρήσεις που χρησιμοποιούνται από αναλυτές και επενδυτές για τη μέτρηση και την αξιολόγηση της ικανότητας μιας εταιρείας να παράγει εισόδημα (κέρδος) σε σχέση με τα έσοδα, τα περιουσιακά στοιχεία του ισολογισμού, το λειτουργικό κόστος και τα ίδια κεφάλαια για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Στην πραγματικότητα, οι εν λόγω αριθμοδείκτες δείχνουν πόσο καλά μια εταιρεία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για να παράγει κέρδος και αξία στους μετόχους (Prasetyo, 2019).

Μια υψηλότερη τιμή σε έναν αριθμοδείκτη αποδοτικότητας είναι συνήθως περιζήτητη από τις περισσότερες εταιρείες, καθώς αυτό συνήθως σημαίνει ότι η επιχείρηση αποδίδει καλά δημιουργώντας έσοδα, κέρδη και ταμειακές ροές (Prasetyo, 2019).

✓ **Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας**

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας (activity ratios) μετρούν πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση, και συγκεκριμένα δείχνουν πόσο αποτελεσματικά τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας χρησιμοποιούνται από τη διοίκηση για τη δημιουργία μέγιστων δυνατών εσόδων. Συνήθως, οι αριθμοδείκτες αυτής της κατηγορίας δείχνουν πόσες πωλήσεις έχουν πραγματοποιηθεί σε σύγκριση με διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, ενώ η χρησιμότητά τους έγκειται στο γεγονός ότι βοηθούν στην κατανόηση του πόσο αποτελεσματική είναι η διαχείριση της εταιρείας, καθώς και πόσο αποτελεσματικά συντελείται αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της (Warrad & Omari, 2015).

✓ **Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων**

Τέλος, οι αριθμοδείκτες δομής κεφαλαίων (debt and long-term solvency ratios) χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του σχετικού επιπέδου χρέους που έχει πραγματοποιήσει μια επιχείρηση. Αυτοί οι αριθμοδείκτες συγκρίνουν τις συνολικές δανειακές υποχρεώσεις των εταιρειών είτε με τα περιουσιακά στοιχεία είτε με τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης. Καταδεικνύουν το βαθμό στον οποίο οι επιχειρήσεις

χρησιμοποιούν χρέος για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους και την ικανότητά τους να εξυπηρετούν το δεδομένο επίπεδο χρέους (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017). Ουσιαστικά αποτελούν μέτρα κινδύνου, δεδομένου ότι ένας δανειολήπτης που δεν μπορεί να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του χρέους διατρέχει σημαντικό κίνδυνο να προσφύγει σε πτώχευση (Pfeifer et. al, 2019).

Ωστόσο, ένα μέτριο ποσό μόχλευσης μπορεί να είναι επωφελές για τους μετόχους, καθώς αυτό σημαίνει ότι μια επιχείρηση ελαχιστοποιεί τη χρήση των ιδίων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση πράξεων, γεγονός που αυξάνει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για τους υφιστάμενους μετόχους. Επίσης, ένα υψηλότερο φορτίο χρέους μπορεί να είναι αποδεκτό σε κατάσταση μονοπωλίου ή δυοπωλίου, όπου οι ταμειακές ροές που απαιτούνται για την εξυπηρέτηση του χρέους τείνουν να είναι πιο συνεπείς με την πάροδο του χρόνου (Pfeifer et. Al, 2019). Τέλος, αξιοσημείωτα οφέλη της έκδοσης χρέους αποτελούν η φορολογική ελάφρυνση και το χαμηλότερο κόστος εξυπηρέτησης σε σχέση με τις μετοχές (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017).

Στην επόμενη ενότητα θα γίνει αναφορά στους αριθμοδείκτες κάθε κατηγορίας που θα μελετηθούν στην παρούσα έρευνα, ενώ θα γίνει παρουσίαση τόσο στον τρόπο υπολογισμού τους, όσο και στη σημασία που έχει για την εταιρεία η τιμή του καθενός.

3.2 Εξεταζόμενοι αριθμοδείκτες

3.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Στο πεδίο των αριθμοδεικτών ρευστότητας, οι δείκτες που επιλέχθηκαν για την συγκεκριμένη μελέτη περίπτωσης – λαμβάνοντας υπόψη την απήχηση τους και τη σημασία τους με βάση την ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία – είναι οι κάτωθι:

- Γενική Ρευστότητα
- Ειδική Ρευστότητα
- Ταμειακή Ρευστότητα

Εν συνεχεία, θα ακολουθήσει ανάλυση της σημασίας του κάθε αριθμοδείκτη, καθώς επίσης και αναφορά στον τρόπο υπολογισμού του.

❖ Γενική ρευστότητα

Κυκλοφορούν Ενεργητικό
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας (current ratio) μετρά την ικανότητα μιας εταιρείας να πληρώνει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της με μετρητά που δημιουργούνται από τα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία της. Υπολογίζεται διαιρώντας τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Νιάρχος, 2004).

Τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία είναι περιουσιακά στοιχεία που αναμένεται να μετατραπούν σε μετρητά εντός ενός κανονικού κύκλου λειτουργίας ή ενός έτους (Hantono, 2018).

Παραδείγματα τρεχουσών κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνουν τα μετρητά και ισοδύναμα μετρητών, εμπορεύσιμα χρεόγραφα, βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, εισπρακτέοι λογαριασμοί, βραχυπρόθεσμο τμήμα των απαιτήσεων, αποθέματα και βραχυπρόθεσμες προπληρωμές (Hantono, 2018).

Αντίστοιχα, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι υποχρεώσεις που απαιτούν διακανονισμό εντός του κανονικού κύκλου λειτουργίας ή ενός έτους. Παραδείγματα βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων περιλαμβάνουν πληρωτέοι λογαριασμοί, πληρωτέοι μισθοί, πληρωτέοι τρέχοντες φόροι, πληρωτέοι φόροι επί των πωλήσεων, δεδουλευμένα έξοδα κ.λπ. (Hantono, 2018).

Μια τιμή γενικής ρευστότητας ίση με τη μονάδα θεωρείται μια ασφαλής τιμή, διότι σημαίνει ότι τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία είναι περισσότερα από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και η εταιρεία δεν θα πρέπει να αντιμετωπίζει κανένα πρόβλημα ρευστότητας. Αντίστοιχα, μια τιμή γενικής ρευστότητας κάτω του 1 σημαίνει ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι περισσότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό, γεγονός που μπορεί να υποδηλώνει προβλήματα ρευστότητας. Γενικά, όσο υψηλότερες είναι οι τιμές στον εν λόγω αριθμοδείκτη τόσο το καλύτερο για την εταιρεία – μέσα σε λογικά πλαίσια, όπως αναφέραμε προηγουμένως (Hantono, 2018).

❖ **Ειδική ρευστότητα**

Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα *Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις*

Η ειδική ρευστότητα (quick/acid ratio) είναι ένας πιο αυστηρός αριθμοδείκτης ρευστότητας, καθώς είναι ένα μέτρο του κατά πόσον η εταιρεία μπορεί να πληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα μετρητά ή με τα περιουσιακά στοιχεία που είναι εύκολο να μετατραπούν σε μετρητά άμεσα. Ουσιαστικά, σε αντίθεση με τη γενική ρευστότητα, η ειδική ρευστότητα εξαιρεί από τον αριθμητή (δηλαδή το κυκλοφορούν ενεργητικό) τα αποθέματα, καθώς είναι εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία, η ρευστοποίηση των οποίων είναι η πιο δύσκολη σε σχέση με τις απαιτήσεις, τα μετρητά και τα λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (Γκίκας, 2002).

Παρόμοια με τα όσα αναφέρθηκαν για την ερμηνεία της γενικής ρευστότητας ισχύουν και με την περίπτωση της ειδικής ρευστότητας, καθώς μια τιμή ίση με 1 θεωρείται καλή. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία διαθέτει αρκετά χρήματα για να πληρώσει τις υποχρεώσεις της (Durrach et. al, 2016).

Αντίστοιχα, μια τιμή υψηλότερη του 1 σημαίνει ότι η εταιρεία έχει περισσότερα χρήματα από όσα χρειάζεται. Για παράδειγμα, μια αναλογία 2 σημαίνει ότι η εταιρεία διαθέτει 2 ευρώ για κάθε 1 ευρώ που οφείλει. Αυτό είναι γενικά καλό, καθώς σημαίνει ότι η εταιρεία μπορεί εύκολα να κάνει πληρωμές για οποιοδήποτε από τα χρέη της (Durrach et. al, 2016).

Ωστόσο, μια υπερβολικά υψηλή ειδική ρευστότητα ενδέχεται, σε ορισμένες περιπτώσεις, να υποδηλώνει ότι η εταιρεία μπορεί να μην χρησιμοποιεί τα χρήματά της με σύνεση, επιλέγοντας να κρατήσει μετρητά που διαφορετικά θα μπορούσε να επανεπενδύσει στην επιχείρηση (Durrach et. al, 2016).

❖ Ταμειακή ρευστότητα

Διαθέσιμα Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Τέλος, η ταμειακή ρευστότητα (cash ratio) δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να πληρώνει βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα μετρητά και τα ταμειακά ισοδύναμα της, ενώ αποτελεί ένα πιο αυστηρό αριθμοδείκτη σε σχέση με την ειδική και τη γενική ρευστότητα, καθώς στον υπολογισμό λαμβάνονται υπόψη μόνο τα πλέον ρευστά περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης (Νιάρχος, 2004).

Αξίζει να σημειωθεί ότι μια ταμειακή ρευστότητα με τιμή άνω του 1 υποδηλώνει ότι η εταιρεία διαθέτει πολύ υψηλά διαθέσιμα σε μετρητά και δεν είναι σε θέση να τα χρησιμοποιήσει για κερδοφόρες δραστηριότητες. Οι εταιρείες οφείλουν να υπολογίζουν τις υπάρχουσες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους – και τυχόν αναμενόμενες που μπορεί να προκύψουν – και να διατηρήσουν ένα ικανοποιητικό επίπεδο ρευστών περιουσιακών στοιχείων για να τις καλύψουν. Πέραν τούτου, τα υπόλοιπα ρευστά στοιχεία αξίζει περισσότερο να αξιοποιηθούν για την ανάληψη έργων, την απόκτηση νέων επιχειρήσεων, συγχωνεύσεις-εξαγορές, έρευνα και ανάπτυξη και γενικότερα δραστηριότητες που θα τους δημιουργήσουν υψηλότερες αποδόσεις (Durrach et. al, 2016).

Συνεπώς, με βάση την ελληνική και τη διεθνή βιβλιογραφία, μια ταμειακή ρευστότητα με τιμές μεταξύ 0,5 έως 1 θεωρείται ικανοποιητική για μια εταιρεία (Νιάρχος, 2004; Durrach et. Al, 2016). Ωστόσο, η βέλτιστη τιμή για κάθε εταιρεία διαμορφώνεται ανάλογα με το είδος της και τη δραστηριότητά της. Για παράδειγμα, εταιρείες που παράγουν προϊόντα και συναλλάσσονται με προμηθευτές και διανομείς έχουν συνήθως υψηλότερες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από εταιρείες παροχής υπηρεσιών.

3.2.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Όσον αφορά το πεδίο της αποδοτικότητας, οι αριθμοδείκτες αυτής της κατηγορίας, οι οποίοι θα υπολογιστούν και θα αναλυθούν στην παρούσα εργασία για τη μελέτη των ομίλων ΟΠΑΠ και Stoiximan είναι οι κάτωθι (Νιάρχος, 2004):

- Αποδοτικότητα ενεργητικού
- Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων
- Μικτό περιθώριο κέρδους
- Καθαρό περιθώριο κέρδους

Εν συνεχεία, θα ακολουθήσει ανάλυση της σημασίας του κάθε αριθμοδείκτη, καθώς επίσης και αναφορά στον τρόπο υπολογισμού του.

❖ **Αποδοτικότητα ενεργητικού (Return On Assets – ROA)**

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού μετρά την κερδοφορία, σε σχέση με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει μια εταιρεία. Αυτός ο αριθμοδείκτης δύναται να δείξει σε έναν χρηματοοικονομικό αναλυτή ή δυνητικό επενδυτή πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η εταιρεία τα περιουσιακά της στοιχεία για να δημιουργήσει κέρδη (Mubeen et. al, 2013).

Τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται σε αυτήν τη μέτρηση είναι εκείνα που μια εταιρεία παραθέτει στον ισολογισμό της, ενώ το αποτέλεσμα του υπολογισμού είναι ένα ποσοστό, το οποίο αντιπροσωπεύει τη συνολική απόδοση των περιουσιακών στοιχείων. Καθώς οι επενδυτές επιθυμούν να δουν ότι μια εταιρεία κερδίζει χρήματα αποτελεσματικά, σε γενικές γραμμές όσο υψηλότερος είναι ο ROA, τόσο το καλύτερο για την εταιρεία (Mubeen et. al, 2013).

Από την πλευρά των επενδυτών, η παρακολούθηση του εν λόγω αριθμοδείκτη είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς οι επενδυτές γνωρίζουν ότι οι εταιρείες με καλή διαχείριση επιδιώκουν να ελέγχουν τις μεγάλες επενδύσεις τους και να αναζητούν μόνο εκείνες τις επενδύσεις που θα φέρουν σταθερές αποδόσεις. Συνεπώς ο εν λόγω αριθμοδείκτης είναι ένας τρόπος για να προσδιορίσουν πόσο καλά μπορεί η εταιρεία να λάβει καλές αποφάσεις για το πώς να ξοδέψει τα χρήματά της σε πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία.

❖ **Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity – ROE)**

Καθαρά κέρδη
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ορίζεται ως η αναλογία των καθαρών κερδών που επιτυγχάνει μια εταιρεία κατά τη διάρκεια μιας καθορισμένης περιόδου (συνήθως ενός λογιστικού έτους), προς τα κεφάλαια των μετόχων ή ιδιοκτητών της (Azis et. al, 2018).

Ο εν λόγω δείκτης μετρά την ικανότητα και την αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης στη δημιουργία επαρκών εσόδων μετά την κάλυψη δαπανών και υποχρεώσεων. Η συνεπής και αυξανόμενη ROE για μια χρονική περίοδο γενικά ενισχύει την αξία μιας εταιρείας, ενώ η διαφορά του εν λόγω αριθμοδείκτη με τον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού έγκειται στο εταιρικό χρέος (Azis et. al, 2018).

Για παράδειγμα, για μια εταιρεία χωρίς χρέος, τα ίδια κεφάλαια και τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία της είναι τα ίδια, πράγμα που σημαίνει ότι τα ROA και ROE της θα είναι επίσης τα ίδια. Ωστόσο, εάν η εταιρεία αποκτήσει χρέη, τότε ο δείκτης ROE της θα ήταν υψηλότερος από τον δείκτη ROA της. Ουσιαστικά, με την ανάληψη χρέους, μια εταιρεία αυξάνει τα περιουσιακά της στοιχεία χάρη στα μετρητά που εισέρχονται (Azis et. al, 2018).

Υποθέτοντας ότι οι αποδόσεις είναι σταθερές, τα περιουσιακά στοιχεία είναι τώρα υψηλότερα από τα ίδια κεφάλαια και ο παρονομαστής του υπολογισμού της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων είναι υψηλότερος επειδή τα περιουσιακά στοιχεία είναι υψηλότερα. Το ROA θα μειωθεί επομένως, ενώ το ROE παραμένει στο προηγούμενο επίπεδο (Azis et. al, 2018).

Τέλος, μια εταιρεία που εμφανίζει συνεχώς υψηλές τιμές στο δείκτη ROE είναι πιθανό να παράγει εσωτερικά υψηλότερες ταμειακές ροές, κάτι που απαιτείται για τον εκσυγχρονισμό και τη δημιουργία ικανοτήτων, καθώς και για την επιβράβευση των μετόχων με παροχή μερισμάτων και μετοχών με τη μορφή μόνους (Azis et. al, 2018).

❖ **Μικτό περιθώριο κέρδους (Gross Profit Margin)**

Μικτό Κέρδος
Πωλήσεις

Το μικτό περιθώριο κέρδους είναι ένα μέτρο της κερδοφορίας μιας επιχείρησης σε ακαθάριστο επίπεδο. Εκφράζεται ως το ποσοστό του μικτού κέρδους προς τις πωλήσεις ή τα έσοδα μιας εταιρείας. Το μικτό κέρδος είναι η διαφορά μεταξύ των πωλήσεων και του κόστους των πωληθέντων αγαθών (Νιάρχος, 2004).

Σαν αριθμοδείκτης, το μικτό περιθώριο κέρδους αποτελεί μια χρήσιμη μέτρηση, η οποία παρέχει πολύτιμες πληροφορίες σχετικά με την οικονομική υγεία της εταιρείας, ενώ ένα σχετικά σταθερό μικτό

περιθώριο κέρδους υποδεικνύει την ορθή λειτουργία της. Ο εν λόγω αριθμοδείκτης αναφέρει επίσης εάν μια εταιρεία έχει κερδίσει οποιοδήποτε πλεόνασμα του άμεσου κόστους της, ενώ η ανάλυση των τιμών του διευκολύνει τη σύγκριση της εταιρείας με τους ανταγωνιστές της (Mahdi & Khaddafi, 2020).

Για παράδειγμα, εάν το μικτό περιθώριο κέρδους είναι καλύτερο από αυτό των ανταγωνιστών, τότε στο επιχειρηματικό επίπεδο μια εταιρεία λειτουργεί αποτελεσματικά, ενώ σε αντίθετη περίπτωση αποτελεί μια ένδειξη προειδοποίησης για αυτήν, ώστε να ελέγξει τα στοιχεία του μικτού κέρδους, τις πωλήσεις, την τιμή και το κόστος πωληθέντων της (Mahdi & Khaddafi, 2020).

Με άλλα λόγια, ένα υψηλότερο περιθώριο μικτού κέρδους συνήθως υποδεικνύει ότι μια εταιρεία είναι πιο αποτελεσματική και οικονομικά σταθερή από άλλες του ίδιου κλάδου. Αυτό συμβαίνει για έναν από τους δύο λόγους, είτε η εταιρεία έχει χαμηλό άμεσο κόστος παραγωγής (εάν πωλεί στην ίδια τιμή με τον ανταγωνισμό), είτε μπορεί να χρεώσει περισσότερα από τον ανταγωνισμό (ίσως λόγω της δύναμης της μάρκας της) (Mahdi & Khaddafi, 2020).

Συνολικά, το μικτό περιθώριο κέρδους μπορεί να είναι χρήσιμος δείκτης της οικονομικής υγείας για μια επιχείρηση. Παρόλο που μια εταιρεία με το υψηλότερο περιθώριο μικτού κέρδους δεν είναι κατ' ανάγκην η πιο επιτυχημένη (θα μπορούσε να έχει υψηλό μικτό περιθώριο αλλά χαμηλές πωλήσεις εάν τα προϊόντα της είναι υπερτιμημένα), εξακολουθεί να είναι ένας αρκετά αξιόπιστος δείκτης αποδοτικότητας μιας επιχείρησης (Mahdi & Khaddafi, 2020).

❖ Καθαρό περιθώριο κέρδους (Net Profit Margin)

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Το καθαρό περιθώριο κέρδους είναι μια μέτρηση που δείχνει πόσο καλά μια εταιρεία μπορεί να μετατρέψει τα έσοδά της σε κέρδη. Ορίζεται ως το ποσοστό των εσόδων που απομένουν, αφού αφαιρεθούν όλα τα λειτουργικά έξοδα, οι τόκοι, οι φόροι και τα προνομιακά μερίσματα από τα ακαθάριστα ή συνολικά έσοδα μιας εταιρείας (Νιάρχος, 2004).

Ουσιαστικά, ο εν λόγω αριθμοδείκτης μετρά πόσο επιτυχημένη ήταν μια επιχείρηση στην επίτευξη κέρδους από κάθε πώληση ευρώ. Είναι ένας από τους πιο σημαντικούς οικονομικούς δείκτες. Το καθαρό περιθώριο περιλαμβάνει όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία, είτε υπό τον έλεγχο της διαχείρισης είτε όχι (Weygandt et. al, 2013).

Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο πιο αποτελεσματική είναι η εταιρεία στον έλεγχο του κόστους. Σε σύγκριση με τον μέσο όρο της βιομηχανίας, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης προσφέρει πληροφορίες στους επενδυτές σχετικά με το πόσο καλά αποδίδει η διαχείριση και οι λειτουργίες μιας

εταιρείας έναντι των ανταγωνιστών της. Σε σύγκριση με διαφορετικούς κλάδους, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης προσφέρει πληροφορίες στους επενδυτές για το ποιες βιομηχανίες είναι σχετικά πιο κερδοφόρες από άλλες (Weygandt et. al, 2013).

3.2.3 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Όσον αφορά το πεδίο της δραστηριότητας, οι αριθμοδείκτες που θα υπολογιστούν και θα αναλυθούν στην παρούσα εργασία για τη μελέτη των ομίλων ΟΠΑΠ και Stoiximan είναι οι κάτωθι (Νιάρχος, 2004):

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων
- Κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
- Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού
- Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

Εν συνεχεία, θα ακολουθήσει ανάλυση της σημασίας του κάθε αριθμοδείκτη, καθώς επίσης και αναφορά στον τρόπο υπολογισμού του.

❖ **Κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων (Accounts Receivable Turnover)**

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Απαιτήσεις}}$$

Η Κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων αποτελεί έναν αριθμοδείκτη, ο οποίος μετρά πόσο αποτελεσματικά μπορεί μια επιχείρηση να εισπράξει πληρωμές από πελάτες στους οποίους έχει χορηγήσει πίστωση. Η αναλογία δείχνει πόσο αποτελεσματική είναι η πιστωτική πολιτική και οι διαδικασίες της και πόσο εξορθολογισμένη είναι η διαδικασία είσπραξης των λογαριασμών τους (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

Εν προκειμένω, μια υψηλή τιμή κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων υποδεικνύει ότι η εταιρεία εφαρμόζει μια αυστηρή πιστωτική πολιτική και μια σταθερή διαδικασία συλλογής, για να εξασφαλίσει άμεσες πληρωμές. Από την άλλη πλευρά, μια χαμηλή τιμή στον εν λόγω αριθμοδείκτη θα μπορούσε να σημαίνει ότι η πιστωτική της πολιτική είναι πολύ χαλαρή. Θα μπορούσε επίσης να σημαίνει ότι η εταιρεία χρειάζεται μια πιο απλοποιημένη διαδικασία είσπραξης λογαριασμών, που περιλαμβάνει την άμεση τιμολόγηση των πελατών και την αποστολή υπενθυμίσεων πληρωμής πριν από τη λήξη των τιμολογίων (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

Αξίζει να επισημανθεί ότι ο εν λόγω αριθμοδείκτης είναι ιδιαίτερα χρήσιμος, όταν χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας, όπως είναι η γενική ρευστότητα, η ειδική ρευστότητα

και η ταμειακή ρευστότητα. Οι αναλυτές μπορούν να συγκρίνουν την αναλογία με τα πρότυπα της βιομηχανίας στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση, έτσι ώστε να εντοπίσουν που βρίσκεται σε σχέση με τους κυριότερους ανταγωνιστές της όσον αφορά το πεδίο της πιστωτικής πολιτικής που εφαρμόζει για την είσπραξη των απαιτήσεών της (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

Με άλλα λόγια, ένας υψηλός λόγος κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων δείχνει ότι οι απαιτήσεις είναι πιο ρευστές και εισπράττονται άμεσα, ενώ αντίθετα μια χαμηλή τιμή αποτελεί ένδειξη λιγότερων ρευστών απαιτήσεων και μπορεί να μειώσει την πραγματική ρευστότητα της επιχείρησης στα μάτια του αναλυτή, ακόμη και αν οι τρέχουσες και γρήγορες αναλογίες είναι ικανοποιητικές (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

❖ **Κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Accounts Payable Turnover)**

$$\frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μετρά το ποσοστό με το οποίο μια εταιρεία μπορεί να πληρώσει τους προμηθευτές της και άλλες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο αριθμοδείκτης μετριέται για μια λογιστική περίοδο και υπολογίζει πόσες φορές μια εταιρεία μπορεί να εξοφλήσει επιτυχώς τις υποχρεώσεις προμηθευτή της (Νιάρχος, 2004). Μετριέται διαιρώντας τις συνολικές αγορές μιας επιχείρησης με το χρηματικό ποσό που οφείλει στους προμηθευτές της.

