



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ AEGEAN AIRLINES

του

ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΑΒΡΑΜΙΔΗ

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη  
Λογιστική Φορολογία και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Οκτώβριος 2023

## **Ευχαριστίες**

*Η παρούσα διπλωματική εργασία αφιερώνεται στους γονείς μου,  
οι οποίοι με στήριξαν σε όλη την διάρκεια  
αποπεράτωσης των σπουδών μου.*

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια απόκτησης του μεταπτυχιακού τίτλου Λογιστική Φορολογία και Χρηματοοικονομική Διοίκηση του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Το θέμα της εργασίας είναι η παρουσίαση η χρηματοοικονομική ανάλυση και η αποτίμηση της αξίας της ελληνικής αεροπορικής εταιρίας Aegean Airlines. Η χρονική περίοδος που μελετάται είναι 2018-2022, μια περίοδος με πολλές οικονομικές προκλήσεις ειδικά για τις αεροπορικές εταιρίες κυρίως λόγω της πανδημίας του Covid-19.

Για την καλύτερη κατανόηση της αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, από την πλευρά του αναγνώστη, γίνεται μια αναλυτική θεωρητική ανάπτυξη της έννοιας της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και της αποτίμησης συμπεριλαμβανομένων των εννοιών που συνδέονται με αυτήν, καθώς και μια εμπειρική χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας Aegean Airlines με την βοήθεια διάφορων αριθμοδεικτών και η αποτίμησή της μέσω της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της.

Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι έννοιες της χρηματοοικονομικής και της χρηματοοικονομικής ανάλυσης καθώς και οι τρόποι με τους οποίους γίνεται, και ο υπολογισμός κάποιων από τους δημοφιλέστερους αριθμοδείκτες της εταιρίας. Έπειτα, αναπτύσσονται οι έννοιες της αξίας της επιχείρησης και οι παράγοντες από τους οποίους επηρεάζεται, της αποτίμησης και του σκοπού της αποτίμησης, την διαδικασία της αποτίμησης καθώς και τα μέρη που αποσκοπούν σε αυτήν. Επιπρόσθετα παρουσιάζονται κάποιες δημοφιλείς μέθοδοι αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης με τα μειονεκτήματα και τα πλεονεκτήματα τους με ιδιαίτερη έμφαση σε αυτήν της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Ακολουθεί μια σύντομη περιγραφή της εταιρίας Aegean Airlines και του κλάδου των αερομεταφορών της συγκεκριμένης περιόδου. Αναφέρονται οι κίνδυνοι και οι προκλήσεις που είχε να αντιμετωπίσει η εταιρεία καθώς και οι τρόποι με τους οποίους κατάφερε να τους αντιμετωπίσει καθώς και οι προοπτικές εξέλιξης της εταιρίας για το μέλλον. Έπειτα γίνεται η εφαρμογή του μοντέλου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και η εύρεση της αξίας της εταιρίας και κατ' επέκταση της τιμής της μετοχής με την βοήθεια υπολογισμών μέσω του Excel και συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή στο χρηματιστήριο Αθηνών.

Τέλος, αναλύονται επεξηγηματικά τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τους παραπάνω υπολογισμούς καταλήγοντας σε κάποια συμπεράσματα σε σύγκριση και με τις αναλύσεις κάποιων αναλυτών.

Για περισσότερη διερεύνηση μπορεί κανείς να αναπτύξει περισσότερα μοντέλα αποτίμησης για την ίδια εταιρεία και να τα συγκρίνει μεταξύ τους ή και ακόμα να αναπτύξει κάποιο μοντέλο πρόβλεψης της τιμής της μετοχής για τα επόμενα χρόνια.

Για την ανάπτυξη των παραπάνω εννοιών χρησιμοποιήθηκε ξένη και ελληνική ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, άρθρα και ιστοσελίδες καθώς και τα επίσημα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της Aegean Airlines τα οποία παρατίθενται στο τέλος της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

## **Abstract**

The present dissertation was undertaken in pursuit of a master's degree in Taxation and Financial Management within the purview of the Accounting and Finance department at the University of Macedonia. The core focus of this thesis revolves around the exposition, financial scrutiny, and assessment of the Greek airline enterprise, Aegean Airlines. The study period spans from 2017 to 2022, a timeframe characterized by substantial economic challenges, primarily attributed to the impact of the Covid-19 pandemic, particularly pronounced within the airline industry.

To facilitate a comprehensive comprehension of the company's valuation, this work entails an analytical and theoretical exposition of the fundamental constructs underpinning financial analysis and valuation. This includes elucidating the associated terminologies, alongside an empirical financial analysis of Aegean Airlines, facilitated by a range of financial metrics. Furthermore, the valuation of the company is executed through the application of the Discounted Cash Flow (DCF) methodology. Specifically, the presentation commences with a discourse on financial concepts and the modus operandi of financial analysis, inclusive of the computation of prevalent financial ratios.

Subsequently, the inquiry delves into the intricacies of corporate valuation, elucidating the factors influencing it, the valuation process, and the stakeholders involved therein. A comprehensive exploration of diverse methods for valuing businesses is provided, offering a discerning assessment of their respective merits and drawbacks, with particular emphasis placed on the Discounted Cash Flow method. In addition, a succinct overview of Aegean Airlines and the prevailing conditions within the aviation sector during the specified period is proffered. The inherent risks and challenges confronted by the Aegean company, coupled with its strategies for mitigating these adversities, are duly expounded upon, along with the company's prospective future developments.

Subsequent to the theoretical foundation, the DCF model is rigorously applied, culminating in the computation of the company's intrinsic value and, consequently, the per-share stock price. This computation is executed employing Microsoft Excel. The resultant values are then juxtaposed against the prevailing stock price on the Athens Stock Exchange. Finally, the findings derived from

the foregoing calculations are meticulously analyzed, yielding nuanced insights that are subsequently contrasted with projections made by prominent industry analysts.

For further exploration, it is conceivable for future research endeavors to engender diverse valuation models for the same company, facilitating comparative assessments. Moreover, the development of predictive models for short-term share price movements is an avenue ripe for investigation.

In the formulation of this scholarly undertaking, a comprehensive array of both foreign and domestic academic literature, articles, and online resources have been leveraged. Furthermore, the officially published financial data of Aegean Airlines are referenced, with a comprehensive listing provided in the appendices of this thesis.

# Περιεχόμενα

Ευχαριστίες.....	2
Περίληψη.....	3
Abstract.....	5
Περιεχόμενα.....	7
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b> .....	<b>11</b>
<b>1. Εισαγωγή</b> .....	<b>11</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b> .....	<b>14</b>
<b>2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1. Οριζόντια Ανάλυση</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2. Κάθετη Ανάλυση</b> .....	<b>15</b>
<b>2.3. Χρησιμότητα Αριθμοδεικτών</b> .....	<b>16</b>
<b>2.4. Μειονεκτήματα αριθμοδεικτών</b> .....	<b>17</b>
<b>2.5. Βασικές Κατηγορίες Αριθμοδεικτών</b> .....	<b>18</b>
<b>2.5.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας</b> .....	<b>18</b>
<b>2.5.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios)</b> .....	<b>22</b>
<b>2.5.3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας</b> .....	<b>24</b>
<b>2.5.4. Αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας/ Χρέους ή Μόχλευσης (Financial Structure &amp; Viability Ratios / Debt)</b> .....	<b>27</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b> .....	<b>30</b>
<b>3.1. Αξία Επιχείρησης</b> .....	<b>30</b>
<b>3.2. Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης</b> .....	<b>31</b>
<b>3.3. Έννοια Αποτίμησης μιας Εταιρείας</b> .....	<b>32</b>
<b>3.3.1. Ενδιαφερόμενα Μέρη για Αποτίμηση</b> .....	<b>33</b>
<b>3.3.2. Σκοπός και λόγοι Αποτίμησης</b> .....	<b>33</b>
<b>3.3.3. Διαδικασία αποτίμησης</b> .....	<b>34</b>
<b>3.4. Μέθοδοι Αποτίμησης</b> .....	<b>36</b>
<b>3.5. Προεξόφληση Ταμειακών Ροών – Discounted Cash Flows (DCF)</b> .....	<b>38</b>
<b>3.5.1. Γενικά για το μοντέλο DCF</b> .....	<b>38</b>
<b>3.5.2. Πλεονεκτήματα του Μοντέλου DCF</b> .....	<b>39</b>

3.5.3. Μειονεκτήματα του Μοντέλου DCF .....	40
3.8.1. Κόστος ιδίων κεφαλαίων (Cost of equity) .....	44
3.8.2. Κόστος ξένων κεφαλαίων (Cost of Debt) .....	46
3.8.3. Διαφορά μεταξύ κόστους ιδίων και ξένων κεφαλαίων .....	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b> .....	<b>48</b>
4.1. Όμιλος Aegean και Δραστηριότητα .....	48
4.2. Ιστορική Αναδρομή .....	50
4.3. Κλάδος Αερομεταφορών και Επιπτώσεις COVID-19 .....	51
4.4. Επιχειρησιακές Εξελίξεις .....	53
4.5. Κίνδυνοι και Διαχείριση Κινδύνων .....	54
4.5.1. Συναλλαγματικός Κίνδυνος.....	54
4.5.2. Κίνδυνος Επιτοκίων .....	54
4.5.3. Κίνδυνος Τιμών Καυσίμων Αεροσκαφών.....	55
4.5.4. Πιστωτικός Κίνδυνος.....	55
4.5.6. Κίνδυνος Ρευστότητας.....	55
4.6. Προοπτικές της Εταιρείας.....	55
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5</b> .....	<b>57</b>
5. Αποτίμηση της Εταιρείας Aegean Airlines .....	57
5.1. Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων .....	57
5.2. Υπολογισμός κόστους ξένων κεφαλαίων .....	58
5.3. Υπολογισμός WACC.....	58
5.4. Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών .....	59
5.5. Υπολογισμός Αξίας Εταιρίας με DCF .....	63
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6</b> .....	<b>65</b>
6.1. Συμπεράσματα.....	65



## Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (2018-2022) .....	19
Πίνακας 2. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (2018-2022) .....	20
Πίνακας 3. Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (2018-2022) .....	21
Πίνακας 4. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού (2018-2022) .....	22
Πίνακας 5. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων (2018-2022).....	23
Πίνακας 6. Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (2018-2022).....	24
Πίνακας 7. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (2018-2022) .....	25
Πίνακας 8. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (2018-2022) .....	26
Πίνακας 9. Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια (2018-2022).....	28
Πίνακας 10. Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις (2018-2022) .....	29
Πίνακας 11. Μέσος Όρος Αποδόσεων 10ετούς Ελληνικού Δημοσίου (Τράπεζα της Ελλάδος, 2023) .....	57
Πίνακας 12. Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων - Aegean Airlines (2018 – 2022) .....	58
Πίνακας 13. Ξένα Κεφάλαια D/(E+D) - Aegean Airlines (2018 – 2022) .....	59
Πίνακας 14. Ίδια Κεφάλαια E/(E+D) - Aegean Airlines (2018 - 2022).....	59
Πίνακας 15. Πρόβλεψη Ποσοστών Ανάπτυξης (2023-202e).....	60
Πίνακας 16. Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών της επόμενης πενταετίας .....	62
Πίνακας 17. Αξία Aegean Airlines (σε χιλ. ευρώ) .....	63

## Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (2018-2022) .....	21
Διάγραμμα 2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (2018-2022) .....	23
Διάγραμμα 3. Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (2018-2022) .....	25
Διάγραμμα 4. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (2018-2022) .....	26
Διάγραμμα 5. Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια (2018-2022) .....	28
Διάγραμμα 6. Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις (2018-2022).....	29
Διάγραμμα 7. Πρόβλεψη Ποσοστών Ανάπτυξης (2023-2027) .....	61
Διάγραμμα 8. Ιστορικό γράφημα μετοχής Aegean Airlines (09/2022-09/2023).....	64

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## **1. Εισαγωγή**

Η Aegean Airlines, ως ένας από τους κορυφαίους αερομεταφορείς της Ελλάδας, έχει ουσιαστικό νόημα και σημασία τόσο στον αεροπορικό κλάδο όσο και στο ευρύτερο οικονομικό τοπίο. Η Aegean Airlines, η οποία ιδρύθηκε το 1999, έχει εξελιχθεί σε κομβικό παράγοντα, όχι μόνο συνδέοντας την Ελλάδα με διεθνείς προορισμούς αλλά και συμβάλλοντας στον τουριστικό τομέα και την οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Η αεροπορική εταιρεία έχει επιδείξει ανθεκτικότητα και προσαρμοστικότητα στην πλοήγηση στις μυριάδες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η αεροπορική βιομηχανία, ιδιαίτερα στις άνευ προηγουμένου διαταραχές που επέφερε η πανδημία Covid-19. Πέρα από τον ζωτικό ρόλο της διευκόλυνσης των ταξιδιών και του εμπορίου, η Aegean Airlines λειτουργεί ως οικονομική κινητήρια δύναμη δημιουργώντας ευκαιρίες απασχόλησης, ενισχύοντας την τουριστική ανάπτυξη και ενισχύοντας τη συνδεσιμότητα τόσο για επιχειρήσεις όσο και για άτομα. Επιπλέον, συμβολίζει τη δέσμευση της Ελλάδας να διατηρήσει μια ισχυρή και ανταγωνιστική παρουσία στον παγκόσμιο αεροπορικό στίβο. Ουσιαστικά, η σημασία της Aegean Airlines εκτείνεται πέρα από τις επιχειρησιακές της λειτουργίες για να συμπεριλάβει τον ευρύτερο ρόλο της ως καταλύτη για την οικονομική ανάπτυξη, τη διεθνή συνδεσιμότητα και την προώθηση της Ελλάδας ως τουριστικού και επιχειρηματικού προορισμού.

Επιδιώκοντας μια κατανόηση της Aegean Airlines, αυτή η διπλωματική εργασία ξεκινά μια αυστηρή εξερεύνηση στις χρηματοοικονομικές σφαίρες αυτής της εξέχουσας ελληνικής αεροπορικής εταιρείας. Στο πλαίσιο της σύγχρονης χρηματοοικονομικής διαχείρισης, η ικανότητα αξιολόγησης της οικονομικής υγείας και της εγγενούς αξίας μιας εταιρείας είναι υψίστης σημασίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η παρούσα διπλωματική επιχειρεί να αναλύσει τον χρηματοοικονομικό ιστό της Aegean Airlines μέσα από ένα αναλυτικό πρίσμα, ξετυλίγοντας τις πολυπλοκότητες που στηρίζουν την οικονομική της πορεία.

Η επιλογή της Aegean Airlines ως εστιακού σημείου για αυτήν την έρευνα δεν είναι αυθαίρετη. Αντίθετα, έχει τις ρίζες της στο ανάστημα της εταιρείας ως βασικό παράγοντα στον κλάδο των αερομεταφορών της Ελλάδας. Επιπλέον, η περίοδος της μελέτης, που εκτείνεται από το 2018 έως το 2022, παρουσιάζει ένα ενδιαφέρον φόντο για ανάλυση, που αμαυρώνεται από σημαντικές οικονομικές προκλήσεις, μεταξύ των οποίων η κατακλυσμική αναστάτωση που προκλήθηκε από

την πανδημία Covid-19. Αυτές οι άνευ προηγουμένου συνθήκες ρίχνουν ένα μοναδικό προσκήνιο στον κλάδο των αερομεταφορών, αναγκάζοντας μια πιο προσεκτική εξέταση της ανθεκτικότητας και της προσαρμοστικότητας που επιδεικνύουν εταιρείες όπως η Aegean Airlines μπροστά στις αντιξοότητες.

Ο πρωταρχικός στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι τριπλός:

**Χρηματοοικονομικό προφίλ:** Η παροχή ενός ολοκληρωμένου οικονομικού προφίλ της Aegean Airlines, το οποίο θα περιλαμβάνει ιστορικά οικονομικά δεδομένα που καλύπτουν την περίοδο μελέτης, από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.

Με αυτά τα στοιχεία, στο 2<sup>ο</sup> κεφάλαιο, αναλύονται και υπολογίζονται κάποιοι από τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες Ρευστότητας, Δραστηριότητας, Αποδοτικότητας και Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας οι οποίοι βοηθούν στην τελική ανάλυση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας.

**Ανάλυση Αποτίμησης:** Στο 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο γίνεται η παρουσίαση εννοιών για την αξία και την αποτίμηση μιας εταιρείας καθώς παρουσιάζεται το μοντέλο αποτίμησης προεξόφλησης ταμειακών ροών DCF, μέσω του οποίου θα εξακριβωθεί η εγγενή αξία της Aegean Airlines σε επόμενο κεφάλαιο.

Στο 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο παρουσιάζεται η αεροπορική εταιρεία Aegean Airlines. Γίνεται μια σύντομη ιστορική αναδρομή με την πορεία και την εξέλιξη της μέχρι σήμερα, αναφέρονται διάφοροι κίνδυνοι και προκλήσεις που είχε, και συνεχίζει να έχει, να αντιμετωπίσει είτε σαν εταιρεία είτε λόγω του κλάδου στον οποίο ανήκει καθώς και αναφέρονται οι προοπτικές εξέλιξής της για το μέλλον.

Στο 5<sup>ο</sup> κεφάλαιο, εφαρμόζεται το μοντέλο αποτίμησης DCF. Αυτό θα επιτευχθεί μέσω του υπολογισμού των εξής εργαλείων: κόστος των ιδίων κεφαλαίων, κόστος χρέους, μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), ελεύθερων ταμειακών ροών εφόσον γίνει πρόβλεψη ενός κυμαινόμενου ποσοστού ανάπτυξης της εταιρείας για την επόμενη πενταετία, στηριζόμενοι πάντα στα μέχρι τώρα δημοσιευμένα οικονομικά δεδομένα. Τέλος, τα αποτελέσματα των παραπάνω υπολογισμών χρησιμεύουν στην εύρεση της αξίας της εταιρείας Aegean Airlines και κατ' επέκταση στην εύρεση της χρηματιστηριακής τιμής της.

**Ερμηνεία και Διορατικότητα:** Μια διορατική ερμηνεία των αποτελεσμάτων, εμβαθύνοντας στις επιπτώσεις των ευρημάτων και συγκρίνοντάς τα με σημεία αναφοράς του κλάδου και προβλέψεις ειδικών, διευκολύνοντας έτσι μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης και των μελλοντικών προοπτικών της Aegean Airlines, αναλύεται στο 6<sup>ο</sup> και τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Αυτή η έρευνα υιοθετεί μια δομημένη μεθοδολογία που ξεκινά με τη συλλογή δεδομένων και καταλήγει σε μια διαδικασία χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης. Οι θεωρητικές βάσεις της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και της εταιρικής αποτίμησης παρέχουν τη βάση, επιτρέποντας μια συστηματική και διορατική εξέταση των οικονομικών επιδόσεων της Aegean Airlines.

Τα ευρήματα αυτής της έρευνας είναι έτοιμα να εξυπηρετήσουν πολλούς ενδιαφερόμενους. Οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν πολύτιμες γνώσεις για τις επενδυτικές δυνατότητες της Aegean Airlines, ενώ οι αναλυτές του κλάδου μπορούν να χρησιμοποιήσουν τη μελέτη για να βελτιώσουν τις προβλέψεις και τις συστάσεις τους.

Η παρούσα διπλωματική είναι δομημένη με τρόπο που καθοδηγεί τον αναγνώστη μέσα από μια λογική εξέλιξη εννοιών και αναλύσεων. Μετά από αυτήν την εισαγωγή, τα επόμενα κεφάλαια εμβαθύνουν στις θεωρητικές βάσεις της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, στην εμπειρική εφαρμογή της μεθοδολογίας αποτίμησης DCF και σε μια λεπτομερή ανάλυση της Aegean Airlines καταλήγοντας σε ένα ολοκληρωμένο συμπέρασμα που περικλείει τα βασικά ευρήματα και τα αποτελέσματά τους.

Μέσω αυτής της σχολαστικά δομημένης εξερεύνησης, αυτή η διατριβή προσπαθεί να συνεισφέρει στο σύνολο των γνώσεων γύρω από την χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση, ενώ προσφέρει επίσης πρακτικές γνώσεις για τη δυναμική της Aegean Airlines καθώς περιηγείται στην πολυπλοκότητα του σύγχρονου επιχειρηματικού τοπίου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### 2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Ένας απλός ορισμός της χρηματοοικονομικής είναι: *Η χρηματοοικονομική είναι η τέχνη και η επιστήμη της διαχείρισης χρημάτων.*

Η χρηματοοικονομική ασχολείται με τις αποφάσεις των ατόμων και των επιχειρήσεων που αφορούν την κατανομή οικονομικών πόρων (κεφαλαίων) σε εναλλακτικές χρήσεις υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Συνεπώς η γνώση της χρηματοοικονομικής επιστήμης αποτελεί την βάση για μια σωστή επενδυτική και χρηματοδοτική πολιτική και μας επιτρέπει να δούμε πως λειτουργεί μια επιχείρηση, έτσι ώστε να μπορούμε να κατανοούμε με σωστό τρόπο τις οικονομικές καταστάσεις, τις επενδυτικές αποφάσεις και τις χρηματοδοτικές αποφάσεις. (Νούλας, 2019)

Χρηματοοικονομική Ανάλυση (Financial Analysis), ονομάζεται η διαδικασία άντλησης οικονομικών πληροφοριών από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης, τα οποία βρίσκουμε σε λογιστικές καταστάσεις. Η χρηματοοικονομική ανάλυση γίνεται με τη βοήθεια των χρηματοοικονομικών δεικτών.

Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις αποτελούν την κύρια πηγή πληροφόρησης για την πορεία μιας επιχείρησης όσον αφορά τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα, την κερδοφορία και τον κίνδυνο. Οι βασικές οικονομικές καταστάσεις είναι τα αποτελέσματα χρήσεως, ο ισολογισμός, η κατάσταση ταμειακών ροών και η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων. (Νούλας, 2019)

Υπάρχουν δύο μέθοδοι ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων. Η πρώτη μέθοδος γίνεται αναδιατυπώνοντας τις οικονομικές καταστάσεις σε μία τυποποιημένη μορφή (common-size analysis) και περιλαμβάνει την οριζόντια και την κάθετη ανάλυση.

#### 2.1. Οριζόντια Ανάλυση

Η οριζόντια ανάλυση (horizontal analysis or trend analysis) γίνεται συγκρίνοντας τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων σε βάθος χρόνου (π.χ. πενταετία). Με αυτό τον τρόπο προσδιορίζεται η ανάπτυξη μίας εταιρείας κατά την πάροδο του χρόνου, διαμορφώνονται διαχρονικές τάσεις και δύναται να εντοπισθούν ασυνήθιστα χαμηλές ή υψηλές τιμές στη διάρκεια

της περιόδου αναφοράς με σκοπό την ενδελεχή διερεύνηση των αιτιών τους. Τα συμπεράσματα της οριζόντιας ανάλυσης μπορούν να αξιολογηθούν περαιτέρω λαμβάνοντας υπόψη τα αντίστοιχα αποτελέσματα ενός δείγματος ομοειδών εταιριών ή του κλάδου γενικότερα. Η οριζόντια ανάλυση υλοποιείται ταξινομώντας τα δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων ανά χρονική περίοδο, ενώ η τιμή του στοιχείου κάθε περιόδου μπορεί να εκφραστεί ως ποσοστό της αντίστοιχης τιμής του έτους βάσης.

