



ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ  
ΣΧΟΛΗ ΗΛΕΚΤΡΟΛΟΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ Μ/Υ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ  
ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ  
ΣΠΟΥΔΩΝ «ΤΕΧΝΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ»



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ

**Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας  
- Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας**

ΘΩΜΑΣ Γ. ΜΑΜΑΛΗΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ  
ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΠΟΥΤΟΣ  
ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟΣ ΣΥΝΕΡΓΑΤΗΣ

ΑΘΗΝΑ, ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2022

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 1 ΠΕΡΙΛΗΨΗ – ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ

Ήδη από το 2015 έχουν ξεκινήσει σημαντικές παρεμβάσεις στην αγορά με απώτερο στόχο την Ενεργειακή Ένωση ως το 2030. Οι κυριότερες παρεμβάσεις αφορούν την ροπή προς πιο καθαρές πηγές ενέργειας, όπως οι ανανεώσιμες ή το φυσικό αέριο αντί του λιγνίτη. Αυτές και μόνο οι κατευθύνσεις οδηγούν τις επιμέρους αγορές σε διαρθρωτικές αλλαγές και τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά ενέργειας σε διαμόρφωση στρατηγικής με στόχο την ανταγωνιστικότητα και τη βιωσιμότητα.

Η παρούσα εργασία μελετά τις 7 σημαντικότερες επιχειρήσεις ενέργειας στην Ελλάδα για τα έτη 2017-2020 και αναλύει βασικά οικονομικά τους μεγέθη με στόχο να αποκωδικοποιηθεί η ακολουθούμενη στρατηγική και οι βασικές οικονομικές αποφάσεις αναδιάρθρωσης.

Τα βασικότερα αποτελέσματα περιλαμβάνουν το γεγονός ότι η στρατηγική επηρεάζεται από τη μετοχική σύνθεση της επιχείρησης, με τη ρευστότητα και την αποδοτικότητα των κεφαλαίων να παίζουν το σημαντικότερο ρόλο στη λήψη αποφάσεων, και τη δανειακή επιβάρυνση και το υψηλό περιθώριο μικτού κέρδους να αποτελεί μοχλό ανάπτυξης και κατάκτησης μεριδίου της αγοράς.

Λέξεις – κλειδιά: αγορά ενέργειας, επιχειρηματική στρατηγική, ανάλυση οικονομικών καταστάσεων

---

Since 2015, significant market interventions have been launched with the ultimate goal of the Energy Union until 2030. Taking into consideration these directions only leads the individual markets to structural changes and the companies in the energy market to strategies aimed at competitiveness and sustainability.

The present study studies the 7 most important companies in Greece for the years 2017-2020 and analyzes their key financial figures in order to decode the strategy followed and the basic financial restructuring decisions.

Key outcomes include the fact that the strategy is influenced by the company's shareholder structure, with the liquidity and capital efficiency playing the most important role in decision making, and borrowing and high gross profit margin being a lever for growth and acquisition of market share.

Keywords: energy market, business strategy, financial statements' analysis

Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της  
αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης  
στη παραγωγή ενέργειας

---

Θα ήθελα να ευχαριστήσω από  
καρδιάς τον επιβλέποντα καθηγητή  
μου, κ. Πούτο Ευάγγελο, που, ως  
μέντορας αλλά και φίλος, μου  
στάθηκε στη συγγραφή της  
παρούσας μελέτης, καθώς και τη  
σύζυγό μου, Θωϊκού Γεωργία, που  
στάθηκε δίπλα μου καθ' όλο το  
υπέροχο αυτό «ταξίδι» στο ΔΠΜΣ  
«Τεχνοοικονομικά Συστήματα».

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 2 ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

1	ΠΕΡΙΛΗΨΗ – ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ.....	2
2	ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ .....	4
3	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
4	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΑΓΟΡΑΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ .....	6
4.1	Το ενωσιακό πλαίσιο.....	6
4.2	Κατηγοριοποίηση πηγών ενέργειας.....	7
4.3	Η Ελληνική πραγματικότητα.....	8
5	ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	11
6	ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ.....	14
6.1	Σύντομο ιστορικό των εταιριών που συμπεριλαμβάνονται στη μελέτη .....	15
6.1.1	ΔΕΗ Α.Ε. ....	15
6.1.2	PROTERGIA ENERGY A.E. ....	17
6.1.3	ELPEDISON ENERGY A.E.....	17
6.1.4	NRG .....	18
6.1.5	ΗΡΩΝ.....	19
6.1.6	WATT & VOLT .....	20
6.1.7	ZENIΘ.....	21
6.2	Χρηματοοικονομική ανάλυση.....	21
6.2.1	Ρευστότητα .....	21
6.2.2	Αποδοτικότητα.....	25
6.2.3	Δραστηριότητα .....	29
6.2.4	Κεφαλαιακή Διάρθρωση .....	33
6.2.5	Επενδύσεις .....	36
7	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	37
8	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ.....	41