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης είναι ιδιαίτερα σημαντικός στις χρηματοοικονομικές αναλύσεις, διότι δείχνει πόσο καλά εξοπλισμένη είναι μια εταιρεία για την κάλυψη των υποχρεώσεών της κάθε μήνα και μπορεί να δείξει την οικονομική απόδοση όταν προβάλλεται για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (Νιάρχος, 2004).

Μια υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δείχνει ότι μια επιχείρηση μπορεί να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της πιο γρήγορα, και επομένως βρίσκεται σε καλύτερη οικονομική κατάσταση. Συγκριτικά, μπορεί επίσης να δώσει μια εικόνα της συνολικής χρηματοοικονομικής απόδοσης, όπου μειωμένες τιμές κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υποδηλώνουν μια σημαντική επιδείνωση των συνθηκών και το αντίστροφο (Νιάρχος, 2004).

❖ **Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού (Asset Turnover Ratio)**

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού είναι ένα μέτρο του πόσο αποτελεσματικά τα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας δημιουργούν έσοδα. Μετρά τον αριθμό σε ευρώ των εσόδων που δημιουργούνται για κάθε ένα ευρώ των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας (Νιάρχος, 2004).

Σε γενικές γραμμές, μια χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού συνδέεται συνήθως προβλήματα όπως είναι η πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα, κακή διαχείριση αποθέματος ή χαλαρές μεθόδους συλλογής. Αντίστοιχα, ενδεχόμενη αύξηση του της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού με την πάροδο του χρόνου μπορεί να υποδηλώνει ότι μια εταιρεία αναπτύσσει την ικανότητά της να παράγει πωλήσεις μέσω των στοιχείων του ενεργητικού της (Nurlaela et. al, 2019).

Είναι σημαντικό να τονισθεί, ότι οι βιομηχανίες χαμηλού περιθωρίου τείνουν να έχουν υψηλότερους δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού από τους κλάδους υψηλού περιθωρίου, επειδή οι πρώτες πρέπει να αντισταθμίσουν τα χαμηλότερα κέρδη ανά μονάδα με υψηλότερο όγκο μονάδων-πωλήσεων (Nurlaela et. al, 2019).

Επιπλέον, οι εταιρείες έντασης κεφαλαίου έχουν συνήθως χαμηλότερους δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού από εταιρείες που χρησιμοποιούν λιγότερα περιουσιακά στοιχεία (Nurlaela et. al, 2019).

Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η σύγκριση των δεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού είναι γενικά πιο ουσιαστική μεταξύ των εταιρειών του ίδιου κλάδου και ο ορισμός του χαμηλού ή υψηλού αριθμοδείκτη θα πρέπει να γίνει σε αυτό το πλαίσιο (Nurlaela et. al, 2019).

❖ **Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων (Equity Turnover Ratio)**

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων είναι ένας αριθμοδείκτης, ο οποίος χρησιμοποιείται για τη μέτρηση των πωλήσεων μιας εταιρείας έναντι των ιδίων κεφαλαίων της για μια ορισμένη χρονική περίοδο (Κάντζος, 2002).

Η χρησιμότητα του έγκειται στο γεγονός ότι παρέχει χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η εταιρεία τα ίδια κεφάλαια των μετόχων για να δημιουργήσει πωλήσεις, με στόχο την ανάπτυξη της. Μέσω του δείκτη, οι μέτοχοι δύνανται να γνωρίζουν εάν αξίζει να κατέχουν τις μετοχές της εταιρείας, διαπιστώνοντας την ικανότητά της να δημιουργεί πωλήσεις από τα κεφάλαια που της επένδυσαν (Κάντζος, 2002).

Υψηλές τιμές στον εν λόγω δείκτη αποτελούν μια ένδειξη ότι οι διαχειριστές έχουν χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά τα ίδια κεφάλαια και μπορούν να πραγματοποιήσουν περισσότερες πωλήσεις σε σύγκριση με άλλες εταιρείες, ενώ ο αριθμοδείκτης αντιπροσωπεύει στην ουσία το ποσό απόδοσης από τα ίδια κεφάλαια κάθε μετόχου σε ευρώ (Vaidya, 2018).

Είναι σημαντικό να σημειωθεί, ότι ο εν λόγω αριθμοδείκτης είναι πολύ χρήσιμος τόσο για τους υπάρχοντες όσο και για τους νέους μετόχους που ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην εταιρεία, καθώς δείχνει το πόσο καλά αποδίδει αυτή, χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαια τους για να δημιουργήσει έσοδα από πωλήσεις και κατ' επέκταση καθαρά κέρδη (Vaidya, 2018).

3.2.4 Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων

Τέλος, όσον αφορά το πεδίο της δομής κεφαλαίων, οι αριθμοδείκτες που θα υπολογιστούν και θα αναλυθούν για τη μελέτη των ομίλων ΟΠΑΠ και Stoiximan είναι οι κάτωθι (Νιάρχος, 2004):

- Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό
- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό
- Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια

Εν συνεχεία, θα ακολουθήσει ανάλυση της σημασίας του κάθε αριθμοδείκτη, καθώς επίσης και αναφορά στον τρόπο υπολογισμού του.

❖ Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό (Debt to Assets Ratio)

$$\frac{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό μετρά τις συνολικές υποχρεώσεις μιας επιχείρησης ως ποσοστό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της. Κατά μία έννοια, ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα μιας εταιρείας να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της με τα περιουσιακά της στοιχεία. Με άλλα λόγια, δείχνει πόσα περιουσιακά στοιχεία θα έπρεπε να πουλήσει η εταιρεία για να εξοφλήσει όλες τις υποχρεώσεις της (Piham, 2020).

Αυτή η αναλογία μετρά την οικονομική μόχλευση μιας εταιρείας. Οι εταιρείες με υψηλότερα επίπεδα υποχρεώσεων σε σύγκριση με τα περιουσιακά στοιχεία θεωρούνται ότι είναι πολύ μοχλευμένες και πιο ριψοκίνδυνες για τους δανειστές. Ουσιαστικά, ο αριθμοδείκτης αυτός βοηθά τους επενδυτές και τους πιστωτές να αναλύσουν τη συνολική επιβάρυνση του χρέους της εταιρείας, καθώς και την ικανότητα της να εξοφλήσει το χρέος στο μέλλον, σε αβέβαιους οικονομικούς καιρούς (Piham, 2020).

Συνεπώς, μια χαμηλή τιμή του δείκτη συνεπάγεται συνήθως μια πιο σταθερή επιχείρηση με δυνατότητα μακροζωίας, επειδή μια εταιρεία με χαμηλή αναλογία ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό έχει επίσης χαμηλότερο συνολικό χρέος.

Μια τιμή κοντά στο 0,5 θεωρείται αρκετά καλή, καθώς δείχνει ότι η εταιρεία είναι λιγότερο επικίνδυνη (Ilham, 2020). Αυτό σημαίνει ότι έχει διπλάσιο ενεργητικό από τις υποχρεώσεις ή – με διαφορετικό τρόπο, – ότι οι υποχρεώσεις της αποτελούν μόνο το 50% του συνολικού ενεργητικού της. Ουσιαστικά, οι πιστωτές της κατέχουν το ήμισυ των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και οι μέτοχοι κατέχουν το υπόλοιπο. Ο λόγος 1 σημαίνει ότι το σύνολο των υποχρεώσεων ισούται με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Με άλλα λόγια, η εταιρεία θα πρέπει να πουλήσει όλα τα περιουσιακά της στοιχεία για να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της. Προφανώς, το δεύτερο παράδειγμα αφορά εταιρεία υψηλής μόχλευσης. Μόλις τα περιουσιακά στοιχεία της πωληθούν, η επιχείρηση δεν μπορεί πλέον να λειτουργήσει (Ilham, 2020).

❖ Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό (Equity to Assets Ratio)

$$\frac{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό είναι ένας λόγος επενδυτικής μόχλευσης ή φερεγγυότητας, που μετρά το ποσό των περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται από τις επενδύσεις των ιδιοκτητών, συγκρίνοντας το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας με το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων (Nasution et. al, 2019).

Ο δείκτης αυτός επισημαίνει δύο σημαντικές οικονομικές έννοιες μιας βιώσιμης επιχείρησης. Η πρώτη συνιστώσα δείχνει πόσα από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ανήκουν εξ ολοκλήρου στους επενδυτές. Με άλλα λόγια, μετά την εξόφληση όλων των υποχρεώσεων, οι επενδυτές θα καταλήξουν με τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία.

Το δεύτερο συστατικό δείχνει αντίστροφα πόσο μοχλευμένη είναι η εταιρεία ως προς το χρέος. Ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό μετρά πόσα από τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης χρηματοδοτήθηκαν από επενδυτές (Nasution et. Al, 2019). Μετρά δηλαδή το μερίδιο των επενδυτών στην εταιρεία. Οι εταιρείες με υψηλούς αριθμοδείκτες ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό δείχνουν σε νέους επενδυτές και πιστωτές ότι οι υπάρχοντες επενδυτές πιστεύουν στην εταιρεία και είναι πρόθυμοι να τη χρηματοδοτήσουν με τις επενδύσεις τους (Nasution et. al, 2019).

Σε γενικές γραμμές, υψηλές τιμές στον δείκτη είναι συνήθως ευνοϊκές για τις εταιρείες. Αυτό συμβαίνει συνήθως για διάφορους λόγους. Τα υψηλότερα επίπεδα επένδυσης από τους μετόχους δείχνουν τους

πιθανούς μετόχους στους οποίους η εταιρεία αξίζει να επενδύσει, καθώς πολλοί επενδυτές είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν την εταιρεία (Nasution et. al, 2019).

❖ **Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια (Debt to Equity Ratio)**

$$\frac{\text{Σύνολο υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

Ο αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια χρησιμοποιείται για τη σύγκριση του συνολικού χρέους μιας εταιρείας με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της, ενώ δείχνει το ποσοστό χρηματοδότησης της που προέρχεται από πιστωτές και επενδυτές. Ένας υψηλότερος αριθμοδείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια δείχνει ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί περισσότερο για τη λειτουργία της ξένα κεφάλαια (τραπεζικά δάνεια) σε σχέση με τα ίδια κεφάλαιά της (κεφάλαια μετόχων) (Νιάρχος, 2004).

Στην πράξη, μια τιμή στον εν λόγω δείκτη ίση με τη μονάδα υποδηλώνει ότι οι επενδυτές και οι πιστωτές έχουν το ίδιο μερίδιο στα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων, ενώ χαμηλές τιμές στον εν λόγω δείκτη συνεπάγονται συνήθως μια πιο σταθερή από οικονομική άποψη επιχείρηση (Νιάρχος, 2004).

Αντίθετα, οι εταιρείες με υψηλές τιμές ξένων προς ίδια κεφάλαια θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες για τους πιστωτές και τους επενδυτές από τις εταιρείες με χαμηλότερο λόγο. Δεδομένου ότι η χρηματοδότηση χρέους απαιτεί επίσης εξυπηρέτηση των δανειακών κεφαλαίων ή τακτικές πληρωμές τόκων, τα δανειακά κεφάλαια μπορεί να είναι μια πολύ πιο ακριβή μορφή χρηματοδότησης από τη χρηματοδότηση μετοχών, με συνέπεια, οι εταιρείες που χρησιμοποιούν μεγάλα ποσά χρέους ενδέχεται να μην είναι σε θέση να πραγματοποιήσουν τις πληρωμές (Νιάρχος, 2004).

Κεφάλαιο 4: Ανάλυση αριθμοδεικτών ΟΠΑΠ – Stoiximan

4.1 Ανάλυση αριθμοδεικτών ΟΠΑΠ – Stoiximan πριν την εξαγορά

Στην παρούσα ενότητα θα γίνει παρουσίαση των σημαντικότερων ευρημάτων που προκύπτουν από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών ΟΠΑΠ και Stoiximan πριν την πραγματοποίηση της εξαγοράς που συντελέστηκε το 2018. Συγκεκριμένα, θα πραγματοποιηθεί παρουσίαση των ευρημάτων για την περίοδο 2015-2017, έτσι ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα για τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση πριν την συμφωνία του 2018.

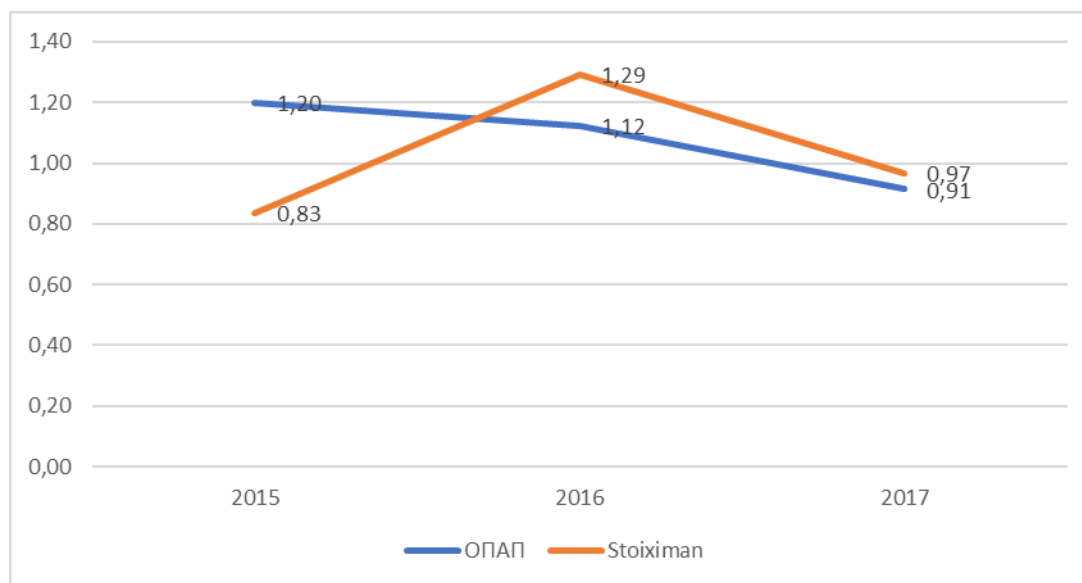
4.1.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών ρευστότητας έχει ως εξής:

- Γενική Ρευστότητα

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	1,20	1,12	0,91
Stoiximan	0,83	1,29	0,97

Πίνακας 4: Αριθμοδείκτης Γενική Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 6: Αριθμοδείκτης γενικής Ρευστότητας ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

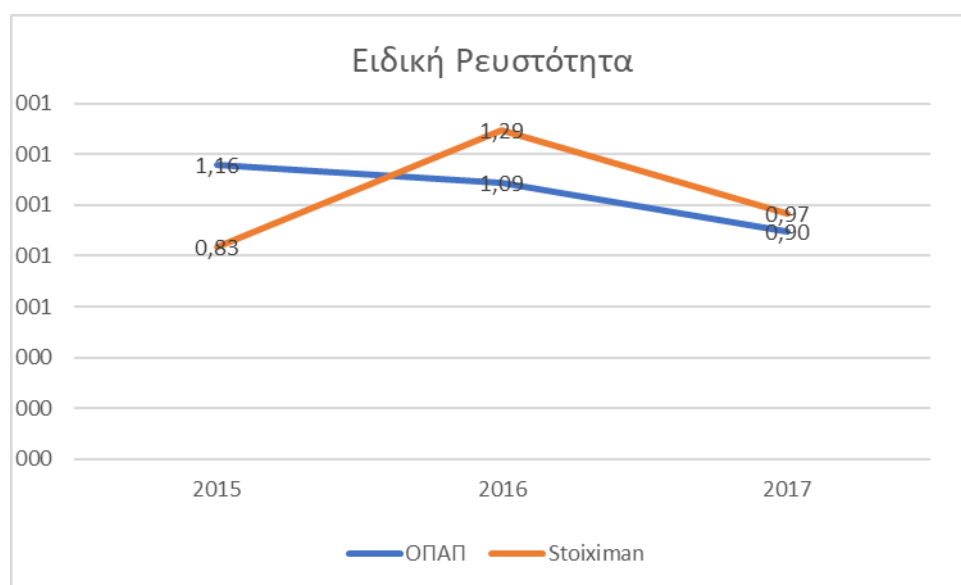
Παρατηρώντας το παραπάνω γράφημα, γίνεται σαφές ότι και οι δύο εξεταζόμενες εταιρείες πριν την εξαγορά εμφάνιζαν τιμές γενικής ρευστότητας κοντά στη μονάδα – αν και ήταν λίγο μικρότερες από αυτή, ενώ αντίστοιχα εμφάνισαν και σημαντική μείωση το 2017 σε σχέση με το 2016.

Στην πράξη, οι μικρότερες της μονάδας τιμές γενικής ρευστότητας αποτελούν μια ένδειξη, ότι οι εταιρείες δεν ήταν σε θέση να εξοφλήσουν άμεσα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους μέσω των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού τους, ενώ λαμβάνοντας υπόψη ότι τόσο το 2017 όσο και το 2016 η Stoiximan εμφάνιζε υψηλότερες τιμές στον δείκτη. Αυτό αποτέλεσε έναν ακόμη λόγο για τον οποίο ο όμιλος ΟΠΑΠ στράφηκε το 2018 προς την εξαγοράς τμήματος της Stoiximan.

- Ειδική Ρευστότητα

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	1,16	1,09	0,90
Stoiximan	0,83	1,29	0,97

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 7: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Αντίστοιχα με τα ευρήματα της γενικής ρευστότητας είναι και τα ευρήματα της ειδικής ρευστότητας, καθώς παρά την αφαίρεση των λιγότερο εύκολα ρευστοποιήσιμων αποθεμάτων, τα οποία στην προκειμένη περίπτωση λόγω της φύσης των δύο ομίλων είναι ιδιαίτερα περιορισμένα σε αξία, η κατάσταση παραμένει ακριβώς η ίδια με την κατάσταση που αναλύθηκε παραπάνω για τη γενική ρευστότητα. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι και οι δυο εταιρείες, λόγω της φύσης τους, δεν διαθέτουν πολλά αποθέματα, συνεπώς η διαφορά της ειδικής ρευστότητας με τη γενική δεν είναι ουσιαστική.

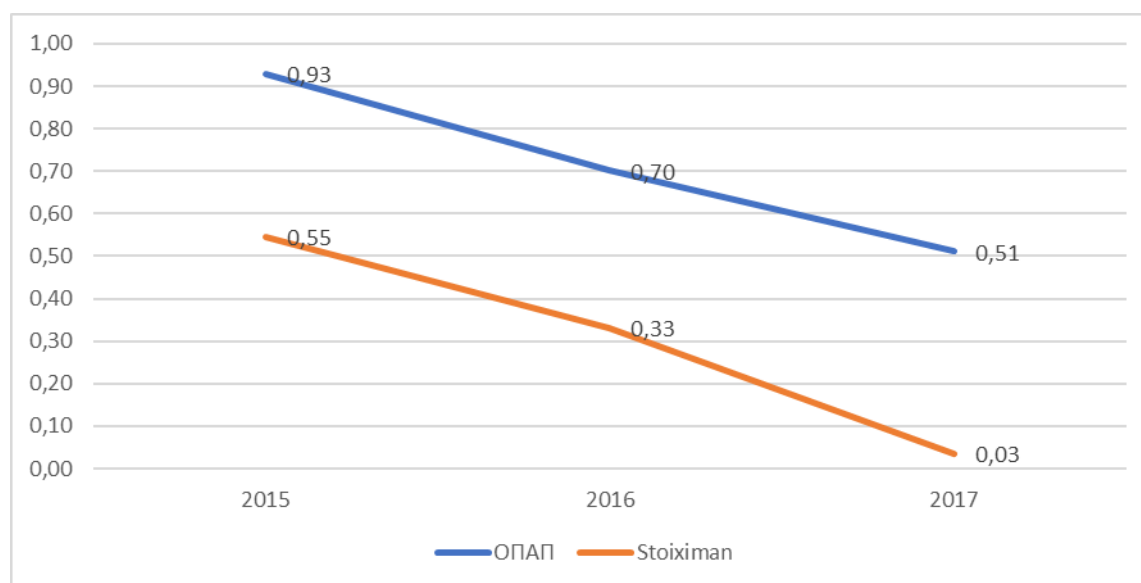
Εν προκειμένω, μεταξύ των δύο εξεταζόμενων ομίλων πριν την εξαγορά τους η Stoiximan εμφανίζει υψηλότερες τιμές σε σχέση με τον όμιλο ΟΠΑΠ για τα έτη 2016 και 2017, που σημαίνει ότι παρουσιάζει

ικανοποιητικότερη κατάσταση ως προς την αποτελεσματική αξιοποίηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού της για την αποπληρωμή των δανειακών της υποχρεώσεων – σε αντίθεση με τον όμιλο ΟΠΑΠ, ο οποίος έχει εμφανίσει υποχώρηση στον εν λόγω δείκτη από το 2015 και έπειτα.

- Ταμειακή Ρευστότητα

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	0,93	0,70	0,51
Stoiximan	0,55	0,33	0,03

Πίνακας 6: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 8: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Με βάση τα ευρήματα της ταμειακής ρευστότητας, ένας ακόμα παράγοντας, ο οποίος μπορεί να δώσει εξήγηση στην εξαγορά το 2018 είναι το γεγονός ότι και οι δύο εταιρείες εμφανίζουν ιδιαίτερα έντονα πτωτική τάση στον εν λόγω δείκτη την περίοδο 2015 – 2017.

Στην πράξη αυτό σημαίνει, ότι χρόνο με το χρόνο και στις δύο εξεταζόμενες εταιρείες μειωνόταν σε σημαντικό βαθμό η δυνατότητα τους να χρησιμοποιήσουν τα διαθέσιμα τους για την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους, ενώ σε επίπεδο εταιρειών στη δυσχερέστερη θέση βρίσκεται την περίοδο αυτή η Stoiximan, η οποία ειδικά για το 2017 είδε τη ταμειακή της ρευστότητα να αγγίζει σχεδόν το μηδέν, γεγονός το οποίο πιθανότατα να αποτελούσε μια ένδειξη εμφάνισης μελλοντικών προβλημάτων ρευστότητας για αυτή.

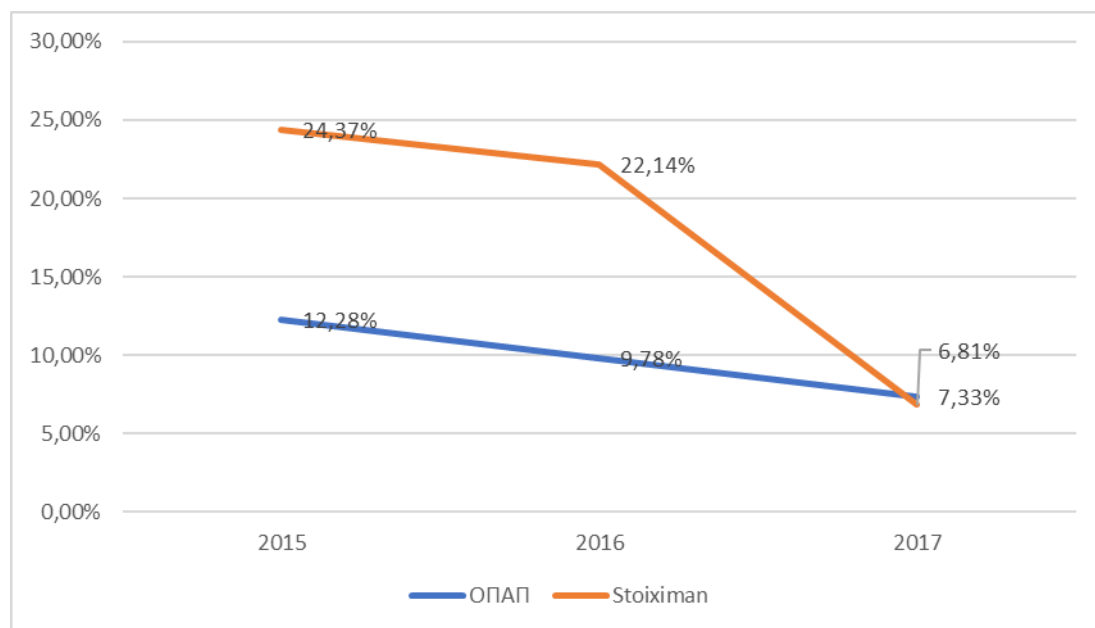
4.1.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας έχει ως εξής:

- Αποδοτικότητα ενεργητικού

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	12,28%	9,78%	7,33%
Stoiximan	24,37%	22,14%	6,81%

Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 9: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Αναφορικά με την πορεία της αποδοτικότητας ενεργητικού, με βάση τα ευρήματα του παραπάνω γραφήματος είναι σαφές ότι με εξαίρεση το 2017 υπάρχει μια σαφής υπεροχή της Stoiximan έναντι του ομίλου ΟΠΑΠ, γεγονός το οποίο δείχνει ότι η εν λόγω εταιρεία ήταν να σε θέση προ της εξαγοράς της να αξιοποιεί αποδοτικότερα τα στοιχεία του ενεργητικού της για τη δημιουργία καθαρών κερδών έναντι του ΟΠΑΠ, ο οποίος εμφάνιζε αρκετά χαμηλότερες τιμές.