## **2.2. Κάθετη Ανάλυση**

Η κάθετη ανάλυση (vertical analysis) γίνεται εμφανίζοντας κάθε στοιχείο της οικονομικής κατάστασης ως ποσοστό ενός άλλου. Ειδικότερα, στην κατάσταση οικονομικής θέσης κάθε στοιχείο του ενεργητικού εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού και κάθε στοιχείο των υποχρεώσεων ή της καθαρής θέσης ως ποσοστό του συνόλου των υποχρεώσεων και της καθαρής θέσης, ενώ στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης κάθε στοιχείο εκφράζεται ως ποσοστό των πωλήσεων. Τα στοιχεία της κατάστασης οικονομικής θέσης μπορούν να εκφραστούν και ως ποσοστά των υποσυνόλων στα οποία ανήκουν. Η κάθετη ανάλυση είναι χρήσιμη για την αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων μίας περιόδου, καταδεικνύοντας τη σχετική αναλογία κάθε στοιχείου και, συνεπώς, τα βαθμό σημαντικότητάς του. Επιπλέον, η κάθετη ανάλυση, μπορεί να εφαρμοσθεί σε βάθος χρόνου (π.χ. πενταετία) με σκοπό να εντοπισθούν σημαντικές αλλαγές στις αναλογίες των στοιχείων διαχρονικά.

Η δεύτερη μέθοδος ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει τον υπολογισμό και σύγκριση αριθμοδεικτών. Ακολουθεί η ανάλυση της μεθόδου παρακάτω. (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης, 2017)

Ένας χρηματοοικονομικός δείκτης ή λογιστικός λόγος (financial ratio ή accounting ratio) είναι ένα σχετικό μέγεθος δύο επιλεγμένων αριθμητικών τιμών που λαμβάνονται από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν από διευθυντικά στελέχη μιας επιχείρησης, από τρέχοντες και δυνητικούς μετόχους (ιδιοκτήτες) μιας επιχείρησης και από τους πιστωτές μιας επιχείρησης.

Οι οικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικούς δείκτες για να συγκρίνουν τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία σε διάφορες εταιρείες. Εάν οι μετοχές μιας εταιρείας

διαπραγματεύονται σε μια χρηματοπιστωτική αγορά, η αγοραία τιμή των μετοχών χρησιμοποιείται σε ορισμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες. (Groppelli & Nikbakht, 2000)

Οι **άμεσα ενδιαφερόμενοι** από την ανάλυση και ερμηνεία των αριθμοδεικτών σε μία επιχείρηση μπορεί να είναι οι εξής:

- Μέτοχοι
- Πελάτες
- Πιστωτές
- Εργαζόμενοι
- Δημόσιες υπηρεσίες
- Διοίκηση της τράπεζας

### **2.3. Χρησιμότητα Αριθμοδεικτών**

Οι αναλυτές (εσωτερικοί ή εξωτερικοί) προκειμένου να αναλύσουν τις οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης ,κατάσταση ταμειακών ροών) χρησιμοποιούν ως μέσα τους χρηματοοικονομικούς δείκτες ή αριθμοδείκτες. Με την χρήση αυτών μπορούν να καθορίσουν τις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης καθώς επίσης και τις δυνατότητες διαπραγμάτευσης που έχει με τους εξωτερικούς της χρηματοδότες.

Έτσι, μπορούμε να πληροφορηθούμε σε γενικές γραμμές για τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα, την αποδοτικότητα και την βιωσιμότητα μιας επιχείρησης σε σχέση με την διάρθρωση των κεφαλαίων της και σε τελική ανάλυση την πραγματική κατάσταση ολόκληρης της οικονομικής μονάδας. Επίσης είναι πολύ σημαντικοί γιατί βοηθούν τον αναλυτή να πραγματοποιήσει:

**Διαχρονική ανάλυση (time-series analysis):** Σύγκριση των παρόντων χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα που παρουσίασε η ίδια στο παρελθόν ή θα παρουσιάσει στο προβλεπόμενο μέλλον. Εξετάζεται εάν η χρηματοοικονομική κατάσταση ή απόδοση της επιχείρησης έχει βελτιωθεί ή έχει χειροτερεύσει με την πάροδο του χρόνου.

**Διαστρωματική ανάλυση (comparative analysis or cross-sectional analysis):** Σύγκριση των χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα παρόμοιων επιχειρήσεων ή τη



μέση τιμή του κλάδου στον οποίο ανήκει κατά τη διάρκεια του ίδιου χρονικού διαστήματος. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες επιτρέπουν συγκρίσεις:

- μεταξύ εταιρειών
- μεταξύ των βιομηχανιών
- μεταξύ διαφορετικών χρονικών περιόδων για μία εταιρεία - Διαχρονική ανάλυση (time-series analysis)
- μεταξύ μιας μεμονωμένης εταιρείας και του μέσου όρου του κλάδου της - Διαστρωματική ανάλυση (comparative analysis or cross-sectional analysis)

Οι αναλογίες γενικά δεν είναι χρήσιμες, εκτός εάν συγκριθούν με κάτι άλλο, όπως προηγούμενες επιδόσεις ή άλλη εταιρεία. Έτσι, οι αναλογίες των επιχειρήσεων σε διαφορετικούς κλάδους, οι οποίες αντιμετωπίζουν διαφορετικούς κινδύνους, κεφαλαιακές απαιτήσεις και ανταγωνισμό είναι συνήθως δύσκολο να συγκριθούν.

#### **2.4. Μειονεκτήματα αριθμοδεικτών**

Ο υπολογισμός και η παρουσίαση των διαφόρων αριθμοδεικτών είναι μία μέθοδος αναλύσεως η οποία πολλές φορές παρέχει μόνο ενδείξεις. Για το λόγο αυτό ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν είναι δυνατόν να μας δώσει πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσης μίας επιχείρησης, αν δεν συγκριθεί με άλλους πρότυπους αριθμοδείκτες ή αν δεν συσχετισθεί με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες μία σειράς προηγούμενων χρήσεων. Τέτοια πρότυπα μπορεί να αποτελέσουν τα παρακάτω:

- Αριθμοδείκτες για μία σειρά παλαιότερων οικονομικών δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων της συγκεκριμένης επιχείρησης.
- Αριθμοδείκτες ορισμένων ανταγωνιστριών επιχειρήσεων, επιλεγμένων με κατάλληλα κριτήρια.
- Αριθμοδείκτες που να αναφέρονται στο μέσο όρο του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση η οποία μελετάται.

Λογικά και εμπειρικά πρότυπα του αναλυτή, τα οποία πολλές φορές βασίζονται στην πείρα του. Δίνεται η δυνατότητα στην διοίκησης μίας επιχείρησης να προβεί σε ενέργειες οι οποίες έχουν

ως στόχο τη διαστρέβλωση των αριθμοδεικτών και την παρουσίαση μίας επιθυμητής εικόνας στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.

## 2.5. Βασικές Κατηγορίες Αριθμοδεικτών

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας
- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων ή Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Η τελευταία κατηγορία δεν θα αναλυθεί στην συγκεκριμένη διπλωματική καθώς πολλοί αριθμοδείκτες που ανήκουν σε αυτήν σχετίζονται με το μέρισμα που δίνει η εταιρία, και η συγκεκριμένη εταιρία δεν διέμενε κάποιο μέρισμα στην μελετώμενη περίοδο. (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008 )

Πιο αναλυτικά:

### 2.5.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Αριθμοδείκτες ρευστότητας μετρούν τη διαθεσιμότητα μετρητών για την πληρωμή του χρέους. (Groppelli & Nikbakht, 2000). Χαρακτηριστικοί Δείκτες Ρευστότητας είναι:

**Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio):** Υποδηλώνει κατά πόσες φορές η ρευστοποίηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού επαρκεί για να καλύψει τις υποχρεώσεις της επιχείρησης. (Bodie, Kane, & Marcus, 2005). Στην ουσία δείχνει πόσο εύκολα και γρήγορα μπορεί να ρευστοποιήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της. (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2005).

$$\text{Δείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού}}{\text{Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων}}$$

< 1 : κακός δείκτης . Πρόβλημα αφερεγγυότητας της επιχείρησης

Από 1 – 2 : καλός δείκτης

Από 2- 3 : πολύ καλός δείκτης

>3 : πιθανόν τα κεφάλαια παραμένουν αδρανή αντί να χρησιμοποιούνται αποδοτικά

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα διαθέτει. Υπερβολικά μεγάλος όμως δείκτης μπορεί να σημαίνει μεγάλη αποθεματοποίηση, ειδικά αν υπάρχει μεγάλη απόκλιση σε σχέση με τον επόμενο δείκτη.

### Πίνακας 1. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (2018-2022)

2018	2019	2020	2021	2022
1.04	1.23	0.95	1.26	1.16

Παρατηρώντας την πορεία του δείκτη, διαπιστώνουμε ότι, από το 2018 αυξάνεται από 1.04 σε 1.23 το 2019 πράγμα που σημαίνει πως η ικανότητα της εταιρίας να ανταποκρίνεται στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις είναι επαρκής και βελτιώνεται. Έπειτα παρατηρείται μια σημαντική μείωση στο 0.95 το 2020. Αυτό οφείλεται στις επιπτώσεις του COVID-19 και ο δείκτης μικρότερος της μονάδας δείχνει πιθανό πρόβλημα να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Το 2021 όμως ανέρχεται στο 1.26, που είναι και η υψηλότερη τιμή του για την πενταετία, και το 2022 μειώνεται στο 1.16 και ο δείκτης κρίνεται ικανοποιητικός αφού το κυκλοφορούν ενεργητικό καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης και βρίσκεται πάνω από τη μονάδα, γεγονός που σηματοδοτεί ότι η επιχείρηση μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και αυτό δείχνει πως δεν υπάρχει κίνδυνος για τη λειτουργία της επιχείρησης στο άμεσο μέλλον έχοντας ξεπεράσει τις προκλήσεις που δημιουργήθηκαν το 2020.

**Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας (Quick Ratio):** Δείχνει τη ρευστότητα της επιχείρησης σε περίπτωση άμεσης ανάγκης. Ο δείκτης χρησιμοποιείται για να δείξει την σχέση που έχουν οι απαιτήσεις, τα χρεόγραφα και τα διαθέσιμα στοιχεία του ενεργητικού με τις αντίστοιχες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του παθητικού, για να φανεί αν τα στοιχεία του ενεργητικού μπορούν να καλύψουν τις υποχρεώσεις του παθητικού. Σύμφωνα με τον δείκτη αυτόν οι υποχρεώσεις πρέπει να καλύπτονται εξ ολοκλήρου από τα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του

Ενεργητικού δηλαδή από τις πραγματικές απαιτήσεις και τα ταμειακά διαθέσιμα. (Κιόχος, Παπανικολάου, & Θάνος, 2002).

$$\text{Δείκτης άμεσης ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

**Πίνακας 2. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
1.01	1.21	0.93	1.22	1.11

Η πορεία του δείκτη άμεσης ρευστότητας είναι παρόμοια με αυτήν της γενικής ρευστότητας και χωρίς μεγάλες αποκλίσεις. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται μια σημαντική αύξηση το 2019 στο 1.21 από το 1.01 το 2018. Έπειτα μια σημαντική πτώση στο 0.93 το 2020. Και το 2021 αυξάνεται σημαντικά στο 1.22, που είναι και η μεγαλύτερη τιμή της περιόδου, και τέλος το 2022 μειώνεται στο 1.11. Οι τιμές αυτές (πάνω από τη μονάδα) δείχνουν ότι η επιχείρηση δεν εκτίθεται σε πολλούς κινδύνους και παρόλο που προέκυψε μια ξαφνική ανάγκη ρευστότητας το 2020, η επιχείρηση μπόρεσε να ανταποκριθεί και να καλύψει τις υποχρεώσεις της. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει μόνο τα κυκλοφορόντα στοιχεία που είναι εύκολο να μετατραπούν σε μετρητά και αυτό τον καθιστά μια πιο ακριβή ένδειξη της ικανότητας της επιχείρησης να ικανοποιήσει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Τέλος, η σημαντική αύξηση του δείκτη το 2021 αλλά και η διατήρηση σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές φανερώνει πως δεν υπάρχει κίνδυνος για τη λειτουργία της επιχείρησης στο άμεσο μέλλον.

**Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash Ratio):** Δηλώνει την ικανότητα της επιχείρησης, να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα διαθέσιμα της και την αποδοτικότητα του τμήματος εισπράξεων και πληρωμών.

Οι Ληξιπρόθεσμες Υποχρεώσεις προκύπτουν αν από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τα δεδουλευμένα έξοδα αφαιρέσουμε τις προκαταβολές πελατών.

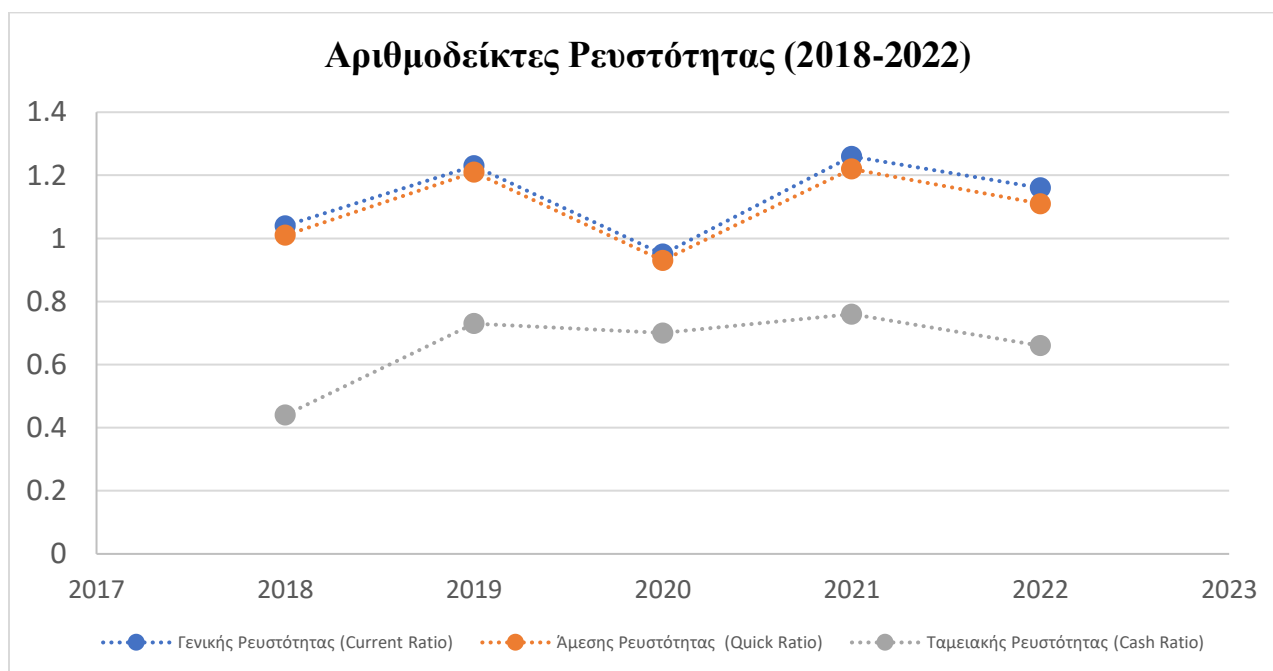
Ο δείκτης μετρά τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να αντλεί κεφάλαια για να καλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης. (Coltman & Jagels, 2001) Βέβαια είναι μικρότερος της μονάδας.

$$\text{Δείκτης ταμειακής ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμο ενεργητικό}}{\text{Ληξηπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

**Πίνακας 3. Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
0.44	0.73	0.70	0.76	0.66

Παρατηρώντας από το Διάγραμμα 1. την πορεία του δείκτη ταμειακής ρευστότητας, διακρίνουμε μια σημαντική αύξηση από το 2018 στο 2019 σε τιμές 0.44 και 0.73 αντίστοιχα. Έπειτα υπάρχει μια μικρή πτώση το 2020 στο 0.7 και αύξηση το 2021 σε μεγαλύτερο επίπεδο και από το 2019, και για όλη την πενταετία, στην τιμή 0.76.



**Διάγραμμα 1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (2018-2022)**

Τέλος, το 2022 παρατηρείται μία πτώση και ο δείκτης έχει την τιμή 0.66. Αυτές οι αυξομειώσεις και οι τιμές του δείκτη δείχνουν πως η AEGEAN AIRLINES είχε και συνεχίζει να έχει, σε όλη την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, επαρκή ταμειακά διαθέσιμα για να καλύψει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της και δεν φαίνεται να αντιμετωπίσει κάποιο πρόβλημα στο άμεσο μέλλον.

### 2.5.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity Ratios)

Αριθμοδείκτες δραστηριότητας μετρούν πόσο γρήγορα μια επιχείρηση μετατρέπει τα μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία σε ταμειακά περιουσιακά στοιχεία. (Groppelli & Nikbakht, 2000)

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας και λειτουργικότητας μελετούν ή καλύτερα ερμηνεύουν το βαθμό αποτελεσματικότητας της αξιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. (Νιάρχος, 2004). Μας δείχνουν πόσο αποτελεσματικά μία επιχείρηση διαχειρίζεται τους πόρους της προκειμένου να διενεργήσει τις πωλήσεις της.

Με τη χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών αυτών εκτιμάται καλύτερα ο βαθμός μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων σε ρευστά. (Fridson & Alvarez, 2002)  
Χαρακτηριστικοί Δείκτες Δραστηριότητας είναι:

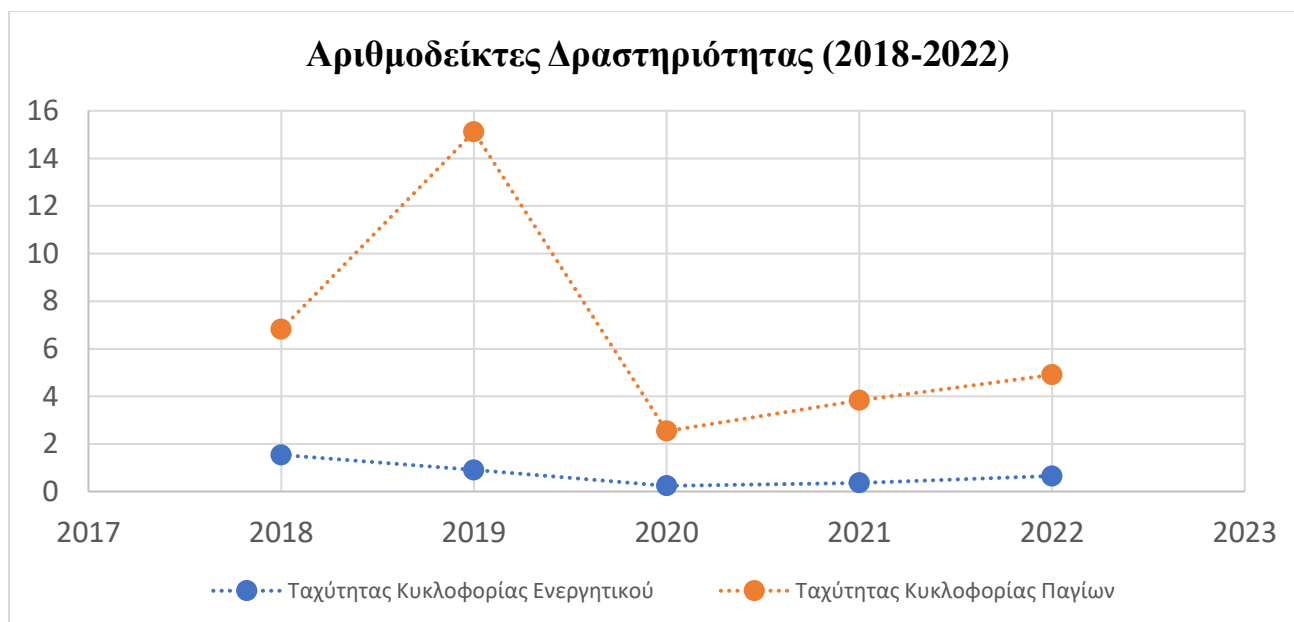
**Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού (Total Asset Turnover):** Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού δείχνει τα έσοδα τα οποία δημιουργεί κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό της επιχείρησης.

$$\text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

**Πίνακας 4. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
1.54	0.91	0.24	0.36	0.65

Είναι πολύ φανερό πως η υψηλή κερδοφορία της εταιρείας ήταν το 2018 και αυτό οφείλεται στο μικρότερο σύνολο ενεργητικού σε σχέση με τις υπόλοιπες χρονιές. Βέβαια, παρόλο των προκλήσεων που είχε η εταιρεία να αντιμετωπίσει όλο αυτό το διάστημα κατάφερε να κρατήσει σε ικανοποιητικά επίπεδα τον συγκεκριμένο δείκτη και εύκολα διακρίνεται η σημαντική αύξηση του δείκτη στις χρονιές 2021 και 2022 στο Διάγραμμα 2 από την χαμηλότερη τιμή του, το 2020 στο 0.24 πράγμα που δηλώνει την καλή χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού με απώτερο σκοπό τη δημιουργία πωλήσεων.



**Διάγραμμα 2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (2018-2022)**

**Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων:** Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων δείχνει τον βαθμό παγιοποίησης ή την κεφαλαιακή ένταση της επιχείρησης. Ουσιαστικά δίνει την πληροφόρηση για το εάν πραγματοποιούνται νέες επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

$$\text{Ταχύτητα Κυκλοφορίας Παγίων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Καθαρά πάγια ενεργητικού}}$$

**Πίνακας 5. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
6.82	15.12	2.54	3.83	4.91

Παρατηρείται μια μεγάλη διακύμανση στον δείκτη σύμφωνα με το Διάγραμμα 2. Η έντονη αύξηση του δείκτη από το 2018 στο 2019 δείχνει ότι το σύνολο των παγίων χρησιμοποιείται πιο εντατικά σε σχέση με τις πωλήσεις της εταιρείας. Η απότομη μείωσή του το 2020 οφείλεται στις συνέπειες του COVID-19 και της ουσιαστικής αδράνειας της εταιρείας στις πτήσεις της. Και στις δύο τελευταίες χρονιές φαίνεται πως επανέρχεται σταδιακά χρησιμοποιώντας τα πάγια της και επενδύοντας σε νέα για την δημιουργία πωλήσεων.

### 2.5.3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Με αυτούς μετριέται η αποδοτικότητα μιας επιχειρήσεως, η δυναμικότητα των κερδών της και η ικανότητα της διοικήσεώς της. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν τον βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη χρονική στιγμή. (Λαζαρίδης, Κοντέος, & Σαριαννίδης, 2013). Χαρακτηριστικοί Δείκτες Αποδοτικότητας σύμφωνα με τον Νιάρχο (Νιάρχος, 2004) είναι:

**Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους:** Δείχνει το καθαρό κέρδος μιας επιχείρησης από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Στα καθαρά λειτουργικά κέρδη δεν συμπεριλαμβάνονται έσοδα και κέρδη που προέρχονται από συμμετοχές, επενδύσεις σε χρεόγραφα όπως τα μη λειτουργικά έξοδα και ζημιές. Η επιχείρηση είναι τόσο επικερδής όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους.