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 3 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ήδη από το 2015 έχουν ξεκινήσει σημαντικές παρεμβάσεις στην αγορά με απώτερο στόχο την Ενεργειακή Ένωση ως το 2030. Οι κυριότερες παρεμβάσεις αφορούν την ροπή προς πιο καθαρές πηγές ενέργειας, όπως οι ανανεώσιμες ή το φυσικό αέριο αντί του λιγνίτη. Αυτές και μόνο οι κατευθύνσεις οδηγούν τις επιμέρους αγορές σε διαρθρωτικές αλλαγές και τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά ενέργειας σε διαμόρφωση στρατηγικής με στόχο την ανταγωνιστικότητα και τη βιωσιμότητα.

Η παρούσα εργασία μελετά τις 7 σημαντικότερες επιχειρήσεις ενέργειας στην Ελλάδα για τα έτη 2017-2020 και αναλύει βασικά οικονομικά τους μεγέθη με στόχο να αποκωδικοποιηθεί η ακολουθούμενη στρατηγική και οι βασικές οικονομικές αποφάσεις αναδιάρθρωσης.

Τα βασικότερα αποτελέσματα περιλαμβάνουν το γεγονός ότι η στρατηγική επηρεάζεται από τη μετοχική σύνθεση της επιχείρησης, με τη ρευστότητα και την αποδοτικότητα των κεφαλαίων να παίζουν το σημαντικότερο ρόλο στη λήψη αποφάσεων και τη δανειακή επιβάρυνση και το υψηλό περιθώριο μικτού κέρδους να αποτελεί μοχλό ανάπτυξης και κατάκτησης μεριδίου της αγοράς.

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 4 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΑΓΟΡΑΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ

### 4.1 Το ενωσιακό πλαίσιο

Κύριος στόχος της Ευρωπαϊκής στρατηγικής για την ενέργεια, όπως αυτή έχει διατυπωθεί στην COM/2015/080 «ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ, ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ με θέμα «Στρατηγική πλαίσιο για μια ανθεκτική Ενεργειακή Ένωση με μακρόπνοη πολιτική για την κλιματική αλλαγή»<sup>1</sup>, έχει οριστεί η διαμόρφωση Ενεργειακής Ένωσης, η οποία να έχει τη δυνατότητα να διασφαλίσει στους πολίτες / καταναλωτές και τις επιχειρήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξασφαλισμένη – διαρκή – ανταγωνιστική– οικονομική ενέργεια.

Η Ενεργειακή Ένωση απαρτίζεται από τους κάτωθι πέντε (5) κυριότερους, στενά συνδεδεμένους και αμοιβαία ενισχυόμενους, άξονες<sup>2</sup>:

- **Ασφάλεια, αλληλεγγύη και εμπιστοσύνη:** η ιδέα είναι η διαφοροποίηση των πηγών ενέργειας της Ευρώπης και διασφάλιση της ενεργειακής ασφάλειας μέσω της αλληλεγγύης και της συνεργασίας μεταξύ των χωρών της ΕΕ.
- **Μια ολοκληρωμένη εσωτερική αγορά ενέργειας:** εντός της πλήρους ενοποιημένης εσωτερικής αγοράς επιτρέπεται η ελεύθερη ροή ενέργειας μέσω κατάλληλων υποδομών και χωρίς τεχνικούς ή ρυθμιστικούς περιορισμούς.
- **Ενεργειακή απόδοση:** η βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης θα μειώσει την εξάρτηση από τις εισαγωγές ενέργειας, θα μειώσει τις εκπομπές και θα οδηγήσει σε θέσεις εργασίας και ανάπτυξη.
- **Δράση για το κλίμα, απαλλαγή της οικονομίας από τις ανθρακούχες πηγές:** η ΕΕ δεσμεύεται για ταχεία επικύρωση της Συμφωνίας του Παρισιού και διατήρηση της ηγετικής της θέσης στον τομέα των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.
- **Έρευνα, καινοτομία και ανταγωνιστικότητα:** στήριξη των καινοτομιών στις τεχνολογίες χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα και καθαρής ενέργειας, δίνοντας προτεραιότητα στην έρευνα και την καινοτομία για την προώθηση της ενεργειακής μετάβασης και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.