Οι ιδιαίτερα υψηλές τιμές στον εν λόγω αριθμοδείκτη της Stoiximan αποτελούν έναν επίσης σημαντικό λόγο για τον οποίο ο ΟΠΑΠ πραγματοποίησε την εξαγορά τα επόμενα έτη, καθώς οι υψηλές τιμές στον εν λόγω δείκτη έδειχναν ότι η Stoiximan αποτελούσε μια ιδιαίτερα ελκυστική επενδυτική επιλογή. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας λαμβάνονται σοβαρά υπόψιν από τους υπάρχοντες και δυνητικούς επενδυτές των επιχειρήσεων, καθώς οι πληροφορίες που παρέχουν αφορούν την ικανότητα μιας επιχείρησης να αυξάνει την αξία της με την αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων της. Συνεπώς, μια εταιρεία με θετικές τιμές στους εν λόγω δείκτες προσελκύει περισσότερους επενδυτές και κρίνεται ως ευνοϊκός υποψήφιος για σύναψη συνενώσεων.

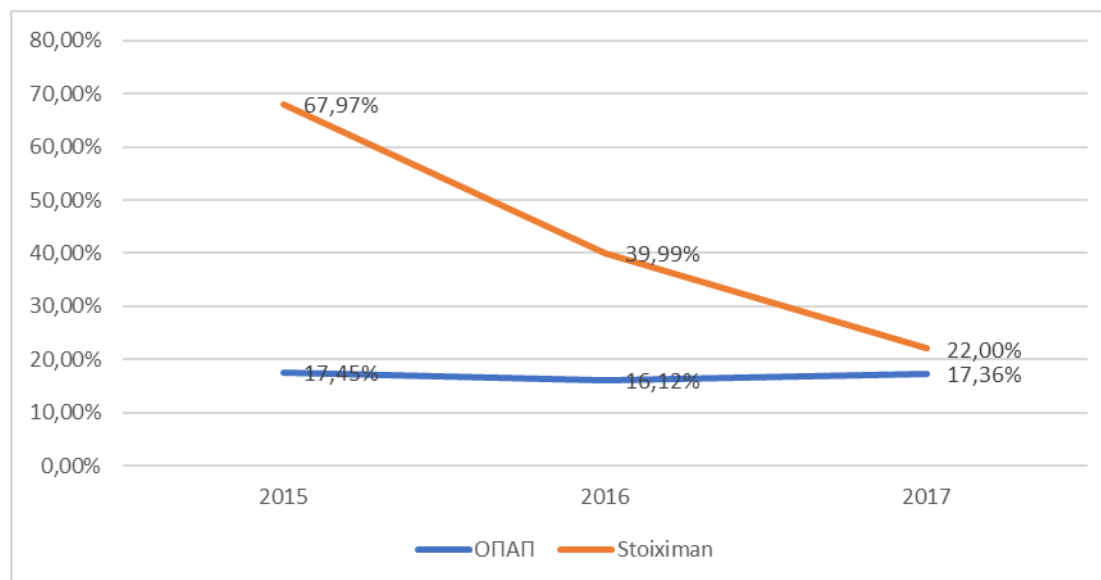
Ο λόγος για τον οποίο τόσο η Stoiximan όσο και ο ΟΠΑΠ εμφάνισαν μια έντονα πτωτική πορεία τη τριετία 2015-2017 οφείλεται στις ιδιαίτερα σημαντικές απώλειες καθαρών κερδών, που είχαν και οι δύο όμιλοι. Το γεγονός αυτό οφείλεται στον ιδιαίτερα έντονο ανταγωνισμό που επικράτησε στον κλάδο την εν λόγω περίοδο, απόρροια της απελευθέρωσης της αγοράς στοιχήματος και της ολοένα και πιο σταδιακής εισόδου στην αγορά νέων εταιρειών.

Εν προκειμένω, η μείωση των καθαρών κερδών για τον ΟΠΑΠ άγγιξε το 60%, ενώ αντίστοιχα οι απώλειες για την Stoiximan άγγιζαν σε ποσοστό το 30%. Ειδικά για τη Stoiximan η περίοδος 2015-2017 ήταν μια περίοδος ραγδαίας ανάπτυξης και αύξησης του τζίρου της, η οποία όμως είχε σαν συνέπεια να αυξηθούν σε σημαντικό βαθμό και τα κόστη της με αποτέλεσμα να μειωθούν σε σημαντικό βαθμό τα κέρδη της, με ταυτόχρονη αύξηση του Ενεργητικού της. Συνεπώς, ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού της μειώθηκε αισθητά.

- Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	17,45%	16,12%	17,36%
Stoiximan	67,97%	39,99%	22,00%

Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 10: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Αναφορικά με την πορεία της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, όπως συνέβη και με την ανάλυση της αποδοτικότητας ενεργητικού, τα ευρήματα του παραπάνω γραφήματος καταδεικνύουν σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο υπεροχή της Stoiximan έναντι του ομίλου ΟΠΑΠ. Η Stoiximan φαίνεται πως ήταν

σε θέση να αξιοποιεί αποδοτικότερα τα στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων της για τη δημιουργία καθαρών κερδών σε σύγκριση με τον ΟΠΑΠ, ο οποίος εμφάνιζε αρκετά χαμηλότερες αποδόσεις.

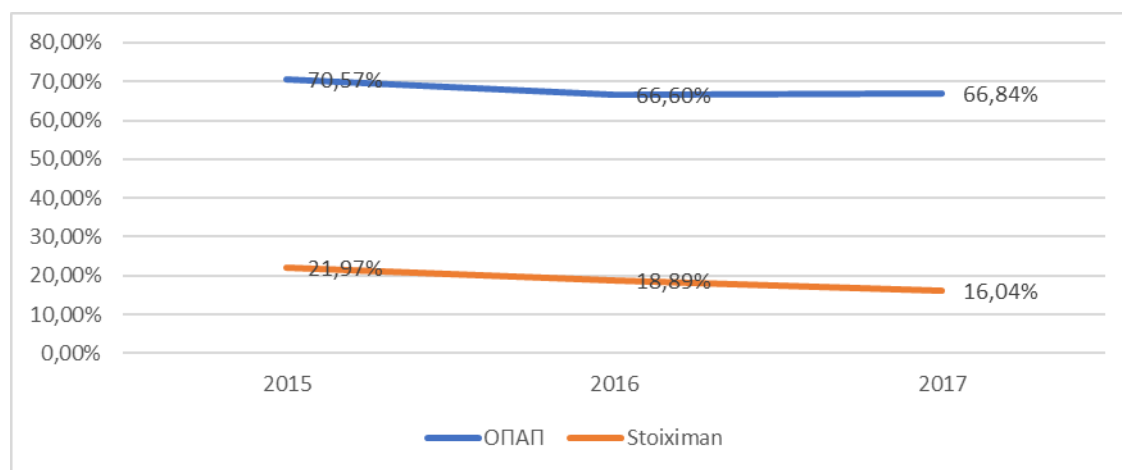
Η πτωτική πορεία που παρουσίασε η Stoiximan αποτελεί απόρροια της μείωσης της κερδοφορίας εξαιτίας της ταχείας ανάπτυξης της, η οποία είχε σαν συνέπεια να αυξηθούν περαιτέρω τόσο το κόστος πωληθέντων της όσο και τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης της. Ακόμη, τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αυξήθηκαν κατά 2,13 φορές από το 2015 έως το 2017, επομένως σε συνδυασμό με την προαναφερθείσα μείωση καθαρών κερδών, το αποτέλεσμα ήταν να μειωθεί αισθητά η τιμή του δείκτη. Αξίζει να επισημανθεί ότι η Stoiximan, ως νεοεισαχθείσα εταιρεία στην αγορά τυχερών παιγνίων, βρισκόταν στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Στο στάδιο αυτό του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων, μια επιχείρηση επιδιώκει τη μεγέθυνσή της και την σταδιακή διεκδίκηση του μέγιστου δυνατού τμήματος αγοράς που μπορεί να επιτύχει. Ως αποτέλεσμα, τα κέρδη της δεν είναι ακόμα τα βέλτιστα δυνατά, ενώ τα έξοδά της είναι περισσότερα και το μέγεθός της αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς. Κατά την εξέταση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας Ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων της Stoiximan, κρίνεται σημαντικό να ληφθούν υπόψιν οι παραπάνω παράγοντες, καθώς επηρέασαν σε σημαντικό βαθμό την τιμή τους. Έτσι, επιτυγχάνεται ουσιαστικότερη ερμηνεία σχετικά με την πτωτική πορεία των δεικτών, ενώ αποφεύγονται λανθασμένες αρνητικές εντυπώσεις από την πτώση της τιμής τους.

Οι ιδιαίτερα υψηλές τιμές στον αριθμοδείκτη της Stoiximan αποτέλεσαν – όπως και προηγουμένως – ένα ισχυρό κίνητρο για την εξαγορά από το ΟΠΑΠ. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, οι δυο αυτοί δείκτες αποτελούν σημαντικά μέτρα σύγκρισης και ανάλυσης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων από τους επενδυτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Το γεγονός ότι, παρά την ηγετική θέση που κατέχει ο ΟΠΑΠ στην αγορά, δεν υπερίσχυε ως προς τους δυο δείκτες, δηλώνει ότι η Stoiximan είχε επιτύχει ως νεοεισαχθείσα εταιρεία να προσφέρει στην αγορά ένα διαφοροποιημένο αγαθό από αυτά των υπόλοιπων επιχειρήσεων και έτσι να δημιουργεί περισσότερα κέρδη, χρησιμοποιώντας λιγότερα μέσα (στοιχεία ενεργητικού και ίδια κεφάλαια). Συνεπώς, η επιλογή της εξαγοράς είχε ως σκοπό την αξιοποίηση του επιτυχημένου «μοντέλου» που εισήγαγε η Stoiximan από τον όμιλο-ηγέτη της αγοράς, που κατείχε ισχυρότερα μέσα και πόρους για να το εκμεταλλευτεί.

- Μικτό περιθώριο κέρδους

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	70,57%	66,60%	66,84%
Stoiximan	21,97%	18,89%	16,04%

Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 11: Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

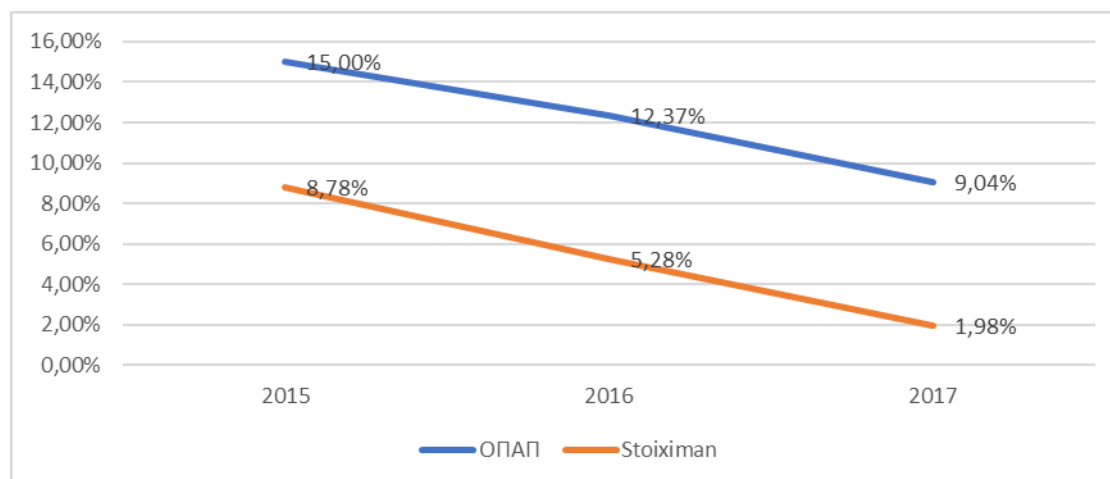
Από την άλλη πλευρά, στα ευρήματα του αριθμοδείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους αντανακλάται και ένα βασικό πλεονέκτημα του ομίλου ΟΠΑΠ σε σχέση με τη Stoiximan, καθώς λόγω του μεγέθους του και της δυναμικής τους σαν όμιλος κατορθώνει σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο να εμφανίζει ιδιαίτερα υψηλές τιμές στον εν λόγω δείκτη, οι οποίοι μάλιστα είναι τουλάχιστον 5 φορές υψηλότερες από τις αντίστοιχες τιμές της Stoiximan.

Οι ιδιαίτερα υψηλές τιμές μικτού περιθωρίου κέρδους αποτελούν μια θετική ένδειξη για τον ΟΠΑΠ, καθώς αντανακλούν ότι ο όμιλος είναι αποτελεσματικός και οικονομικά σταθερός, ενώ είναι σε θέση να διαχειρίζεται αποτελεσματικότερα τυχόν μεταβολές στο κόστος παραγωγής. Το γεγονός αυτό συμβαίνει για δύο λόγους, τόσο γιατί ο όμιλος ΟΠΑΠ έχει χαμηλό άμεσο κόστος παραγωγής, όσο και γιατί δύναται να χρεώσει τα προϊόντα του περισσότερο από τον ανταγωνισμό (ίσως λόγω της δύναμης της μάρκας του).

- Καθαρό περιθώριο κέρδους

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	15,00%	12,37%	9,04%
Stoiximan	8,78%	5,28%	1,98%

Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 12: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Όσον αφορά το καθαρό περιθώριο κέρδους, είναι σαφές ότι ο ΟΠΑΠ εμφανίζει υψηλότερα περιθώρια καθαρού κέρδους σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, γεγονός το οποίο δείχνει ότι είναι σε θέση να διαχειρίζεται αποτελεσματικότερα τα έξοδά του και να παράγει υψηλότερα καθαρά κέρδη μέσω των πωλήσεών του, παρά το γεγονός ότι ο εν λόγω δείκτης εμφανίζει συνεχώς πτώση στην εξεταζόμενη περίοδο.

Από την άλλη πλευρά, η Stoiximan εμφανίζει ιδιαίτερα χαμηλές τιμές στον εν λόγω δείκτη το 2017, ακολουθώντας και αυτή όπως ο ΟΠΑΠ μια συνεχώς πτωτική πορεία από το 2015 και έπειτα, παρόλα αυτά βρίσκεται σε δυσμενέστερη θέση το 2017.

Οι ιδιαίτερα χαμηλές τιμές το 2017 για τη Stoiximan αποτελούν μια σημαντική ένδειξη ότι η εταιρία δυσκολεύεται σημαντικά στον έλεγχο του κόστους, μη έχοντας τη δυνατότητα να αξιοποιήσει αποτελεσματικά τα έσοδα από πωλήσεις της για τη δημιουργία καθαρών κερδών, στοιχείο το οποίο πιθανότατα να αποτέλεσε και έναν από τους βασικούς λόγους για τον οποίο έγινε αποδεκτή η πρόταση του ομίλου ΟΠΑΠ το 2018, καθώς παρά τη ραγδαία αύξηση του τζίρου της κατά 206,99% μεταξύ των ετών 2015 και 2017, τα καθαρά της κέρδη μειώθηκαν κατά 30% για την ίδια περίοδο.

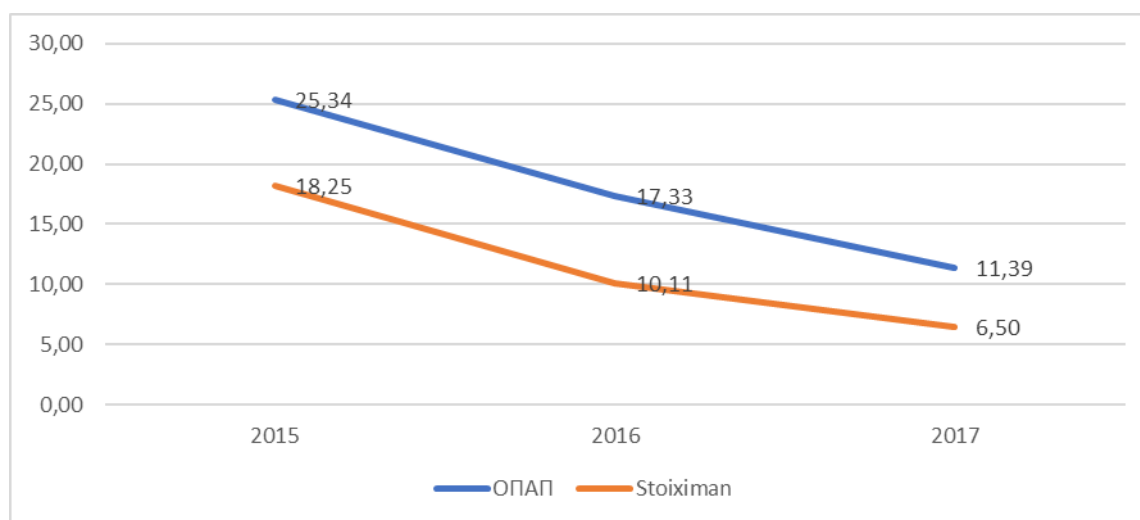
4.1.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών δραστηριότητας έχει ως εξής:

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	25,34	17,33	11,39
Stoiximan	18,25	10,11	6,50

Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 13: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Αναφορικά με την εξέλιξη της κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων μεταξύ των ομίλων ΟΠΑΠ και Stoiximan, είναι σαφές από το παραπάνω γράφημα ότι σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο υπερτερεί σε σημαντικό βαθμό ο όμιλος ΟΠΑΠ, ο οποίος εμφανίζει υψηλότερες τιμές στον εν λόγω δείκτη, γεγονός το οποίο δείχνει ότι είναι σε θέση να εισπράττει ταχύτερα και ευκολότερα τις απαιτήσεις του από τους πελάτες έναντι της Stoiximan, παρά το γεγονός ότι χρόνο με το χρόνο ο δείκτης αυτός εμφανίζει πτωτικές τάσεις.

Η έντονη πτώση που παρατηρείται στην τιμή του δείκτη για τον ΟΠΑΠ μεταξύ των περιόδων 2016-2017 δεν οφείλεται σε μείωση των πωλήσεων – κάτι το οποίο θα θεωρούνταν αρκετά ανησυχητικό για τον όμιλο· εντούτοις, οφείλεται στην μεγάλη αύξηση των απαιτήσεων για την χρονική περίοδο αυτή (επήλθε αύξηση 45,98% από το 2016 έως το 2017). Σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου, η αύξηση των απαιτήσεων οφείλεται στη θυγατρική εταιρεία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΑΧΕΙΑ Α.Ε., «η οποία προβλέπει περισσότερες ημέρες εκκαθάρισης σε σχέση με το 2016 στο πλαίσιο της ενδυνάμωσης της εμπορικής πολιτικής της» (ΟΠΑΠ Α.Ε. – Ετήσια Οικονομική Έκθεση Χρήσης 2017). Επιπρόσθετα,

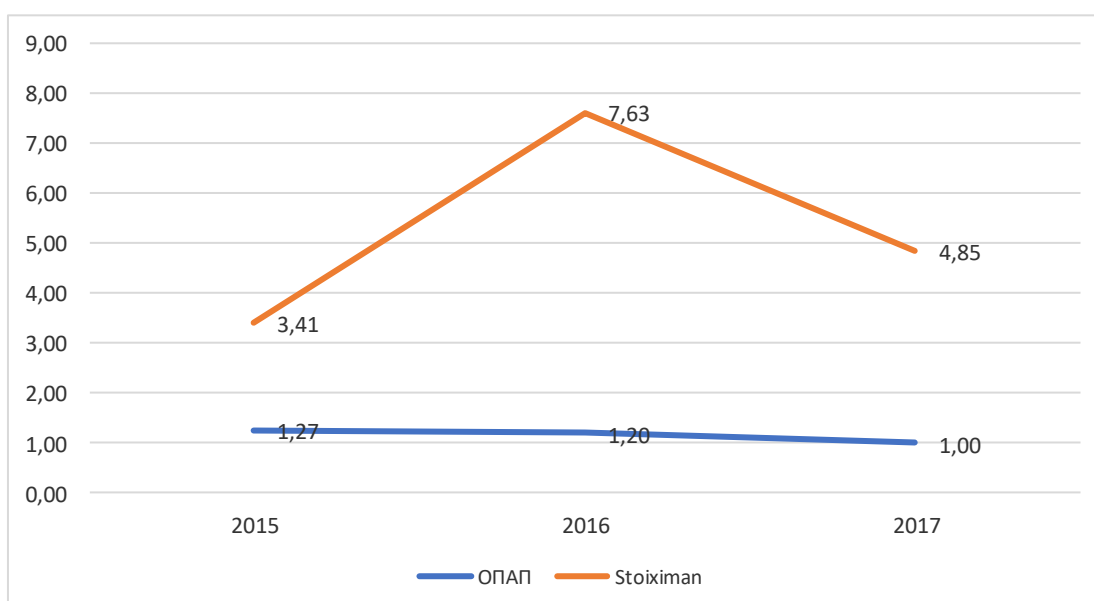
οι προβλέψεις επισφαλών απαιτήσεων ανέρχονται στο ποσό των 35.000€ περίπου. Σύμφωνα με τον όμιλο, οι προβλέψεις αυτές σχηματίστηκαν κατά το μεγαλύτερο ποσοστό τους πριν τη χρήση του 2014. Καθ' όλο το εξεταζόμενο διάστημα πριν και μετά την εξαγορά (2015-2020) το ποσό των επισφαλών απαιτήσεων έχει παραμείνει σχεδόν αμετάβλητο. Συνεπώς, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η αύξηση των απαιτήσεων δεν αποτελεί ουσιαστικό πρόβλημα για τον ΟΠΑΠ, καθώς αυτές αποπληρώνονται ως επί το πλείστον. Ωστόσο, ο όμιλος οφείλει να ελέγξει τη σταδιακή αύξησή τους, προτού διογκωθούν σε προβληματικό βαθμό.

Αντίστοιχα για την Stoiximan, η επιδείνωση του δείκτη δεν οφείλεται σε μείωση των πωλήσεων. Όπως φαίνεται από τις οικονομικές τις καταστάσεις, οι πωλήσεις της εταιρείας τριπλασιάζονται από το 2015 έως το 2017, ενώ οι απαιτήσεις της γίνονται οκτώμισι φορές υψηλότερες για το ίδιο διάστημα. Παρατηρείται δηλαδή μεγαλύτερη αύξηση του παρονομαστή από την αύξηση του αριθμητή. Η έντονη αύξηση των απαιτήσεων υποδηλώνει χαλαρή πολιτική της εταιρείας για την είσπραξη των απαιτήσεών της και – ενδεχομένως – μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη σε σχέση με τον ΟΠΑΠ για την είσπραξή τους. Συνεπώς, η απόφαση εξαγοράς προσφέρει το επιπλέον όφελος της καλύτερης διαχείρισης των απαιτήσεων από τον όμιλο ΟΠΑΠ. Παρά την επιδείνωση του δείκτη όμως, η τιμή του παραμένει επαρκής ακόμη και το 2017 για την εταιρεία και δεν υποδηλώνει την ύπαρξη σοβαρών προβλημάτων.

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	1,27	1,20	1,00
Stoiximan	3,41	7,63	4,85

Πίνακας 12: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 14: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Παρατηρώντας τις τιμές του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, γίνεται σαφές ότι η Stoiximan δεν αντιμετώπιζε δυσκολίες στην αποπληρωμή των υποχρεώσεών της και εφαρμόζε πολιτική άμεσης εξόφλησής τους. Αυτό προσδίδει θετικά στοιχεία στην εικόνα της εταιρείας, καθώς καταρχάς αυξάνει τη φερεγγυότητά της ως προς τους προμηθευτές και πιστωτές, οι οποίοι μένουν ικανοποιημένοι από την άμεση τακτοποίηση των απαιτήσεών τους. Ακόμη, αποτελεί ένδειξη οικονομικής ευρωστίας, καθώς η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει προβλήματα εύρεσης ρευστότητας για την αποπληρωμή των υποχρεώσεών της. Τα παραπάνω στοιχεία αξιολογήθηκαν θετικά από τον όμιλο ΟΠΑΠ για την απόφαση εξαγοράς.