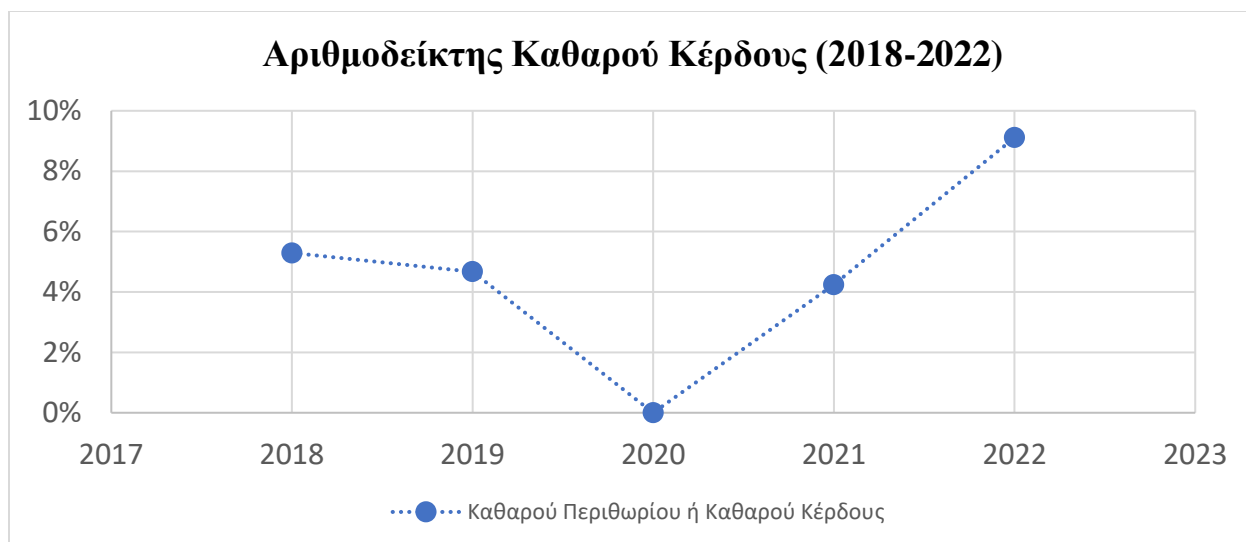
$$\text{Περιθώριο Καθαρού κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100 \%$$

**Πίνακας 6. Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
5.29%	4.67%	-	4.24%	9.11%

Από το Διάγραμμα 3 παρατηρείται σχετικά μία σταθερή ποσοστιαία κερδοφορία της εταιρείας για τις χρονιές 2018 2019 και 2021, με μία μείωση για τις τελευταίες δύο. Το 2020 η AEGEAN AIRLINES είχε ζημιές, όμως το 2022 φαίνεται η σημαντική αύξηση της κερδοφορίας της, περισσότερο από 100%, που είναι και η μεγαλύτερη στην περίοδο που μελετήθηκε και ανέρχεται στην τάξη του 9.11%, δηλώνοντας την σωστή διαχείριση των δαπανών της για την επίτευξη υψηλότερων κερδών της.





**Διάγραμμα 3. Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (2018-2022)**

**Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity - ROE):**

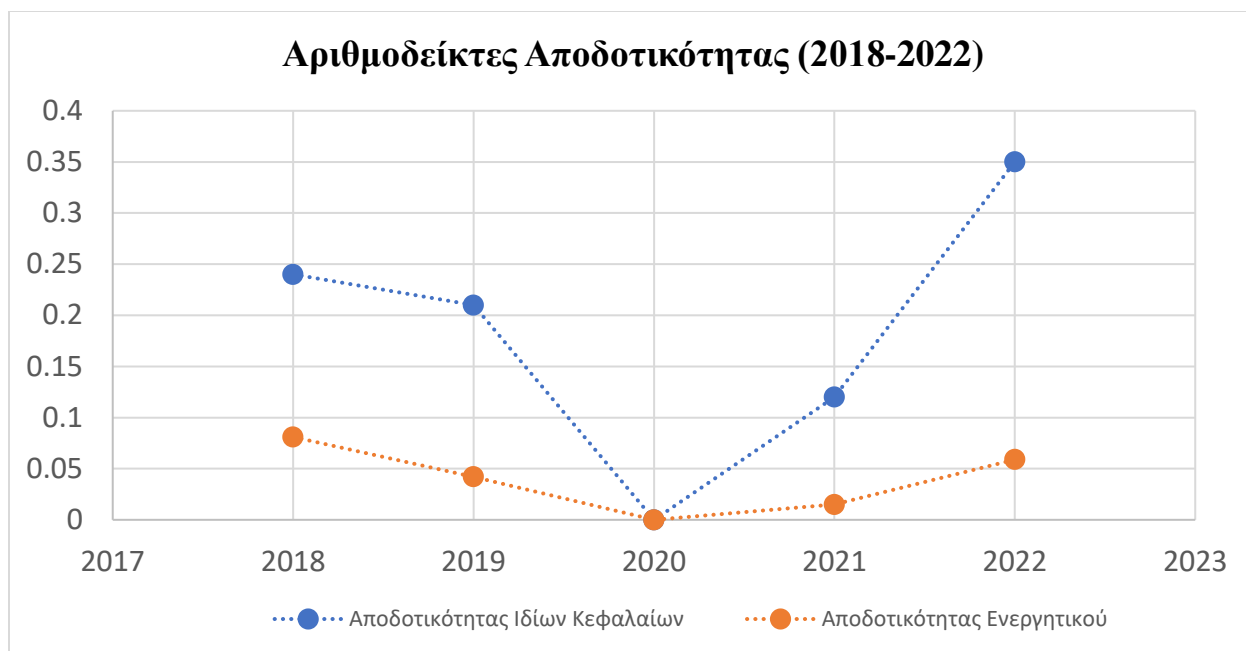
Παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από την εισφορά των κεφαλαίων των μετόχων, δηλαδή δείχνει το βαθμό της αξιοποίησης των ιδίων κεφαλαίων. (Bodie, Kane, & Marcus, 2005) Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό του αριθμοδείκτη τόσο επιτυχημένη θεωρείται και η πορεία της επιχείρησης, σε αντίθεση με τον χαμηλό αριθμοδείκτη που είναι ενδεικτικός της μη ικανής διοίκησης και παραγωγικότητας.

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

**Πίνακας 7. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
0,24	0,21	-	0,12	0,35

Από το 2018 έως το 2021 ο δείκτης παρουσιάζει πτωτική τάση, με εξαίρεση φυσικά το 2020 που η εταιρεία έχει ζημίες, πράγμα που σημαίνει πως χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαια της όχι όμως τόσο αποδοτικά για την πραγματοποίηση κερδών. Βέβαια, διαχειρίστηκε τις προκλήσεις που είχε να αντιμετωπίσει όλο αυτό το διάστημα και το 2022 παρατηρείται μια σημαντική αύξηση που αγγίζει τον τριπλασιασμό του δείκτη από το 2021, και φτάνει το 35%. Επομένως ανέκαμψε πέτυχε τον στόχο της και δημιούργησε κέρδη χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαιά της.



**Διάγραμμα 4. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (2018-2022)**

**Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets – ROA):** Μετρά διαχρονικά τον βαθμό απόδοσης των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός δείχνει αν μια επιχείρηση μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει νέα κεφάλαια για επένδυση.

$$\text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ενεργητικό}}$$

**Πίνακας 8. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
0,081	0,042	-	0,015	0,059

Από το Διάγραμμα 4 φαίνεται η πτωτική πορεία του δείκτη από το 2018 έως το 2021, με εξαίρεση φυσικά την ζημιογόνα χρονιά του 2020 για την εταιρεία AEGEAN AIRLINES. Όμως διαχειρίστηκε σωστά τις προκλήσεις που δημιουργήθηκαν στην πενταετία και ενώ το 2021 έχει την μικρότερη τιμή μόλις στο 0.015, που δείχνει την αδυναμία αποτελεσματικής διαχείρισης των στοιχείων του ενεργητικού για την υψηλή δημιουργία καθαρών κερδών, το 2022 επανέρχεται σημαντικά στην τιμή του 0.059 που είναι και ψηλότερη από το 2019 όχι όμως και από το 2018,

ήτοι 0.081. Όλα αυτά μας δείχνουν την δυναμικότητα της κερδοφορίας της εταιρείας, και φυσικά την σωστή διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού ώστε να πραγματοποιήσει γρήγορα κέρδη και μάλιστα σε ικανοποιητικό επίπεδο λαμβάνοντας υπόψη τις προκλήσεις που είχε να αντιμετωπίσει και τις όποιες επιπτώσεις έφεραν αυτές.

#### **2.5.4. Αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας/ Χρέους ή Μόχλευσης (Financial Structure & Viability Ratios / Debt)**

Μέσω των συγκεκριμένων αριθμοδεικτών εκτιμάται η μακροχρόνια ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της. Προκειμένου όμως να γίνει αυτό θα πρέπει να μελετηθεί η διάρθρωση των κεφαλαίων της επιχείρησης δηλαδή η κατανομή του κεφαλαίου μεταξύ των ιδίων και των δανειακών.

Η αναλογία του κεφαλαίου στη επιχείρηση μπορεί να εκφραστεί ποσοτικά μέσω των παρακάτω αριθμοδεικτών. Η άριστη διάρθρωση των κεφαλαίων εξαρτάται από πολλούς παράγοντες και τελικά θα είναι εκείνη που μεγιστοποιεί τα κέρδη της επιχείρησης με ελάχιστο δυνατό κόστος κεφαλαίων και συσχετισμού μεταξύ αναλαμβανόμενου ρίσκου και απόδοσης. (Bragg, 2002).

Χρηματοοικονομική μόχλευση είναι η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Χαρακτηριστικοί Δείκτες Διαρθρώσεων Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας είναι:

**Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια:** Εκφράζει τη σχέση μεταξύ του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών προς τις μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις:

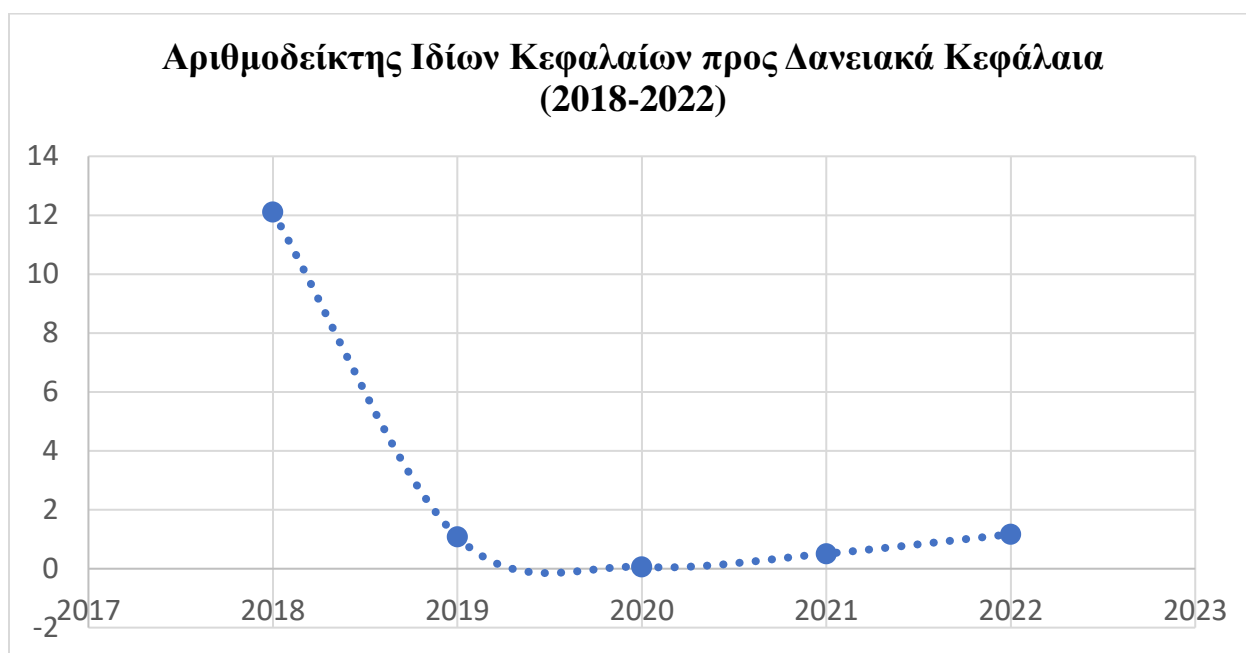
$$\text{Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο μεγαλύτερη ασφάλεια εξασφαλίζει η επιχείρηση προς τους δανειστές της.

**Πίνακας 9. Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
12.11	1.08	0.06	0.51	1.17

Ο δείκτης εμφανίζει την υψηλότερη τιμή το 2018, με τιμή 12.11, μια τιμή που εκφράζει την ομαλή λειτουργία της εταιρείας βασιζόμενη κυρίως στα ίδια κεφάλαιά της, έχοντας βέβαια παράλληλα πολύ χαμηλό δανεισμό. Στις επόμενες χρονιές μειώνεται δραματικά σημειώνοντας φυσικά την χαμηλότερη τιμή το 2020 στο 0.06, δηλώντας τον υψηλό της δανεισμό και την λειτουργία και επιβίωση της χάρις αυτόν.



**Διάγραμμα 5. Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια (2018-2022)**

Σύμφωνα με το Διάγραμμα 5, για τις χρονιές 2020 και 2021 λειτουργούσε κυρίως με ξένα κεφάλαια, όμως όσο ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας δείχνει πως στηρίζεται στα ίδια κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της. Μέχρι το 2022 έχει αυξηθεί σημαντικά στην τιμή του 1.17, λίγο υψηλότερα και από το 2019, και αυτό δηλώνει μια ικανοποιητική ασφάλεια στους δανειστές της επιχείρησης, καθώς πλέον σύμφωνα με τον δείκτη φαίνεται πως έχει ορθοποδήσει όσον αφορά τον δανεισμό της.

**Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις:** Ο Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις απεικονίζει ποσοτικά τη ρευστότητα των μακροχρόνιων υποχρεώσεων του οργανισμού. Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τη ρευστότητα των μακροχρόνιων υποχρεώσεων της επιχείρησης και υπολογίζεται ως εξής

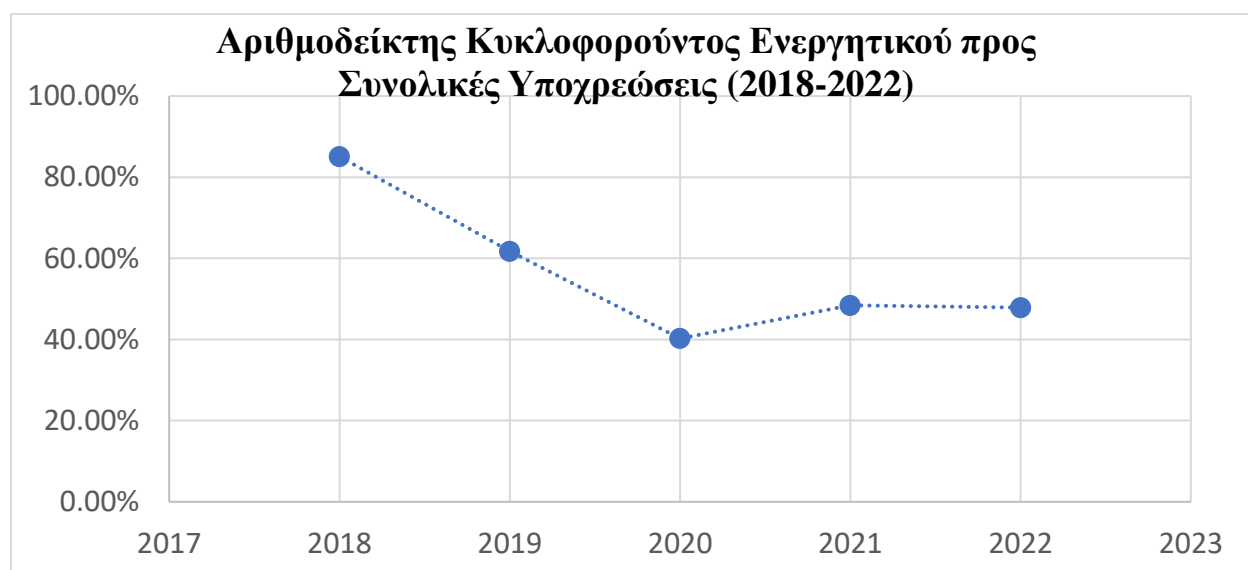
Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις

$$= \left( \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}} \right) \times 100\%$$

**Πίνακας 10. Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις (2018-2022)**

2018	2019	2020	2021	2022
85.08%	61.73%	40.24%	48.40%	47.84%

Από το Διάγραμμα 6 παρατηρείται η υψηλότερη τιμή του δείκτη το 2018 στο 85.08% και η χαμηλότερη τιμή του το 2020 στο 40.24%. Για τις χρονιές 2021 και 2022 παραμένει ουσιαστικά σταθερός. Τα ποσοστά αυτά, όντως υψηλά, δηλώνουν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί με άνεση στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της.



**Διάγραμμα 6. Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις (2018-2022)**

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### **3.1. Αξία Επιχείρησης**

Ο σκοπός και η λειτουργία της κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, δηλαδή η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Ο πλούτος των μετόχων ορίζεται ως η παρούσα αξία των μελλοντικών πληρωμών στους μετόχους και μετριέται μέσω της τιμής της μετοχής. Η τιμή της μετοχής εξαρτάται από: το μέγεθος, τον κίνδυνο και την χρονική στιγμή των χρηματικών ροών που αναμένεται να έχει η επιχείρηση. Πριν από την απόφαση για μια επένδυση σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, ο οικονομικός διευθυντής θα αναλύσει τον κίνδυνο και την απόδοση. Εάν η προτεινόμενη απόδοση αυξάνει την τιμή της μετοχής, τότε θα πραγματοποιηθεί η επένδυση, διαφορετικά θα απορριφθεί. Επιχειρήσεις οι οποίες αποτυγχάνουν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους, αδυνατούν να προσελκύσουν ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση επενδύσεων. Άλλωστε, χωρίς ίδια κεφάλαια καμία επιχείρηση δεν μπορεί να διατηρηθεί στην αγορά μακροπρόθεσμα. Εύλογα μπορεί να δημιουργείται η απορία ότι αν η επιχείρηση έχει σαν στόχο να αυξήσει την αξία της μήπως παραμελεί το προσωπικό, τους πελάτες και τους προμηθευτές της. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα ερευνών, οι καλές εταιρείες ικανοποιούν τους μετόχους και αναγνωρίζουν πως η επίτευξη του στόχου τους δεν είναι δυνατή αν δεν κρατήσουν καλές σχέσεις με προσωπικό, πελάτες και προμηθευτές ταυτοχρόνως. (Νούλας, 2019)

Η αξία μιας επιχείρησης αναφέρεται στο ποσό που είναι διαθέσιμο να πληρωθεί για αυτήν την επιχείρηση σε μια συγκεκριμένη στιγμή. Αυτό το ποσό αντικατοπτρίζει τις μελλοντικές αναμενόμενες ταμειακές ροές της επιχείρησης και τους παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με αυτές. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η αξία της επιχείρησης δεν είναι αναγκαστικά ίδια με την τιμή πώλησης της επιχείρησης. Πληροφορίες σχετικά με την αξία μιας επιχείρησης μπορεί να προκύψουν από διάφορες πηγές, όπως οι οικονομικές της καταστάσεις, οι προβλέψεις των μελλοντικών εσόδων, η ανάλυση του ανταγωνισμού, η ανάλυση των τάσεων της αγοράς και άλλοι δείκτες από τη βιομηχανία της επιχείρησης. Για να αποτιμηθεί η αξία της επιχείρησης, οι επενδυτές εξετάζουν διάφορους παράγοντες, όπως η ιστορική και μελλοντική απόδοση της επιχείρησης, οι προοπτικές της αγοράς, οι ανταγωνιστές και οι συνθήκες της οικονομίας γενικότερα. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020)

Βέβαια η αξία της επιχείρησης δεν προκύπτει αποκλειστικά από οικονομικούς παράγοντες αλλά και από παράγοντες που δεν μπορούν να επιμετρηθούν όπως το ανθρώπινο δυναμικό, το μοντέλο management και φυσικά το brand name δηλαδή την φήμη της εταιρείας στην αγορά.

### **3.2. Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης**

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική αξία μπορούν να είναι είτε εσωτερικοί είτε εξωτερικοί. Οι εσωτερικοί παράγοντες αφορούν την εσωτερική λειτουργία και την απόδοση της εταιρείας, ενώ οι εξωτερικοί παράγοντες αφορούν το εξωτερικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί η εταιρεία.

Παρακάτω αναλύονται οι **εσωτερικοί** παράγοντες που ασκούν επιρροή στην εταιρική αξία:

- Οι εργαζόμενοι και τα στελέχη της επιχείρησης, μέσω της τεχνογνωσίας τους, της προσωπικής τους επιρροής και εργασίας, καθώς και της επιχειρηματικής τους διαίσθησης (στελέχη), έχουν άμεση επίδραση στη λειτουργία της επιχείρησης.
- Οι δομές και τα συστήματα της, που πρέπει να εξελίσσονται συνεχώς και να προσαρμόζονται στις απαιτήσεις της αγοράς ακολουθώντας το δυναμικό περιβάλλον.
- Η στρατηγική πολιτική της, μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στην λειτουργία και στην αξία της, προκαλώντας σημαντικές αλλαγές.
- Τα κέρδη, τα έσοδα και η διανομή μερισμάτων της, συνδέονται κυρίως με τους επενδυτές της και επηρεάζουν την οικονομική απόδοση της επιχείρησης.
- Η θέση της επιχείρησης στην αγορά και το δίκτυο πωλήσεών της, περιλαμβάνουν τη φήμη, την επιτυχία της και τις προσπάθειες προώθησής της σε νέες δραστηριότητες και έργα που απευθύνονται σε επενδυτές για υλοποίηση.

Η σημασία και η αξία που μπορούν να προσφέρουν οι παραπάνω παράγοντες σε μία επιχείρηση, διαφέρει μεταξύ των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων και των πιθανών αγοραστών ή επενδυτών. (Γκίκας, Παπαδάκη, & Σιουγλέ, 2010)

Παρακάτω αναλύονται οι **εξωτερικοί** παράγοντες που ασκούν επιρροή στην εταιρική αξία:

- Ο πληθωρισμός
- Η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης

- Τα επιτόκια
- Το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου
- Ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών
- Το μακροοικονομικό περιβάλλον

Από τους παραπάνω εξωτερικούς παράγοντες, οι σημαντικότεροι είναι ο πληθωρισμός, η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης και τα επιτόκια. Βέβαια, και οι εσωτερικοί και οι εξωτερικοί παράγοντες μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου και συνεπώς μεταβάλλεται και η αξία της επιχείρησης. (Γκίκας, Παπαδάκη, & Σιουγλέ, 2010)

### **3.3. Έννοια Αποτίμησης μιας Εταιρείας**

Η αποτίμηση χρησιμεύει στον προσδιορισμό της δίκαιης αξίας ενός τίτλου και καθορίζεται από το τι είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο αγοραστής στον πωλητή, υποθέτοντας πως και τα δύο μέρη παίρνουν μέρος στην συναλλαγή οικειοθελώς, χωρίς κάποιον εξαναγκασμό, έχοντας γνώση όλων των απαραίτητων δεδομένων. (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition, 2012)

Με άλλα λόγια, η αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου ή μιας εταιρείας. Η αποτίμηση είναι σημαντική γιατί παρέχει στους υποψήφιους αγοραστές μια ιδέα για το πόσα θα πρέπει να πληρώσουν για ένα περιουσιακό στοιχείο ή μια εταιρεία και για τους υποψήφιους πωλητές πόσο θα πρέπει να πουλήσουν. Η αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη μιας εταιρείας. (Damodaran, The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit , 2011)

Η έννοια της εσωτερικής αξίας, αναφέρεται στην αντιληπτή αξία ενός τίτλου με βάση τα μελλοντικά κέρδη ή κάποιο άλλο χαρακτηριστικό της εταιρείας που δεν σχετίζεται με την αγοραία τιμή ενός τίτλου. Εκεί παίζει ρόλο η αποτίμηση. Οι αναλυτές κάνουν μια αποτίμηση για να προσδιορίσουν εάν μια εταιρεία ή ένα περιουσιακό στοιχείο είναι υπερτιμημένο ή υποτιμημένο από την αγορά. Στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, η υπερτίμηση ή υποτίμηση μιας επιχείρησης σημαίνει ότι η αξία της επιχείρησης στην αγορά μετοχών είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη από την πραγματική της αξία. (Graham, Dodd, & Warren, 2008)



### **3.3.1. Ενδιαφερόμενα Μέρη για Αποτίμηση**

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης μπορεί να ενδιαφέρει άτομα που έχουν άμεσο ή έμμεσο συμφέρον από αυτήν και βοηθάει στην σχεδίαση της στρατηγικής της λήψης αποφάσεων. Βέβαια κάθε άτομο ενδιαφέρεται για διαφορετικούς λόγους και εξαρτάται από τις ανάγκες, τις προσδοκίες και τις απαιτήσεις του. Πιο συγκεκριμένα, ο επιχειρηματίας, τα στελέχη και οι διευθυντές πρέπει να γνωρίζουν την πορεία της εταιρείας και με βάση αυτή να λάβουν στρατηγικές αποφάσεις, να καθορίσουν τους μισθούς κ.ά. Οι δανειστές για να προσδιορίσουν το επιτόκιο δανεισμού. Οι προμηθευτές για την διαμόρφωση της στρατηγικής πίστωσης. Οι πελάτες για τον καθορισμό της αξιοπιστίας της εταιρείας για την παροχή προϊόντων και υπηρεσιών. Οι εργαζόμενοι για τα δικαιώματά τους όπως καθορισμός μισθών, συνέχιση εργασίας. Οι μέτοχοι για την επένδυση ή όχι στην εταιρεία. Οι λογιστές και οι οικονομικοί διευθυντές για να είναι σε θέση να αναδιαμορφώνουν τις τακτικές και τις πολιτικές της εταιρείας για να αυξήσουν την αξία της. Οι εσωτερικοί ελεγκτές για να προσδιορίσουν τους στόχους των τμημάτων και των μέτρων αξιολόγησής τους. Οι εξωτερικοί ελεγκτές για να τακτοποιήσουν τα οικονομικά αποτελέσματα. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την εισαγωγή ή όχι στο χρηματιστήριο, προσδιορισμός της δίκαιης τιμής και απόφαση για την επιβολή προστίμων για την χειραγώγηση της αγοράς. Οι σύμβουλοι και ανάδοχοι έκδοσης για τον προσδιορισμό της αξίας διάθεσης και την προστασία του επενδυτικού κοινού. Η εφορία για τον προσδιορισμό του εκάστοτε φόρου και την αξία εκκαθάρισης. Τέλος η ευρύτερη κοινωνία για τον προσδιορισμό της κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης και την αύξηση του πλούτου. (Λαζαρίδης Θ. Γ., 2017)

### **3.3.2. Σκοπός και λόγοι Αποτίμησης**

Ο σκοπός της αποτίμησης είναι να προσδιοριστεί η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ή μιας εταιρείας και να συγκριθεί με την τρέχουσα τιμή αγοράς. Αυτό γίνεται για διάφορους λόγους, όπως η προσέλκυση επενδυτών, η πώληση της εταιρείας, η αγορά της εταιρείας, η πώληση περιουσιακών στοιχείων ή τμημάτων της επιχείρησης, η αποχώρηση ενός εταίρου ή η κληρονομιά, (Chen, Mansa, & Williams, 2023) για συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών, νομικές διαφορές, φορολογικά ζητήματα.. (Hitchner, 2012) Ωστόσο, τις περισσότερες φορές χρειάζεται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, εταιρική χρηματοδότηση και διαχείριση χαρτοφυλακίου. (Copeland, Koller, & Murrin, 2016)

Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι υπάρχουν πολλοί και διάφοροι λόγοι που οδηγούν αρκετές επιχειρήσεις στην αποτίμηση της αξίας τους. Η ουσία βρίσκεται στα συμπεράσματα που προκύπτουν, καθώς δείχνουν την προοπτική που μπορεί να έχει μια επιχείρηση μακροπρόθεσμα στο μέλλον. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η αποτίμηση αποτελεί ένα ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο στην σύγχρονη χρηματοοικονομική διοίκηση, καθώς κατά την διάρκεια της διαδικασίας της αποτίμησης λαμβάνονται υπόψιν πολλές σημαντικές, οικονομικού κυρίως περιεχομένου, πληροφορίες για την επιχείρηση.