Ορίζοντας ολοκλήρωση της ενεργειακής στρατηγικής είναι το 2030, μέχρι το οποίο έτος οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν την υποχρέωση να καταρτίσουν ολοκληρωμένο εθνικό πλάνο δράσεων για την ενέργεια και την κλιματική αλλαγή<sup>3</sup>, όπως αποτυπώνεται στον Κανονισμό (ΕΕ) 2018/1999 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Δεκεμβρίου 2018, για τη «διακυβέρνηση της Ενεργειακής Ένωσης και της Δράσης για το Κλίμα,

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

για την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 663/2009 και (ΕΚ) αριθ. 715/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, των οδηγιών 94/22/ΕΚ, 98/70/ΕΚ, 2009/31/ΕΚ, 2009/73/ΕΚ, 2010/31/ΕΕ, 2012/27/ΕΕ και 2013/30/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, των οδηγιών 2009/119/ΕΚ και (ΕΕ) 2015/652 του Συμβουλίου και για την κατάργηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 525/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου»<sup>4</sup>.

Ειδικότερα για τη ρύθμιση της εσωτερικής αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας, διαμορφώθηκε το κάτωθι νομοθετικό πλαίσιο στον χώρο της ΕΕ<sup>5</sup>:

- Κανονισμός (ΕΕ) 2019/943 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την εσωτερική αγορά ηλεκτρικής ενέργειας.
- Κανονισμός (ΕΕ) 2015/1222 (CACM) της Επιτροπής σχετικά με τον καθορισμό κατευθυντήριων γραμμών για την κατανομή της δυναμικότητας και τη διαχείριση της συμφόρησης.
- Κανονισμός (ΕΕ) 2016/1719 (FCA) της Επιτροπής σχετικά με τον καθορισμό κατευθυντήριας γραμμής για τη μελλοντική κατανομή δυναμικότητας.
- Κανονισμός (ΕΕ) 2017/2195 (EBGL) της Επιτροπής σχετικά με τον καθορισμό κατευθυντήριας γραμμής για την εξισορρόπηση ηλεκτρικής ενέργειας.

### 4.2 Κατηγοριοποίηση πηγών ενέργειας

Οι κυριότερες πηγές ενέργειας, γύρω από τις οποίες έχει επικεντρωθεί η προσοχή της Ε.Ε. και όλων των κρατών – μελών της και βάσει των οποίων έχουν στηθεί οι βασικοί άξονες δράσης, είναι οι κάτωθι:

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



TIDAL



WIND



SOLAR



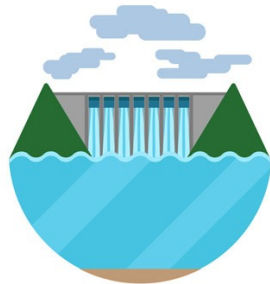
NUCLEAR



BIOMASS



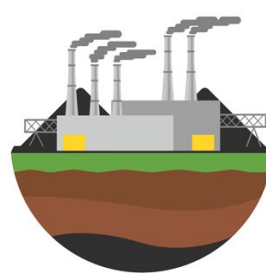
WAVE



HYDROELECTRIC



GEOTHERMAL



COAL

Η κατεύθυνση και η δέσμευση προς την Ενεργειακή Ένωση επιτάσσει την αύξηση της παραγόμενης ενέργειας από Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας, και την αντίστοιχη μείωση της παραγόμενης ενέργειας από συμβατικές τεχνολογίες καύσης.

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο να μελετήσει την αγορά ηλεκτρισμού στην Ελλάδα και πώς οι δράσεις – παρεμβάσεις προς την Ενεργειακή Ένωση έχουν επιδράσει στην εσωτερική αγορά και κατά πόσο φαίνεται μέχρι τώρα να είναι αποτελεσματικές.

## 4.3 Η Ελληνική πραγματικότητα

Στο πλαίσιο της ως άνω δέσμευσης και της Ελλάδας ως κράτος – μέλος της ΕΕ, η χώρα μας προέβη σε σειρά νομοθετικών παρεμβάσεων με κατεύθυνση και στόχο στην Ενεργειακή Ένωση.

Ειδικότερα για την Αγορά Ηλεκτρικής Ενέργειας, οι όροι λειτουργίας της καθορίζονται από τον Ν. 4425/2016 (ΦΕΚ Α'185) και τις τροποποιήσεις του Ν.