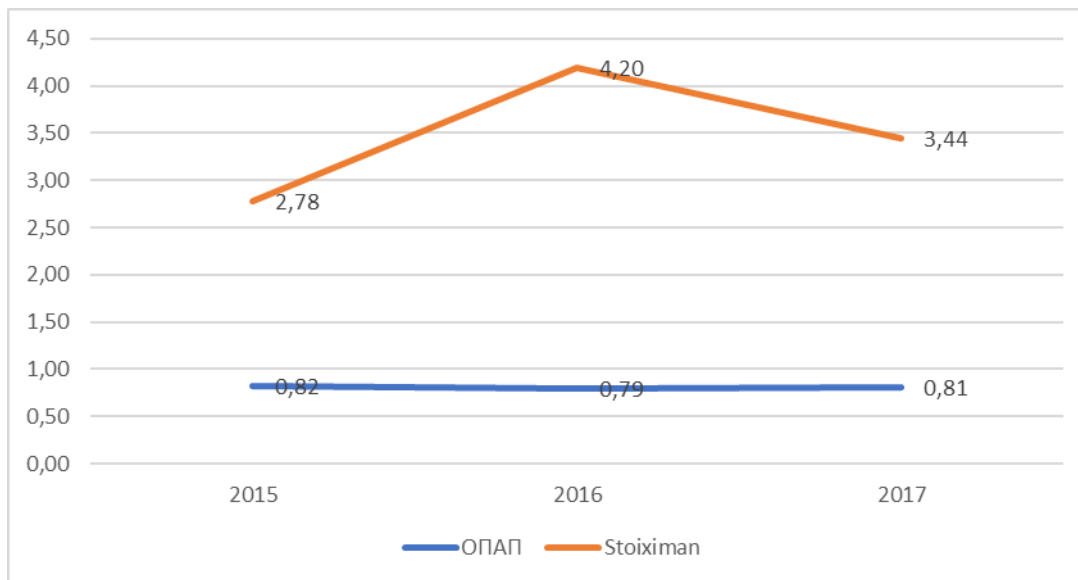
Εξετάζοντας τις συνιστώσες του δείκτη της Stoiximan, παρατηρούμε ότι το κόστος πωληθέντων της σχεδόν διπλασιάζεται από χρονιά σε χρονιά. Αυτό είναι λογικό, καθώς και οι πωλήσεις της αυξάνονται με τον ίδιο βαθμό – και συγκεκριμένα, με οριακή αύξηση από τον ρυθμό αύξησης του κόστους πωληθέντων. Αυτό αποτελεί θετικό στοιχείο και αντανακλά την ταχεία επέκταση της εταιρείας στην αγορά. Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, αυτές αυξάνονται αναλογικά με την αύξηση του συνολικού μεγέθους της εταιρείας ανά τα χρόνια. Επισημαίνεται ότι, για την εξεταζόμενη περίοδο, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παραμένουν σχετικά αμετάβλητες ως ποσοστό του συνολικού Παθητικού της εταιρείας. Συνεπώς, η ανάλυση του αριθμοδείκτη της Stoiximan επιβεβαιώνει την αρχική δήλωση της προηγούμενης παραγράφου, ότι δηλαδή ο συγκεκριμένος δείκτης απεικονίζει θετικά την κατάσταση της εταιρείας.

Από την άλλη πλευρά, ο όμιλος ΟΠΑΠ εμφάνιζε ιδιαίτερα χαμηλές τιμές στον εν λόγω δείκτη, σε σχέση με τη Stoiximan. Εξετάζοντας το κόστος πωληθέντων, παρατηρείται το 2016 αύξηση της τάξεως 13,29% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Αυτό οφείλεται εν μέρει σε αλλαγή νομοθεσίας που επήλθε με το Ν. 4389/2016. Συγκεκριμένα, από τις το 2016 επιβάλλεται εισφορά με συντελεστή 35% επί των εσόδων (GGR) της ΟΠΑΠ Α.Ε., έναντι 30% που ίσχυε από 2013, σύμφωνα με το Ν. 4093/2012 (ΟΠΑΠ Α.Ε. – Ετήσια Οικονομική Έκθεση Χρήσης 2016). Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, παρατηρείται αύξηση τους κατά 48% από το 2015 έως το 2017. Παρατηρείται δηλαδή ότι, ο όμιλος παρουσιάζει μια σταδιακή μείωση του χρόνου αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών του. Η κατάσταση αυτή μπορεί να οφείλεται εν μέρει στο γεγονός ότι ο ΟΠΑΠ είναι ο ηγέτης της συγκεκριμένης αγοράς, και συνεπώς έχει τη διαπραγματευτική δύναμη να καθυστερεί την πληρωμή των υποχρεώσεων. Ωστόσο, συνυπολογίζοντας την μείωση των δεικτών ρευστότητας, αλλά και της κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων, το ζήτημα τακτοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κρίνεται άξιο περισσότερης προσοχής για τα επόμενα έτη.

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	0,82	0,79	0,81
Stoiximan	2,78	4,20	3,44

Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 15: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

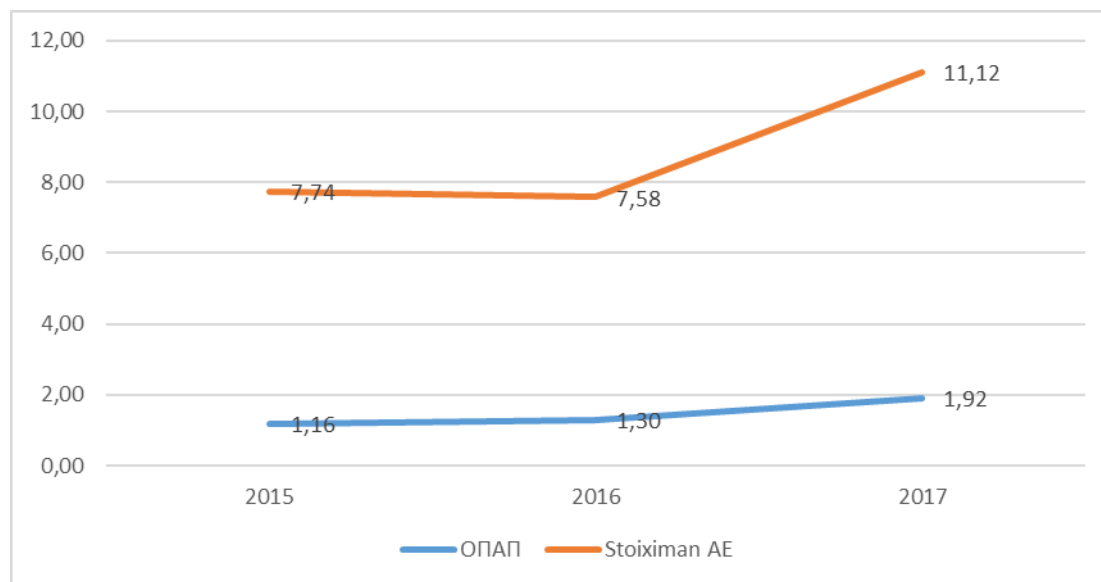
Εξίσου σαφής είναι η υπεροχή της Stoiximan σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο σε σχέση με τον όμιλο ΟΠΑΠ, καθώς εμφανίζει υψηλότερες τιμές κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού έναντι του ΟΠΑΠ, γεγονός το οποίο αποτελεί μια σαφή ένδειξη, ότι η Stoiximan ήταν σε θέση να χρησιμοποιεί ιδιαίτερα αποτελεσματικά τα στοιχεία του ενεργητικού της για τη δημιουργία εσόδων από πωλήσεις έναντι του ομίλου ΟΠΑΠ, ο οποίος εμφάνιζε σημαντική υστέρηση στον εν λόγω δείκτη σε όλη την περίοδο μεταξύ των ετών 2015 και 2017.

Ειδικότερα, όσον αφορά τη Stoiximan, παρατηρείται κατά τη διάρκεια της τριετίας ότι παρά την ταχεία αύξηση μεγέθους που επέδειξε (το Ενεργητικό της αυξήθηκε 2,47 φορές από το 2015 έως το 2017), οι πωλήσεις κατάφεραν να αυξηθούν με τον ίδιο περίπου ρυθμό. Αυτό δείχνει την οργανωτική ικανότητα της εταιρείας, που κατάφερε να αναπτυχθεί με ραγδαίο ρυθμό χωρίς να αντιμετωπίσει προβλήματα προσαρμογής και έτσι να διατηρήσει το επίπεδο των πωλήσεων στα αντίστοιχα μεγέθη. Αντίθετα, ο όμιλος ΟΠΑΠ δεν επιδεικνύει αντίστοιχες ικανότητες στην χρησιμοποίηση του Ενεργητικού για τη δημιουργία πωλήσεων.

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	1,16	1,30	1,92
Stoiximan	7,74	7,58	11,12

Πίνακας 14: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 16: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Άλλη μια σαφής ένδειξη του λόγου για τον οποίο επέλεξε ο ΟΠΑΠ να πραγματοποιήσει κίνηση απόκτησης μεριδίων στη Stoiximan φαίνεται από τις τιμές της κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων που εμφάνιζε την περίοδο 2015 – 2017, σε σχέση με τις αντίστοιχες τιμές του ομίλου ΟΠΑΠ.

Με βάση τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα, δεν επιδέχεται καμίας αμφισβήτησης ότι η Stoiximan υπερτερούσε σε σημαντικό βαθμό στον εν λόγω δείκτη έναντι του ΟΠΑΠ. Στην πράξη, οι υψηλές τιμές του δείκτη αποτελούν ένδειξη ότι οι διαχειριστές της Stoiximan είχαν χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά τα ίδια κεφάλαια και μπορούσαν να πραγματοποιήσουν περισσότερες πωλήσεις σε σύγκριση με τον ΟΠΑΠ, καθώς ο αριθμοδείκτης αυτός αντιπροσωπεύει στην ουσία το ποσό απόδοσης από τα ίδια κεφάλαια κάθε μετόχου σε ευρώ.

Οι υψηλές τιμές του δείκτη της Stoiximan οφείλονται στην ραγδαία αύξηση των πωλήσεων που παρατηρείται ανά τα χρόνια. Η λιγότερο έντονη αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας οφείλεται στην αύξηση των κερδών εις νέο, καθώς δεν πραγματοποιήθηκε καμία αύξηση ή μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της. Συνεπώς, η εταιρεία κατάφερε να βελτιώσει την τιμή του εν λόγω δείκτη, χωρίς να μεταβάλλει το μετοχικό κεφάλαιό της, αλλά αυξάνοντας το ποσό των συνολικών πωλήσεών της.

Αντίστοιχα, ο όμιλος ΟΠΑΠ αύξησε την τιμή του αριθμοδείκτη το 2017, αξιοποιώντας τα κέρδη εις νέο για την δημιουργία επενδύσεων και χωρίς να επηρεάσει το μετοχικό κεφάλαιο.

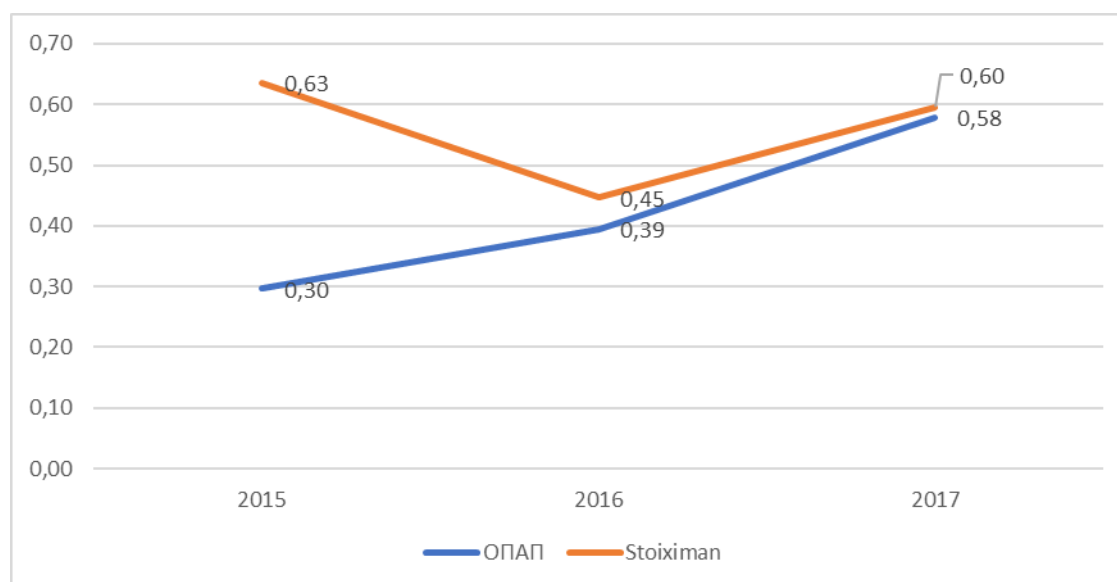
4.1.4 Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών δομής κεφαλαίων έχει ως εξής:

- Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	0,30	0,39	0,58
Stoiximan	0,63	0,45	0,60

Πίνακας 15: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 17: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Παρατηρώντας την εξέλιξη του παραπάνω γραφήματος, διαπιστώνουμε αρχικά για τον όμιλο ΟΠΑΠ ότι ο συγκεκριμένος δείκτης εμφάνισε σημαντική αύξηση κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ενώ το Ενεργητικό του ομίλου δεν παρουσίασε ουσιαστική μεταβολή, εντούτοις επήλθε αύξηση των συνολικών του υποχρεώσεων. Αυτή περιλάμβανε ως επί τω πλείστον την αύξηση των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανειακών του υποχρεώσεων. Είναι σαφές ότι ο όμιλος αποφάσισε να αξιοποιήσει εξωτερικά κεφάλαια για την δημιουργία επενδύσεων (εκ των οποίων συμπεριλαμβάνεται και η εξαγορά της Stoiximan), έναντι των ιδίων κεφαλαίων – εκτός από την αξιοποίηση κερδών εις νέο, που όμως συγκριτικά με την αξιοποίηση δανειακών κεφαλαίων κρίνεται μικρότερη. Η απόφαση αυτή του ομίλου θα αξιολογηθεί καλύτερα, αφού εξεταστούν και τα αποτελέσματα των δεικτών μετά την εξαγορά. Παρόλα αυτά, το γεγονός ότι η τιμή του αριθμοδείκτη βρίσκεται κοντά στο 0,5 κατά το 2017, που

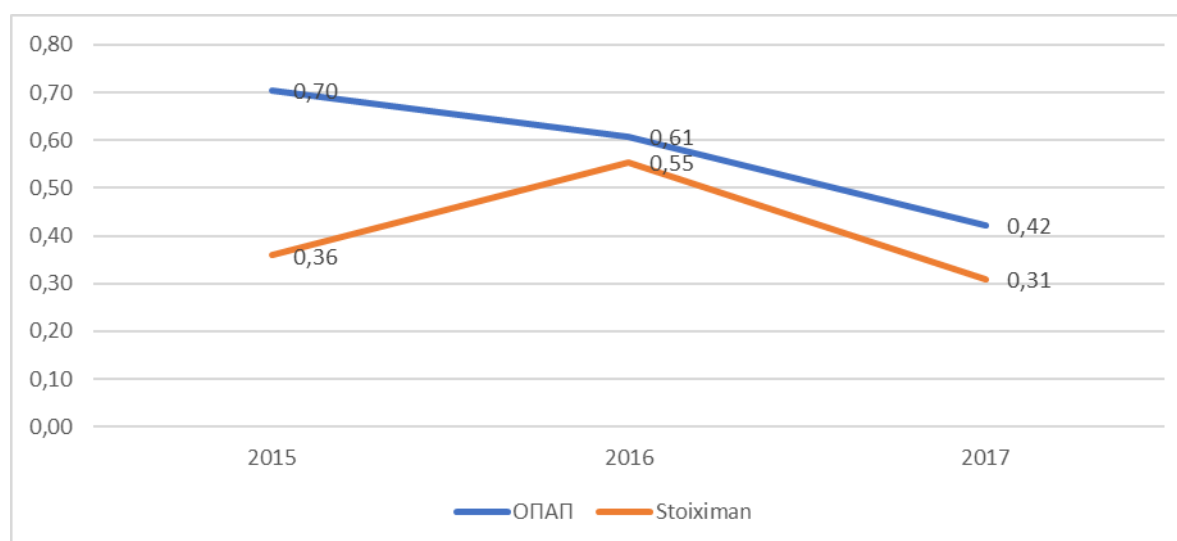
αναφέρθηκε στο θεωρητικό υπόβαθρο ότι θεωρείται ως καλή τιμή, σημαίνει ότι είναι λιγότερο επικίνδυνη. Ωστόσο, κρίνεται σημαντικό να δοθεί προσοχή στο να μην αυξηθεί υπερβολικά η μόχλευση του ομίλου στις μελλοντικές χρήσεις, κάτι που θα αύξανε το ρίσκο του σε υψηλά επίπεδα.

Αντίστοιχα, η Stoiximan παρουσίασε παρόμοια μεγέθη του δείκτη, ειδικά για το 2017. Η διαφορά που επικρατεί σε σχέση με τον ΟΠΑΠ είναι αρχικά ότι το Ενεργητικό αλλά και οι υποχρεώσεις της εταιρείας αυξάνονται έντονα μεταξύ των ετών 2015-2017. Ακόμη, όπως φαίνεται από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, οι υποχρεώσεις δεν περιλαμβάνουν μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό· αντίθετα, απαρτίζονται από εμπορικές υποχρεώσεις, υποχρεώσεις από Φόρο Προστιθέμενης Αξίας και φόρο μισθωτών υπηρεσιών και τέλος, από έξοδα χρήσεως δουλευμένα (για το 2017). Συγκεκριμένα, την τελευταία χρονιά το ποσό των υποχρεώσεων επηρεάστηκε αρκετά από αμοιβές προσωπικού και παροχές τρίτων που δεν πληρώθηκαν στη χρήση και λογίστηκαν ως υποχρεώσεις. Όπως αναφέραμε όμως και στην προηγούμενη παράγραφο, η τιμή του αριθμοδείκτη θεωρείται – βάσει της βιβλιογραφίας – ως αποδεκτή.

- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	0,70	0,61	0,42
Stoiximan	0,36	0,55	0,31

Πίνακας 16: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 18: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό ενεργητικό παρουσιάζει την αναμενόμενη καθοδική εικόνα, δεδομένου ότι η τιμή του είναι συμπληρωματική της τιμής του προηγούμενου δείκτη που

εξετάστηκε. Με άλλα λόγια, η αύξηση των υποχρεώσεων των δυο εταιρειών ως ποσοστό του Ενεργητικού τους αποτελεί ταυτόχρονα μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους ως ποσοστό αυτού.

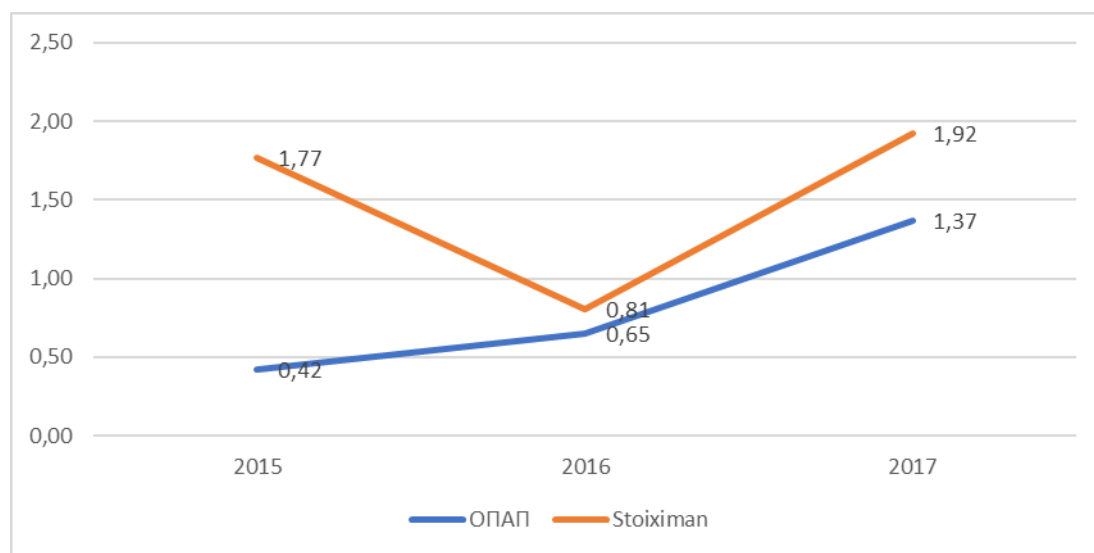
Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, η μεταβολή της τιμής του δείκτη για τον όμιλο ΟΠΑΠ οφείλεται σε σταδιακή μείωση των αποτελεσμάτων εις νέο, τα οποία αξιοποιήθηκαν για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Ειδικότερα, κατά το 2015 τα αποτελέσματα εις νέο αναλογούσαν στο 84,48% των συνολικών ιδίων κεφαλαίων του ομίλου και, αντίστοιχα, αναλογούσαν στο 59,69% του συνολικού Παθητικού. Με το τέλος της χρήσης του 2017, τα ποσοστά αυτά κυμαίνονταν αντίστοιχα σε 78,48% και 33,11%. Αυτή η μεταβολή του κεφαλαίου του ΟΠΑΠ οφείλεται στη στρατηγική της εταιρείας να αξιοποιήσει κέρδη που δεν είχαν διανεμηθεί, σε συνδυασμό με εξωτερικά κεφάλαια, για την πραγματοποίηση δαπανηρών επενδύσεων. Ακόμη, συμπεραίνουμε ότι ο όμιλος έχει τη δυνατότητα να αποπληρώσει τις δανειακές του υποχρεώσεις χρησιμοποιώντας το υπόλοιπο από τα κέρδη των προηγούμενων χρήσεων – εφόσον οι συνθήκες επιδεινωθούν έντονα στο μέλλον και προκύψει ανάγκη για κάτι τέτοιο – χωρίς να χρειαστεί να προβεί σε αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου ή περαιτέρω δανεισμό. Επομένως, το ρίσκο που έχει ήδη αναληφθεί από τον εξωτερικό δανεισμό μπορεί να θεωρηθεί διαχειρίσιμο. Παρόλα αυτά, είναι ευνόητο πως το καλύτερο για τον ΟΠΑΠ θα ήταν να μη χρειαστεί να δοκιμαστούν οι αντοχές του σε τέτοιες δυσχερείς καταστάσεις.

Όσον αφορά τη Stoiximan, η μεταβολή της τιμής του δείκτη οφείλεται στην μεγάλη αύξηση του συνολικού Ενεργητικού της, η οποία υπερέβη την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της (καθώς, όπως αναφέρθηκε στην εξέταση του προηγούμενου δείκτη, η αύξηση του Ενεργητικού προκλήθηκε κυρίως από αύξηση των υποχρεώσεών της). Η αύξηση του Ενεργητικού της προκλήθηκε από την σταδιακή αύξηση των κερδών εις νέο. Αντίστοιχα με τον ΟΠΑΠ, τα κέρδη αυτά αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων της (86,24% των ιδίων κεφαλαίων κατά το 2015, και αντίστοιχα για τα δύο επόμενα έτη 89,81% και 92,05%). Γίνεται αντιληπτό επομένως ότι οι δυο εταιρείες έχουν κοινή πολιτική ως προς την εσωτερική ανάπτυξη, αξιοποιώντας τα κέρδη των χρήσεών τους για την δημιουργία επενδύσεων.

- Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια

	2015	2016	2017
ΟΠΑΠ	0,42	0,65	1,37
Stoiximan	1,77	0,81	1,92

Πίνακας 17: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017



Γράφημα 19: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ – Stoiximan 2015-2017

Με βάση τα δεδομένα του παραπάνω γραφήματος είναι σαφές ότι και οι δύο εταιρείες την περίοδο 2015-2017 εμφανίζουν ιδιαίτερα υψηλές τιμές στην αναλογία ξένα προς ίδια κεφάλαια και οι οποίες μάλιστα υπερβαίνουν τη μονάδα το 2017.

Στην πραγματικότητα, οι υψηλές αυτές τιμές ξένων προς ίδια κεφάλαια θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες για τους πιστωτές και τους επενδυτές από τις εταιρείες, καθώς αποτελούν μια ένδειξη ότι οι εταιρείες που χρησιμοποιούν μεγάλα ποσά χρέους ενδέχεται να μην είναι σε θέση να πραγματοποιήσουν τις πληρωμές.