### 3.3.3. Διαδικασία αποτίμησης

Η διαδικασία της αποτίμησης είναι ένα αρκετά σύνθετο και δύσκολο έργο, που απαιτεί ένα ευρύ φάσμα τεχνογνωσίας. (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2015)

Σύμφωνα με τον Pablo Fernandez συνοπτικά ακολουθούμε τα παρακάτω βήματα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης:

- Ανάλυση της βιομηχανίας και της αγοράς όπου λειτουργεί η εταιρεία.  
Ανάλυση των ανταγωνιστών της εταιρείας και του βαθμού ανταγωνιστικότητας της.  
Ανάλυση της οικονομικής απόδοσης της εταιρείας και των οικονομικών δεικτών της.
- Εκτίμηση των μελλοντικών ροών ταμείου (cash flows) της εταιρείας και του κόστους κεφαλαίου της.
- Επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης.
- Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας με βάση την επιλεγείσα μέθοδο αποτίμησης.
- Αξιολόγηση των αποτελεσμάτων (Fernández, 2004)

Σύμφωνα με τους Copeland, Koller και Murrin η διαδικασία αποτίμησης περιγράφεται στα παρακάτω πέντε βήματα, (Copeland, Koller, & Murrin, 2016)

- Κατανόηση της επιχείρησης: Περιλαμβάνει την κατανόηση του κλάδου της εταιρείας, της ανταγωνιστικής της θέσης, των προοπτικών ανάπτυξης, η στρατηγική ανάλυση (Porter's Five Forces, PESTEL, SWOT κ.λπ.), (Hall & Boyle, 2023) και άλλων παραγόντων που μπορούν να επηρεάσουν την απόδοσή της. Πρέπει να ορισθεί και για πιο χρονικό διάστημα θα αποτιμηθεί. (CFA Institute, 2010)

- Πρόβλεψη της απόδοσης και υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου: Περιλαμβάνει την πρόβλεψη της μελλοντικής οικονομικής απόδοσης της εταιρείας, με βάση την ανάλυση των ιστορικών οικονομικών καταστάσεων, το περιθώριο κέρδους, την ανάπτυξη των εσόδων, των τάσεων του κλάδου και άλλων σχετικών παραγόντων. Με άλλα λόγια την πρόβλεψη – εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών της και τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου για την εταιρεία
- Επιλογή μεθόδου αξιολόγησης: Περιλαμβάνει την επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αξιολόγησης για την εταιρεία, δηλαδή το κατάλληλο μοντέλο αποτίμησης, με βάση παράγοντες όπως ο κλάδος της, το μέγεθος της, οι προοπτικές ανάπτυξης και τα οικονομικά της χαρακτηριστικά.
- Εφαρμογή της μεθόδου αξιολόγησης: Περιλαμβάνει την εφαρμογή της επιλεγμένης μεθόδου αξιολόγησης στις οικονομικές προβλέψεις της εταιρείας, φτάνοντας σε μια εκτίμηση της εσωτερικής αξίας της εταιρείας.
- Αξιολόγηση των αποτελεσμάτων: Περιλαμβάνει το τελικό πόρισμα για την αξία της επιχείρησης. Η κρίση των αναλυτών σε αποφάσεις διαχείρισης ή επενδύσεων. (Petitt & Ferris, 2013)

Αξίζει να σημειωθεί ότι ενώ αυτά τα στάδια παρέχουν ένα χρήσιμο πλαίσιο για την αξιολόγηση μιας εταιρείας, η ακριβής προσέγγιση μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τις συγκεκριμένες συνθήκες της εταιρείας και το σκοπό της αξιολόγησης. Επιπλέον, οι συγγραφείς τονίζουν τη σημασία της συνεχούς παρακολούθησης και προσαρμογής της αξίας της εταιρείας με την πάροδο του χρόνου, καθώς νέες πληροφορίες γίνονται διαθέσιμες και η απόδοση της εταιρείας εξελίσσεται.

Σύμφωνα με τα παραπάνω διακρίνουμε κάποιες διαφορές αλλά και πολλές ομοιότητες. Αυτό μας δείχνει πως στην βιβλιογραφία θα βρούμε διάφορα βήματα και διαδικασίες όσον αφορά τα στάδια και την διαδικασία της αποτίμησης μίας εταιρείας. Όλα εξαρτώνται από τον κάθε αναλυτή ή ενδιαφερόμενο γενικότερα για την αποτίμηση, τους λόγους για τους οποίους θα κάνει την αποτίμηση, τα μέσα που έχει στην διάθεσή του να χρησιμοποιήσει, τον χρόνο, τις γνώσεις που κατέχει, την πρόσβαση σε στοιχεία, την μέθοδο που θέλει να ακολουθήσει, το πόσο σύνθετο θέλει να είναι το μοντέλο αποτίμησης και τους στόχους που έχει θέσει. Σίγουρα όμως, μετά από τόσα χρόνια που διάφοροι οικονομολόγοι και μελετητές έχουν ερευνήσει, δοκιμάσει, επιτύχει και αποτύχει σε διάφορες διαδικασίες και μοντέλα, δεν μπορούμε να παραλείψουμε τα κοινά στοιχεία

που εμφανίζουν οι όποιες διαδικασίες αναφέρονται στην βιβλιογραφία για την αποτίμηση μιας εταιρείας. Στην εργασία αυτή θα αναπτυχθούν αυτά που είναι και τα σημαντικότερα. Αρχικά, θα μελετηθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση της αεροπορικής AEGEAN AIRLINES σύμφωνα με κάποιους αριθμοδείκτες. Έπειτα, θα αποτιμηθεί η αξία της εταιρείας, δηλαδή θα βρεθεί η εσωτερική αξία της και συνεπώς η δίκαιη τιμή για την μετοχή της στο χρηματιστήριο, καταλήγοντας σε κάποια συμπεράσματα, σύμφωνα πάντα με τα αποτελέσματα, τις υποθέσεις και τα εργαλεία που θα χρησιμοποιηθούν.

### **3.4. Μέθοδοι Αποτίμησης**

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία (Copeland, Koller, & Murrin, 2016), υπάρχουν πολλοί μέθοδοι με τις οποίες μπορεί κάποιος να αποτιμήσει την αξία μιας επιχείρησης. Πολλές από αυτές είναι πιο απλές και χρειάζονται λιγότερο χρόνο και μικρότερη συλλογή δεδομένων, ενώ άλλες είναι πιο σύνθετες, πολύπλοκες, χρειάζονται υποθέσεις και μεγάλος όγκος δεδομένων για να πραγματοποιηθούν και να δώσουν κάποιο αξιόπιστο αποτέλεσμα. Το μοντέλο αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί κάθε φορά είναι στην κρίση του κάθε αναλυτή και ενδιαφερόμενου ως προς την αποτίμηση της εταιρείας, και εξαρτάται από τα δεδομένα στα οποία έχει πρόσβαση, από την τεχνογνωσία την οποία κατέχει καθώς και από τα χαρακτηριστικά της εκάστοτε εταιρείας. Κάθε μοντέλο δίνει διαφορετικά αποτελέσματα, καθώς βασίζεται σε διαφορετικές μεθοδολογίες και υποθέσεις, γι' αυτό κρίνεται σημαντική η επιλογή του μοντέλου και καθορίζεται και από τους λόγους για αποτίμηση, την ορθή εφαρμογή και την σωστή ερμηνεία των αποτελεσμάτων του. Από τις διασημότερες, αξιόπιστες και ευρέως χρησιμοποιούμενες μεθόδους, σε ακαδημαϊκό και επαγγελματικό επίπεδο, είναι η μέθοδος της Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.

Σε ένα γενικό πλαίσιο, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές και οι ακαδημαϊκοί κατηγοριοποιούν τα μοντέλα αποτίμησης σε απόλυτα και σχετικά.

Η εφαρμογή των απόλυτων μοντέλων στοχεύει στην εκτίμηση της εσωτερικής αξίας (intrinsic value), με την χρήση των θεμελιωδών μεγεθών και στοιχείων της εταιρίας, ώστε να προκύψει η παρούσα αξία των μελλοντικών προσδοκώμενων ταμειακών ροών. Οι πιο βασικές μέθοδοι της κατηγορίας είναι οι εξής:

- Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών (discount cash flow model)

- Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model)
- Μέθοδος υπερκερδών (residual income valuation model)
- Μέθοδος της αξίας των στοιχείων ενεργητικού (asset-based model)

Η εφαρμογή των σχετικών μοντέλων αποτίμησης στοχεύει στη σύγκριση στοιχείων των εταιριών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Η σύγκριση αυτή γίνεται με την χρήση διάφορων αριθμοδεικτών και πολλαπλασιαστών. Οι δημοφιλέστεροι δείκτες είναι:

- P / E (Price / Earnings)
- P / Sales
- P / BV (Price / Book Value)
- P / Cash Flows

Σύμφωνα με τον Damodaran, Υπάρχουν τρεις κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης της εταιρικής αξίας (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition, 2012) και είναι οι εξής:

- Discounted cash flow valuation: η εταιρική αξία προσδιορίζεται ως η παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών της.
- Relative valuation: η εταιρική αξία εκτιμάται μέσω δεικτών και συγκρίνεται μεταξύ άλλων εταιριών παρόμοιου βεληγεκούς του ίδιου κλάδου.
- Option pricing models: η εταιρική αξία εκτιμάται μέσω παραγώγων.

Ενώ σύμφωνα με τον (Fernández, 2004) υπάρχουν έξι κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης της εταιρικής αξίας και είναι:

- Balance sheet-based models: η εταιρική αξία ουσιαστικά προκύπτει από τον ισολογισμό της.
- Income statement-based models: η εταιρική αξία προσδιορίζεται βάση της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης.
- Goodwill based models: η εταιρική αξία προσδιορίζεται από την φήμη και την πελατεία της, δύο παράγοντες που απεικονίζουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.

- Cash flow discounting based models: η εταιρική αξία προσδιορίζεται από την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών και προ εξοφλούνται με το προεξοφλητικό επιτόκιο που προσδιορίζει τον κίνδυνο αυτών των ροών.
- Value creation-based models: η δημιουργία εταιρικής αξίας.
- Options based models: η αποτίμηση της εταιρικής αξίας μέσω παραγώγων.

Οι δύο τελευταίες μέθοδοι ξεφεύγουν από τα πλαίσια που έχουν τεθεί στην παρούσα εργασία.

Τα μοντέλα αποτίμησης χρησιμοποιούνται για επενδυτικές αποφάσεις σε περιουσιακά στοιχεία και επενδυτικά αγαθά, για να καταλήξουν στο αποτέλεσμα αν είναι υπερτιμημένα ή υποτιμημένα, και έχουν ως βάση πως οι αγορές χαρακτηρίζονται από ανεπάρκεια και κάνουν λάθη στον προσδιορισμό της αξίας, καθώς και σε διάφορες υποθέσεις που θα μπορούσαν να διορθώσουν τις όποιες ατέλειες των αγορών. Όμως, η τιμή της αγοράς αντιπροσωπεύει καλύτερα την αξία σε μια αποτελεσματική αγορά, και το μοντέλο αποτίμησης αποδεικνύει το παραπάνω. (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition, 2012).

Σε αυτή την εργασία θα αναλυθεί και θα χρησιμοποιηθεί το μοντέλο της Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows) για την εταιρία Aegean Airlines. Οι υπόλοιποι μέθοδοι αναφέρονται καθαρά για λόγους πληροφόρησης και καλύτερης κατανόησης της έννοιας της αποτίμησης.

### **3.5. Προεξόφληση Ταμειακών Ροών – Discounted Cash Flows (DCF)**

#### **3.5.1. Γενικά για το μοντέλο DCF**

Η ανάλυση του μοντέλου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) αντιπροσωπεύει την καθαρή παρούσα αξία (NPV) των προβλεπόμενων ταμειακών ροών και η αξία αυτή είναι η αξία της επιχείρησης. Η φιλοσοφία γύρω από το μοντέλο της αποτίμησης μέσω των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι πως η αξία της εταιρίας προσδιορίζεται από την ικανότητά της για την δημιουργία ταμειακών ροών. (Damodaran, The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies, 2001) Κατ' επέκταση το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών βασίζεται κυρίως στις θεμελιώδεις προσδοκίες της εταιρίας και όχι σε ιστορικά

ή τωρινά δεδομένα. Τέλος δίνει έμφαση στην συνολική εταιρική αξία λαμβάνοντας υπόψιν το δανεισμό (debt) και τη καθαρή θέση (equity). (CFI, 2023)

Ο Damodaran (Damodaran, *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, 2001) επισημαίνει πως κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής, τρεις μεταβλητές λαμβάνονται υπόψιν:

- Πόσο κάθε κεφάλαιο της εταιρίας παράγει χρηματοροές
- Πότε αναμένονται να πραγματοποιηθούν οι ταμειακές ροές
- Την αβεβαιότητα και τον κίνδυνο από τον οποίο περιβάλλονται

Άρα, πρώτα εκτιμώνται οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές σε βάθος πενταετίας, έπειτα προ εξοφλούνται και τέλος η αξία τους μεταφράζεται σε παρούσα αξία και υπολογίζεται η αξία της επιχείρησης. Ο τύπος της παρούσας αξίας είναι:

$$\text{Παρούσα Αξία} = \sum_{i=1}^t \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου,

CF = η Ταμειακή Ροή την Περίοδο t

t = το Εκάστοτε Έτος Αναφοράς

r = το Προεξοφλητικό Επιτόκιο

Κατά την εφαρμογή της DCF μεθόδου πρέπει να γνωρίζουμε τις ταμειακές ροές (λειτουργικές – operating ή ελεύθερες – free cash flows), την υπολειμματική αξία (residual ή terminal value) και το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate). (Damodaran, *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, 2001)

### **3.5.2. Πλεονεκτήματα του Μοντέλου DCF**

- Ένα πολύ βασικό στοιχείο του μοντέλου είναι η πηγή και η ικανότητα δημιουργίας χρήματος της επιχείρησής.

- Στην λογιστική κατάσταση ταμειακών ροών περιέχονται στοιχεία περισσότερων ετών από ότι σ' αυτές των λογιστικών καταστάσεων.
- Απεικονίζει τα μελλοντικά στοιχεία των ταμειακών ροών.
- Δείχνει την δυναμική της επιχείρησης.
- Λαμβάνονται υπόψιν οι προσδοκίες όλων των ενδιαφερόμενων μερών όπως, μέτοχοι, πιστωτές, επενδυτές κλπ., για το πως βλέπουν τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης.
- Η μέθοδος είναι ανάμεσα στις πιο αξιόπιστες μεθόδους αποτίμησης και σε συνδυασμό με την ανάλυση αριθμοδεικτών μπορεί να παρέχει ακόμη πιο αξιόπιστα αποτελέσματα.

### 3.5.3. Μειονεκτήματα του Μοντέλου DCF

- Χρειάζεται μεγάλο χρονικό διάστημα για να υλοποιηθεί το μοντέλο.
- Απαραίτητη είναι η συλλογή πολλών πληροφοριών.
- Είναι ένα πολύπλοκο μοντέλο και απαιτείται μεγάλη προετοιμασία.
- Χρειάζεται καλή γνώση και σωστή χρήση των χρηματοοικονομικών εργαλείων.
- Κρίνεται απαραίτητη η παράλληλη χρηματοοικονομική μελέτη αριθμοδεικτών και καταστάσεων.
- Η ανάπτυξη του μοντέλου απαιτεί να γίνουν πολλές παραδοχές και υποθέσεις για τις μελλοντικές ταμειακές ροές, και ενέχει ο κίνδυνος αμφισβήτησης του αποτελέσματος.
- Τα ταμειακά πλεονάσματα της επιχείρησης μπορούν να επηρεαστούν άμεσα, μειώνοντας η επιχείρηση δραστικά τις επενδυτικές της δραστηριότητες και αυξάνοντας τις χρηματοροές της. Αυτή η δυνατότητα είναι πολύ σημαντική για τον προσδιορισμό της υπολειμματικής και της καθαρής παρούσας αξίας των ταμειακών ροών. (Λαζαρίδης Θ. Γ., 2017)

### 3.6. Προσδιορισμός των Λειτουργικών και των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (OCF – FCF)

Τα μετρητά που παράγει μια επιχείρηση από τα εισερχόμενα έσοδα αφαιρώντας τα λειτουργικά έξοδα για επενδύσεις σε κεφάλαιο και χρεόγραφα ονομάζονται **λειτουργικές ταμειακές ροές (Operating Cash Flows)**. Εκτιμούν καλύτερα τα επιχειρηματικά κέρδη σε σχέση με την αξιολόγησή τους βάση καθαρών κερδών. Άρα οι λειτουργικές ταμειακές ροές δείχνουν κατά πόσο η επιχείρηση μπορεί να καλύψει τα λειτουργικά της έξοδα, να χρηματοδοτεί τις επενδύσεις για



την ανάπτυξή της, να καλύπτει τον δανεισμό της και να διανέμει μέρισμα στους μετόχους της. (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010)

Ο τύπος των Λειτουργικών Ταμειακών Ροών είναι:

$$\text{OCF} = \text{EBIT}(1-t) + \text{D (+/-) Changes in Working Capital}$$

Όπου,

EBIT = Earnings Before Interest Taxes, Κέρδη προ Τόκων και Φόρων

(1-t) = ο Φορολογικός Συντελεστής

D = Depreciation, Αποσβέσεις

Changes in Working Capital, Αλλαγές στο Κεφάλαιο Κίνησης.

Το κεφάλαιο κίνησης είναι η διαφορά του Κυκλοφορούν Ενεργητικού (Current Assets) μείον τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (Current Liabilities). Αξίζει να σημειωθεί πως μεταβάλλεται συνεχώς καθώς αλλάζει ένας λογαριασμός στο κυκλοφορούν ενεργητικό ή ένας στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η αύξησή του σημαίνει χρήση κεφαλαίων και η μείωσή του άντληση κεφαλαίων. Ουσιαστικά είναι τα χρήματα που μας δείχνουν την σωστή λειτουργία της επιχείρησης και την δυνατότητα της ρευστότητάς της. (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010)

Οι λειτουργικές ταμειακές ροές μετά από φόρους ονομάζονται **ελεύθερες ταμειακές ροές (Free Cash Flows)**. Πρόκειται για τα μετρητά που παράγονται και απομένουν στην επιχείρηση εφόσον καλύψει πρώτα τις επενδυτικές της ανάγκες σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και τις απαιτήσεις της για το κεφάλαιο κίνησης, πάντα υποθέτοντας ότι δεν υπάρχει δανεισμός και επιβάρυνση από χρηματοοικονομικά έξοδα. (Νούλας, 2019) Ο λόγος που αφαιρούνται τα χρηματοοικονομικά έξοδα είναι ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν επηρεάζονται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης σύμφωνα με το θεμελιώδη θεώρημα των Modigliani & Miller στο οποίο αναφέρεται ότι η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή διάρθρωση. (Modigliani & Miller, 1958)

Ουσιαστικά είναι η διαφορά μεταξύ λειτουργικών ταμειακών ροών και επενδύσεων σε μετρητά. (Penman, 2013)

Ο τύπος των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών είναι:

$$\text{FCF} = \text{OCF} - \text{CAPEX}$$

CAPEX = Capital Expenditure, Κεφαλαιουχικές Δαπάνες

### 3.7. Προσδιορισμός της Υπολειμματικής Αξίας (Residual Value)

Υπολειμματική αξία είναι (*residual value*) είναι η αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης των ταμειακών ροών. (Λαζαρίδης Θ. Γ., 2017). Οι προβλέψεις των χρηματοροών γίνονται για συγκεκριμένο και μικρό χρονικό διάστημα και υπολογίζεται η παρούσα αξία τους. Η επιχείρηση όμως συνεχίζει να δραστηριοποιείται και έπειτα από το διάστημα αυτό και κρίνεται απαραίτητος ο υπολογισμός της αξίας της για την λειτουργία της στο περαιτέρω μελλοντικό χρονικό διάστημα. Όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος της πρόβλεψης τόσο μικρότερο ποσοστό έχει η υπολειμματική αξία στην αποτίμηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης και το αντίστροφο. Η υπερεκτιμημένη υπολειμματική αξία έχει ως αποτέλεσμα την μεγαλύτερη παρούσα αξία σήμερα, ενώ η υποτιμημένη την μικρότερη παρούσα αξία σήμερα.