Επιπλέον, καθώς η Stoiximan εμφανίζει υψηλότερες τιμές από τον όμιλο ΟΠΑΠ το 2017, το στοιχείο αυτό αποτελεί μια επίσης σημαντική ένδειξη για τον λόγο για τον οποίο έγινε αποδεκτή από τη διοίκηση της Stoiximan η πρόταση του ΟΠΑΠ το 2018, έτσι ώστε να επιδεινωθεί περαιτέρω η κατάσταση της Stoiximan όσον αφορά το πεδίο των υποχρεώσεών της.

4.2 Ανάλυση αριθμοδεικτών ΟΠΑΠ μετά την εξαγορά

Στην παρούσα ενότητα θα γίνει παρουσίαση των σημαντικότερων ευρημάτων που προκύπτουν από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων του ομίλου ΟΠΑΠ μετά την πραγματοποίηση της εξαγοράς που συντελέστηκε το 2018. Ειδικότερα, θα γίνει παρουσίαση των ευρημάτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης του ομίλου ΟΠΑΠ (καθώς η Stoiximan από το 2018 δεν προχώρησε στη δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων) για την περίοδο 2019-2020, έτσι ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα για τη χρηματοοικονομική του κατάσταση μετά την συμφωνία του 2018.

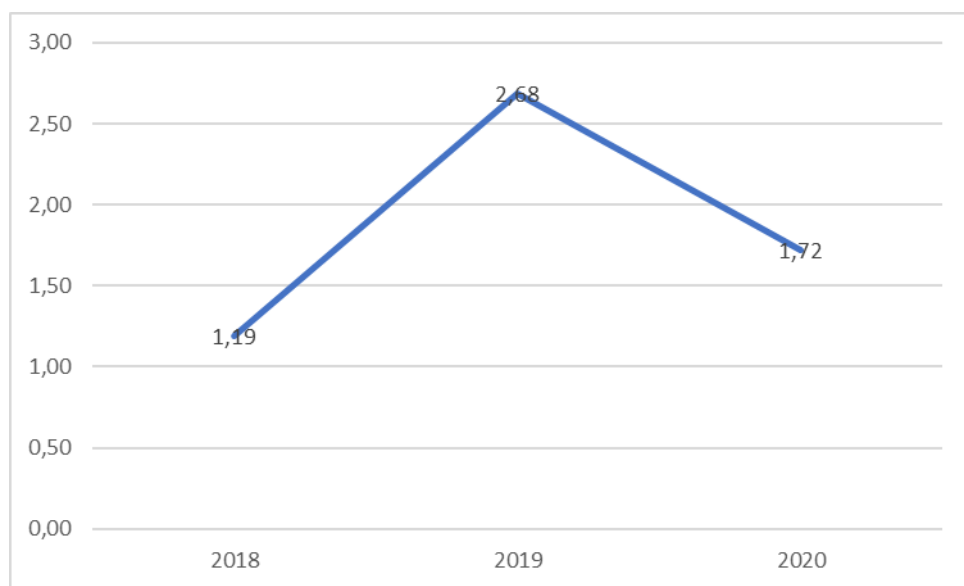
4.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών ρευστότητας έχει ως εξής:

- Γενική Ρευστότητα

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	1,19	2,68	1,72

Πίνακας 18: Αριθμοδείκτης Γενική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 20: Αριθμοδείκτης Γενική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020

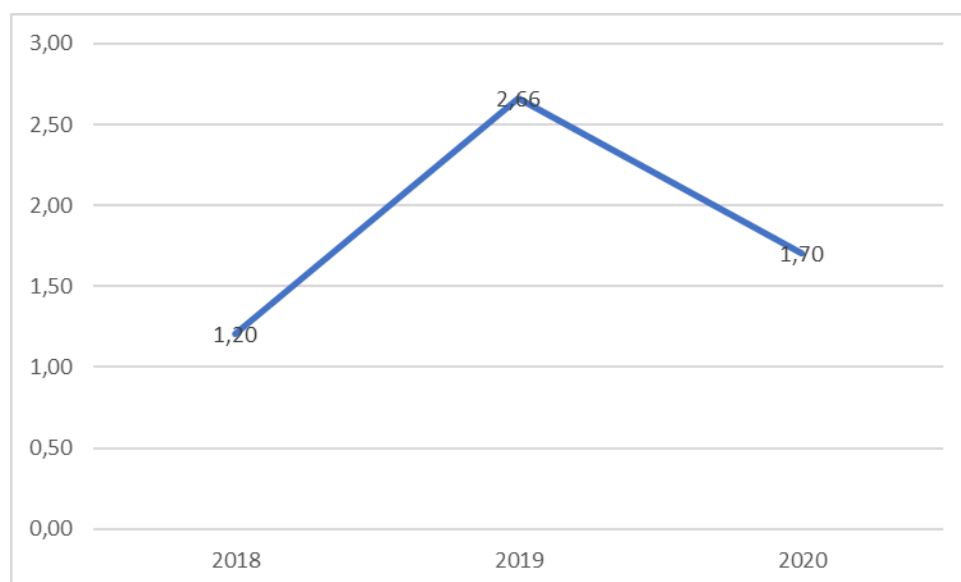
Παρατηρώντας το παραπάνω γράφημα, είναι σαφές ότι ο όμιλος ΟΠΑΠ μετά την εξαγορά της Stoiximan εμφάνισε μια ιδιαίτερη υψηλή γενική ρευστότητα, η οποία ξεπερνάει το 2 το 2019, γεγονός το οποίο δείχνει ότι είναι σε θέση να εξοφλεί με μεγάλη ευκολία τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του μέσω του κυκλοφορούντος ενεργητικού του, ενώ παρά την επίπτωση της πανδημίας COVID-19 οι τιμές του εν λόγω αριθμοδείκτη παραμένουν αρκετά υψηλές για τον όμιλο 2020, γεγονός ιδιαίτερα θετικό για τη μελλοντική του πορεία. Η ανάκαμψη του συγκεκριμένου δείκτη προέκυψε κατά το 2019, όπου τα

ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα αυξήθηκαν κατά 3,5 φορές σε σχέση με το τέλος χρήσης του 2018. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας παρέμειναν σταθερές καθ' όλη τη χρονική διάρκεια μέχρι το 2020. Συνεπώς, η προηγούμενη πτωτική εικόνα που παρουσίαζε στη συγκεκριμένη κατηγορία αριθμοδεικτών πριν την εξαγορά έχει πλέον ανατραπεί, καθώς λόγω της σημαντικής αύξησης των ταμειακών του διαθέσιμων ο όμιλος δύναται πλέον να αποπληρώνει με αρκετή ευκολία τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του – και μάλιστα μέσα σε μια περίοδο δυσχερών μεταβολών του εξωτερικού του περιβάλλοντος.

- Ειδική Ρευστότητα

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	1,20	2,68	1,72

Πίνακας 19: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 21: Αριθμοδείκτης Ειδική Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020

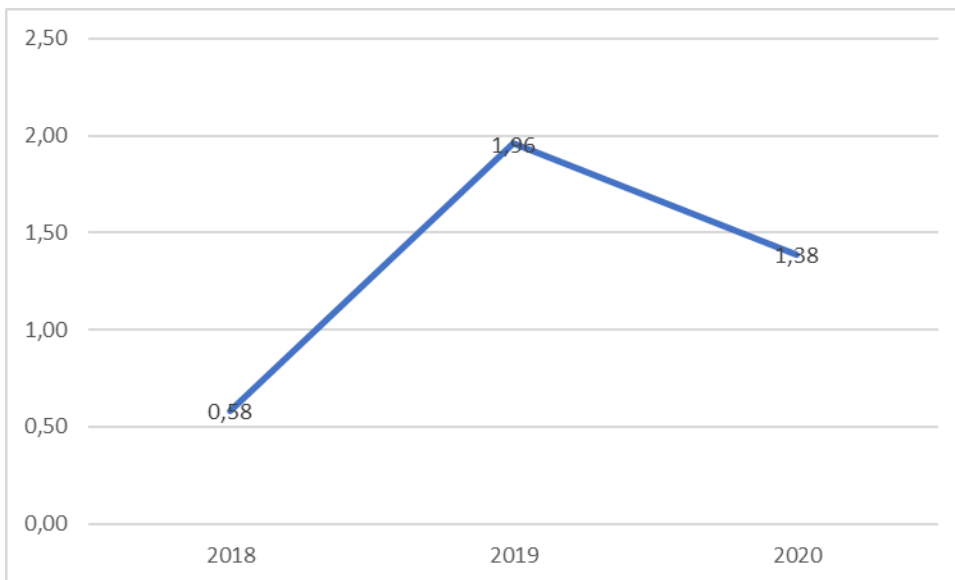
Παρόμοια με τα ευρήματα της γενικής ρευστότητας είναι και τα ευρήματα της ειδικής ρευστότητας του ομίλου ΟΠΑΠ, καθώς με βάση τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα γίνεται εμφανής η θετική συνέπεια στα μεγέθη της ρευστότητας του ομίλου από την εξαγορά της Stoiximan. Ο όμιλος ΟΠΑΠ μετά την εξαγορά εμφάνισε μια ιδιαίτερη υψηλή ειδική ρευστότητα, η οποία ξεπερνάει το 2 το 2019, γεγονός το οποίο δείχνει ότι είναι σε θέση να εξοφλεί με μεγάλη ευκολία τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της μέσω του κυκλοφορούντος ενεργητικού της, ενώ παρά την επίπτωση της πανδημίας COVID-19 οι τιμές του εν λόγω αριθμοδείκτη παραμένουν αρκετά υψηλές κατά το 2020, γεγονός ιδιαίτερα θετικό για τη μελλοντική του πορεία. Αυτό το αποτέλεσμα ήταν αναμενόμενο με βάση όσα έχουν αναφερθεί παραπάνω, καθώς ως γνωστόν τα αποθέματα (που εξαιρούνται από τον υπολογισμό του συγκεκριμένου

δείκτη) δεν αποτελούν ουσιαστικό μέρος του Ενεργητικού του ομίλου, ενώ η θετική μεταβολή στις τιμές του δείκτη προήλθε από την έντονη αύξηση των ταμειακών του διαθέσιμων.

- Ταμειακή Ρευστότητα

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	0,57	1,96	1,38

Πίνακας 20: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 22: Αριθμοδείκτης Ταμειακή Ρευστότητα ΟΠΑΠ 2018-2020

Στον τρίτο δείκτη της παρούσας κατηγορίας επιβεβαιώνεται ακόμα μια φορά η θετική εξέλιξη της ρευστότητας του ΟΠΑΠ μετά την εξαγορά. Φαίνεται πως η απόφαση εξαγοράς της Stoiximan οδήγησε σε ιδιαίτερα υψηλές τιμές ταμειακής ρευστότητας την περίοδο 2019-2020, σε αντίθεση με τις τιμές που παρουσίαζε την περίοδο 2015-2017. Η εξαγορά της Stoiximan, ως εταιρείας που παρέχει τις υπηρεσίες της διαδικτυακά, αποδείχτηκε ωφέλιμη απόφαση για τον όμιλο ιδιαίτερα το 2020, όπου λόγω των περιοριστικών μέτρων που πάρθηκαν για την καταπολέμηση της πανδημίας, τα επίγεια καταστήματα παρέμειναν κλειστά για μεγάλα χρονικά διαστήματα, αφήνοντας χώρο δραστηριοποίησης μόνο για τις διαδικτυακές πλατφόρμες. Συνεπώς, η αξιοποίηση της επιτυχημένης πλατφόρμας της Stoiximan για την δημιουργία πωλήσεων κρίθηκε ως θετική απόρροια, εν μέσω των συνολικών δυσχερών επιπτώσεων που αντιμετώπισε η αγορά. Παρόλο που ο όμιλος δεν είχε υπολογίσει αυτή την εξέλιξη των συνθηκών του εξωτερικού περιβάλλοντος στην απόφαση εξαγοράς της Stoiximan, το γεγονός αυτό εν τέλει προσέδωσε σίγουρα αξία στην απόφαση κατά το έτος 2020.

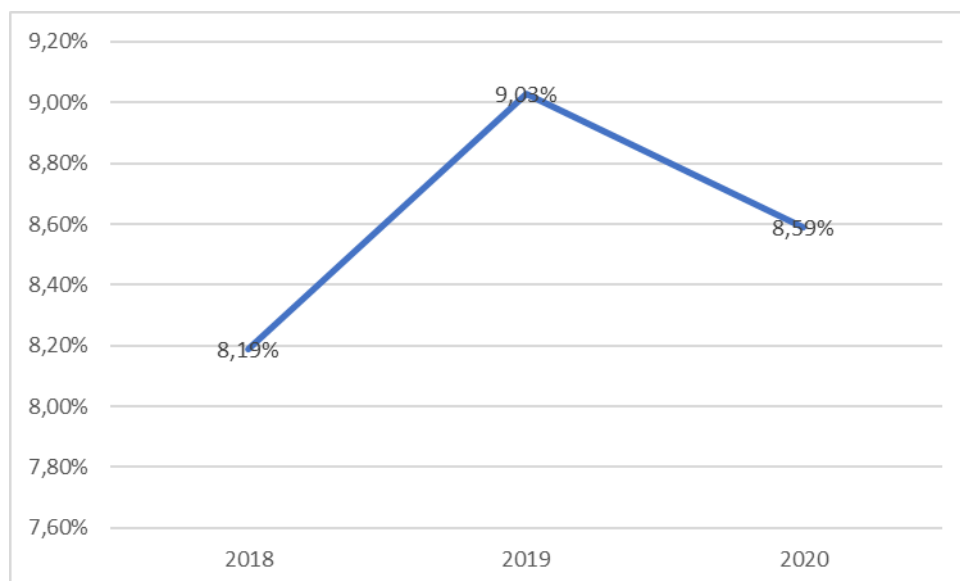
4.2.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας έχει ως εξής:

- Αποδοτικότητα ενεργητικού

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	8,19%	9,03%	8,59%

Πίνακας 21: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 23: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020

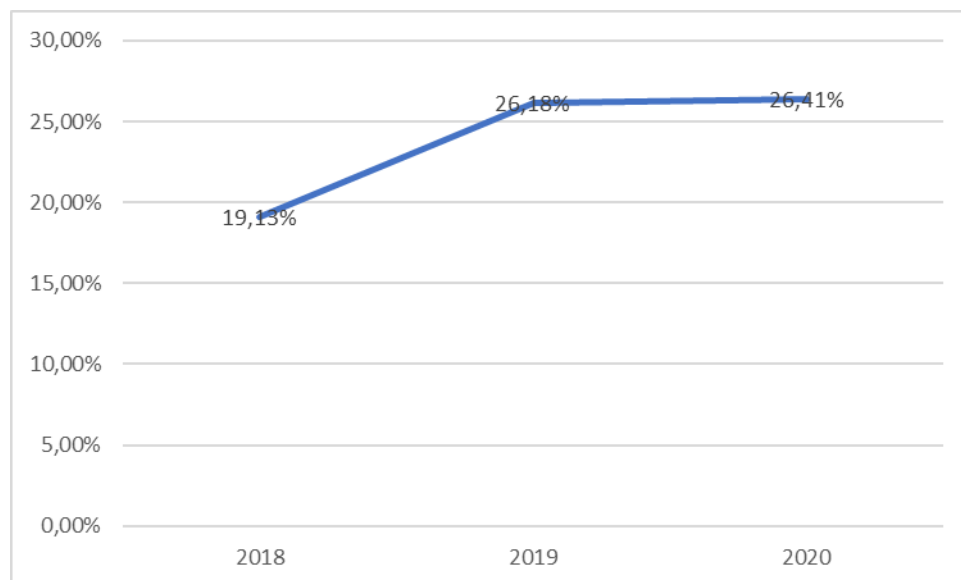
Εξίσου βελτιωμένες σε σχέση με το 2017 εμφανίζονται οι τιμές στην αποδοτικότητα ενεργητικού του ομίλου ΟΠΑΠ, απόρροια της εξαγοράς της Stoiximan το 2018. Όπως φαίνεται από τις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου, τα καθαρά κέρδη παρουσίασαν σταθερή άνοδο, επιτυγχάνοντας αύξηση κατά 51,47% από το 2017 έως το 2020. Το Ενεργητικό του ομίλου αυξήθηκε με αντίστοιχο ρυθμό, λόγω της προαναφερθείσας αύξησης ταμειακών διαθέσιμων. Συνεπώς, επιτεύχθηκε αύξηση του μεγέθους του ΟΠΑΠ, και μάλιστα με παράλληλη αύξηση των καθαρών κερδών του, το οποίο δηλώνει βελτίωση της αποδοτικότητάς του. Οι ευνοϊκές τιμές του δείκτη αυτού αποτελούν ένδειξη ότι εξαγορά της Stoiximan είχε σαν συνέπεια να είναι σήμερα ο ΟΠΑΠ σε θέση να αξιοποιεί αποδοτικότερα τα περιουσιακά του στοιχεία για τη δημιουργία καθαρών κερδών, εκμεταλλευόμενος τις ιδιαίτερα υψηλές τιμές που εμφάνιζε η Stoiximan στον εν λόγω δείκτη.

Επιπλέον, η επιτυχία της εν λόγω εξαγοράς φαίνεται και από το γεγονός ότι παρά την πανδημία του COVID-19, η τιμή του εν λόγω δείκτη κατά το 2020 εμφάνισε μια μικρή μόνο μείωση, παραμένοντας όμως σε κάθε περίπτωση υψηλότερη από την τιμή 7,33% που εμφάνισε ο όμιλος ΟΠΑΠ το 2017.

- Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	19,13%	26,18%	26,41%

Πίνακας 22: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 24: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020

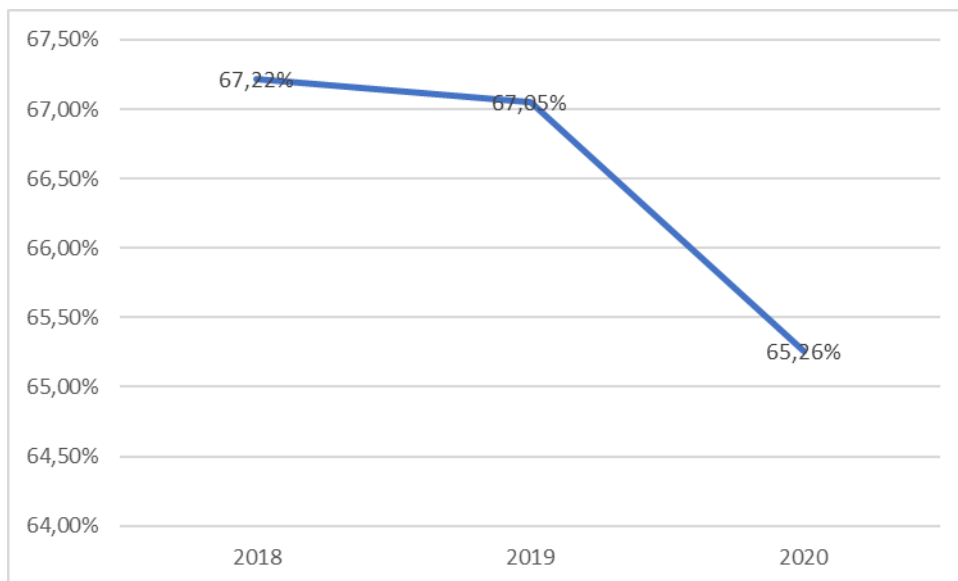
Εξετάζοντας τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, γίνεται σαφής η βελτίωση της αποδοτικότητας του ομίλου ΟΠΑΠ, ως προς την ικανότητά του να αξιοποιεί τα κεφάλαια των μετόχων για τη δημιουργία καθαρών κερδών. Φαίνεται ότι η εξαγορά της Stoiximan επηρέασε θετικά την αποδοτικότητα του ομίλου, καθιστώντας τον πλέον μια περισσότερο ελκυστική επιλογή για κάθε υποψήφιο επενδυτή.

Ειδικότερα, τα ίδια κεφάλαια του ΟΠΑΠ μετά το 2017 παρουσίασαν μια μικρή σταδιακή άνοδο, λόγω της αύξησης των κερδών εις νέο – κίνηση που αποτελεί πάγια στρατηγική του ομίλου, όπως φαίνεται εξετάζοντας το συνολικό διάστημα 2015-2020. Σε συνδυασμό με την αύξηση των καθαρών κερδών, που αναφέρθηκε παραπάνω, ως αποτέλεσμα υπήρξε η βελτίωση της τιμής του εν λόγω αριθμοδείκτη.

- Μικτό περιθώριο κέρδους

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	67,22%	67,05%	65,26%

Πίνακας 23: Αριθμοδείκτης Μικτό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020



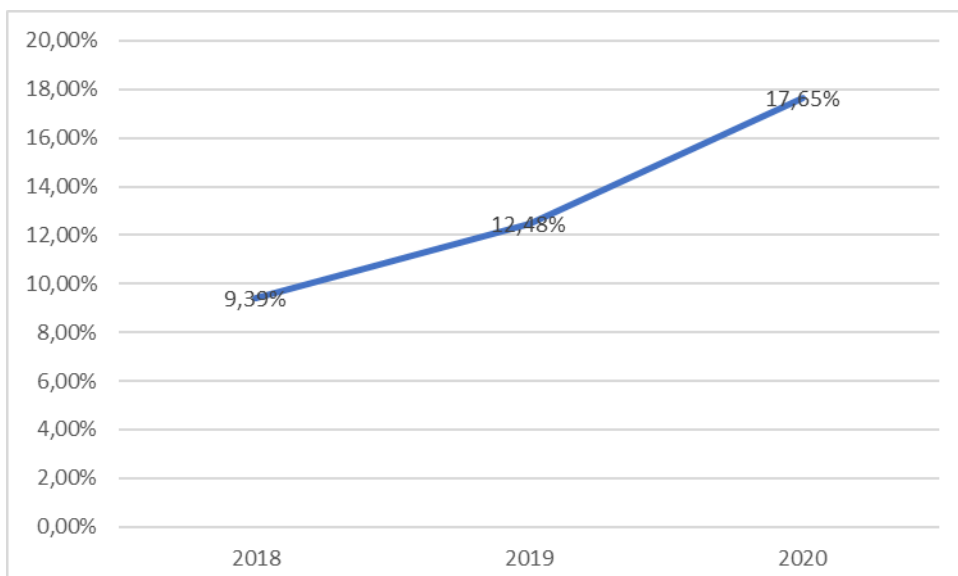
Γράφημα 25: Αριθμοδείκτης Μικτό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020

Είναι γεγονός, ότι η είσοδος νέων εταιρειών στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών την τελευταία τετραετία, στο πεδίο του ηλεκτρονικού στοιχήματος, είχε σαν συνέπεια την επιδείνωση του ανταγωνισμού και την ολοένα δυσκολότερη επέκταση του μεριδίου αγοράς για την κάθε εταιρεία. Ωστόσο, τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους του ΟΠΑΠ δεν παρουσιάζουν υψηλές διακυμάνσεις, όσον αφορά την όλη χρονική περίοδο 2015-2020. Η πτώση στην τιμή του δείκτη το 2020 είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα των επιπτώσεων της πανδημίας, η οποία οδήγησε σε σημαντική μείωση των πωλήσεων, ειδικά στα επίγεια καταστήματα.

- Καθαρό περιθώριο κέρδους

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	9,39%	12,48%	17,65%

Πίνακας 24: Αριθμοδείκτης Καθαρό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 26: Αριθμοδείκτης Καθαρό Περιθώριο κέρδους ΟΠΑΠ 2018-2020

Από την άλλη πλευρά, σε σχέση με την περίοδο πριν την εξαγορά της Stoiximan, οι τιμές στον αριθμοδείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους είναι αρκετά υψηλότερες για τον όμιλο ΟΠΑΠ, γεγονός το οποίο μας οδηγεί το συμπέρασμα ότι η εν λόγω εξαγορά υπήρξε ωφέλιμη. Τα καθαρά κέρδη του ομίλου παρουσίασαν σταδιακή βελτίωση, ενώ και κατά το 2020 ο ΟΠΑΠ κατάφερε να διατηρήσει τα καθαρά κέρδη στο ίδιο επίπεδο με το προηγούμενο έτος, παρά τη μείωση των πωλήσεών του. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι έχει την ικανότητα να διαχειρίζεται με αποτελεσματικό τρόπο τα έσοδα από πωλήσεις του, ώστε να παράγει καθαρά κέρδη, μια κατάσταση η οποία τον βοήθησε σημαντικά, ώστε να μην επηρεαστεί αρνητικά στο πεδίο της κερδοφορίας από την πανδημία του COVID-19. Η εξαγορά της Stoiximan κρίθηκε καταλυτικός παράγοντας για το γεγονός αυτό, καθώς μέσω της συναλλαγής αυτής ο όμιλος επέκτεινε το μερίδιο αγοράς του, με την εισαγωγή του στην διαδικτυακή αγορά, η οποία αποτέλεσε πολύτιμη πηγή πωλήσεων κατά το 2020.

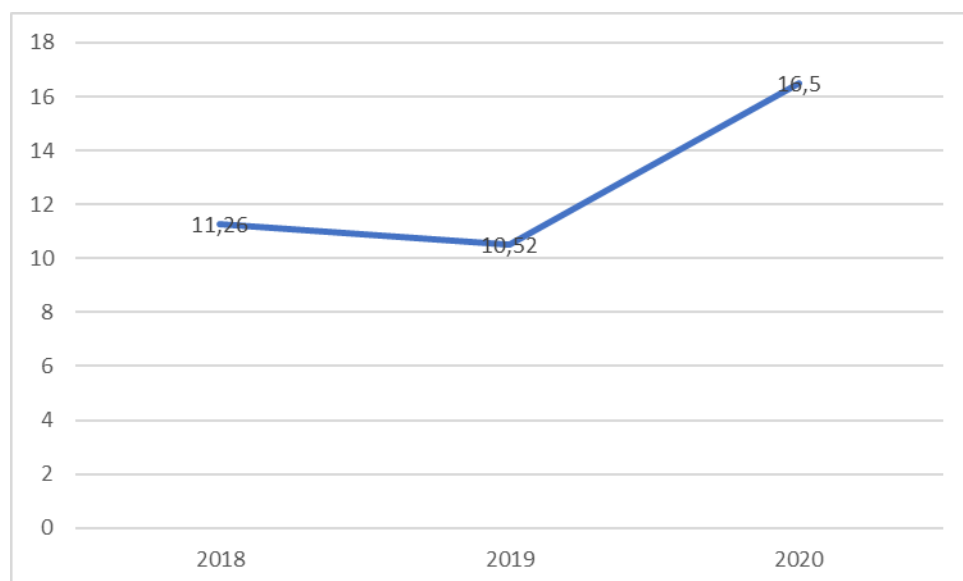
4.2.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών δραστηριότητας έχει ως εξής:

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	11,26	10,52	16,50

Πίνακας 25: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων ΟΠΑΠ 2018-2020



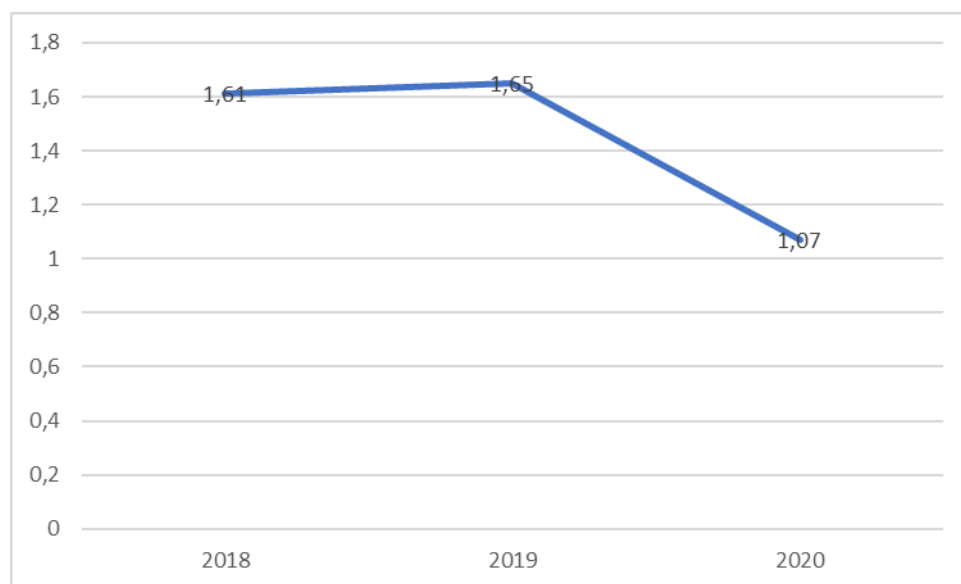
Γράφημα 27: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων ΟΠΑΠ 2018-2020

Αναφορικά με την πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων, ο όμιλος ΟΠΑΠ κατάφερε το 2020 να αυξήσει την τιμή του δείκτη, μέσω της είσπραξης μεγάλου ποσού εμπορικών απαιτήσεων που είχαν σχηματιστεί τα προηγούμενα χρόνια. Συγκεκριμένα, μεταξύ των περιόδων 2019-2020 προέκυψε έντονη μεταβολή στον συγκεκριμένο λογαριασμό, καθώς οι εμπορικές απαιτήσεις από πράκτορες μειώθηκαν κατά 2,23 φορές, φτάνοντας από το ποσό των 143.365€ το 2019 στα 64.068€ το 2020. Σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις του ομίλου, η διαφοροποίηση αυτή προέρχεται από τη μειωμένη δραστηριότητα λόγω αναστολής λειτουργίας καταστημάτων λιανικής.

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	1,61	1,65	1,07

Πίνακας 26: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 28: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ΟΠΑΠ 2018-2020

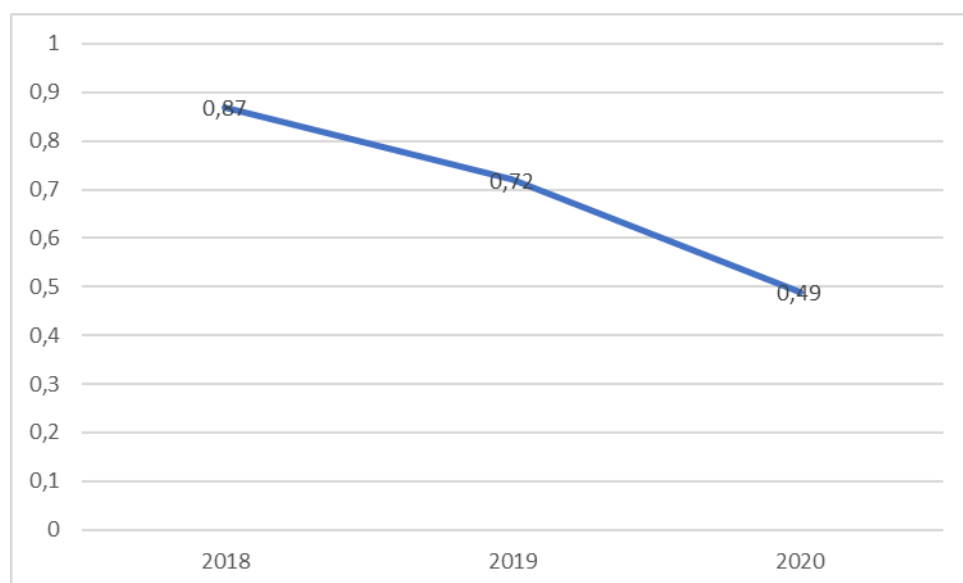
Όσον αφορά την κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, οι τιμές του δείκτη εμφανίζονται βελτιωμένες σε σύγκριση με το 2019. Ειδικότερα, κατά το 2018 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του ομίλου μειώθηκαν περίπου κατά 168.000€ (μειώθηκαν δηλαδή κατά 65% από το 2017 έως το 2018). Αυτή η μείωση αφορούσε σε πληρωμή βραχυπρόθεσμου μέρους μακροπρόθεσμου δανείου. Ως αποτέλεσμα, η τιμή του δείκτη αυξήθηκε και παρέμεινε αυξημένη και το 2019, ενώ το 2020 υπέστη μια μείωση. Η μείωση που υπέστη αποδίδεται κυρίως στην «μειωμένη παικτική δραστηριότητα ως συνέπεια της πανδημίας του κορωνοϊού» (ΟΠΑΠ Α.Ε. – Ετήσια Οικονομική Έκθεση Χρήσης 2020).

Παρόλη τη δυσχέρεια όμως που προκάλεσε η πανδημία, η τιμή του δείκτη παραμένει ελαφρώς υψηλότερη το 2020 σε σχέση με αυτή του 2017, γεγονός το οποίο υποδηλώνει ότι ο όμιλος ΟΠΑΠ είναι σε θέση σήμερα να εξοφλεί ταχύτερα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του σε σχέση με την χρονική περίοδο πριν την εξαγορά της Stoiximan.

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	0,87	0,72	0,49

Πίνακας 27: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 29: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού ΟΠΑΠ 2018-2020

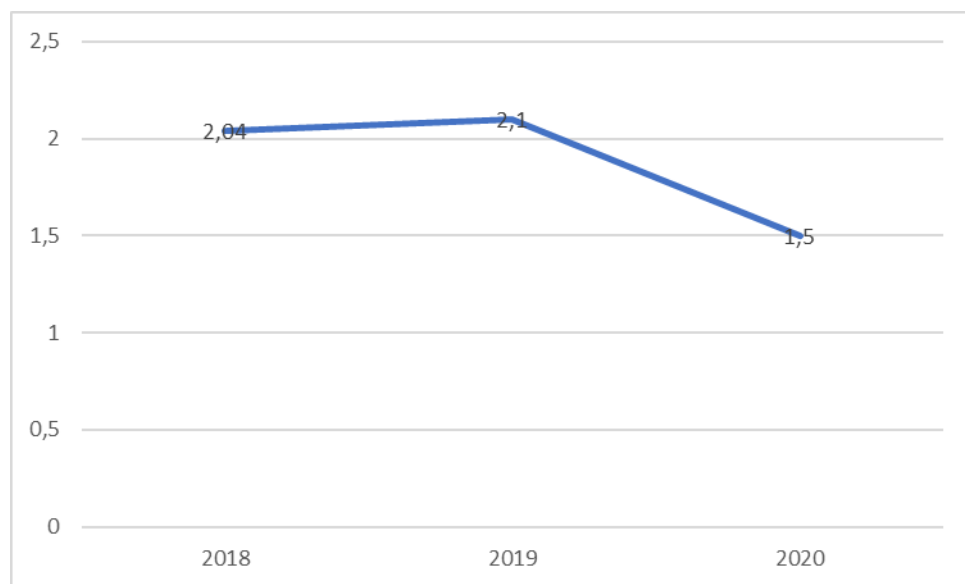
Από την άλλη πλευρά, η απόκτηση της Stoiximan δεν βοήθησε σημαντικά τον όμιλο ΟΠΑΠ στο πεδίο της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού. Οι συνολικές πωλήσεις του ομίλου εμφάνισαν σταθερή αύξηση ανά τα χρόνια μέχρι το 2020, όπου τα περιοριστικά μέτρα καταπολέμησης του Covid-19 επέφεραν μείωση στις πωλήσεις (μειώθηκαν κατά 490.000€ σε σχέση με το 2019, ή με άλλα λόγια επήλθε μείωση κατά 69,74%). Επιπρόσθετα, επήλθε σημαντική αύξηση του Ενεργητικού κατά το 2019, η οποία οφείλεται σε αύξηση των ταμειακών διαθέσιμων – όπως αναφέραμε προηγουμένως. Ως αποτέλεσμα, το 2020 προέκυψε ταυτόχρονη αύξηση του παρονομαστή και μείωση του αριθμητή του αριθμοδείκτη, με συνέπεια την επιδείνωση της τιμής του. Ενώ η πτώση των πωλήσεων ήταν μέχρι ενός βαθμού αναπόφευκτη λόγω των συνθηκών εξωτερικού περιβάλλοντος, εντούτοις προκύπτει το ερώτημα εάν αξίζει η ύπαρξη τόσο υψηλού ποσού ταμειακών διαθέσιμων, ή εάν θα ήταν καλύτερη η επένδυση ενός μέρους του ποσού αυτού για την αύξηση των πωλήσεων και της συνολικής αξίας του ομίλου. Λαμβάνοντας υπόψιν τις ιδιαίτερα υψηλές τιμές των δεικτών ρευστότητας κατά το 2020, κρίνεται

ασφαλές να θεωρήσουμε ότι ο ΟΠΑΠ θα μπορούσε να μειώσει μελλοντικά τη ρευστότητά του, προκειμένου να χρησιμοποιήσει τους αναξιοποίητους αυτούς πόρους αποδοτικότερα.

- Κυκλοφοριακή ταχύτητα ιδίων κεφαλαίων

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	2,04	2,10	1,50

Πίνακας 28: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 30: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων ΟΠΑΠ 2018-2020

Παρατηρώντας την πορεία της τιμής του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας ιδίων κεφαλαίων, παρατηρούμε ότι μετά το 2017 παρουσίαζε μια ελαφρά σταδιακή αύξηση, η οποία διακόπηκε το 2020 λόγω της προαναφερθείσας μείωσης των πωλήσεων. Τα ίδια κεφάλαια του ομίλου δεν μεταβλήθηκαν ιδιαίτερα, καθώς η κύρια μεταβολή που συνέβη αφορούσε μικρή σταδιακή αύξηση των κερδών εις νέο (με εξαίρεση το 2020). Συνεπώς, προκειμένου να συναχθούν επαρκή και ορθά στοιχεία για την αξιολόγηση της συνεισφοράς της εξαγοράς ως προς τον συγκεκριμένο δείκτη, είναι αναγκαίο να σταθεροποιηθεί η κατάσταση του εξωτερικού περιβάλλοντος και οι πωλήσεις να επανέλθουν σε φυσιολογικά επίπεδα, ώστε να υπάρχει σωστό μέτρο σύγκρισης.

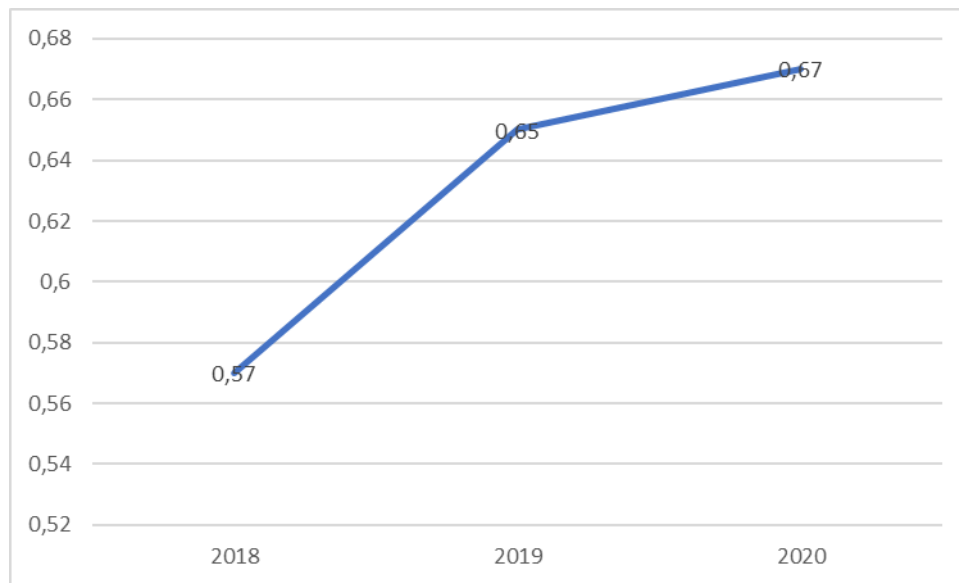
4.2.4 Αριθμοδείκτες Δομής Κεφαλαίων

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών δομής κεφαλαίων έχει ως εξής:

- Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	0,57	0,65	0,67

Πίνακας 29: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 31: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020

Όσον αφορά την αναλογία ξένων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό, η απόκτηση της Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ ήταν αναμενόμενο να οδηγήσει σε μια άνοδο στον συγκεκριμένο δείκτη, καθώς όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα ένα βασικό ζήτημα της Stoiximan ήταν η ύπαρξη πληθώρας ξένων κεφαλαίων κατά το 2017, τα οποία μετά την απόκτηση της από τον όμιλο ΟΠΑΠ πέρασαν στην κυριότητά του. Ακόμη, σημαντική μεταβολή που επηρέασε την αύξηση του δείκτη από το 2019 και έπειτα, ήταν η αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων του ΟΠΑΠ. Αυτή οφείλεται στην έκδοση τριών ομολογιακών δανείων, συνολικού ποσού 450.000€. Λόγω της έκδοσης των δανείων αυτών, οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις του ομίλου αυξήθηκαν 1,6 φορές από το 2019 στο 2020, επηρεάζοντας αρνητικά την τιμή του εν λόγω δείκτη. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, το Ενεργητικό του ΟΠΑΠ αυξήθηκε επίσης κατά την ίδια περίοδο, όχι όμως στον βαθμό με τον οποίο αυξήθηκαν οι υποχρεώσεις του.

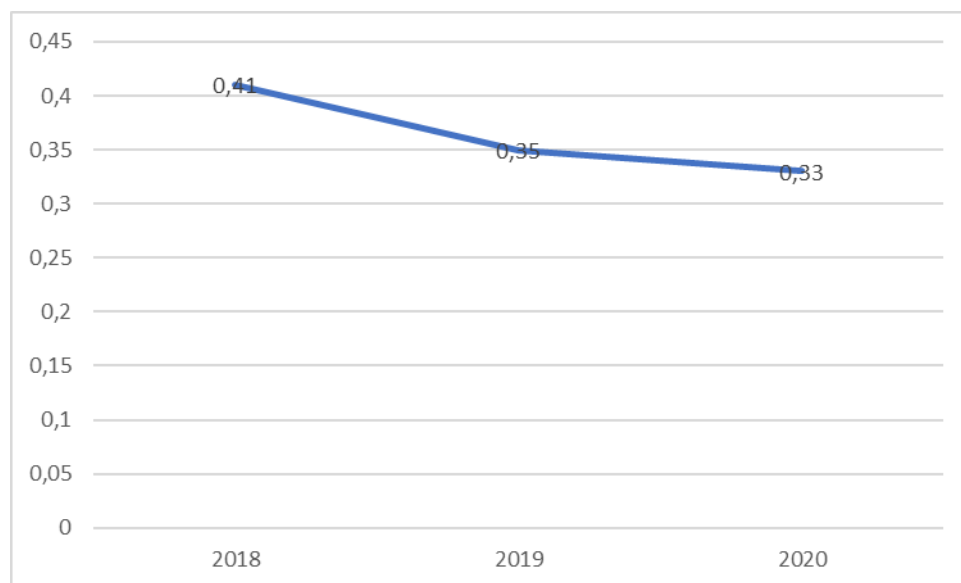
Παρόλα αυτά, οι τιμές στον εν λόγω δείκτη εμφανίζονται ελαφρώς μόνο αυξημένες από τις αντίστοιχες τιμές (0,58 το 2017) που είχε ο ΟΠΑΠ στην προ εξαγοράς περίοδο, γεγονός το οποίο δείχνει ότι παρά

την εξαγορά της Stoiximan, ο εν λόγω όμιλος αποτελεί μια ασφαλή επιχείρηση η οποία εμφανίζει περιορισμένη έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο.

- Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	0,41	0,35	0,33

Πίνακας 30: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 32: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό ΟΠΑΠ 2018-2020

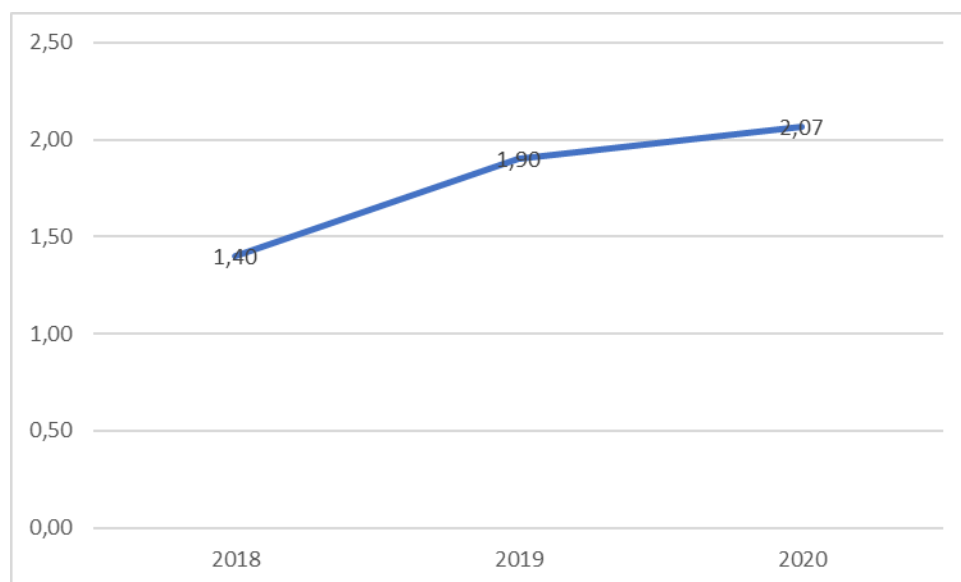
Αντίστοιχα, πτωτική είναι η τάση στον αριθμοδείκτη ιδίων κεφαλαίων προς συνολικά κεφάλαια του ομίλου ΟΠΑΠ μετά την εξαγορά της Stoiximan, γεγονός το οποίο είναι αναμενόμενο και αποτελεί συνέπεια του ότι η Stoiximan είχε μεγάλο ύψος υποχρεώσεων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαιά της στον ισολογισμό της.

Στην πράξη, οι χαμηλές αυτές τιμές αποτελούν ένα αρνητικό στοιχείο για τον όμιλο ΟΠΑΠ, καθώς δείχνουν ότι έχει αυξηθεί η έκθεση του στον πιστωτικό κίνδυνο λόγω της εξαγοράς, ενώ αντίστοιχα έχει μειωθεί η ικανότητα του να βασιστεί στα κεφάλαια των μετόχων του για την πραγματοποίηση επενδύσεων.

- Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια

	2018	2019	2020
ΟΠΑΠ	1,4	1,90	2,07

Πίνακας 31: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ 2018-2020



Γράφημα 33: Αριθμοδείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ΟΠΑΠ 2018-2020

Αντίστοιχα, υψηλότερες τιμές μετά την εξαγορά εμφανίζει ο όμιλος ΟΠΑΠ και στον αριθμοδείκτη ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια, γεγονός το οποίο είναι αναμενόμενο, λαμβάνοντας υπόψιν τους προηγούμενους αριθμοδείκτες, όπου περιεγράφηκε η αύξηση των ξένων κεφαλαίων και η παράλληλη μη μεταβολή των ίδιων κεφαλαίων. Κατά την περίοδο μετά την εξαγορά, τα ίδια κεφάλαια του ομίλου δεν μεταβλήθηκαν ιδιαίτερα, ενώ η αύξηση του Ενεργητικού οδήγησε στη σταδιακή μείωση της τιμής του αριθμοδείκτη.

Οι υψηλές τιμές στον εν λόγω αριθμοδείκτη θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες για τους πιστωτές και τους επενδυτές, καθώς αποτελούν μια ένδειξη ότι ο όμιλος ΟΠΑΠ χρησιμοποιεί μεγάλα ποσά δανειακών κεφαλαίων και ενδέχεται να μην είναι σε θέση να πραγματοποιήσει τις πληρωμές, με συνέπεια για να εξαλειφθεί τελείως αυτή η ανησυχία να είναι αναγκαία η λήψη μέτρων από την πλευρά του ομίλου ΟΠΑΠ, ώστε να μειωθεί αναλογία αυτή στο μέλλον.

Συμπεράσματα

Είναι γεγονός ότι η σύγχρονη επιχειρηματική πραγματικότητα διακρίνεται για τις ραγδαίες, συνεχείς και συχνά απρόβλεπτες εξελίξεις, που αναγκάζουν τις επιχειρήσεις να βρίσκονται σε άμεση ετοιμότητα προσαρμογής, προκειμένου να καταστεί δυνατή η επιβίωσή τους. Η παγκοσμιοποίηση, η ανάπτυξη της τεχνολογίας και οι μεταβολές στο νομικό, κοινωνικό και πολιτικό γίνεσθαι σε παγκόσμιο επίπεδο αποτελούν παραδείγματα μόνο των συνολικών παραγόντων που επηρεάζουν την πορεία των αγορών και προκαλούν τις προαναφερθείσες εξελίξεις. Σε αυτά τα πλαίσια, οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να επιβιώσουν μακροχρόνια και να αναπτυχθούν, οφείλουν να βρίσκονται σε ετοιμότητα έγκαιρης προσαρμογής στις απρόβλεπτες μεταβολές που προκύπτουν, προλαβαίνοντας τους ανταγωνιστές τους. Συνεπώς, η εσωτερική ανάπτυξη των επιχειρήσεων, που αποτελεί πιο ασφαλή αλλά ταυτόχρονα πιο αργή μέθοδο ανάπτυξης, πολλές φορές κρίνεται ανεπαρκής για την έγκαιρη προσαρμογή τους. Για αυτόν τον λόγο, η εξωτερική ανάπτυξη αποτελεί συχνά την αναγκαία λύση για αυτές, διότι πραγματοποιείται ταχύτερα. Είναι λοιπόν σαφές, ότι οι συγχωνεύσεις-εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων είναι αντικείμενο που χρήζει ιδιαίτερης προσοχής και μελέτης από τα στελέχη επιχειρήσεων, καθώς αποτελεί την πιο διαδεδομένη στρατηγική εξωτερικής ανάπτυξής τους.