Καθώς λοιπόν η υπολειμματική αξία εκτιμάται για μεγάλο χρονικό διάστημα, ο υπολογισμός της χαρακτηρίζεται από μεγάλο κίνδυνο. Ο κλάδος, το προϊόν που παράγεται, ο κύκλος ζωής του και το στάδιο του οικονομικού κύκλου στο οποίο βρίσκεται η οικονομία είναι σημαντικοί παράγοντες για την εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας. (Λαζαρίδης Θ. Γ., 2017)

Για να υπολογίσουμε την υπολειμματική αξία θα χρειαστούμε την ταμειακή ροή του τελευταίου έτους και θα υποθέσουμε έναν συνεχές ρυθμό αύξησης (*growth rate*) της ταμειακής ροής για τα επόμενα έτη.

Ο τύπος της υπολειμματικής αξίας είναι:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{\text{CF}_{t+1}}{r-g} = \frac{\text{CF}_t * g}{r-g}$$

Όπου,

t = το Τελευταίο Έτος της Περιόδου Πρόβλεψης

CF = οι Ταμειακές Ροές της Περιόδου,

g = ο Ρυθμός Αύξησης

r = το Προεξοφλητικό Επιτόκιο

### 3.8. Προσδιορισμός του Προεξοφλητικού Επιτοκίου

Ως προεξοφλητικό επιτόκιο στην περίπτωση του μοντέλου DCF χρησιμοποιείται το κόστος κεφαλαίου. Ένας ορισμός για το κόστος κεφαλαίου είναι: *Το μέσο σταθμικό κόστος όλων των πηγών κεφαλαίων μέσω των οποίων μια εταιρεία χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της.* (Νούλας, 2019) Αναλυτικότερα, από τον ίδιο καθηγητή αναφέρεται ότι το κόστος κεφαλαίου είναι το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης που πρέπει να αναμένει η επιχείρηση από την τοποθέτησή της σε διάφορες επενδύσεις, με την προϋπόθεση ότι ο λειτουργικός και χρηματοοικονομικός κίνδυνος της επιχείρησης παραμένει σταθερός έπειτα από αυτές τις επενδύσεις. Επίσης είναι το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης που απαιτούν οι επενδυτές ώστε να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους στην επιχείρηση και όχι σε κάποια άλλη μορφή επένδυσης. Δηλαδή, είναι το κόστος ευκαιρίας των επενδυτών.

Όταν η επιχείρηση αδυνατεί να καλύψει τα λειτουργικά της έξοδα, αναφερόμαστε στον λειτουργικό της κίνδυνο (Business Risk). Όταν αδυνατεί να καλύψει τα έξοδα της από την χρηματοδότηση των ξένων κεφαλαίων, αναφερόμαστε στον χρηματοοικονομικό της κίνδυνο (Financial Risk). (Νούλας, 2019)

Για την εφαρμογή του μοντέλου, αυτό που πρέπει να υπολογίσουμε είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Συνήθως, το WACC χρησιμεύει στις επενδύσεις και στις επιχειρηματικές αποφάσεις, και χρησιμοποιείται για να προσδιοριστεί η απόδοση μιας επιχειρηματικής μονάδας της επιχείρησης.

Ο τύπος για τον υπολογισμό του WACC είναι:

$$WACC = k_e * \frac{E}{E+D} + (1 - T) * k_d * \frac{D}{E+D}$$

Όπου,

$k_e$  = το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity)

$k_d$  = το Κόστος των Ξένων Κεφαλαίων (Cost of Debt)

E = το Σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων (Market Value of Equity)

D = το Σύνολο των Ξένων Κεφαλαίων (Market Value of Debt)

T = ο Φορολογικός Συντελεστής (Corporate Tax Rate)

Άρα, ο υπολογισμός του WACC, εφόσον ο δανεισμός, τα ίδια κεφάλαια και ο φορολογικός συντελεστής είναι δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις, απαιτεί τον προσδιορισμό του κόστους των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

### 3.8.1. Κόστος ιδίων κεφαλαίων (Cost of equity)

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία ο δημοφιλέστερος τρόπος για να υπολογιστεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι με το Μοντέλο Τιμολόγησης Κεφαλαίων Περιουσιακών Στοιχείων **CAPM** (Capital Assets Pricing Model). Το μοντέλο αυτό προσδιορίζει αν ένα περιουσιακό στοιχείο αποτιμάται δίκαια και ο κίνδυνος με την απαιτούμενη απόδοση συνδέονται γραμμικά. (Sharpe, 1964)

Το CAPM αναπτύχθηκε από τους χρηματοοικονομικούς οικονομολόγους William Sharpe, Jack Treynor, John Lintner και Jan Mossin στις αρχές της δεκαετίας του 1960, οι οποίοι έχτισαν το έργο τους σε ιδέες που διατύπωσε ο Harry Markowitz τη δεκαετία του 1950. (Fama & French, 2004)

Ο τύπος υπολογισμού του **CAPM** είναι:

$$E(R) = R_F + b (R_m - R_f)$$

Όπου,

$R_f$  = το Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου

$R_m$  = η Αναμενόμενη Απόδοση Όλης της Αγοράς

$b$  = ο Συντελεστής Συστηματικού Κινδύνου (beta Coefficient)

$R_f - R_m$  = η Διαφορά Αυτή Είναι το Ασφάλιστρο Κινδύνου της Αγοράς (Market Risk Premium)

Ο συντελεστής **beta** είναι ένας δείκτης που μετρά την ευαισθησία στην απόδοση που παρουσιάζει μια μετοχή σε σχέση με τις μεταβολές που παρουσιάζει ολόκληρη η αγορά, συνήθως ο βασικός χρηματιστηριακός δείκτης. Με απλά λόγια μετρά την μεταβολή στην τιμή της μετοχής σε μία συγκεκριμένη μεταβολή της χρηματιστηριακής αγοράς. (Eurocapital, 2023). Επομένως, είναι η σχέση της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψιν τον συστηματικό κίνδυνο. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του beta, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος για την μετοχή. Ένα beta μεγαλύτερο της μονάδας, χαρακτηρίζει την μετοχή ως επιθετική και δίνει μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές του δείκτη σε περιόδους ανάπτυξης (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010) ενώ σε περιόδους ύφεσης χαρακτηρίζεται ως ζημιογόνα καθώς η σχέση beta και δείκτη είναι γραμμική. (Eurocapital, 2023)

Ένα beta μικρότερο την μονάδας δείχνει πως η τιμή της μετοχής κινείται λιγότερα επιθετικά σε σχέση με τον δείκτη, άρα και η μεταβολή στην τιμή της είναι μικρότερη από αυτήν του δείκτη. Ένα beta ίσο με το μηδέν δηλώνει πως οι τιμές μετοχής και δείκτη κινούνται ανεξάρτητα καθώς υπάρχει μηδενική συσχέτιση. Και ένα beta μικρότερο του μηδενός δηλώνει πως οι αποδόσεις δείκτη και χρηματιστηριακού προϊόντος κινούνται αντίθετα καθώς υπάρχει αρνητική συσχέτιση. Ένα τέτοιο προϊόν μπορούμε να πούμε πως είναι ο χρυσός. (Eurocapital, 2023)

Το **risk premium** είναι το επιπρόσθετο ποσοστό της αναμενόμενης απόδοσης πέρα από αυτήν του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου και ουσιαστικά είναι η ανταμοιβή του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές κατά την επένδυσή τους σε μια μετοχή.

Οι υποθέσεις που γίνονται από το μοντέλο CAPM είναι ότι όλοι οι επενδυτές δεν λαμβάνουν ρίσκο από τη φύση τους και ότι έχουν την ίδια χρονική περίοδο για να αξιολογήσουν τις πληροφορίες. Υπάρχει απεριόριστο κεφάλαιο για δανεισμό με επιτόκιο απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Οι επενδύσεις μπορούν να χωριστούν σε απεριόριστα κομμάτια και μεγέθη. Δεν

υπάρχουν φόροι, πληθωρισμός ή κόστος συναλλαγής και ότι ο κίνδυνος και η απόδοση συνδέονται γραμμικά. Πολλές από αυτές τις υποθέσεις αμφισβητήθηκαν ως μη ρεαλιστικές ή λανθασμένες. (Chung, Peter, Johnson, and Schill). (Peter, Johnson, & Schill, 2006) Παρόλο αυτά, χρησιμοποιείται σήμερα από πολλούς επενδυτές για να κατανοήσουν τη σχέση μεταξύ αναμενόμενου κινδύνου και ανταμοιβής καθώς προσπαθούν να λάβουν καλύτερες αποφάσεις σχετικά με την προσθήκη τίτλων σε ένα χαρτοφυλάκιο. (Kenton & Suzanne, 2023)

### 3.8.2. Κόστος ξένων κεφαλαίων (Cost of Debt)

Το κόστος ξένων κεφαλαίων είναι το κόστος χρέους ή δανείων και ουσιαστικά είναι το πραγματικό επιτόκιο που πληρώνει μια επιχείρηση για τα χρέη της, όπως ομόλογα και δάνεια. Δηλαδή το κόστος με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση. Ο τύπος του κόστους ξένων κεφαλαίων είναι:

$$\text{Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων} = \frac{\text{ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ}}$$

Όπου,

Χρεωστικοί Τόκοι = ο Λογαριασμός Χρεωστικοί Τόκοι και Συναφή Έξοδα των Αποτελεσμάτων Χρήσης

Σύνολο Δανειακών Κεφαλαίων = το Άθροισμα των Βραχυπρόθεσμων και Μακροπρόθεσμων Δανείων της Επιχείρησης

Επειδή οι τόκοι εκπίπτουν από την φορολογία πρέπει να υπολογίσουμε το κόστος δανειακών κεφαλαίων μετά την φορολογία. Ο τύπος για το κόστος δανειακών κεφαλαίων μετά τους φόρους είναι:

$$\text{Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων μετά φόρων} = k_d (1-t)$$

Το χρέος έχει κόστος γιατί οι δανειστές απαιτούν από τους δανειολήπτες να επιστρέψουν το αρχικό ποσό ενός χρέους, καθώς και τους τόκους επιπλέον αυτού του ποσού. Το επιτόκιο ή η απόδοση που ζητείται από τους πιστωτές είναι το κόστος του χρέους—απαιτείται να ληφθεί υπόψη η διαχρονική αξία του χρήματος, ο πληθωρισμός και ο κίνδυνος να μην αποπληρωθεί το δάνειο.

Περιλαμβάνει επίσης το κόστος ευκαιρίας που σχετίζεται με τα χρήματα που χρησιμοποιούνται για το δάνειο που δεν χρησιμοποιούνται αλλού. (Hayes, James, & Perez, 2023)

### **3.8.3. Διαφορά μεταξύ κόστους ιδίων και ξένων κεφαλαίων**

Το χρέος και το μετοχικό κεφάλαιο παρέχουν στις επιχειρήσεις τα χρήματα που χρειάζονται για να διατηρήσουν τις καθημερινές τους δραστηριότητες. Τα ίδια κεφάλαια τείνουν να είναι πιο ακριβά για τις εταιρείες και δεν έχουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση. Η υπερβολική χρηματοδότηση χρέους, ωστόσο, μπορεί να οδηγήσει σε ζητήματα πιστοληπτικής ικανότητας και να αυξήσει τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων ή χρεοκοπίας. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να βελτιστοποιήσουν το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου τους (WACC) σε χρέη και ίδια κεφάλαια. (Hayes, James, & Perez, 2023)

Όλα τα παραπάνω θα εφαρμοστούν σε επόμενο κεφάλαιο με σκοπό να αποτιμηθεί η εταιρική αξία της αεροπορικής εταιρίας Aegean Airlines.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4



### **4.1. Όμιλος Aegean και Δραστηριότητα**

Η Εταιρεία και ο Όμιλος δραστηριοποιούνται στο τομέα των αερομεταφορών, παρέχοντας υπηρεσίες που αφορούν στη μεταφορά των επιβατών και εμπορευμάτων στον τομέα των δημόσιων αεροπορικών μεταφορών, εντός και εκτός της ελληνικής επικράτειας, με τακτικές ή έκτακτες πτήσεις και ναυλωμένες πτήσεις (πτήσεις charter) προς ένα σημαντικό αριθμό ελληνικών και διεθνών προορισμών. Παράλληλα, προσφέρουν υπηρεσίες αεροπορικών εφαρμογών, τεχνικής υποστήριξης και επίγειας εξυπηρέτησης αεροσκαφών. Η Olympic Air και η Aegean Cyprus LTD αποτελούν εξ' ολοκλήρου θυγατρικές της Εταιρείας (100% ποσοστό συμμετοχής) ενώ η Animawings Aviation Srl αποτελεί θυγατρική της Εταιρείας με 51% ποσοστό συμμετοχής. Μαζί με την Εταιρεία συγκροτούν τον Όμιλο. Η Μητρική Εταιρεία Αεροπορία Αιγαίου Α.Ε. είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών ενώ και το ομόλογο εκδόσεως της Μητρικής διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Στους σκοπούς της Εταιρείας ενδεικτικά εμπίπτουν και οι ακόλουθες δραστηριότητες,

- η παροχή υπηρεσιών στον τομέα των δημόσιων αεροπορικών μεταφορών εντός και εκτός της Ελληνικής επικράτειας με τακτικές ή έκτακτες πτήσεις για την μεταφορά επιβατών, ταχυδρομείου και φορτίου,
- η παροχή υπηρεσιών αεροπορικών εφαρμογών πάσης φύσεως,
- η παροχή υπηρεσιών τεχνικής υποστήριξης και επίγειας εξυπηρέτησης αεροσκαφών,
- η συμμετοχή σε οποιαδήποτε επιχείρηση ημεδαπή ή αλλοδαπή με παρεμφερή (εν γένει τουριστικής δραστηριότητας) σκοπό,
- η ίδρυση υποκαταστημάτων, πρακτορείων,
- η εισαγωγή, εμπορία, μίσθωση αεροσκαφών και ανταλλακτικών.



## **Επιχειρηματική Αποστολή**

Η παροχή υψηλού επιπέδου υπηρεσιών σε όλα τα στάδια του ταξιδιού, μέσω ενός εκτενούς δικτύου δρομολογίων εσωτερικού και εξωτερικού. Η επένδυση στην εκπαίδευση και συνεχή εξέλιξη του προσωπικού, σε συνδυασμό με την πελατοκεντρική φιλοσοφία αποτελούν κύριους πυλώνες υλοποίησης της επιχειρηματικής αποστολής.

## **Όραμα**

Η υπεύθυνη λειτουργία και ανάπτυξη του Ομίλου, συμβάλλοντας στην ανάπτυξη του κλάδου και της οικονομίας και συνεπώς στη δημιουργία αξίας προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.

## **Εταιρικές Αξίες**

Η λειτουργία του Ομίλου διέπεται από κανόνες ηθικής και επαγγελματικής δεοντολογίας και από τις αξίες που απορρέουν από την επιχειρηματική αποστολή και το όραμα. Οι εταιρικές αξίες αποτελούν τα βασικά θεμέλια για την ανάπτυξη του Ομίλου και προσανατολίζονται στο τρίπτυχο, «συνεχής εξέλιξη, ποιοτική εξυπηρέτηση και αξιοπιστία».

**Συνεχής εξέλιξη:** Επένδυση στην καινοτομία στοχεύοντας στη συνεχή βελτίωση των προσφερόμενων υπηρεσιών και της ταξιδιωτικής εμπειρίας, Επένδυση στην εκπαίδευση, την εξέλιξη και την επιμόρφωση του ανθρώπινου δυναμικού, Βιώσιμη ανάπτυξη με πολλαπλασιαστικά οφέλη για τον κλάδο, την οικονομία και όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.

**Ποιοτική εξυπηρέτηση:** Πελατοκεντρική φιλοσοφία και αυθεντική κουλτούρα εξυπηρέτησης του επιβάτη, με εστίαση στην ποιότητα των προσφερόμενων υπηρεσιών, Ανάπτυξη του τουριστικού προϊόντος της χώρας και Σύμπραξη δυνάμεων με φορείς του κλάδου, προς επίτευξη στόχων και προβολής του ελληνικού τουρισμού,

**Αξιοπιστία:** Υπεύθυνη λειτουργία με σεβασμό απέναντι στους εργαζόμενους, τους επιβάτες, τις τοπικές κοινωνίες τους προμηθευτές και το περιβάλλον, Άξια εκπροσώπηση της Ελλάδας στο εξωτερικό και Υποστήριξη τοπικών κοινοτήτων.

## 4.2. Ιστορική Αναδρομή

Η Aegean Airlines ιδρύθηκε το 1999. Το 2001 η Aegean Airlines ενώνει τις δυνάμεις της με την Cronus Airlines, εξυπηρετώντας 11 προορισμούς στην Ελλάδα και 7 στο εξωτερικό. Το 2003 είναι η πρώτη ελληνική αεροπορική εταιρεία που παρέχει την υπηρεσία e-ticket. Το 2005 γίνεται partner της Lufthansa και το 2007 εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Το 2010 η Aegean Airlines γίνεται μέλος του δικτύου Star Alliance, που είναι η μεγαλύτερη αεροπορική συμμαχία παγκοσμίως με 26 μέλη αεροπορικών εταιριών συνδέοντας 195 χώρες. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την ευκολότερη σύνδεση της Ελλάδας με τον κόσμο και πρόσβαση σε δημοφιλείς προορισμούς διακοπών στην Ελλάδα. Ακόμη, την ίδια χρονιά οι μέτοχοι της Aegean Airlines και της Olympic Air συμφώνησαν στην συγχώνευση των δραστηριοτήτων των δύο εταιρειών και το 2013 έπειτα από έγκριση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ολοκληρώνεται η εξαγορά του 100% των μετοχών της Olympic Air από την Aegean και η μεταβίβαση του συνόλου των μετοχών, με την υπογραφή της οριστικής συμφωνίας ανάμεσα στην Aegean και την Marfin Investment Group AE. Με την ολοκλήρωση και του τυπικού αυτού σκέλους της διαδικασίας, η Olympic Air καθίσταται θυγατρική της Aegean. Η AEGEAN μετά από ψηφοφορία αναδείχτηκε «Περιφερειακή Αεροπορική Εταιρεία της Χρονιάς» (Regional Airline of the Year 2014) στα Air Transport News Awards 2014. Ακόμη, παρουσιάζει τη στρατηγική ανάπτυξής της και ανακοινώνει 13.000.000 θέσεις στις πτήσεις της προς 87 προορισμούς εξωτερικού σε 32 χώρες και 33 προορισμούς εσωτερικού από 8 ελληνικές βάσεις, ενίσχυση του στόλου με 5 Airbus και 17 νέους προορισμούς εξωτερικού. Το 2015-2018 παραλαμβάνει 7 νέα αεροσκάφη τύπου Airbus 320 και επισυνάπτει συμφωνία με την Airbus για την απόκτηση 30 αεροσκαφών νέας γενιάς της οικογένειας A320neo.

Το 2019 το η AEGEAN ανακηρύσσεται ως «ο Επίσημος Αερομεταφορέας του Ελληνικού», το μεγαλύτερο τουριστικό έργο ανάπτυξης της χώρας. Επίσης στα τέλη της ίδιας χρονιάς παραλαμβάνει το πρώτο αεροσκάφος A320neo εξοπλισμένο με τη νέα γενιά κινητήρων Pratt & Whitney GTF™. Ένα χρόνο αργότερα παρέλαβε 8 επιπλέον αεροσκάφη A320neo. Στις αρχές του 2022 εισάγει την υπηρεσία Wi-Fi onboard για υψηλές ταχύτητες Internet εν πτήση. Τον Αύγουστο του 2022 ξεκίνησε η συμφωνία για πτήσεις κοινού κωδικού με την Emirates, παρέχοντας την δυνατότητα στους επιβάτες της Aegean να έχουν πρόσβαση στις πτήσεις της

Emirates προς διεθνείς προορισμούς μέσω Ντουμπάι, διαθέτοντας πτήσεις μεταξύ Ντουμπάι και Αθήνας, και από το 2023 Αθήνα - Νέα Υόρκη (αεροδρόμιο Νιούαρκ) και στους επιβάτες της Emirates να έχουν πλέον τη δυνατότητα να ταξιδέψουν μέσω Αθήνας σε προορισμούς που περιλαμβάνονται στο δίκτυο των δύο αεροπορικών εταιρειών. (Capital, 2023)

Σήμερα, ο όμιλος απαριθμεί στόλο 69 αεροσκαφών (εκ των οποίων 55 jet και 14 turboprops/ ελικοφόρα) και συνολικά καλύπτει 133 προορισμούς σε 41 χώρες από τις συνολικά 8 βάσεις της σε Ελλάδα και εξωτερικό. (Φωτεινός, 2022)



Για δωδέκατη συνεχή χρονιά και δέκατη τρίτη τα τελευταία δεκατρία χρόνια έλαβε τον τίτλο της «καλύτερης περιφερειακής αεροπορικής εταιρείας στην Ευρώπη» η Aegean, στα Skytrax World Airline Awards του 2023. Η αεροπορική κατέκτησε και τη δεύτερη θέση στην κατηγορία της «καλύτερης περιφερειακής αεροπορικής εταιρείας παγκοσμίως». Παράλληλα, συνέχισε να βρίσκεται μεταξύ των καλύτερων εταιρειών στην Ευρώπη για το προσωπικό καμπίνας που διαθέτει και την ταξιδιωτική εμπειρία που προσφέρουν στους επιβάτες της, κατακτώντας την 4η θέση στην κατάταξη για το "Καλύτερο Πλήρωμα Καμπίνας στην Ευρώπη". (Η Καθημερινή, 2022)

#### **4.3. Κλάδος Αερομεταφορών και Επιπτώσεις COVID-19**

Το 2020 η Πανδημία COVID-19 αποτέλεσε ένα ισχυρό, εξωγενές σοκ παγκόσμιας έκτασης με σοβαρές κοινωνικές και οικονομικές προεκτάσεις. Ο κλάδος των αερομεταφορών είναι ο κλάδος που έχει θιγεί καίρια και καταστροφικά από τις συνέπειες της πανδημίας και τα μέτρα περιορισμού στις μετακινήσεις. Σύμφωνα με μελέτες της IATA, η πανδημία αποτέλεσε το σοβαρότερο εξωγενή παράγοντα που είχε ποτέ να αντιμετωπίσει ο κλάδος, θέτοντας σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα των αεροπορικών εταιρειών και οδηγώντας σε ζημιές ύψους 118 δις δολάρια το 2020 και 52 δις δολάρια το 2021, από κέρδη ύψους 26 δις δολάρια το 2019.

Μετά τη πρωτοφανή κρίση που προκάλεσε το 2020, με την καθήλωση των αεροσκαφών για μεγάλο χρονικό διάστημα, το 2021 η έναρξη και εξέλιξη του εμβολιαστικού προγράμματος καθώς και η εφαρμογή του πράσινου πιστοποιητικού στην Ευρώπη, επέτρεψαν τη σταδιακή άρση των περιοριστικών μέτρων στις μετακινήσεις και συνεπώς συνέβαλαν στη βελτίωση των συνθηκών για τον κλάδο. Παρότι οι συνθήκες βελτιώθηκαν συγκριτικά με το 2020, η πτητική δραστηριότητα παρέμεινε σε χαμηλά σχετικά επίπεδα, με σημαντικές διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια του έτους, χαμηλές πληρότητες και ζημιογόνα συνολικά αποτελέσματα για τον κλάδο.

Η σοβαρή κρίση που βιώνει ο κλάδος των αερομεταφορών κατέστησε αναγκαία την παροχή σημαντικών κρατικών ενισχύσεων στις αεροπορικές εταιρείες τόσο των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με εγκεκριμένα ποσά από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή που αθροιστικά υπερβαίνουν τα 35 δις ευρώ υπό μορφής δανεισμού, ανακεφαλαιοποίησης ή αποζημίωσης, όσο και των αεροπορικών εταιρειών των ΗΠΑ που ανέρχονται σε 70 δις δολ. υπό μορφής δανεισμού, αποζημίωσης ή επιχορήγησης.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της IATA, το 2020 καταγράφηκε ως η χειρότερη χρονιά όλων των εποχών για τον κλάδο των αερομεταφορών με την επιβατική κίνηση να σημειώνει μείωση 70% στην Ευρώπη σε σχέση με το 2019.