Όπως περιγράφηκε στο πρώτο κεφάλαιο, οι συγχωνεύσεις-εξαγορές αποτελούν ένα σύνθετο εγχείρημα για τις εταιρείες, ενώ ο κίνδυνος αποτυχίας τους είναι αρκετά πιθανός αλλά και ζημιογόνος για αυτές. Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί παράγοντες που δύνανται να καθορίσουν την επιτυχία ή αποτυχία των συγχωνεύσεων-εξαγορών. Τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών, οι λόγοι αλλά και ο τρόπος υλοποίησής τους, ο τρόπος χρηματοδότησης αλλά και η διαχείριση του ανθρωπίνου δυναμικού των συναλλασσόμενων εταιρειών αποτελούν κύρια παραδείγματα παραγόντων, που πρέπει να ληφθούν υπόψιν ώστε να εξασφαλιστεί όσο γίνεται η επιτυχία του εγχειρήματος. Για αυτό τον λόγο, η έρευνα πάνω σε πραγματοποιηθείσες συγχωνεύσεις-εξαγορές κρίνεται ιδιαίτερα ωφέλιμη για τις επιχειρήσεις, ώστε να γίνουν κατανοητά τα αίτια για το αποτέλεσμά τους και να αποφευχθούν σφάλματα σε μελλοντικές συναλλαγές.

Στα πλαίσια αυτά, η εξαγορά της Stoiximan A.E. από την ΟΠΑΠ Α.Ε. αποτελεί ένα ενδιαφέρον αντικείμενο μελέτης για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων επί των συγχωνεύσεων-εξαγορών, ειδικά όσον αφορά πεδίο των τυχερών παιγνίων, καθώς πρόκειται για ένα από τα πλέον σημαντικά γεγονότα στον κλάδο αυτόν.

Όπως αναλύθηκε στο δεύτερο κεφάλαιο, η συμφωνία ανακοινώθηκε στο δεύτερο μισό του 2018 και αφορούσε στην απόκτηση της Stoiximan (TCB Holdings η επίσημη ονομασία της) από την ΟΠΑΠ Α.Ε.

και ειδικότερα από τη θυγατρική της ΟΠΑΠ Α.Ε., την OPAP Investment Ltd. Εν συνεχεία, στις αρχές του 2019, ανακοινώθηκε και από τις δύο πλευρές η ολοκλήρωση της εν λόγω συμφωνίας, απόρροια της οποίας ήταν η TCB Holdings να ανήκει κατά ποσοστό της τάξεως του 36,75% στον όμιλο ΟΠΑΠ, ενώ έμμεση συνέπεια της συμφωνίας ήταν τα δύο μέρη να προβαίνουν στην από κοινού διαχείριση στις στοιχηματικής ιστοσελίδας Stoiximan.gr, της οποίας ποσοστό της τάξεως του 51% βρίσκεται πλέον υπό την κατοχή του ομίλου ΟΠΑΠ.

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών που πραγματοποιήθηκε για τους δύο ομίλους για την περίοδο 2015-2017 αποδεικνύει σε μεγάλο βαθμό ότι αυτή η συμφωνία ήταν win – win και για τα δυο συναλλασσόμενα μέρη, καθώς η Stoiximan ήταν μια κερδοφόρα εταιρεία, η οποία μάλιστα σε πολλές κατηγορίες δεικτών υπερτερούσε του ΟΠΑΠ, ο οποίος από την πλευρά του παρά το ισχυρό brand name και τη ισχυρή οικονομική του θέση υστερούσε σε σημαντικές κατηγορίες αριθμοδεικτών.

Ειδικότερα, η Stoiximan εμφάνιζε ικανοποιητικότερη ρευστότητα έναντι του ομίλου ΟΠΑΠ, ενώ υπερτερούσε επίσης και στα πεδία της αποδοτικότητας ενεργητικού και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, καθώς επίσης και στα πεδία της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων, ενώ από την άλλη πλευρά μειονεκτούσε σημαντικά έναντι του ομίλου ΟΠΑΠ στα περιθώρια μικτού και καθαρού κέρδους.

Επίσης, η Stoiximan εμφάνιζε σημαντικές δυσκολίες ως προς τη διαχείριση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, οι οποίες χρόνο με το χρόνο αυξάνονταν με συνέπεια να απειλούνται σε μεγάλο βαθμό τα συμφέροντα των μετόχων της, γεγονός το οποίο εκμεταλλεύτηκε ο όμιλος ΟΠΑΠ επιτυγχάνοντας συμφωνία μαζί της το 2018. Αυτό συνέβαλε στη βελτίωση των αριθμοδεικτών του την διετία 2019 – 2020, όπως αναλύθηκε παραπάνω.

Μετά την εξαγορά, στο πεδίο της ρευστότητας η απόκτηση της Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ είχε σαν συνέπεια να βελτιωθούν σε σημαντικό βαθμό τα επίπεδα ρευστότητας του, γεγονός το οποίο επέτρεψε στον όμιλο να βγει αλώβητος από την κρίση της πανδημίας του COVID-19, κατά την οποία το 2020 τα πρακτορεία του ΟΠΑΠ παρέμειναν κλειστά κατά το μεγαλύτερο διάστημα του έτους. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε στην ανάλυση των αριθμοδεικτών, τίθεται το ερώτημα εάν ο όμιλος αξιοποιεί αποδοτικά τα πλεονάζοντα ταμειακά διαθέσιμα που απέκτησε μετά την εξαγορά, ή εάν θα ήταν καλύτερο να τα αποδεσμεύσει από το Ενεργητικό του και να τα αξιοποιήσει για περαιτέρω επενδύσεις ή πληρωμή των υποχρεώσεών του. Το ερώτημα αυτό θα κληθούν να απαντήσουν τα διευθυντικά στελέχη του ΟΠΑΠ, ενώ κάποια σαφής απάντηση για αυτό μπορεί να φανεί μελλοντικά, μέσω της εξέτασης της πορείας του ομίλου, των οικονομικών του καταστάσεων του και του εκάστοτε αποτελέσματος από τις διαθέσιμες επιλογές που τώρα έχει για την αξιοποίηση των ταμειακών διαθεσίμων.

Στο πεδίο της αποδοτικότητας, η απόκτηση της Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ είχε σαν συνέπεια να βελτιωθούν σημαντικά οι τιμές του, ως προς την αποδοτικότητα ενεργητικού και την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων. Το γεγονός αυτό δηλώνει βελτίωση της ικανότητας του να διαχειρίζεται με αποτελεσματικό τρόπο τα ίδια κεφάλαια και τα στοιχεία του ενεργητικού για τη δημιουργία καθαρών κερδών. Επίσης, ενισχύθηκαν και αυξήθηκαν και τα περιθώρια καθαρού κέρδους, γεγονός το οποίο έχει καταστήσει σήμερα τον όμιλο ΟΠΑΠ μια υγιή, κερδοφόρα και ελκυστική επενδυτική επιλογή για κάθε υποψήφιο επενδυτή.

Όσον αφορά το πεδίο της δραστηριότητας, η απόκτηση της Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ είχε σαν συνέπεια να διατηρηθεί η ικανοποιητική πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων, ενώ βελτιώθηκε ελαφρώς η κυκλοφοριακή ταχύτητα εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, με συνέπεια να είναι σε θέση σήμερα ο όμιλος ΟΠΑΠ να εισπράττει με ευκολία τις απαιτήσεις της και να είναι σε θέση να εξοφλεί ταχύτερα τις υποχρεώσεις του.

Αξίζει να σημειωθεί όμως ότι η απόκτηση της Stoiximan δεν επίδρασε θετικά στα πεδία της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων, με συνέπεια να είναι αναγκαία η λήψη μέτρων από τη διοίκηση του ομίλου, ώστε να επιτευχθεί βελτίωση στο πεδίο αξιοποίησης των ιδίων κεφαλαίων και των στοιχείων του ενεργητικού για τη δημιουργία εσόδων από πωλήσεις.

Τέλος, η απόκτηση της Stoiximan από τον όμιλο ΟΠΑΠ είχε σαν συνέπεια την απορρόφηση των υποχρεώσεων της Stoiximan, γεγονός το οποίο οδήγησε – σε συνδυασμό με την έκδοση ομολογιακών δανείων από τον όμιλο – σε μια ελαφρά άνοδο της αναλογίας των δανειακών κεφαλαίων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια για τον όμιλο ΟΠΑΠ, γεγονός το οποίο επίσης αποτελεί ένα πεδίο το οποίο μπορεί να επέλθει βελτίωση στο μέλλον με τη λήψη των κατάλληλων μέτρων για τη μείωση της έκθεσης του ομίλου στον πιστωτικό κίνδυνο των ξένων κεφαλαίων.

Για την ορθή εξέταση των πληροφοριών που παρέχει η εξαγορά, είναι σημαντικό να ληφθούν υπόψιν σημαντικοί παράγοντες που επηρέασαν το αποτέλεσμα της. Αρχικά, αξίζει να σημειωθεί ότι επρόκειτο για φιλική εξαγορά, καθώς τα διευθυντικά στελέχη της εξαγοραζόμενης εταιρείας συμφώνησαν από κοινού με τα στελέχη της εξαγοράστριας για τη συμφωνία. Συνεπώς, η συναλλαγή διεκπεραιώθηκε χωρίς προβλήματα και αντιστάσεις. Ακόμη, αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η συμφωνία δεν επηρέασε αρνητικά το εργατικό προσωπικό της Stoiximan · οι εργαζόμενοι δεν παρατήρησαν καμία διαφορά στην εργασιακή τους καθημερινότητα, αλλά συνέχισαν ως είχαν, με μοναδική διαφορά την αλλαγή επωνυμίας ομίλου τον οποίον ανήκαν. Το γεγονός αυτό διευκόλυνε την προσαρμογή του προσωπικού στο νέο διοικητικό καθεστώς, χωρίς τη δημιουργία δυσχερειών, πτώσης ηθικού και μείωσης της εργασιακής τους αποδοτικότητας. Ο όμιλος ΟΠΑΠ συνεπώς, έκρινε ορθά την επιλογή του να μην επιφέρει αλλαγές στην

εργασιακή δομή, κουλτούρα και οργάνωση της Stoiximan, επιτυγχάνοντας έτσι να αποφύγει ένα σημαντικό παράγοντα αποτυχίας των εξαγορών.

Η έρευνα επί των συγχωνεύσεων-εξαγορών αποτελεί ένα πολυσύνθετο εγχείρημα · αρχικά, κρίνεται δύσκολο το να βρεθεί επαρκές δείγμα επιχειρήσεων, που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά και κατά τη συνένωσή τους επίδρασαν σε αυτές κοινοί εξωτερικοί παράγοντες. Οι παράγοντες που επηρεάζουν (ή ακόμη και καθορίζουν) το αποτέλεσμα της εκάστοτε συνένωσης είναι ποικίλοι, ξεχωριστοί για την κάθε περίπτωση, ενώ η επίδρασή τους στη συμφωνία είναι δύσκολο να σταθμιστεί με ακρίβεια. Ακόμη, τα αποτελέσματα μιας συνένωσης οφείλουν να εξετάζονται σε μακροχρόνιο επίπεδο, καθώς οι συγχωνεύσεις-εξαγορές αφορούν μακροπρόθεσμες στρατηγικές ανάπτυξης των επιχειρήσεων και απαιτείται χρόνος και προσπάθεια ώστε να αποδειχθούν ουσιαστικά επιτυχείς. Συνεπώς, οι έρευνες επί των συγχωνεύσεων-εξαγορών οφείλουν να είναι πολυδιάστατες και να λαμβάνουν υπόψιν το σύνολο των παραγόντων που τις επηρεάζουν, ενώ η μελέτη πάνω σε αυτές είναι αναγκαίο να γίνεται με μεγάλη επιφύλαξη και προσοχή.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, γίνεται αντιληπτό ότι η παρούσα έρευνα της εξαγοράς της Stoiximan A.E. από την ΟΠΑΠ A.E. λαμβάνει κυρίως υπόψιν δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών για τη διεξαγωγή πληροφοριών. Συνεπώς, οι υπόλοιποι παράγοντες που αναφέρθηκαν παραπάνω οφείλουν να εξεταστούν αναλυτικότερα με περαιτέρω έρευνες, ώστε να σχηματιστεί μια ολοκληρωμένη εικόνα για τις συγχωνεύσεις-εξαγορές των ελληνικών τυχερών παιγνίων. Ένα ενδιαφέρον θέμα μελλοντικών ερευνών θα μπορούσε να είναι η συγκριτική μελέτη της Stoiximan με τις υπόλοιπες διαδικτυακές εταιρείες τυχερών παιγνίων που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, πριν και μετά την εξαγορά της από τον όμιλο ΟΠΑΠ, ώστε να δοθούν απαντήσεις για το αντίκτυπο της εξαγοράς στην απόδοση της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Ακόμη, η πρωτογενής έρευνα μέσω ερωτηματολογίων-συνεντεύξεων από το εργατικό και διοικητικό προσωπικό των εξεταζόμενων εταιρειών δύναται να προσφέρει ενδιαφέρουσες πληροφορίες για τη συναλλαγή, που δεν μπορούν να διεξαχθούν από την εξέταση των οικονομικών καταστάσεων αποκλειστικά.

Σε κάθε περίπτωση, το φαινόμενο των συγχωνεύσεων-εξαγορών, τόσο για τον εν λόγω κλάδο, όσο και γενικότερα, αποτελεί για την επιστημονική κοινότητα μια πηγή ενδιαφερόντων ερωτημάτων, η οποία ακόμα απέχει πολύ από το να αναλωθεί.

Βιβλιογραφία

Α. Ελληνική

- 1) Βασιλείου, Δ. & Ηρειώτης, Ν. (2015). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και πρακτική*, Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.
- 2) Betarades.gr, (2013). *Φρουτάκια πρόστιμο ύψους 35.000 για την Απαγόρευση*. Διαθέσιμο στο: <https://www.betarades.gr/frouதாகια-prostimο-upsous-35000000%E2%82%AC-gia-tin-apagoreusi/>, Τελευταία πρόσβαση 22/4/2021.
- 3) Bookieplanet.gr. (2019). *Νόμιμες εταιρείες στοιχημάτων στην Ελλάδα*. Διαθέσιμο στο: <http://www.bookieplanet.gr/nomimesEtairiesStoiximatou.html>, Τελευταία πρόσβαση 20/5/2021.
- 4) Γκίκας, Δ. (2002). *Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων*, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα
- 5) Deal News. (2020). *ΟΠΑΠ «ανεβάζει» και κερδίζει και το online «στοίχημα»*. Διαθέσιμο στο: <https://www.dealnews.gr/roi/item/288924-O-O%CE%A0A%CE%A0-%C2%AB%CE%B1%CE%BD%CE%B5%CE%B2%CE%AC%CE%B6%CE%B5%CE%B9%CE%BB-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-%CE%BA%CE%B5%CF%81%CE%B4%CE%AF%CE%B6%CE%B5%CE%B9-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-%CF%84%CE%BF-online-%C2%AB%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%AF%CF%87%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CE%B>, Τελευταία πρόσβαση 20/5/2021.
- 6) Δελεβέγκος, Δ. (2020). *Την εξαγορά της Stoiximan ολοκλήρωσε ο ΟΠΑΠ*, Διαθέσιμο στο: <https://www.kathimerini.gr/economy/business/1091279/tin-exagora-tis-stoiximan-oloklirose-o-opap/>, Τελευταία πρόσβαση 20/5/2021.
- 7) Επιτροπή εποπτείας και ελέγχου παιγνίων (ΕΕΕΠ). (2021). *Έκθεση πεπραγμένων 2020*. Αθήνα.
- 8) Επιτροπή εποπτείας και ελέγχου παιγνίων (ΕΕΕΠ). (2021). *Ρύθμιση της αγοράς παιγνίων*. Διαθέσιμο στο: <https://www.gamingcommission.gov.gr/index.php/epopteia-kai-elegxos/ruthmisi-agoras-paignion>, Τελευταία πρόσβαση 20/5/2021.
- 9) Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (2011). *Νόμος 4002/2011 : Τροποποίηση της συνταξιοδοτικής νομοθεσίας του Δημοσίου - Ρυθμίσεις για την ανάπτυξη και τη δημοσιονομική εξυγίανση - Θέματα*

αρμοδιότητας Υπουργείων Οικονομικών, Πολιτισμού και Τουρισμού και Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης. ΦΕΚ Α-180/22-8-2011 (Κωδικοποιημένος)

- 10) Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (2002). *Ν. 3037/2002 Απαγόρευση παιγνίων*. ΦΕΚ Α 174/30-07-2002.
- 11) Foxbet.gr. (2021). *Στοιχηματικές Ελλάδα*. Διαθέσιμο στο: <https://www.foxbet.gr/1043/adeiodotimenes-stixoimatikes-eteries>, Τελευταία πρόσβαση 20/5/2021.
- 12) Κάντζος, Κ. (2002). *Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων*, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- 13) Κούζης, Γ., Σταμάτη, Α., Μαντζουράνης, Α., Μπουκουβάλας, Α. & Καρακιουλάφη Χ., (2008). *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων, Επιπτώσεις στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις, Εμπειρική και θεωρητική ανάλυση*, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ – ΑΔΕΔΥ, Αθήνα.
- 14) Κυριαζής Δ. (2007), *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*. Εκδόσεις Σμπίλια, Αθήνα.
- 15) Newsmoney.gr, (2020). *Με 84,49% στη Στοixίμαν ο ΟΠΑΠ – Πάνω από 160 εκατ. η επένδυση*. Διαθέσιμο στο: <https://www.newsmoney.gr/roh/palmos-oikonomias/business-stories/me-8449-stoiximan-o-opap-pano-160-ekati-ependisi/>, Τελευταία πρόσβαση 20/5/2021.
- 16) Νιάρχος, Ν. (2004). *Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων*, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.
- 17) Παζάρσκη, Μ., Αλεξανδράκης, Α., & Μαντζάρης, Ι. (2010). *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Επιχειρήσεων: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους υπό το πρίσμα της Θεωρίας της Επιχείρησης, Τμήμα Λογιστικής, ΤΕΙ Σερρών, ΕΣΔΟ 2010, 230- 248*
- 18) Παπαδάκης Βασίλειος (2007). *Στρατηγική των Επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα.
- 19) Σουλιώτης, Γ. (2010). *Το ελληνικό παράδοξο με τα “φρουτάκια”*. Εφημερίδα Καθημερινή, Διαθέσιμο στο: <https://www.kathimerini.gr/society/403144/to-elliniko-paradoxo-me-ta-froytakia/>, Τελευταία πρόσβαση 25/4/2021.
- 20) Σουμπενιώτης, Δ. Ν. & Ταμπακούδης Ι. Α. (2017). *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Επενδύσεις*. Εκδόσεις Αφοί Θ. Καραγιώργου Ο.Ε., Αθήνα.
- 21) Ταμπακούδης, Ι. Α. (2009), *Εκτίμηση του οικονομικού αντίκτυπου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα. Συγκριτική αξιολόγηση των αποτελεσμάτων με τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη ηπειρωτική Ευρώπη*, Διδακτορική Διατριβή για το Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Εκδόσεις Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

- 22) Υπουργείο Οικονομικών Διαδικτυακός Τόπος Διαβουλεύσεων, (2010). *Άρθρο 1: Ορισμοί*, Διαθέσιμο στο: <http://www.opengov.gr/minfin/?p=497>, Τελευταία πρόσβαση 14/4/2021.
- 23) Χρυσικόπουλος, Ν. (2012). Χρυσικόπουλος, Ν., (2012). ‘‘Δεν πληρώνω’’ για το πρόστιμο στα ‘‘φρουτάκια’’, Capital.gr, Διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/epikairota/1498275/-den-plironogia-to-prostimo-sta-froutakia>, Τελευταία πρόσβαση 25/4/2021.
- 24) ΟΠΑΠ Α.Ε. *Ετήσιες Οικονομικές Εκθέσεις Χρήσεων 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020*. Διαθέσιμες στο: <https://investors.opap.gr/el-gr/results-and-news/financial-statements>
- 25) ΚΑΙΖΕΝ DIGITAL Υπηρεσίες Διαχείρισης και Υποστήριξης Λογισμικών Εφαρμογών Α.Ε., *Εκθεση Διαχείρισης και Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις Χρήσεων 2015, 2016,2017*, Εμπορικό & Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών

B. Ξενόγλωσση

- 1) Angwin, D. (2004). Speed in M&A integration: the first 100 days, *European Management Journal*, 22, 418–430
- 2) Azis, M. & Muthalib, D. (2018). Effects of Return on Asset, Return On Equity, Earning Per Share on Corporate Value. *The International Journal of Engineering and Science (IJES)*, 7 (3), 6-14.
- 3) Das, P. (2017). Financing Pattern and Utilization of Fixed Assets - A Study. *Asian Journal of Social Science Studies*, 2 (2), 20-27.
- 4) DePamphilis, D. (2010). Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities. *Academic Press Advanced Finance Series*, imprint of Elsevier, Fifth Edition, ch 3 p. 143
- 5) Durrah, O., Rahman, A., Jamil, S. & Ghafeer, N. (2016). Exploring the Relationship between Liquidity Ratios and Indicators of Financial Performance: An Analytical Study on Food Industrial Companies Listed in Amman Bursa, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6 (2), 435-441.
- 6) Hantono, H. (2018). The effect of current ratio, debt to equity ratio toward return on assets (case study on consumer goods company), *Accountability*, 7 (2), 64.
- 7) Ilham, I. (2020). The Influence of Current Ratio and Debt to Asset Ratio on Return on Assets at PT Selaras Aditama. *Jurnal Ad ministrare*, 6(2), 229.

- 8) Johnson, G. (1985). *Corporate Strategy and Strategic Management*, in P .Lawrence - K. Elliott. Introducing Management. London: Penguin. pp. 423
- 9) Khan, M., Riaz, S. & Iqbal, A. (2019). Re – classification of financial ratios. *International Conference on Business Sustainability and Innovation*, 35-44.
- 10) Kummer, C. & Steger, U. (2008). Why merger and acquisition (m&a) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure. *Strategic Management Review*, 44 – 63
- 11) Mahruzal, M. & Khaddafi, M. (2020). The Influence of Gross Profit Margin, Operating Profit Margin and Net Profit Margin on the Stock Price of Consumer Good Industry in the Indonesia Stock Exchange on 2012-2014. *International Journal of Business, Economics and Social Development*, 1(3), 153-163.
- 12) Mubeen, M., Lal, I., Hussain, A. (2013). Determinant of Return on Assets and Equity and Industry Wise Effects: Evidence from KSE (Karachi Stock Exchange), *SSRN Electronic Journal*, 5 (15), 148-160.
- 13) Mulyawan, S. (2015). The Benefits of Financial Ratios' as the Indicators of Future Bankruptcy on the Economic Crisis. *International journal of Nusantara Islam*, 3 (1), 21-31.
- 14) Nasution, A., Putri, L. & Dungga, S. (2019). The Effect of Debt to Equity Ratio and Total Asset Turnover on Return on Equity in Automotive Companies and Components in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, 92, 3rd International Conference on Accounting, Management and Economics 2018 (ICAME 2018), 182-190.
- 15) Nurlaela, S., Mursito, B., Kustiyah, E., Istiqomah, S. & Hartono, S. (2019). Asset Turnover, Capital Structure and Financial Performance Consumption Industry Company in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9 (3), 297-302.
- 16) Peacock, A. & Bannock, G. (1991). *Corporate Takeovers and the Public Interest*. Aberdenn University Press, Aberdeen, Scotland
- 17) Pfeifer, L., Hodula, M., Holub, L. & Pikhart, Z. (2019). The Leverage Ratio and Its Impact on Capital Regulation. Working paper series 15. Available at: https://www.researchgate.net/publication/330425595_The_Leverage_Ratio_and_Its_Impact_on_Capital_Regulation?enrichId=rgreq-ebe86e6b20a0936ee4abcfbd6d92c8c3-XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWdlOzMzMzMDQyNTU5NTtBUzo3MTU3ODcxOTUxMjk4NjFA

[MTU0NzY2ODM3NDcxNg%3D%3D&el=1_x_3&esc=publicationCoverPdf](https://www.researchgate.net/publication/338064936), Last Accessed 20/5/2021.