Το 2021 η επιβατική κίνηση στο σύνολο των ευρωπαϊκών αεροδρομίων ανήλθε στο 40% της αντίστοιχης κίνησης του 2019 ενώ οι πτήσεις στο 56% του αντίστοιχου επιπέδου το 2019.

Το 2021 η επιβατική κίνηση εσωτερικού στο σύνολο των ελληνικών αεροδρομίων, σύμφωνα με τα στοιχεία της Υπηρεσίας Πολιτικής Αεροπορίας, σημείωσε πτώση 39% το 2021 σε σχέση με το 2019, ενώ η επιβατική κίνηση εξωτερικού σημείωσε πτώση 46% σε σχέση με το 2019.

Ο κλάδος των αερομεταφορών το 2022 ανέκτησε σημαντικό μέρος από τις απώλειες που προκάλεσε η πανδημία, απόρροια της σημαντικής ανάκαμψης της ζήτησης. Οι πρώτοι μήνες του έτους επηρεάστηκαν σημαντικά από την παραλλαγή Omicron η οποία εξαπλώθηκε με γοργούς ρυθμούς, ενώ η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία στα τέλη Φεβρουαρίου, βραχυπρόθεσμα μόνο, δημιούργησε μία αστάθεια στις προοπτικές για τη θερινή περίοδο. Η παγκόσμια αεροπορική επιβατική κίνηση ανέκτησε δυναμική και άρχισε να ανακάμπτει από τον Μάιο και ύστερα.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Υπηρεσίας Πολιτικής Αεροπορίας, το 2022 οι πτήσεις εσωτερικού και εξωτερικού αυξήθηκαν κατά 0,6% σε σχέση με το 2019.

Ειδικότερα, σε σύγκριση με το 2021, οι επιβάτες εσωτερικού αυξήθηκαν κατά 60,3% και οι διεθνείς επιβάτες κατά 98,3%, αλλά υστέρησαν σε σχέση με το 2019 κατά 4,7% και 13,9% αντίστοιχα.

Για τον όμιλο, το 2022 υπήρξε πλήρης ανάκαμψη οικονομικών μεγεθών με την επιστροφή της ζήτησης και την ωρίμανση των επενδύσεων σε στόλο μετά από δύο χρόνια επώδυνων ζημιών λόγω της πανδημίας. Το 2022 ο Όμιλος προσέφερε 15,8 εκατ. θέσεις και μετέφερε 12,5 εκατ. επιβάτες συνολικά 73% περισσότερους σε σχέση με το 2021, έχοντας ανακτήσει το 83% της επιβατικής κίνησης του 2019, εκ των οποίων 7,3 εκατ. επιβάτες από/προς προορισμούς του εξωτερικού. Ο συντελεστής πληρότητας διαμορφώθηκε στο 79,8% σημαντικά βελτιωμένος από το 2021 (+ 14,3 ποσοστιαίες μονάδες), αλλά κάτω από τα επίπεδα του 2019 απόρροια της επίδρασης του πρώτου και δεύτερου τριμήνου. Η συμβολή της κίνησης του δικτύου εξωτερικού αντιπροσωπεύει σχεδόν το 80% του συνολικού κύκλου εργασιών του Ομίλου για το 2022.

#### **4.4. Επιχειρησιακές Εξελίξεις**

##### **Μέτρα που υιοθετήθηκαν για την αντιμετώπιση των προκλήσεων**

Από τις αρχές του 2020 και καθ' όλη τη διάρκεια του 2021 ο Όμιλος ενήργησε άμεσα για να μετριάσει τον αντίκτυπο της πανδημίας σε όλους τους άξονες της επιχειρησιακής του λειτουργίας: Υλοποίηση των απαραίτητων διαδικασιών για την καλύτερη προστασία των επιβατών και του προσωπικού υπό τις νέες συνθήκες της πανδημίας. Ευέλικτη και δυναμική διαχείριση του δικτύου έτσι ώστε να προσαρμόζεται άμεσα στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς. Συνεχή διαπραγμάτευση με τους κύριους προμηθευτές σε υπηρεσίες και προϊόντα για να επιτευχθεί μείωση του κόστους αλλά και για να δημιουργηθεί ευελιξία και προσαρμοστικότητα στις μεταβαλλόμενες συνθήκες. Αξιοποίηση των οριζόντιων μέτρων της πολιτείας για τους εργαζόμενους και τις επιχειρήσεις. Ταμειακή και κεφαλαιακή θωράκιση.

Βέβαια, οι προκλήσεις που είχε να αντιμετωπίσει η εταιρεία δεν σταματούν στην πανδημία. Στα τέλη του Φλεβάρη του 2022 η Ρωσική εισβολή στην Ουκρανία έφερε έμμεσες συνέπειες οδηγώντας την διεθνή τιμή του πετρελαίου να σημειώσει μεγάλη αύξηση λόγω της

γεωπολιτικής αστάθειας και των κυρώσεων της ΕΕ και των ΗΠΑ στις εισαγωγές πετρελαίου από τη Ρωσία. Η ραγδαία αύξηση του κόστους καυσίμων επηρέασε τα αποτελέσματα του Ομίλου, από το δεύτερο τρίμηνο του έτους με την τιμή του καυσίμου το 2022 να είναι κατά 77% υψηλότερη από τη τιμή του καυσίμου το 2021 και 82% υψηλότερη από την αντίστοιχη τιμή του 2019. Μέρος της αύξησης του κόστους καυσίμου αντισταθμίστηκε από παράγωγα προϊόντα που είχε συνάψει ο Όμιλος. Ο Όμιλος συνεχίζει και θέτει ως στρατηγικές προτεραιότητες την ευελιξία και προσαρμοστικότητα ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς.

#### **4.5. Κίνδυνοι και Διαχείριση Κινδύνων**

##### **4.5.1. Συναλλαγματικός Κίνδυνος**

Ένα μεγάλο μέρος των εξόδων του Ομίλου όπως καύσιμα, έξοδα μίσθωσης αεροσκαφών, έξοδα διανομής, ανταλλακτικά, έξοδα συντήρησης, και ασφάλιστρα αεροσκαφών πραγματοποιείται σε δολάρια Η.Π.Α., ενώ το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων εισπράττεται σε ευρώ. Ανατιμήσεις του ευρώ έναντι του δολαρίου επηρεάζουν θετικά τα κέρδη της Ομίλου επειδή το ισόποσο σε ευρώ, λόγω μετατροπής, των λειτουργικών εξόδων σε δολάρια μειώνεται, ενώ η υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου Η.Π.Α. επηρεάζει αρνητικά τα κέρδη. Παρά τις πρακτικές αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου όμως, σημαντικά αντίθετες κινήσεις του δολαρίου, θα μπορούσαν να έχουν ουσιώδη αρνητική επίδραση στην επιχειρηματική δραστηριότητα, τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τα λειτουργικά αποτελέσματα του Ομίλου. Την 31η Δεκεμβρίου 2022 ο Όμιλος είχε συνάψει συμφωνίες για να αντισταθμίσει το 45% και 11% των εκτιμώμενων ετήσιων αναγκών του σε δολάρια Η.Π.Α. για τα έτη 2023 και 2024, αντίστοιχα. Την 31η Δεκεμβρίου 2021 ο Όμιλος είχε συνάψει συμφωνίες για να αντισταθμίσει το 31% και 30% των εκτιμώμενων ετήσιων αναγκών του σε δολάρια Η.Π.Α. για τα έτη 2022 και 2023, αντίστοιχα.

##### **4.5.2. Κίνδυνος Επιτοκίων**

Ο Όμιλος είναι εκτεθειμένος στον κίνδυνο των διακυμάνσεων των επιτοκίων λόγω των καταθέσεών του σε μετρητά. Επίσης, είναι εκτεθειμένος στις διακυμάνσεις των επιτοκίων στις μισθώσεις αεροσκαφών καθώς και στα δάνεια που έχουν συμφωνηθεί με κυμαινόμενο επιτόκιο. Η πολιτική του Ομίλου είναι να ελαχιστοποιήσει την έκθεσή του στον κίνδυνο ταμειακών ροών

επιτοκίου, όσον αφορά στις μισθώσεις αεροσκαφών. Την 31η Δεκεμβρίου 2022, ο Όμιλος είχε συνάψει συμβόλαια ανταλλαγής επιτοκίου για την κάλυψη του επιτοκίου κινδύνου από μισθώσεις τεσσάρων (4) αεροσκαφών που αναμένεται να παραληφθούν το 2023.

#### **4.5.3. Κίνδυνος Τιμών Καυσίμων Αεροσκαφών**

Ο Όμιλος εκτίθεται σε κίνδυνο από τις διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου, η οποία επηρεάζει άμεσα την τιμή των καυσίμων των αεροσκαφών. Για τη διαχείριση αυτού του κινδύνου, ο Όμιλος συνάπτει συμβόλαια αντιστάθμισης κινδύνου σε προϊόντα πετρελαίου που καλύπτουν ένα μέρος των εκτιμώμενων επιχειρησιακών αναγκών του. Την 31η Δεκεμβρίου 2022, ο Όμιλος είχε σε ισχύ προθεσμιακά συμβόλαια (παράγωγα προϊόντα) αγοράς καυσίμων που καλύπτουν ποσοστό 49% των προβλεπόμενων αναγκών σε καύσιμα για το 2023. Την 31η Δεκεμβρίου 2021, ο Όμιλος είχε σε ισχύ προθεσμιακά συμβόλαια (παράγωγα προϊόντα) αγοράς καυσίμων που καλύπτουν ποσοστό 44% και 6% των προβλεπόμενων αναγκών σε καύσιμα για το 2022 και το 2023 αντίστοιχα.

#### **4.5.4. Πιστωτικός Κίνδυνος**

Ο Όμιλος για να προστατευθεί από τον πιστωτικό κίνδυνο, παρακολουθεί σε σταθερή βάση τις εμπορικές απαιτήσεις και όπου κριθεί απαραίτητο διερευνά τη διασφάλιση της είσπραξής τους με κάθε πρόσφορο μέσο. Ο κίνδυνος αυτός υπό τις παρούσες συνθήκες δεν έχει αυξηθεί σε σχέση με το παρελθόν.

#### **4.5.6. Κίνδυνος Ρευστότητας**

Η συνετή διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας προϋποθέτει επαρκή ταμειακά υπόλοιπα. Ο Όμιλος διαχειρίζεται τον κίνδυνο αυτόν διατηρώντας επαρκή ταμειακά διαθέσιμα, άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα και επαρκή πιστωτικά όρια από τους προμηθευτές του, σε σχέση πάντα με τις λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές ανάγκες του.

### **4.6. Προοπτικές της Εταιρείας**

Η AEGEAN συνεχίζει να επενδύει και το 2023 στους δύο μεγαλύτερους κόμβους του δικτύου της την Αθήνα και τη Θεσσαλονίκη με ενισχυμένο πρόγραμμα δρομολογίων τόσο κατά τη θερινή όσο και κατά τη χειμερινή περίοδο, επενδύοντας ουσιαστικά στην επέκταση της

τουριστικής περιόδου. Το 2023 προγραμματίζει την έναρξη του θερινού της προγράμματος κατά 1 μήνα νωρίτερα διευρύνοντας το δίκτυο των προορισμών της και ενισχύοντας περαιτέρω τη δραστηριότητά της σε υφιστάμενες και νέες αγορές. Την ίδια στιγμή με τα νέα lounges, αλλά και τα αεροσκάφη της οικογένειας Airbus neo που επιχειρούν το πτητικό έργο αναβαθμίζουν την ταξιδιωτική εμπειρία και την ποιότητα του προσφερόμενου προϊόντος. Είναι σημαντικό ότι για το 2023 ο Όμιλος προγραμματίζει το 60% του στόλου να αποτελείται από αεροσκάφη νέας τεχνολογίας, συμβάλλοντας στην βελτίωση του μοναδιαίου κόστους και στη δυνατότητα παροχής υψηλότερης ποιότητας προσφερόμενων υπηρεσιών.

Η AEGEAN σχεδιάζει να επιχειρεί με 76 αεροπλάνα το 2023 και να προσφέρει συνολικά 18 εκατ. θέσεις, με 11 εκατ. θέσεις εξωτερικού, 2 εκατ. περισσότερες συγκριτικά με το 2022 και 800 χιλιάδες περισσότερες από το 2019. Το Δίκτυο θα καλύπτει 46 χώρες, με 264 δρομολόγια σε 161 προορισμούς από συνολικά 8 βάσεις.

Αδιαμφισβήτητα όμως, μέσα σε ένα περιβάλλον κατά το οποίο οι γεωπολιτικές ισορροπίες έχουν διαταραχθεί, το κόστος της ενέργειας και των καυσίμων έχουν αυξηθεί, και οι πληθωριστικές πιέσεις επιδρούν το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, η εγρήγορση, η ευελιξία και προσαρμοστικότητα παραμένουν προτεραιότητες.





## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### 5. Αποτίμηση της Εταιρείας Aegean Airlines

Όπως αναφέρθηκε στο Κεφάλαιο 3, η αποτίμηση μέσω των προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαιτεί τον υπολογισμό του WACC και κατ' επέκταση τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων και του κόστους δανεισμού. Ακολουθούν αναλυτικά οι υπολογισμοί.

#### 5.1. Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων

$$E(R) = R_F + b (R_m - R_f)$$

Επένδυση χωρίς κίνδυνο δεν υπάρχει. Για τον υπολογισμό του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου  $R_f$  πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν την απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου καθώς παρουσιάζει μια σταθερότητα. Θα χρησιμοποιήσουμε τον μέσο όρο των αποδόσεων του τελευταίου τετράμηνου και σύμφωνα με τα δεδομένα όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα είναι 3,98. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2023)

*Πίνακας 11. Μέσος Όρος Αποδόσεων 10ετούς Ελληνικού Ομολόγου (Τράπεζα της Ελλάδος, 2023)*

Μήνας	Απόδοση 10ετούς ομολόγου %
Μάρτιος	4,29 %
Απρίλιος	4,23 %
Μάιος	3,98%
Ιούνιος	3,70%
Ιούλιος	3,85%
Αύγουστος	3,88%
Μέσος Όρος	<b>3,98%</b>

Σύμφωνα με τα δεδομένα το **market risk premium** είναι **10,3%** (Μάιος, 2023). (Market Risk Premia, 2023)

Το **beta** της εταιρείας θα χρησιμοποιήσουμε το μοχλευμένο beta της 5ετίας/εβδομάδα και σύμφωνα με τα δεδομένα είναι **1,091** και χαρακτηρίζει την μετοχή ως επιθετική και πιο αποδοτική από την αγορά. (Eurocapital, 2023)

Άρα, το **κόστος των ιδίων κεφαλαίων** για την αεροπορική εταιρεία Aegean Airlines σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM είναι:

$$E(R) = 0,0398 + 1,091 * 0,103 = \mathbf{0,1521 \text{ ή } 15,21 \%}$$

## 5.2. Υπολογισμός κόστους ξένων κεφαλαίων

Το κόστος με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση, όπως προαναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\mathbf{\text{Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων}} = \frac{\mathbf{\text{ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ}}}{\mathbf{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ}}}$$

Σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης για την πενταετία 2018-2022 προκύπτουν οι παρακάτω υπολογισμοί:

**Πίνακας 12. Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων - Aegean Airlines (2018 – 2022)**

	2018	2019	2020	2021	2022	Μέσος όρος
Τόκοι και λοιπά χρηματοοικονομικά έξοδα	2.246,74	21.056,98	27.361,45	30.673,23	40.407,17	
Σύνολο Δανειακών Κεφαλαίων	0	198.747,92	437.228,45	346.200,76	268.185,07	
$r_d$	-	10,5%	6,2%	8,8%	15%	<b>8,1%</b>

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, προκύπτει πως το **κόστος δανεισμού** της εταιρίας Aegean Airlines είναι ίσο 0.081 με ή 8,1%. Είναι ένα πολύ λογικό νούμερο καθώς λόγω της πανδημίας Covid-19 η εταιρία είχε δανειστεί σε πολύ υψηλό βαθμό.

## 5.3. Υπολογισμός WACC

Όπως προαναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο ο υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = k_e * \frac{E}{E+D} + (1 - T) * k_d * \frac{D}{E+D}$$

**Πίνακας 13. Ξένα Κεφάλαια D/(E+D) - Aegean Airlines (2018 – 2022)**

	2018	2019	2020	2021	2022	Μέσος όρος %
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	411.059,34	911.560,90	1.271.623,85	1.212.878,75	1.577.776,55	
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	620.134,60	1.141.767,14	1.310.029,60	1.390.285,67	1.892.654,72	
<b>Ποσοστό %</b>	66,28%	79,83%	97,06%	87,23%	83,36%	<b>82,75%</b>

**Πίνακας 14. Ίδια Κεφάλαια E/(E+D) - Aegean Airlines (2018 - 2022)**

	2018	2019	2020	2021	2022	Μέσος Όρος %
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	209.075,27	230.206,25	36.071,65	177.406,91	314.878,16	
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	620.134,60	1.141.767,14	1.310.029,60	1.390.285,67	1.892.654,72	
<b>Ποσοστό %</b>	33,72%	20,17%	2,94%	12,77%	16,64%	<b>17,25%</b>

Ο φορολογικός συντελεστής είναι ίσος με **22%** καθώς δεν προβλέπεται να αλλάξει τα επόμενα χρόνια.

Επομένως, σύμφωνα με τους παραπάνω υπολογισμούς, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, το οποίο θα χρησιμοποιηθεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο για την αποτίμηση των ταμειακών ροών, είναι ίσο με:

$$WACC = 0,1521 * 0,1725 + (1 - 0,22) * 0,081 * 0,8275 = 0,0262 + 0,0522 = \mathbf{0,0784 \text{ ή } 7,84\%}$$

#### **5.4. Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών**

Ο τύπος από τον οποίο προκύπτουν οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι:

$$\text{FCFF} = \text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} + \text{Τόκοι} \cdot (1-t) - \text{Μεταβολή στα πάγια στοιχεία} - \text{Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης}$$

$$\text{FCFF} = 106.778,71 + 127.680,73 + 41.775,81 \cdot (1-0,22) - (281.841,64 - 164.719,75) - 94.614,8$$

$$=$$

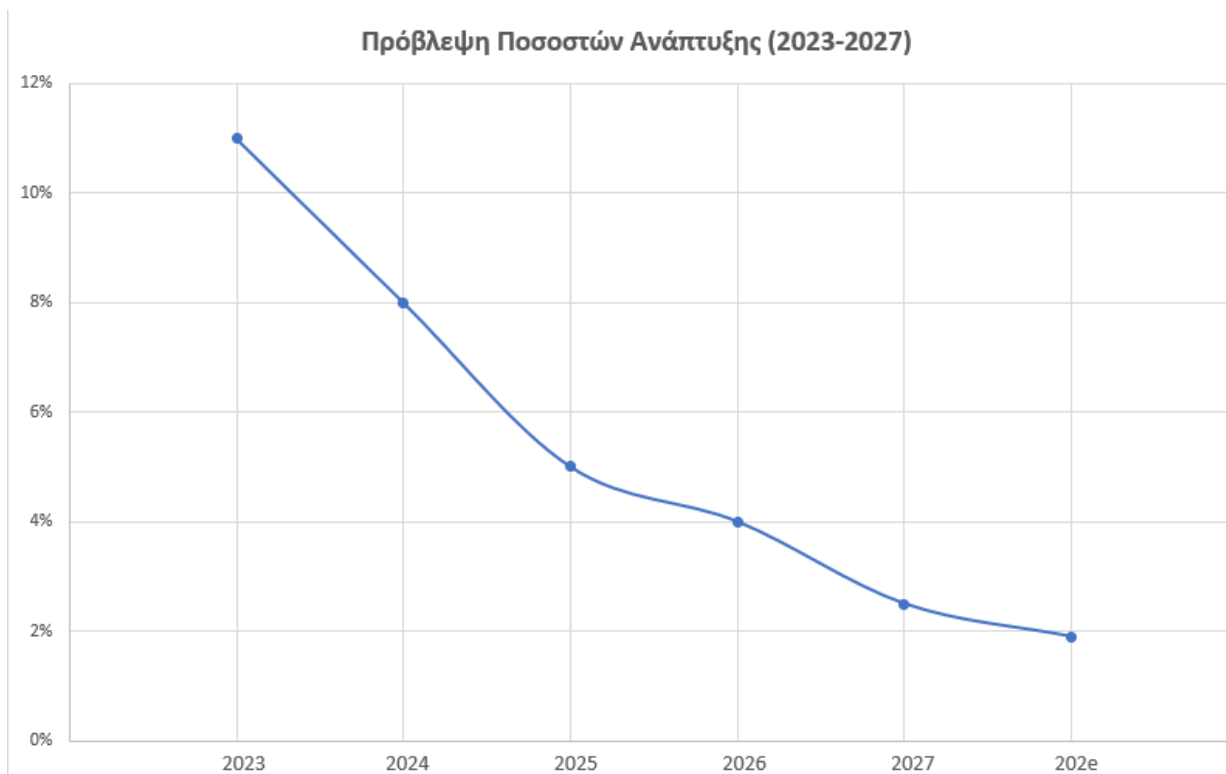
$$234.459,44 + 32.585,13 - 117.121,89 - 94.614,8 = \mathbf{55.307,88}$$

Επομένως, από τα παραπάνω προκύπτει πως οι ελεύθερες ταμειακές ροές για την εταιρεία Aegean Airlines το 2022 είναι 55.307,88. Για να προβλέψουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές για την επόμενη πενταετία υποθέτουμε πως ο φορολογικός συντελεστής θα μείνει σταθερός στο 22% (όπως ήταν για τις χρονιές 2021 και 2022). Έπειτα υποθέτουμε πως για το 2023 ο ρυθμός ανάπτυξης g θα είναι 11%, για το 2024 8%, έπειτα για την χρονιά 2025 θα μειωθεί στο 5%, για το 2026 στο 4% και για το 2027 στο 2,5%. Πέραν της πενταετίας, για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας, υποθέτουμε έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης 1,9%.

**Πίνακας 15. Πρόβλεψη Ποσοστών Ανάπτυξης (2023-202e)**

2023	2024	2025	2026	2027	202e
11%	8%	5%	4%	2,5%	1.9%

Τα παραπάνω νούμερα στηρίζονται στο γεγονός πως το 2022 η εταιρία ανέκαμψε πλήρως στα οικονομικά της μεγέθη μετά από δύο χρόνια επώδυνων ζημιών λόγω πανδημίας. Πιο συγκεκριμένα, ο κύκλος εργασιών είναι 1,34 δις. ευρώ 2% υψηλότερος από το 2019 και 106,8 εκατ. ευρώ κέρδη μετά από φόρους που αντιστοιχεί σε 36% υψηλότερο ποσοστό σε σχέση με το 2019. Ακόμη, η εταιρία μετέφερε 12,5 εκατ. επιβάτες το 2022 σημειώνοντας πληρότητα 79,8% των προσφερόμενων θέσεων της.



**Διάγραμμα 7. Πρόβλεψη Ποσοστών Ανάπτυξης (2023-2027)**

Προβλέπεται αύξηση εσόδων κατά 7% και 8% για τις χρονιές 2023 και 2024 κυρίως λόγω αύξησης της επιβατικής κίνησης μεταξύ 2-5% και 3-5 ευρώ έσοδα ανά επιβάτη, καθώς και προβλέπεται και αύξηση του EBITDA μεταξύ 19%-23% για την ίδια περίοδο. (Eurobank Equites)

Τον Μάρτιο του 2023, η εταιρία αποπλήρωσε το τελευταίο τμήμα του έκτακτου δανεισμού που είχε λάβει από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες της Ελλάδος την περίοδο της πανδημίας. Αξιοσημείωτο είναι ότι το αποπλήρωσε 3 χρόνια νωρίτερα από την προθεσμία. Μετά την αποπληρωμή του δανείου, η άμεση διαθέσιμη ρευστότητα σε καταθέσεις και χρηματοοικονομικά ισοδύναμα είναι πάνω από 500 εκατ. ευρώ και τα ίδια κεφάλαια επέστρεψαν σε επίπεδα προ πανδημίας.