- 18) Prasetyo, E. (2019). Profitability ratio analysis for determining stock investment in pt. Unilever Indonesia 2008 – 2018 period. Available at: <https://www.researchgate.net/publication/338064936> PROFITABILITY RATIO ANALYSIS FOR DETERMINING STOCK INVESTMENT IN PT UNILEVER INDONESIA 2008-2018 PERIOD, Last Accessed 20/5/2021.
- 19) Sherman, A. & Hart, M. (2006). *Mergers and Acquisitions from A to Z*. American Management Association, New York.
- 20) Soubeniotis, D., Mylonakis, J., Fotiadis, T., Chatzithomas, L. & Mertzimekis, C. (2006). Evaluation of mergers and acquisitions in Greece. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1, 92-104.
- 21) Sudarsana, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: the challenges*. Pearson Education, Harlow.
- 22) Thomson Reuters SDC. (2021). *Mergers and Acquisitions Database*, Thomson Reuters.
- 23) Vaidya, D. (2018). *Equity Turnover Ratio | Formula | Examples | Calculation*, Available at: <https://www.wallstreetmojo.com/equity-turnover-ratio/>, Last Accessed 01/05/2021.
- 24) Warrad, L. & Al Omari, R. (2015). The Impact of Activity Ratios among Industrial Sectors' Performance: Jordanian Case. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (6), 173-178.
- 25) Weygandt, J., Kimmel, P. & Kieso, D. (2013). *Financial accounting*, edited by John Wiley & Sons, United States: America.
- 26) World Trade Organization (2014). *WTO Annual Report 2014*, WTO Secretaria.
- 27) World Trade Organization (2013). *WTO Annual Report 2013*, WTO Secretariat

Παράρτημα: Οικονομικές καταστάσεις

Α. ΟΠΑΠ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

(ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

2019 – 2020

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2019
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Ασώματες ακινητοποιήσεις	980.228	1.065.733	874.308	933.089
Ενώματες ακινητοποιήσεις	85.623	98.308	82.813	95.138
Δικαίωμα χρήσης	41.864	64.036	26.155	32.627
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.606	1.703	1.606	1.703
Υπεραξία	483.846	30.275	0	0
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρίες	0	0	425.412	362.987
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες	8.079	54.158	0	0
Μακροπρόθεσμες εμπορικές απαιτήσεις	7.249	5.795	7.249	4.328
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	47.117	27.855	55.334	
Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση	35.467	19.894	0	0
Μακροπρόθεσμες επενδύσεις	0	1.000	0	0
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	1.691.078	1.368.757	1.472.878	1.459.163
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Αποθέματα	6.169	6.962	4.011	2.745
Εμπορικές απαιτήσεις	68.480	154.042	26.846	64.071
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	2.359	4.436	0	4.429
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	40.618	60.204	38.370	33.259
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	506.873	633.815	279.491	450.297
Βραχυπρόθεσμες επενδύσεις	4.629	8.915	0	0
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	629.128	868.374	348.718	554.802
Σύνολο Ενεργητικού	2.320.206	2.237.131	1.821.596	2.013.966
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Ίδια κεφάλαια				
Μετοχικό κεφάλαιο	102.428	96.487	102.428	96.487
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	218.826	24.294	218.826	24.294
Αποθεματικά	33.329	31.522	32.075	30.266
Ίδιες μετοχές	(14.497)	(14.497)	(14.497)	(14.497)
Κέρδη εις νέο	399.520	615.982	299.436	620.030
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της εταιρίας	739.606	753.788	638.267	756.579
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	15.281	18.104	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	754.886	771.892	638.267	756.579
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Δανειακές υποχρεώσεις	1.007.830	1.045.580	957.440	995.301
Υποχρεώσεις μισθώσεων	50.112	57.649	22.011	27.663
Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση	26.642	23.528	24.833	21.015
Προγράμματα παροχών προσωπικού	4.685	2.989	4.194	2.570

Προβλέψεις	10.214	8.517	10.212	8.515
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	99.776	3.361	2.748	2.524
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	1.199.259	1.141.624	1.021.438	1.057.588
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Δανειακές υποχρεώσεις	33.036	10.780	52.692	23.987
Υποχρεώσεις μισθώσεων	7.631	7.130	5.068	5.157
Προγράμματα παροχών προσωπικού	0	3.578	0	3.578
Εμπορικές υποχρεώσεις	149.444	181.267	52.400	74.362
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	27.755	1.755	13.119	0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	148.194	119.105	38.611	92.714
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	366.061	323.616	161.890	199.798
Σύνολο υποχρεώσεων	1.465.239	1.183.328	1.257.387	
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	2.320.206	2.237.131	1.821.596	2.013.966

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/19	31/12/18	31/12/19	31/12/18
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.065.733	1.122.920	933.089	972.679
Ενώματες ακινητοποιήσεις	98.308	111.467	95.138	88.421
Δικαίωμα χρήσης	64.036	0	32.627	0
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.703	903	1.703	903
Υπεραξία	30.275	34.275	0	0
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρίες	0	0	362.987	270.725
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρίες	54.158	50.089	0	0
Μακροπρόθεσμες εμπορικές απαιτήσεις	1.467	2	0	2
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	27.855	47.151	29.290	44.709
Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση	19.894	17.359	0	0
Μακροπρόθεσμες επενδύσεις	6.630	600	0	0
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	1.370.059	1.384.765	1.454.835	1.377.439
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Αποθέματα	633.815	181.996	450.297	101.563
Εμπορικές απαιτήσεις	6.962	10.662	2.745	1.053
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	161.158	140.186	70.905	45.405
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	4.436	0	4.429	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	60.204	46.879	33.259	22.413
Βραχυπρόθεσμες επενδύσεις	3.285	8.858	0	0
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	869.860	388.581	561.636	170.434
Σύνολο Ενεργητικού	2.239.918	1.773.347	2.016.471	1.547.873
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Ίδια κεφάλαια				
Μετοχικό κεφάλαιο	96.487	95.700	96.487	95.700
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	24.294	0	24.294	0
Αποθεματικά	31.522	32.212	30.266	30.955
Ίδιες μετοχές	(14.497)	(14.497)	(14.497)	(14.497)
Κέρδη εις νέο	615.982	609.339	620.030	605.071
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της εταιρίας	753.788	722.754	756.579	717.229
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	18.104	36.782	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	771.892	759.536	756.579	717.229
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Δανειακές υποχρεώσεις	1.045.580	650.260	995.301	601.351
Υποχρεώσεις μισθώσεων	57.649	0	27.663	0
Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση	23.528	15.462	21.015	12.701
Προγράμματα παροχών προσωπικού	2.989	4.807	2.570	4.409
Προβλέψεις	8.517	27.015	8.515	26.893
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.361	2.236	2.524	1.271
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	1.141.624	699.779	1.057.588	646.625
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Δανειακές υποχρεώσεις	6.784	191	20.004	20.011
Υποχρεώσεις μισθώσεων	7.130	0	5.157	0
Προγράμματα παροχών προσωπικού	3.578	0	3.578	0
Εμπορικές υποχρεώσεις	184.054	177.459	76.867	65.168
Υποχρεώσεις από φόρο εισοδήματος	1.755	12.785	0	9.571
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	123.101	123.597	96.697	89.270
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	326.403	14/10/59	19/11/53	28/10/03
Σύνολο υποχρεώσεων	1.468.027	1013811	1259892	830644
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	2.239.918	1.773.347	2.016.471	1.547.873

2016 – 2017

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2016
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.163.867	1.216.858	1.001.442	1.041.090
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	109.298	67.583	86.994	45.196
Επενδύσεις σε ακίνητα	922	940	922	940
Υπεραξία	54.676	14.183	0	0
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	0	281.945	280.604	
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες	0	12.175	0	0
Μακροπρόθεσμες εμπορικές απαιτήσεις	2	13	2	13
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	22.553	6.384	40.225	21.263
Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση	5.209	12.154	0	0
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	1.356.527	1.330.291	1.411.530	1.389.107
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία				
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	246.102	273.523	94.270	65.433
Αποθέματα	7.920	12.469	1.927	2.350
Εμπορικές απαιτήσεις	127.829	80.634	54.360	33.667
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	58.532	70.757	29.896	50.198
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	440.383	437.384	180.454	151.648
Σύνολο Ενεργητικού	1.796.910	1.767.675	1.591.984	1.540.755
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Ίδια κεφάλαια				
Μετοχικό κεφάλαιο	95.700	95.700	95.700	95.700
Αποθεματικά	33.034	32.417	31.900	31.900
Ίδιες μετοχές	(9.039)	(7.454)	(9.039)	(7.454)
Κέρδη εις νέο	595.075	914.614	598.462	917.975
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της Εταιρίας	714.770	1.035.277	717.023	1.038.121
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	43.397	36.954	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	758.167	1.072.231	717.023	1.038.121
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	513.098	263.000	467.342	208.000
Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση	0	0	9.252	3.962
Προγράμματα παροχών προσωπικού	3.084	1.507	2.735	1.355
Προβλέψεις	31.187	34.049	29.773	32.673
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	9.354	6.699	7.590	5.306
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	556.722	305.254	516.693	251.296
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	169.171	118.689	169.171	118.689
Εμπορικές υποχρεώσεις	173.860	149.283	77.005	65.100
Υποχρεώσεις από φόρους	89.771	55.495	78.409	43.960
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	49.218	66.722	33.683	23.590
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	482.020	390.189	358.268	251.338
Σύνολο υποχρεώσεων	1.038.743	695.443	874.961	502.634
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	1.796.910	1.767.675	1.591.984	1.540.755

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2015	31/12/14	31/12/2015	31/12/2014
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Κυκλοφορούν ενεργητικό				
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	301.695	297.418	231.115	198.455
Αποθέματα	4.166	2.976	280	0
Απαιτήσεις	55.234	92.250	23.391	72.523
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού	28.817	16.730	17.630	15.020
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	389.913	409.375	272.416	285.998
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό				
Ασώματες ακινητοποιήσεις	1.222.987	1.269.998	1.063.227	1.087.569
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	56.238	44.205	32.861	27.089
Επενδύσεις σε ακίνητα	1.398	1.540	1.398	1.540
Υπεραξία	14.183	14.183	0	0
Επενδύσεις σε θυγατρικές	0	0	147.604	182.104
Επενδύσεις σε συγγενείς	11.225	9.732	0	0
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις από πελάτες	112	527	112	527
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	2.962	3.177	24.912	31.114
Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση	9.815	0	0	0
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	1.318.920	1.343.362	1.270.114	1.329.943
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.708.833	1.752.737	1.542.530	1.615.940
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Δάνεια	32.097	1	2.097	0
Εμπορικές υποχρεώσεις	127.091	170.353	52.562	120.731
Φόροι	129.942	178.228	119.724	165.980
Λοιπές υποχρεώσεις	35.853	109.301	23.441	100.116
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	324.984	457.883	197.824	386.827
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Δάνεια	115.000	0	115.000	0
Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση	0	1.284	3.493	6.699
Προγράμματα παροχών προσωπικού	1.036	847	932	745
Προβλέψεις	59.061	51.316	57.591	49.133
Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.926	6.343	5.409	5.875
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	181.022	59.790	182.425	62.452
Ίδια κεφάλαια				
Μετοχικό κεφάλαιο	95.700	95.700	95.700	95.700
Αποθεματικά	48.773	48.474	48.474	48.474
Ίδιες μετοχές	-2.719	0	-2.719	0
Κέρδη εις νέον	1.020.068	1.023.525	1.020.827	1.022.488
Δικαιώματα μειοψηφίας	41.005	67.365	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	1.202.827	1.235.064	1.162.282	1.166.661
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1.708.833	1.752.737	1.542.530	1.615.940

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

2019 – 2020

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2019
Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR)	1.129.783	1.619.896	930.219	1.369.923
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές	(392.518)	(533.718)	(311.640)	(464.716)
Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	737.265	1.086.178	618.579	905.207
Προμήθειες πρακτόρων	(255.869)	(387.341)	(212.529)	(319.878)
Λοιπές προμήθειες σχετικές με τα Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	(60.233)	(76.738)	(50.463)	(61.641)
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	123.811	149.361	58.545	64.754
Λοιπά λειτουργικά έσοδα σχετιζόμενα με την επέκταση του αποκλειστικού δικαιώματος 2020-2030	42.465	0	42.465	0
Λοιπά λειτουργικά κόστη	(77.610)	(98.437)	(1.559)	(8.049)
Κέρδη από συγγενείς εταιρείες	18.156	8.470	0	0
	527.986	681.493	455.039	580.394
Λειτουργικά έξοδα	(267.673)	(268.914)	(208.343)	(215.362)
Κόστος μισθοδοσίας	(78.643)	(82.306)	(64.676)	(67.974)
Έξοδα προβολής και διαφήμισης	(54.853)	(60.939)	(39.677)	(46.350)
Άλλα λειτουργικά έξοδα	(112.722)	(117.405)	(89.460)	(95.702)
Ζημίες από απομείωση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων	(21.455)	(8.264)	(14.529)	(5.337)
Κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απομειώσεων (EBITDA)	260.313	412.579	246.696	365.032
Κέρδος από επαναμέτρηση αξίας προηγούμενων συμμετοχικών δικαιωμάτων	142.666	0	0	0
Αποσβέσεις και απομειώσεις	(152.551)	(116.315)	(92.356)	(79.717)
Λειτουργικό αποτέλεσμα	250.428	296.264	154.340	285.314
Χρηματοοικονομικά έσοδα	10.286	3.108	9.527	1.276
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(43.766)	(30.190)	(39.983)	(25.776)
Έσοδα από μερίσματα	0	0	5.500	7.500
Κέρδη προ φόρων	216.948	269.181	129.384	268.315
Φόρος εισοδήματος	(17.570)	(67.083)	(28.218)	(62.702)
Κέρδη μετά φόρων	199.378	202.098	101.166	205.612
Κατανεμόμενα σε:				
Μετόχους της Εταιρείας	205.346	202.381	101.166	205.612
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	(5.968)	(283)	0	0
Κέρδη μετά φόρων	199.378	202.098	101.166	205.612
Βασικά και απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή σε €	0,61	0,64	0,30	0,65

2017 – 2018

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2017
Μικτές εισπράξεις από παιχνίδια	4.390.861	4.422.902	3.644.812	3.684.005
Η Κατάσταση Αποτελεσμάτων έχει ως ακολούθως:				
Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR)	1.547.015	1.455.514	1.294.097	1.201.589
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές	(507.080)	(482.578)	(442.800)	(416.874)
Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	1.039.935	972.936	851.297	784.715
Προμήθειες πρακτόρων	(381.090)	(369.924)	(312.796)	(302.659)
Λοιπές προμήθειες σχετικές με τα Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	(52.954)	(38.270)	(36.403)	(21.740)
Άλλα λειτουργικά έσοδα	128.788	119.636	41.768	38.012
Λοιπά λειτουργικά κόστη	(91.940)	(91.731)	0	0
	642.738	592.647	543.866	498.328
Λειτουργικά έξοδα	(289.138)	(286.192)	(254.924)	(238.358)
Κόστος μισθοδοσίας	(76.052)	(63.781)	(63.471)	(55.294)
Έξοδα προβολής και διαφήμισης	(65.839)	(67.431)	(48.352)	(47.485)
Άλλα λειτουργικά έξοδα	(147.247)	(154.980)	(143.101)	(135.579)
Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA)	353.600	306.455	288.942	259.971
Αποσβέσεις και απομείωση	(114.308)	(92.008)	(71.149)	(66.631)
Λειτουργικό αποτέλεσμα	239.292	214.447	217.793	193.339
Χρηματοοικονομικά έσοδα	2.887	2.934	1.091	1.412
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(26.368)	(23.998)	(23.711)	(20.656)
Λοιπά χρηματοοικονομικά έσοδα	89	(267)	4.836	6.592
Κέρδη προ φόρων	215.900	193.115	200.008	180.687
Φόρος εισοδήματος	(70.599)	(61.578)	(64.818)	(55.125)
Κέρδη μετά φόρων	145.301	131.538	135.190	125.563
Κατανεμόμενα σε:				
Μετόχους της Εταιρείας	143.312	126.151	135.190	125.563
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	1.988	5.387	0	0
Κέρδη μετά φόρων	145.301	131.538	135.190	125.563
Βασικά και απομειωμένα κέρδη (μετά φόρων) ανά μετοχή σε €	0	0	0	0

2015 – 2016

	ΟΜΙΛΟΣ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2015
Μικτές εισπράξεις από παιχνίδια	4.229.974	4.257.317	3.521.958	3.603.419
Η Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος έχει ως ακολούθως:				
Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR)	1.397.565	1.399.671	1.152.655	1.167.601
Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές	(466.743)	(411.964)	(402.819)	(350.420)
Προμήθειες πρακτόρων	(357.775)	(362.369)	(292.830)	(300.984)
Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR)	573.047	625.339	457.006	516.197
Άλλα λειτουργικά έσοδα	108.462	128.662	43.453	43.413
Λειτουργικά έξοδα				
Κόστος μισθοδοσίας	(56.199)	(46.098)	(49.038)	(41.370)
Έξοδα προβολής και διαφήμισης	(70.585)	(76.171)	(53.168)	(58.351)
Άλλα λειτουργικά έξοδα	(247.185)	(254.628)	(124.360)	(120.476)
Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA)	307.540	377.103	273.892	339.413
Αποσβέσεις	(58.286)	(74.332)	(36.684)	(39.995)
Λειτουργικό αποτέλεσμα	249.254	302.770	237.208	299.418
Χρηματοοικονομικά έσοδα	3.641	1.732	784	890
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(16.928)	(6.400)	(13.181)	(4.287)
Λοιπά χρηματοοικονομικά έσοδα	950	1.490	9.103	5.640
Κέρδη προ φόρων	236.916	299.592	233.914	301.661
Φόρος εισοδήματος	(64.060)	(89.692)	(61.826)	(90.571)
Κέρδη μετά φόρων	172.856	209.901	172.088	211.091
Λοιπά συνολικά εισοδήματα – στοιχεία που δεν αναταξινομούνται στην κατάσταση αποτελεσμάτων				
Αναλογιστικά κέρδη / (ζημιές)	(253)	51	(247)	37
Φόρος εισοδήματος που αναλογεί	73	(15)	71	(11)
Λοιπά συνολικά εισοδήματα μετά φόρων	(179)	37	(175)	26
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά φόρων	172.677	209.937	171.913	211.116
Κέρδη μετά φόρων που αναλογούν σε:				
Μετόχους της Εταιρείας	170.236	210.719	172.088	211.091
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	2.620	(819)	0	0
Κέρδη μετά φόρων	172.856	209.901	172.088	211.091
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά φόρων που αναλογούν σε:				
Μετόχους της Εταιρείας	170.057	210.755	171.913	211.116
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	2.620	(817)	0	0
Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά φόρων	172.677	209.937	171.913	211.116
Βασικά και απομειωμένα κέρδη (μετά φόρων) ανά μετοχή σε €	0,53	0,66	0,54	0,66

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

(ποσά σε ευρώ)

	31/12/2017	31/12/2016	2015	
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	
Ενσώματα πάγια			Ενσώματα πάγια	
Ακίνητα	800.391	403.034	Ακίνητα	263.348
Λοιπός Εξοπλισμός	479.621	144.317	Λοιπά ενσώματα στοιχεία	93.932
Σύνολο	1.280.012	547.351	Σύνολο	357.279
Άυλα πάγια στοιχεία			Άυλα πάγια στοιχεία	
Λοιπά άυλα	66.996	19.004	Λοιπά άυλα	14.824
Σύνολο	66.996	19.004	Σύνολο	14.824
Λοιπά	33.416	33.416	Λοιπά	46.316
Σύνολο	33.416	33.416	Σύνολο	46.316
Σύνολο μη κυκλοφορούντων	1.380.424	599.770	Σύνολο μη κυκλοφορούντων	46.316
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές			Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές	
Εμπορικές απαιτήσεις	1.723.600	589.000	Εμπορικές απαιτήσεις	20.000
Λοιπές απαιτήσεις	43.570	10.199	Λοιπές απαιτήσεις	240.775
Προπληρωμένα έξοδα	41.455	10.105	Προπληρωμένα έξοδα	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	65.270	210.091	Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	455.984
Σύνολο	1.873.895	819.394	Σύνολο	696.759
Σύνολο κυκλοφορούντων	1.873.895	819.394	Σύνολο κυκλοφορούντων	696.759
Σύνολο Ενεργητικού	3.254.318	1.419.164	Σύνολο Ενεργητικού	1.315.178
Καθαρή θέση			Καθαρή θέση	
Καταβλημένα κεφάλαια			Καταβλημένα κεφάλαια	
Κεφάλαιο	60.000	60.000	Κεφάλαιο	60.000
Σύνολο	60.000	60.000	Σύνολο	60.000
Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο			Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο	
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	20.000	20.000	Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	48.448
Αποτελέσματα εις νέο	927.495	705.800	Αποτελέσματα εις νέο	406.735
Σύνολο	947.495	725.800	Σύνολο	411.583
Σύνολο καθαρής θέσης	1.007.495	785.800	Σύνολο καθαρής θέσης	471.583
Προβλέψεις			Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	308.767	0	Τραπεζικά δάνεια	0
Σύνολο	308.767	0	Εμπορικές υποχρεώσεις	24.576
Υποχρεώσεις			Φόρος εισοδήματος	128.629
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			Λοιποί φόροι και τέλη	75.777

Εμπορικές υποχρεώσεις	323.532	51.046	Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	137.551
Φόρος εισοδήματος	102.198	51.326	Λοιπές υποχρεώσεις	477.062
Λοιποί φόροι και τέλη	657.682	314.511	Έσοδα επόμενων χρήσεων	0
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	391.866	216.481	Σύνολο	643.595
Λοιπές υποχρεώσεις	3.310	0	Σύνολο υποχρεώσεων	834.595
Έξοδα χρήσεως δουλευμένα	459.468	0	Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων	1.315.178
Σύνολο	1.938.055	633.364	Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων	1.315.178
Σύνολο υποχρεώσεων	1.938.055	633.364		
Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων	3.254.318	1.419.164		

2015	
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	
Ενσώματα πάγια	
Ακίνητα	263.348
Λοιπά ενσώματα στοιχεία	93.932
Σύνολο	357.279
Άυλα πάγια στοιχεία	
Λοιπά άυλα	14.824
Σύνολο	14.824
Λοιπά	46.316
Σύνολο	46.316
Σύνολο μη κυκλοφορούντων	46.316
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές	
Εμπορικές απαιτήσεις	20.000
Λοιπές απαιτήσεις	240.775
Προπληρωμένα έξοδα	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	455.984
Σύνολο	696.759
Σύνολο κυκλοφορούντων	696.759
Σύνολο Ενεργητικού	1.315.178
Καθαρή θέση	
Καταβλημένα κεφάλαια	
Κεφάλαιο	60.000
Σύνολο	60.000
Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο	
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	48.448
Αποτελέσματα εις νέο	406.735
Σύνολο	411.583
Σύνολο καθαρής θέσης	471.583
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	
Τραπεζικά δάνεια	0
Εμπορικές υποχρεώσεις	24.576
Φόρος εισοδήματος	128.629
Λοιποί φόροι και τέλη	75.777
Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης	137.551
Λοιπές υποχρεώσεις	477.062
Έσοδα επόμενων χρήσεων	0
Σύνολο	643.595
Σύνολο υποχρεώσεων	834.595
Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων	1.315.178

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

	2017	2016	2015	
Κύκλος εργασιών (καθαρός)	11.205.000	5.955.000	Κύκλος εργασιών (καθαρός)	3.650.000
Κόστος πωλήσεων	9.407.924	4.830.049	Κόστος πωλήσεων	2.848.109
Μικτό αποτέλεσμα	1.797.076	1.124.951	Μικτό αποτέλεσμα	801.891
Λοιπά συνήθη έσοδα	5.737	0	Λοιπά συνήθη έσοδα	0
Σύνολο	1.802.813	1.124.951	Σύνολο	801.891
Έξοδα διοίκησης	1.045.325	536.672	Έξοδα διοίκησης	316.457
Λοιπά έξοδα και ζημιές	227.603	67.876	Έξοδα διάθεσης	0
Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	529.885	520.402	Λοιπά έξοδα και ζημιές	8.532
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	104	174	Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων	476.902
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	1.851	1.115	Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	82
Αποτελέσματα προ φόρων	528.139	519.462	Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	0
Φόροι εισοδήματος	306.443	205.245	Αποτελέσματα προ φόρων	476.984
Αποτελέσματα περιόδου μετά από φόρους	221.696	314.217	Φόροι εισοδήματος	156.467
			Αποτελέσματα περιόδου μετά από φόρους	320.516