Η Aegean ανακοινώνει τα οικονομικά αποτελέσματα για το πρώτο εξάμηνο του 2023, καταγράφοντας υψηλές επιδόσεις. Η αύξηση στην επιβατική κίνηση ανήλθε σε ποσοστό 52% υψηλότερο από την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Ο συντελεστής πληρότητας βελτιώθηκε στο 82,2% που αντιστοιχεί σε 7,6 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερη σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2022. Με τη θετική επίδραση του δευτέρου τριμήνου ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών του

πρώτου εξαμήνου 2023 υπερβαίνει κατά 51% τα αντίστοιχα μεγέθη του 2022. Λόγω των ισχυρών λειτουργικών ταμειακών ροών, απόρροια και των υψηλών επιπέδων προ-πωλήσεων για τη θερινή περίοδο και πάρα τις επενδύσεις και τις αποπληρωμές δανεισμού του πρώτου εξαμήνου, τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα εμφανίζονται βελτιωμένα κατά σχεδόν €200 εκατ. στις 30.06.2023 σε σχέση με τις 31.12.2022. Τα στοιχεία του 2023 και οι εκτιμήσεις για το υπόλοιπο της χρονιάς δείχνουν πως θα υπάρξει σημαντική βελτίωση του συνολικού επιπέδου κερδοφορίας.

Σύμφωνα με το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας, όπως αναγράφεται και στις οικονομικές καταστάσεις του πρώτου εξαμήνου του 2023, η Aegean επιχειρεί με 76 αεροσκάφη το 2023 και θα προσφέρει πάνω από 18 εκατ. θέσεις, 2 εκατ. περισσότερες συγκριτικά με το 2022 και 800 χιλ. με το 2019. Το δίκτυο θα καλύπτει 46 χώρες, με 264 δρομολόγια σε 165 προορισμούς από 10 βάσεις.

Επομένως, η αυξημένη ζήτηση για ταξίδια εσωτερικού και εξωτερικού, η αύξηση του μέσου εσόδου ανά προσφερόμενη θέση, ο εμπλουτισμός του στόλου με αεροσκάφη νέας τεχνολογίας για την εξοικονόμηση στην κατανάλωση καυσίμου ανά προσφερόμενη θέση και οι έγκαιρες προαγορές καυσίμου για μέρος των αναγκών συνέβαλλαν στην αντιστάθμιση των επιπτώσεων από τα υψηλότερα επιτόκια και τον πληθωρισμό σε όλη την Ευρώπη και την ανατίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ.

Η Aegean βρίσκεται σε πολύ καλή θέση για να αξιοποιήσει τον ελληνικό τουρισμό λόγω του ανταγωνιστικού επιχειρηματικού της μοντέλου και της υγιούς οικονομικής της θέσης.

#### **Πίνακας 16. Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών της επόμενης πενταετίας**

	2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
<b>FCFF</b>	<b>55.307,88</b>	<b>61.391,74</b>	<b>66.303,08</b>	<b>69.618,24</b>	<b>72.402,97</b>	<b>74.213,04</b>

Για να υπολογίσουμε την υπολειμματική αξία χρησιμοποιούμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = \frac{CF_{t+1}}{WACC-g}$$

Όπου,

$$CF_{t+1} = \text{η χρηματοροή το έτος 2027}$$

g = ο ρυθμός ανάπτυξης πέραν της πενταετίας

Επομένως έχουμε,

$$\text{Υπολειμματική Αξία} = 74.213,04 * 1,019 / (0,0784 - 0,019) = \mathbf{1.274.365,32}$$

### 5.5. Υπολογισμός Αξίας Εταιρίας με DCF

$$\text{Παρούσα Αξία Εταιρίας} = \sum_{n=1}^5 \left( \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} \right) + \text{Υπολειμματική Αξία} * \frac{1}{(1+WACC)^5}$$

**Πίνακας 17. Αξία Aegean Airlines (σε χιλ. ευρώ)**

Έτη	Ρυθμός Ανάπτυξης g	FCFF	Συντελεστής Παρούσας Αξίας	Υπολειμματική Αξία	Παρούσα Αξία
2022		55.307,88	0,92		50.883,24
2023	11%	61.391,74	0,86		52.796,89
2024	8%	66.303,08	0,79		52.379,43
2025	5%	69.618,24	0,74		51.517,49
2026	4%	72.402,97	0,68		49.234,01
2027	2,5%	74.213,04	0,68	1.274.365,32	866.568,41
	1,9%	75.697,30			
<b>Τελική Αξία</b>					<b>1.123.379,44</b>

Για να βρούμε την τελική αξία της εταιρίας πρέπει να προσθέσουμε τα ταμειακά διαθέσιμα και να αφαιρέσουμε τα δάνεια όπως αυτά έχουν δημοσιευτεί για την χρονιά 2022. Επομένως έχουμε,

$$\text{Αξία Εταιρίας} = 1.123.379,44 + 441.473,33 - 268.927,7 = \mathbf{1.295.925,07}$$

Διαιρώντας με τον αριθμό των μετοχών έχουμε:

$$\text{Τιμή Μετοχής} = 1.295.925,07 / 90.167,1 = \mathbf{14,37 \text{ ευρώ}}$$

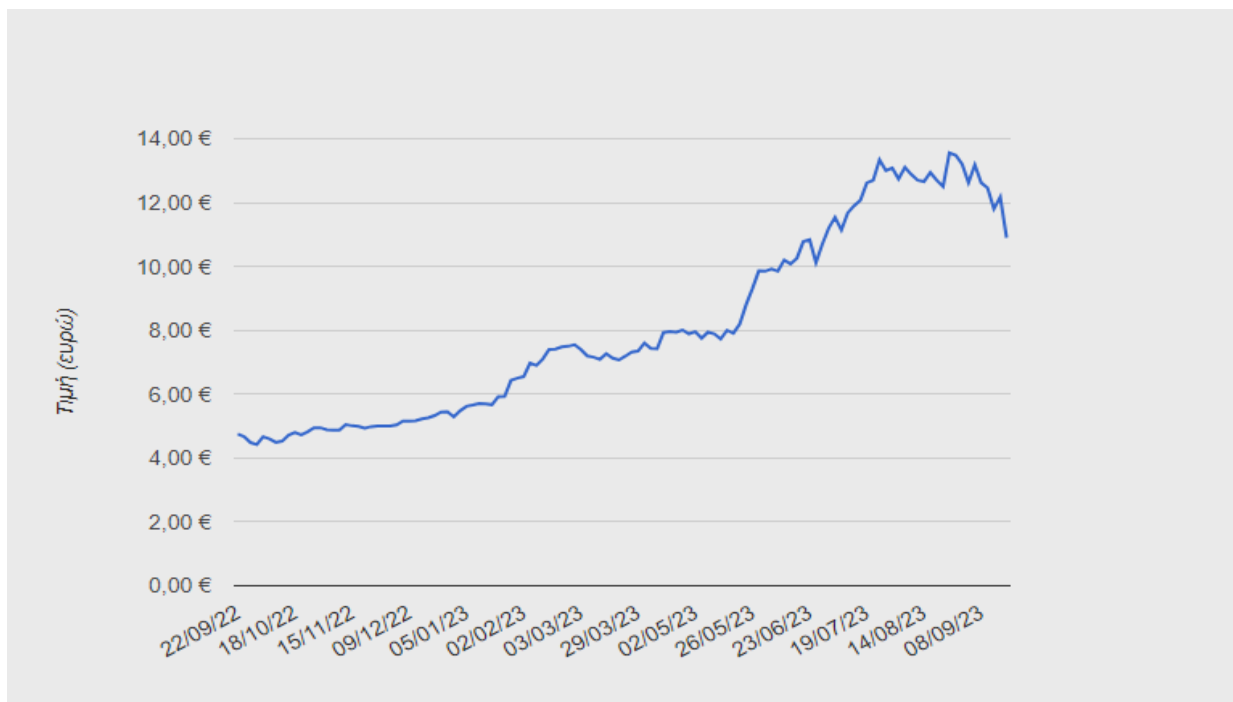
Τρέχουσα τιμή στο χρηματιστήριο **10,90 ευρώ στις 21/9/2023.**

Επομένως, η μετοχή της Aegean Airlines είναι υποτιμημένη κατά **31,83%**. Βέβαια, το τελευταίο έτος έχει κυμανθεί σε ένα εύρος τιμών μεταξύ 4,44 -13,56 ευρώ και η πρόσφατη υποχώρηση της τιμής της δίνει πιθανόν μια ευκαιρία για καλύτερη τιμή αγοράς σε έναν επενδυτή.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα τις παραπάνω αποτίμησης, με αυτήν της χρηματιστηριακής Eurobank Equities που αποτιμά την εταιρεία με τιμή στόχο για την μετοχή στα 13,9 ευρώ, είναι φανερό πως τα αποτελέσματα των δύο αποτιμήσεων βρίσκονται πολύ κοντά. Και με τη μετοχή να διαπραγματεύεται με discount 20% έναντι των καλύτερων ομοτίμων της στην κατηγορία, έχοντας έναν εξαιρετικά ισχυρό ισολογισμό και ούσα σε καλή θέση για να συνεχίσει τις πληρωμές μερισμάτων (εκτίμηση για 0,26 ευρώ από τα κέρδη του 2023), η χρηματιστηριακή υποστηρίζει ότι το προφίλ κινδύνου - ανταμοιβής παραμένει εντυπωσιακό. (Capital , 2023).

Χρηματιστηριακά έχει αποδειχθεί ότι ανήκει στους τρεις καλύτερους εισηγμένους ομίλους για τα ελληνικά δεδομένα παρουσιάζοντας την καλύτερη συμπεριφορά δίνοντας παράλληλα σημαντικές ενδείξεις μεσοπρόθεσμης ανοδικής συνέχειας. Τον τελευταίο χρόνο έχει υπεραποδώσει του γενικού δείκτη, με απόδοση 130% για την Aegean Airlines και 50% για τον γενικό δείκτη. Η αξία της πλέον έχει ξεπεράσει το ένα δισεκατομμύριο ευρώ. (Μάνθος, 2023).

**Διάγραμμα 8. Ιστορικό γράφημα μετοχής Aegean Airlines (09/2022-09/2023)**





## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### **6.1. Συμπεράσματα**

Ο κύριος σκοπός της αποτίμησης μιας εταιρείας είναι ο προσδιορισμός της αξίας της. Πρόκειται για μια δύσκολη και σύνθετη διαδικασία που απαιτεί γνώσεις για να εφαρμοστεί, κρίνεται όμως αναγκαία, καθώς οι λόγοι για αποτίμηση όπως και τα ενδιαφερόμενα μέρη γι' αυτήν είναι πολλά. Υπάρχουν πολλές μέθοδοι, επομένως το αποτέλεσμα είναι σχετικά υποκειμενικό. Συνδυάζεται πάντα με χρηματοοικονομική ανάλυση, καθώς με τους αριθμοδείκτες μπορεί εύκολα κανείς να δει την εικόνα της επιχείρησης ως προς τα κέρδη, τα έσοδα, το δανεισμό, τη διαθέσιμη ρευστότητα και τις επενδύσεις της ώστε να τα συγκρίνει με προηγούμενες χρονιές, με όμοιες εταιρείες ή και τον κλάδο.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, αφού πραγματοποιήθηκε βιβλιογραφική ανασκόπηση και αναφορά στις παραπάνω έννοιες καθώς και σε πολλές που συνδέονται με αυτές, ακολούθησε μια εμπειρική μελέτη της ελληνικής αεροπορικής εταιρείας Aegean Airlines. Η εταιρεία, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι κορυφαία στον κλάδο της και επαναλαμβανόμενα βραβευμένη για πάνω από μια δεκαετία από την διεθνή ένωση αεροπορικών μεταφορών (IATA).

Στη συνέχεια, υπολογίσθηκαν κάποιοι βασικοί αριθμοδείκτες για την χρονική περίοδο 2018-2022. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως μέχρι και το 2019 η εταιρεία έχει μια ομαλή ανάπτυξη, όμως από το 2020 καλέστηκε να αντιμετωπίσει πολλές προκλήσεις λόγω της πανδημίας Covid-19 και του πολέμου μεταξύ Ρωσίας – Ουκρανίας, με συνέπειες την ενεργειακή κρίση και τον πληθωρισμό. Ήδη από τα τέλη του 2021, φαίνεται από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πως έχει καταφέρει να ανταπεξέλθει πλήρως σε αυτές, να διατηρήσει ικανοποιητική ρευστότητα, να μειώσει σημαντικά τον δανεισμό της και να συνεχίσει την ανάπτυξή της ως εταιρεία με επενδύσεις σε νέα αεροσκάφη, αυξάνοντας τη διαθεσιμότητα του στόλου και επεκτείνοντας τους προσφερόμενους προορισμούς της και συνεχίζοντας να προσφέρει υπηρεσίες υψηλής ποιότητας σε εργαζομένους και επιβάτες.

Όσον αφορά την αποτίμηση της αξίας της εταιρείας, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, καθώς είναι η πιο διαδεδομένη μέθοδος αποτίμησης ακαδημαϊκά και επαγγελματικά. Κατά την διαδικασία αποτίμησης υπολογίσθηκε το Μέσο

Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) που έπειτα χρησιμοποιήθηκε ως προεξοφλητικό επιτόκιο για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών για την πενταετία 2023 – 2027. Με βάση διάφορα χρηματοοικονομικά στοιχεία και με τις εκτιμήσεις άλλων αναλυτών, εκτιμήθηκε ένα κυμαινόμενο ποσοστό ανάπτυξης (Πίνακας 15) για την εταιρεία στην προ αναφέρουσα πενταετία.

Τέλος, έγινε εφικτό να αποτιμηθεί η αξία της Aegean Airlines με την μέθοδο DCF και κατ' επέκταση να βρεθεί μια δίκαιη τιμή για την μετοχή της, και να συγκριθεί με την τρέχουσα χρηματιστηριακή (**21/9/2023, 10,90 ευρώ**) όπως και με τις προβλέψεις αναλυτών της αγοράς. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως η μετοχή της είναι υποτιμημένη κατά **31,83%** και πως οι εκτιμήσεις στην παρούσα διπλωματική εργασία είναι σύμφωνες με τις εκτιμήσεις αναλυτών της αγοράς.

Συμπερασματικά, η Aegean Airlines είναι μία πολύ δυνατή οικονομικά επιχείρηση για τα ελληνικά δεδομένα. Τα τελευταία οικονομικά στοιχεία στο πρώτο εξάμηνο του 2023, σε συνδυασμό με αυτά του 2022, έδειξαν πως παρά της προκλήσεις που αντιμετώπισε τα τελευταία χρόνια έχει ανακάμψει σε επιβατική κίνηση, κερδοφορία και ρευστότητα χωρίς να ρίχνει την ποιότητα στις υπηρεσίες της. Η συνολική της εικόνα δείχνει πως είναι μία πολύ καλά εδραιωμένη εταιρεία, πλήρως ικανή να αντιμετωπίσει διάφορες προκλήσεις λόγω των συνεχών μεταβολών της αγοράς και να καταφέρει όχι μόνο να επιβιώσει από μία κρίση αλλά και να συνεχίσει να αναπτύσσεται και να εξελίσσεται έπειτα από αυτήν, συχνά μπροστά από τον ανταγωνισμό. Τέλος, η ποιότητα στις υπηρεσίες της φαίνεται και τους πελάτες της, καθώς η επιβατική κίνησή της αυξάνεται, πράγμα που σημαίνει πως οι περισσότεροι επιβάτες της, την προτιμούν επανειλημμένα, εδραιώνοντας καλή φήμη παγκοσμίως για τις υπηρεσίες της ανάμεσα σε αεροπορικές εταιρείες συγκρίσιμου βεληνεκούς.

## **Ελληνική Βιβλιογραφία**

- Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2008 ). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική*. Αθήνα: Rosili.
- Γκίκας, Δ. Χ., Παπαδάκη, Α. Ι., & Σιουγλέ, Γ. Σ. (2010). *Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: ΜΠΕΝΟΥ.
- Κιόχος, Π., Παπανικολάου, Γ., & Θάνος, Γ. (2002). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική*. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική.
- Λαζαρίδης, Γ. Τ., & Παπαδόπουλος, Δ. Λ. (2010). *Επιχειρηματική ανάλυση και προσδιορισμός της αξίας*. Θεσσαλονίκη: Πανεπιστημίου Μακεδονίας.
- Λαζαρίδης, Θ. Γ. (2017). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Gutenberg.
- Λαζαρίδης, Θ., Κοντέος, Γ., & Σαριαννίδης, Ν. (2013). *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση*. Αθήνα.
- Νιάρχος, Ν. (2004). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων , Εκδόσεις Σταμούλης , Αθήνα*. Αθήνα: Σταμούλη.
- Νούλας, Α. Γ. (2019). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφασεις*. Θεσσαλονίκη: ΤΖΙΟΛΑΣ.
- Σουμπενιώτης, Δ. Ν., & Ταμπακούδης, Ι. (2017). *Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις*. Θεσσαλονίκη: ΝΑΜΑΤΑ.

## **Ξένη Βιβλιογραφία**

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2005). *Investments*. McGraw-Hill.
- Bragg, S. (2002). *Business Ratios and Formulas a Comprehensive Guide*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Coltman, M. M., & Jagels, M. G. (2001). *Hospitality Management Accounting, 7th Edition*. New York: Wiley.
- Copeland, T. E., Koller, T., & Murrin, J. (2016). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 6th Edition*. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. New Jersey: Financial Times. Prentice Hall Inc.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit* . Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. .
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). Το μοντέλο τιμολόγησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων: Θεωρία και στοιχεία. *Journal of Economic Perspectives*, 25-46.

- Fernández, P. (2004). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *Research Papers in Economics. IESE Business School*, p. 1-21.
- Fridson, M., & Alvarez, F. (2002). *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Graham, B., Dodd, D., & Warren, B. (2008). *Security Analysis: 6th Edition, Foreword by Warren Buffett*. McGraw-Hill.
- Groppelli, A. A., & Nikbakht, E. (2000). *Finance, 4th Edition*. Barrons Educational Series.
- Hitchner, J. R. (2012). *Financial valuation : applications and models, 3rd Edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 7th Edition*. John Wiley & Sons.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, p. 261-297.
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation, 5th Edition*. McGraw Hill.
- Peter, C. Y., Johnson, H., & Schill, M. J. (2006). Η τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων όταν οι αποδόσεις είναι μη κανονικές: Fama-γαλλικοί παράγοντες έναντι συστηματικών συν-στιγμών υψηλότερης τάξης. *The Journal of Business*, 923-940.
- Pettit, B. S., & Ferris, K. R. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions*. New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2015). *Equity Asset Valuation*. John Wiley & Sons, Inc.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2005). *Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 425-442.

## **Ιστοσελίδες**

- Aegean Group. (2023, August 10). Ανάκτηση από [aegeanair.com](https://en.aegeanair.com/discover/neo-era/): <https://en.aegeanair.com/discover/neo-era/>
- Bloomberg. (2023, 07 28). *Bloomberg*. Ανάκτηση από [bloombergindices](https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds): <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>
- Capital . (2023, 07 04). *Επιχειρήσεις - Eurobank Equities για Aegean: Νέα τιμή στόχος στα 13,9 ευρώ - Περιθώρια "απογείωσης" 24%*. Ανάκτηση από [Capital.gr](https://www.capital.gr/epixeiriseis/3724990/eurobank-equities-gia-aegean-nea-timi-stoxos-sta-13-9-euro-perithoria-apogeiosis-24/): <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3724990/eurobank-equities-gia-aegean-nea-timi-stoxos-sta-13-9-euro-perithoria-apogeiosis-24/>
- CFA Institute. (2010, September 30). *Fair Value as the Measurement Basis for Financial Instruments*. Ανάκτηση από [cfainstitute.org](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/comment-letter/2010-2014/20100930-2): <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/comment-letter/2010-2014/20100930-2>

- CFI. (2023, 02 03). *Valuation, Discounted Cash Flow (DCF) Analysis*. Ανάκτηση από corporatefinanceinstitute.com: <https://macabacus.com/valuation/dcf-overview>
- Chen, J., Mansa, J., & Williams, P. (2023, 06 30). *CORPORATE FINANCE What is Valuation*. Ανάκτηση από Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/v/valuation.asp>
- Eurocapital. (2023). *Eurocapital*. Ανάκτηση από Ο συντελεστής “beta” των εισηγμένων μετοχών - Πίνακες με εβδομαδιαία ενημέρωση: <https://www.eurocapital.gr/mobile/permalink/119552.html>
- Hall, M., & Boyle, M. J. (2023, 07 19). *Fundamental Analysis: Porter's 5 Forces vs. SWOT Analysis: What's the Difference?* Ανάκτηση από Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041015/whats-difference-between-porters-5-forces-and-swot-analysis.asp>
- Hayes, A., James, M., & Perez, Y. (2023, 08 21). *Corporate Finance. Cost of Debt: What It Means and Formulas*. Ανάκτηση από Investopedia : <https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp#:~:text=The%20interest%20rate%2C%20or%20yield%2C%20demanded%20by%20creditors,risk%20that%20the%20loan%20will%20not%20be%20repaid.>
- Kenton, W., & Suzanne, M. J. (2023, 05 24). *Corporate Finance. Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Assumptions Explained*. Ανάκτηση από Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
- Market Risk Premia. (2023, 05 31). *IMRP Greece*. Ανάκτηση από Fenebris.com: <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>
- Η Καθημερινή. (2022, 09 27). Ανάκτηση από Επιχειρήσεις - Η Aegean, καλύτερη περιφερειακή αεροπορική εταιρεία στην Ευρώπη: <https://www.kathimerini.gr/economy/562063666/h-aegean-kalyteri-perifereiaki-aeroporiki-etaireia-stin-eyropi/>
- Μάνθος, Α. (2023, 06 23). *Ανάλυση - You're simply the best*. Ανάκτηση από Capital.gr: <https://www.capital.gr/analusi/3723296/you-re-simply-the-best/>
- Τράπεζα της Ελλάδος. (2023, 07 28). Ανάκτηση από Τιμές και Αποδόσεις Τίτλων Αναφοράς του Ελληνικού Δημοσίου: <https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2023&order=asc&page=1>
- Φωτεινός, Φ. (2022, 06 15). *Capital*. Ανάκτηση από Capital: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3640747/i-exelixa-tis-paraggelias-mamouth-ton-46-neon-aeroskafontis-aegean>

Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2018

Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2019

Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2020

Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2021

Ετήσια Οικονομική Έκθεση 2022

Βασικά μεγέθη πρώτου τριμήνου 2023

Αποτελέσματα πρώτου εξαμήνου 2023

## 4.1 Εταιρική Κατάσταση Οικονομικής Θέσης 31.12.2019

	Σημ.	31/12/2019	31/12/2018
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>			
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	3.1	26.120,81	26.743,81
Ενομήματα πάγια στοιχεία	3.2	69.369,36	140.901,09
Περιουσιακά στοιχεία με δικαίωμα χρήσης	3.3	339.958,00	0,00
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών	3.5	10.343,41	0,00
Επενδύσεις σε θυγατρικές	3.4	72.416,56	72.416,56
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	3.7	30.811,77	28.055,58
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	5.927,74	1.727,63
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	3.8	24.080,80	525,00
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>579.028,45</b>	<b>270.369,67</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
Αποθέματα	3.9	12.352,37	11.610,42
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	3.10	108.236,85	115.474,79
Προκαταβολές	3.11	26.334,59	19.051,12
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	3.8	11.791,45	18.478,49
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	5.934,03	10.645,12
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών	3.5	28.595,76	0,00
Δεσμευμένες καταθέσεις	3.12	8.712,64	10.409,17
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3.12	360.781,00	164.095,82
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>562.738,69</b>	<b>349.764,93</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>		<b>1.141.767,14</b>	<b>620.134,60</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	3.13	46.421,11	46.421,11
Υπέρ το άρτιο	3.14	72.775,98	72.775,98
Λοιπά αποθεματικά	3.15	16.065,05	(6.140,54)
Κέρδη εις νέον		94.944,12	96.018,73
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>230.206,25</b>	<b>209.075,27</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	3.17	196.566,77	0,00
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	9.043,16	6.771,94
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	3.16	12.657,77	11.968,43
Προβλέψεις συντήρησης αεροσκαφών	3.19	26.765,32	11.283,45
Υποχρεώσεις από συμβάσεις με πελάτες	3.21	32.951,44	25.978,48
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	3.6	7.770,76	5.000,37
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	3.3	171.047,39	12.273,62
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>456.802,61</b>	<b>73.276,29</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	3.18	60.299,60	45.281,01
Δανειακές υποχρεώσεις	3.17	2.181,15	0,00
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.20	94.824,78	91.433,99
Υποχρεώσεις από συμβάσεις με πελάτες	3.21	118.312,80	115.701,55
Δεδουλευμένα έξοδα	3.22	40.584,06	43.403,74
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	6.073,38	31.038,30
Προβλέψεις	3.19	12.239,27	264,44
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	3.3	120.243,24	10.660,01
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>454.758,29</b>	<b>337.783,05</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>911.560,90</b>	<b>411.059,34</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ &amp; ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>1.141.767,14</b>	<b>620.134,60</b>

	Σημ.	31.12.2020
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>		
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	3.1	26.655,33
Ενοίκια πάγια στοιχεία	3.2	125.131,43
Περιουσιακά στοιχεία με δικαίωμα χρήσης	3.3	435.464,50
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών	3.5	21.561,74
Επενδύσεις σε θυγατρικές	3.4	80.426,56
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	3.7	24.808,21
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	3.6	58.063,84
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	1.104,20
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	3.8	21.185,98
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>794.401,79</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>		
Αποθέματα	3.9	14.262,29
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	3.10	68.340,47
Προκαταβολές	3.11	14.737,24
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	3.8	12.278,85
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	491,47
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών	3.5	0,00
Δεσμευμένες καταθέσεις	3.12	29.092,37
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3.12	376.425,14
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>515.627,81</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>		<b>1.310.029,60</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>		
Μετοχικό κεφάλαιο	3.13	46.421,11
Υπέρ το άρτιο	3.14	72.775,98
Λοιπά αποθεματικά	3.15	(5.797,95)
Κέρδη (Ζημιές) εις νέον		(84.697,15)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>28.701,97</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>		
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		
Δανειακές υποχρεώσεις	3.17	341.971,26
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	33.214,98
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	3.16	12.235,87
Προβλέψεις συντήρησης αεροσκαφών	3.19	27.593,21
Υποχρεώσεις από συμβάσεις με πελάτες	3.21	36.639,99
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	3.6	0,00
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	3.3	291.859,33
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>743.514,64</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>		
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	3.18	44.317,46
Δανειακές υποχρεώσεις	3.17	95.257,19
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.20	75.345,90
Υποχρεώσεις από συμβάσεις με πελάτες	3.21	185.892,68
Δεδουλευμένα έξοδα	3.22	4.919,25
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	16.722,31
Προβλέψεις	3.19	14.514,36
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	3.3	100.843,83
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>537.812,99</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>1.281.327,63</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ &amp; ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>1.310.029,60</b>



	Σημ.	31.12.2022	31.12.2021
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>			
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	3.1	45.097,83	42.526,20
Υπεραξία	3.1, 3.4	40.137,70	40.137,70
Ενσώματα πάγια στοιχεία	3.2	281.841,64	164.719,75
Περιουσιακά στοιχεία με δικαίωμα χρήσης	3.3	745.761,80	412.768,13
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών	3.5	8.526,51	26.544,63
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	3.8	19.679,93	20.703,92
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	3.6	25.237,30	66.438,03
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	3.7	40.784,13	50.303,15
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	7.074,53	9.671,60
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>1.214.141,37</b>	<b>833.813,12</b>
<b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>			
Αποθεματα	3.9	33.717,08	22.763,58
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	3.10	124.060,08	115.720,67
Έξοδα επόμενης χρήσης	3.11	26.813,97	24.228,19
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	3.8	53.844,82	12.294,38
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	51.078,05	18.542,33
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών	3.5	53.548,46	70.462,74
Δεσμευμένες καταθέσεις	3.12	881,31	0
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	3.12	462.288,61	442.586,58
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>		<b>806.232,38</b>	<b>706.598,47</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>		<b>2.020.373,75</b>	<b>1.540.411,58</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	3.13	45.083,54	58.608,61
Υπέρ το άρτιο	3.14	78.444,83	120.588,48
Συναλλαγματικές διαφορές ενοποίησης	3.15	(1.137,54)	(1.199,51)
Λοιπά αποθεματικά	3.15	62.644,45	38.378,54
Τακτικά Αποθεματικά	3.15	16.973,96	16.973,96
Κέρδη/ (Ζημιές) εις νέον		146.715,42	(20.316,24)
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων που αναλογούν στους μετόχους</b>		<b>348.724,66</b>	<b>213.033,84</b>
Δικαιώματα μη ελεγχουσών συμμετοχών		(622,44)	603,29
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>348.102,22</b>	<b>213.637,13</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Δανειακές υποχρεώσεις	3.17	231.471,94	343.700,36
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	409,90	10.969,14
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	3.16	3.881,43	3.399,64
Προβλέψεις συντήρησης αεροσκαφών	3.19	56.081,92	54.363,12
Υποχρεώσεις από συμβάσεις με πελάτες	3.21	40.897,42	36.870,49
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	3.3	641.464,48	309.373,14
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>974.207,09</b>	<b>758.675,89</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	3.18	123.578,12	130.345,77
Δανειακές υποχρεώσεις	3.17	36.713,13	2.500,40
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.20	111.219,25	86.386,35
Υποχρεώσεις από συμβάσεις με πελάτες	3.21	227.457,75	164.149,46
Δεδουλευμένα έξοδα	3.22	41.176,82	40.416,41
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	3.23	14.578,03	1.647,69
Προβλέψεις	3.19	47.486,67	37.792,10
Υποχρεώσεις από μισθώσεις	3.3	95.854,67	104.860,37
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>698.064,44</b>	<b>568.098,56</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>1.672.271,53</b>	<b>1.326.774,45</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>2.020.373,75</b>	<b>1.540.411,58</b>

### 4.3 Εταιρική Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος 31.12.2019

Κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης	Σημ.	2019	2018
<b>Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες</b>	3.24	<b>1.049.449,56</b>	<b>959.581,45</b>
Λοιπά έσοδα	3.25	36.201,38	32.972,15
Παροχές σε εργαζόμενους	3.27	(125.922,57)	(117.441,29)
Αποσβέσεις		(129.277,38)	(17.992,48)
Αναλώσεις υλικών & υπηρεσιών	3.26	(750.173,20)	(789.540,26)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	3.28	27.191,34	21.650,30
Χρηματοοικονομικά έξοδα	3.28	(39.798,06)	(15.446,38)
<b>Κέρδη χρήσης προ φόρων</b>		<b>67.671,08</b>	<b>73.783,49</b>
Φόρος εισοδήματος	3.29	(18.656,30)	(22.948,19)
<b>Κέρδη χρήσης μετά από φόρους</b>		<b>49.014,78</b>	<b>50.835,30</b>
		<b>2019</b>	<b>2018</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα</b>			
<b>(α) Λοιπά συνολικά εισοδήματα που μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους</b>			
<b>Αντιστάθμιση ταμιακών ροών</b>			
Ανακατατάξεις στα αποτελέσματα		(5.030,03)	(26.302,25)
Αποτέλεσμα επιμέτρησης		29.509,42	9.456,14
Φόρος εισοδήματος		(4.223,91)	4.716,91
<b>Χρεωστικοί τίτλοι που αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω των λοιπών συνολικών εισοδημάτων</b>			
Ανακατατάξεις στα αποτελέσματα		557,70	73,34
Αποτέλεσμα επιμέτρησης		(1.336,20)	180,61
Φόρος εισοδήματος		186,84	(71,10)
<b>Σύνολο (α)</b>		<b>19.663,82</b>	<b>(11.946,36)</b>
<b>(β) Λοιπά συνολικά εισοδήματα που δε μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους</b>			
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημίες)		86,46	(280,18)
Αναβαλλόμενος φόρος		(182,42)	78,45
Αποτέλεσμα επιμέτρησης έσοδα/έξοδα		(4.080,79)	0,00
Αναβαλλόμενος φόρος		979,39	0,00
<b>Σύνολο (β)</b>		<b>(3.197,36)</b>	<b>(201,73)</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους</b>		<b>16.466,46</b>	<b>(12.148,09)</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους</b>		<b>65.481,24</b>	<b>38.687,21</b>

Κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης	Σημ.	2021	2020 (Αναδιατυπωμένα)
<b>Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες</b>	3.24	<b>512.361,56</b>	<b>317.889,65</b>
Λουπά έσοδα	3.25	115.976,31	32.684,38
Παροχές σε εργαζόμενους	3.27	(59.196,38)	(71.745,12)
Αποσβέσεις	3.1, 3.2, 3.3	(115.056,16)	(129.323,58)
Αναλώσεις υλικών & υπηρεσιών	3.26	(403.250,34)	(331.431,46)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	3.28	36.087,40	78.198,50
Χρηματοοικονομικά έξοδα	3.28	(73.975,51)	(139.055,81)
<b>Κέρδη/(Ζημίες) χρήσης προ φόρων</b>		<b>12.946,87</b>	<b>(242.783,45)</b>
Φόρος εισοδήματος	3.29	8.803,91	60.730,14
<b>Κέρδη/(Ζημίες) χρήσης μετά από φόρους</b>		<b>21.750,77</b>	<b>(182.053,30)</b>
		<b>2021</b>	<b>2020</b>
<b>Λουπά συνολικά εισοδήματα</b>			
<b>(α) Λουπά συνολικά εισοδήματα που μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους</b>			
<b>Αντιστάθμιση ταμειακών ροών</b>			
Ανακατατάξεις στα αποτελέσματα	3.23	(2.136,23)	101.796,73
Αποτέλεσμα επιμέτρησης		43.133,01	(125.852,86)
Φόρος εισοδήματος		(9.000,82)	6.001,24
<b>Χρεωστικοί τίτλοι που αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω των λουτών συνολικών εισοδημάτων</b>			
Ανακατατάξεις στα αποτελέσματα		40,27	26,24
Αποτέλεσμα επιμέτρησης		796,30	818,99
Φόρος εισοδήματος		(184,04)	(202,85)
<b>Σύνολο (α)</b>		<b>32.648,49</b>	<b>(17.412,52)</b>
<b>(β) Λουπά συνολικά εισοδήματα που δε μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους</b>			
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημίες)		(117,95)	364,59
Αναβαλλόμενος φόρος		25,95	(92,69)
Αποτέλεσμα επιμέτρησης συμμετοχικών τίτλων		(570,57)	(3.306,36)
Αναβαλλόμενος φόρος		125,52	793,53
<b>Σύνολο (β)</b>		<b>(537,04)</b>	<b>(2.240,93)</b>
<b>Λουπά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους</b>		<b>32.111,45</b>	<b>(19.653,45)</b>
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους</b>		<b>53.862,22</b>	<b>(201.706,75)</b>

Κατάσταση Λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης	Σημ.	2022
Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες	3.24	1.336.832,34
Λοιπά έσοδα	3.25	44.602,51
Παροχές σε εργαζόμενους	3.27	(133.431,17)
Αποσβέσεις	3.1, 3.2, 3.3	(127.680,73)
Αναλώσεις υλικών και υπηρεσιών	3.26	(973.064,92)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	3.28	112.385,60
Χρηματοοικονομικά έξοδα	3.28	(118.334,92)
Κέρδη/(Ζημίες) χρήσης προ φόρων		141.308,71
Φόρος εισοδήματος	3.29	(34.530,00)
Κέρδη/(Ζημίες) χρήσης μετά από φόρους		106.778,71
<b>Κατανεμόμενα σε:</b>		
Μετόχους της Εταιρείας		108.004,44
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(1.225,73)
<b>Σύνολο</b>		<b>106.778,71</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα</b>		
<b>(α) Λοιπά συνολικά εισοδήματα που μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους</b>		
<b>Αντιστάθμιση ταμειακών ροών</b>		
Ανακατατάξεις στα αποτελέσματα	3.23	(91.308,59)
Αποτέλεσμα επιμέτρησης		127.162,15
Φόρος εισοδήματος		(7.887,78)
<b>Χρεωστικοί τίτλοι που αποτιμώνται στην εύλογη αξία μέσω των λοιπών συνολικών εισοδημάτων</b>		
Ανακατατάξεις στα αποτελέσματα		(108,73)
Αποτέλεσμα επιμέτρησης		(1.567,64)
Φόρος εισοδήματος		368,80
<b>Σύνολο (α)</b>		<b>26.658,21</b>
<b>(β) Λοιπά συνολικά εισοδήματα που δεν μεταφέρονται στα αποτελέσματα σε μεταγενέστερες περιόδους</b>		
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημίες)		(52,17)
Αναβαλλόμενος φόρος		155,68
Αποτέλεσμα επιμέτρησης συμμετοχικών τίτλων		(3.086,91)
Αναβαλλόμενος φόρος		694,61
<b>Σύνολο (β)</b>		<b>(2.288,79)</b>
<b>Λοιπά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους</b>		<b>24.369,42</b>
<b>Ευγενερωτικά συνολικά εισοδήματα μετά από φόρους</b>		<b>131.148,13</b>
<b>Κατανεμόμενα σε:</b>		
Μετόχους της Εταιρείας		132.373,86
Μη ελέγχουσες συμμετοχές		(1.225,73)
<b>Σύνολο</b>		<b>131.148,13</b>
<b>Κέρδη/(Ζημίες) ανά μετοχή, βασικά</b>		<b>1,184</b>
<b>Κέρδη/(Ζημίες) ανά μετοχή, απομειωμένα</b>		<b>1,134</b>
<b>Σταθμισμένος μέσος όρος αριθμού μετοχών</b>		<b>90.167.100,00</b>

## 4.7 Εταιρική Κατάσταση Ταμειακών Ροών 31.12.2019

	2019	2018
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
<b>Κέρδη χρήσης προ φόρων</b>	<b>67.671,08</b>	<b>73.783,49</b>
<b>Προσαρμογές για:</b>		
Αποσβέσεις (Σημ. 3.1, 3.2, 3.3)	129.277,38	17.992,48
Προβλέψεις συντηρήσεως αεροσκαφών, επισφαλειών & λοιπές προβλέψεις (Σημ. 3.8, 3.16, 3.19(2))	38.105,40	16.417,37
Συναλλαγματικές διαφορές (Σημ. 3.28)	(823,21)	(6.996,60)
(Έσοδα)/ έξοδα, (κέρδη)/ ζημιές επενδυτικής δραστηριότητας	(7.633,10)	(1.446,94)
Τόκοι και λοιπά χρηματοοικονομικά έσοδα (Σημ. 3.28)	21.056,98	2.246,74
<b>Λειτουργικό κέρδος προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>247.654,53</b>	<b>101.996,55</b>
<b>Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης</b>		
(Αύξηση) /Μείωση αποθεμάτων (Σημ. 3.9)	(741,95)	(2.646,37)
(Αύξηση)/Μείωση απαιτήσεων	(27.975,82)	(19.936,15)
Αύξηση/(Μείωση) υποχρεώσεων	43.762,86	20.822,02
<b>Σύνολο μεταβολών κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>15.045,09</b>	<b>(1.760,50)</b>
Τόκοι πληρωθέντες	(18.426,78)	(2.111,17)
Πληρωμή φόρου εισοδήματος	(22.088,97)	(30.555,66)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>222.183,88</b>	<b>67.569,21</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
Αγορές παγίων στοιχείων (Σημ. 3.1, 3.2)	(18.665,54)	(11.671,99)
Πωλήσεις ενσώματων παγίων στοιχείων	68,65	0,00
Προκαταβολές και παραγγελίες ενσώματων στοιχείων	(18.831,56)	(47.895,75)
Αγορά χρηματοοικονομικών στοιχείων	(16.199,81)	(11.442,86)
Αγορά μετοχών λοιπών επιχειρήσεων	(20.000,00)	0,00
Πωλήσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων	25.390,83	0,00
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα	2.413,64	939,99
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές / (εκροές) από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>(45.823,80)</b>	<b>(70.070,60)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
Ομολογιακό δάνειο	200.000,00	0,00
Έξοδα έκδοσης ομολογιακού δανείου	(3.820,25)	0,00
Μερίσματα πληρωθέντα	(42.782,81)	(39.215,90)
Πληρωμές μισθώσεων	(123.703,04)	0,00
Εξόφληση κεφαλαίου χρηματοδοτικών μισθώσεων	0,00	(9.931,04)
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών	(11.928,12)	0,00
<b>Καθαρές ταμειακές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>17.765,77</b>	<b>(49.146,94)</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα και δεσμευμένες καταθέσεις</b>	<b>194.125,85</b>	<b>(51.648,33)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα και δεσμευμένες καταθέσεις στην αρχή της χρήσης (Σημ. 3.12)</b>	<b>174.504,99</b>	<b>222.403,88</b>
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα & ισοδύναμα	862,80	3.749,44
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα και δεσμευμένες καταθέσεις στο τέλος της χρήσης</b>	<b>369.493,64</b>	<b>174.504,99</b>

	31.12.2021	31.12.2020
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>		
<b>Κέρδη/ (Ζημίες) χρήσης προ φόρων</b>	<b>12.946,87</b>	<b>(242.783,45)</b>
<b>Προσαρμογές για:</b>		
Αποσβέσεις (Σημ. 3.1, 3.2, 3.3)	115.056,16	129.323,58
Προβλέψεις συντηρήσεων αεροσκαφών, επισφαλειών & λοιπές προβλέψεις (Σημ. 3.8, 3.16, 3.19(2))	41.595,26	4.858,83
Συναλλαγματικές διαφορές (Σημ. 3.28)	31.156,15	(14.750,69)
(Εσοδα)/ έξοδα, (κέρδη)/ ζημίες επενδυτικής δραστηριότητας	(23.690,45)	27.297,39
Εσοδα από κρατική επιχορήγηση (Σημ. 3.25)	(92.526,96)	0
Μερίσματα εισπραχθέντα	0	(24.187,50)
Τόκοι και λοιπά χρηματοοικονομικά έσοδα (Σημ. 3.28)	30.673,23	27.361,45
<b>Λειτουργικά Κέρδη/ (Ζημίες) προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>115.210,26</b>	<b>(92.880,39)</b>
<b>Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης</b>		
(Αύξηση) /Μείωση αποθεμάτων (Σημ. 3.9)	(2.648,69)	(1.909,92)
(Αύξηση)/Μείωση απαιτήσεων	3.051,47	35.225,25
Αύξηση/(Μείωση) υποχρεώσεων	14.953,88	(715,29)
<b>Σύνολο μεταβολών κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>15.356,66</b>	<b>32.600,04</b>
Είσπραξη Κρατικής Επιχορήγησης (Σημ. 3.25)	92.526,96	0
Τόκοι πληρωθέντες	(28.261,94)	(24.098,35)
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές/ (εκροές) από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>194.831,94</b>	<b>(84.378,70)</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>		
Αγορές παγίων στοιχείων (Σημ. 3.1, 3.2)	(5.292,91)	(14.432,72)
Πωλήσεις ενσώματων παγίων στοιχείων	35,86	0
Προκαταβολές και παραγγελίες ενσώματων στοιχείων	(17.533,23)	(11.800,38)
Επενδύσεις σε θυγατρικές	(850,00)	(8.010,00)
Μερίσματα εισπραχθέντα	0	24.187,50
Αγορά χρηματοοικονομικών στοιχείων	(788,00)	(997,75)
Αγορά μετοχών λοιπών επιχειρήσεων	(500,06)	(411,54)
Πωλήσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων	733,48	447,75
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα	393,64	1.344,99
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές/ (εκροές) από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>(23.801,21)</b>	<b>(9.672,15)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>		
Ομολογιακό δάνειο	0	150.000,00
Εξοδα έκδοσης ομολογιακών δανείων	0	(5.732,65)
Δάνεια ληφθέντα	92.000,00	92.000,00
Δάνεια πληρωθέντα	(184.000,00)	0
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	60.000,00	0
Πληρωμές μισθώσεων	(91.815,06)	(128.335,81)
Εξόφληση κεφαλαίου χρηματοδοτικών μισθώσεων	(2.798,11)	0
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών (Σημ. 3.5)	(71.413,06)	13.169,30
Κρατική επιδότηση (μέρος αποθεματικού) (Σημ. 3.15)	27.473,04	0
Εξασφαλίσεις ομολογιακού δανείου	(10.800,00)	0
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές/ (εκροές) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>(181.353,20)</b>	<b>121.100,84</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>	<b>(10.322,47)</b>	<b>27.049,99</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσης (Σημ. 3.12)</b>	<b>376.425,14</b>	<b>360.781,00</b>
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα & ισοδύναμα	4.400,33	(11.405,85)
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης</b>	<b>370.503,00</b>	<b>376.425,14</b>

	<b>31.12.2022</b>
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	
Κέρδη/ (Ζημίες) χρήσης προ φόρων	141.308,71
Προσαρμογές για:	
Αποσβέσεις (Σημ. 3.1, 3.2, 3.3)	127.680,73
Προβλέψεις συντηρήσεως αεροσκαφών, επισφαλειών και λοιπές προβλέψεις (Σημ. 3.8, 3.16, 3.19(2))	17.151,30
Συναλλαγματικές διαφορές (Σημ. 3.28)	(1.041,89)
(Εσοδα)/ έξοδα, (κέρδη)/ ζημίες επενδυτικής δραστηριότητας	(32.845,97)
Εσοδα από επιχορηγήσεις (Σημ. 3.25)	0
Τόκοι και λοιπά χρηματοοικονομικά έσοδα (Σημ. 3.28)	45.144,38
<b>Λειτουργικά Κέρδη/ (Ζημίες) προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>297.397,26</b>
<b>Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης</b>	
(Αύξηση) /Μείωση αποθεμάτων (Σημ. 3.9)	(10.953,50)
(Αύξηση)/Μείωση απαιτήσεων	(3.043,08)
Αύξηση/(Μείωση) υποχρεώσεων	108.611,38
<b>Σύνολο μεταβολών κεφαλαίου κίνησης</b>	<b>94.614,80</b>
Τόκοι πληρωθέντες	(41.775,81)
Είσπραξη Κρατικής Επιχορήγησης (Σημ 3.25)	0
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές/ (εκροές) από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b>350.236,25</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	
Αγορές παγίων στοιχείων (Σημ. 3.1, 3.2)	(86.181,95)
Πωλήσεις ενσώματων παγίων στοιχείων	242,85
Προκαταβολές και παραγγελίες ενσώματων στοιχείων	(36.195,46)
Αγορά χρηματοοικονομικών στοιχείων	(53.356,10)
Αγορά μετοχών λοιπών επιχειρήσεων	(2.062,90)
Επενδύσεις σε θυγατρικές	0
Πωλήσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων	12.237,31
Τόκοι και συναφή έσοδα εισπραχθέντα	1.516,90
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές / (εκροές) από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>(163.799,35)</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	
Δάνεια πληρωθέντα	(81.500,00)
Δάνεια ληφθέντα	0
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	0
Πληρωμές μισθώσεων	(126.351,92)
Εξασφαλίσεις ομολογιακού δανείου	0
Εξόφληση κεφαλαίου χρηματοδοτικών μισθώσεων	(704,11)
Κρατική επιδότηση (μέρος αποθεματικού) (Σημ. 3.15)	0
Προκαταβολές έναντι μελλοντικών μισθώσεων αεροσκαφών (Σημ. 3.5)	46.328,74
<b>Καθαρές ταμειακές εισροές/ (εκροές) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>(162.227,29)</b>
<b>Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα</b>	<b>24.209,61</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσης (Σημ. 3.12)</b>	<b>442.586,58</b>
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	(4.507,58)
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης</b>	<b>462.288,61</b>