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

4512/2018 (ΦΕΚ Α'5). Σε εφαρμογή του ως άνω νομοθετικού πλαισίου, η Ρυθμιστική Αρχή Ενέργειας προέβη σε σύνταξη και έκδοση σχετικού κανονιστικού πλαισίου, από το 2018 ως και το 2020, με τα κάτωθι αντικείμενα:

- Κανονισμοί, Κώδικες και Εγχειρίδια για τη λειτουργία και την εκκαθάριση συναλλαγών στην Αγορά Επόμενης Ημέρας, στην Ενδοημερήσια Αγορά και στην Ενεργειακή Χρηματοπιστωτική Αγορά
- Κανονισμός Αγοράς Εξισορρόπησης
- Μεθοδολογίες και Τεχνικές Αποφάσεις για την Αγορά Εξισορρόπησης

Το Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ), που κυρώθηκε το Δεκέμβριο του 2019 (ΦΕΚ Β' 4893/31.12.2019) σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2018/1999 για τη διακυβέρνηση της Ενεργειακής Ένωσης και της Δράσης για το Κλίμα, περιγράφει την ενεργειακή στρατηγική της Ελλάδας έως το 2030, η οποία βασίζεται στη γρήγορη απόσυρση των λιγνιτικών μονάδων. Η Ελλάδα υπέβαλε τα σχετικά σχέδια, συμπεριλαμβανομένης της Μακροχρόνιας Στρατηγικής για το έτος 2050, νωρίτερα από άλλα κράτη μέλη. Το τελικό Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα φέρει νέες φιλοδοξίες σε σύγκριση με την πρώτη έκδοση του 2019 και περιλαμβάνει αύξηση των στόχων για τις ΑΠΕ και την ενεργειακή απόδοση και παράλληλα μείωση των εκπομπών CO<sub>2</sub>. Πολλά από τα παραπάνω είναι αποτέλεσμα του σχεδίου για τη γρήγορη απολιγνιτοποίηση. Ειδικότερα, όλες οι λιγνιτικές μονάδες εκτός της Πτολεμαΐδας V θα αποσυρθούν μέχρι το 2023 και η Πτολεμαΐδα θα λειτουργήσει με εναλλακτικό καύσιμο μέχρι το 2028. Αυτό οδηγεί την Ελλάδα σε πλήρη απανθρακοποίηση έως το 2028. Παρόλα αυτά, η Ελληνική Δημοκρατία θα πρέπει να αντιμετωπίσει πολλές κοινωνικές προκλήσεις, ιδιαίτερα σε ορισμένες περιοχές που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τη βιομηχανία του λιγνίτη. Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία (Green New Deal) και ο Μεταβατικός Μηχανισμός (Just Transition Mechanism) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, προβλέπουν στοχευμένη στήριξη στις περιφέρειες αυτές. Συνεπώς, οι δυνατότητες που προσφέρει μια τέτοια κίνηση, μπορούν να διερευνηθούν σε συνεργασία με την Επιτροπή. Σε εθνικό επίπεδο, η Ελλάδα σύστησε μια διυπουργική επιτροπή για να συζητήσει τη μετάβαση στην απανθρακοποίηση. Τέλος, η Ελλάδα προκοινοποίησε στην Επιτροπή δύο μηχανισμούς για έγκριση από άποψη κρατικών ενισχύσεων. Ο πρώτος μηχανισμός αφορά τη διακοψιμότητα και ο δεύτερος την ευελιξία. Η δεύτερη φάση του μηχανισμού ευελιξίας, θα έπρεπε να έχει ξεκινήσει την 1η Απριλίου 2019. Όμως αυτή ανεστάλη λόγω των καθυστερήσεων στην εξέλιξη του Μοντέλου Στόχου (Target Model) που απαγόρευε τη συμμετοχή της ζήτησης στις δημοπρασίες για παροχή ισχύος ευελιξίας. Αυτό βέβαια προκάλεσε παράλληλα και την κατάργηση των πληρωμών ευελιξίας για τους ευέλικτους παραγωγούς για την περίοδο από 01.04.2019 έως τα τέλη του 2019.<sup>15</sup>

Εν κατακλείδι, η **απελευθέρωση της αγοράς φυσικού αερίου και ηλεκτρικής ενέργειας**, είχε ως αποτέλεσμα την ελεύθερη επιλογή

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

προμηθευτή επομένως και την αύξηση της ανταγωνιστικότητας. Στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας συνέβαλε και η **ανεξαρτητοποίηση και ο διαχωρισμός της παραγωγής από την προμήθεια ενέργειας**. Τέλος, η **επέκταση και ενίσχυση των εγχώριων και διακρατικών δικτύων μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας, φυσικού αερίου και πετρελαίου**, έρχεται να θέσει γερές βάσεις για τη μελλοντική ενοποίηση της εσωτερικής ευρωπαϊκής αγοράς ενέργειας.

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 5 ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί μία από τις βασικές τεχνικές που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση επιχειρήσεων.

Οι αριθμοδείκτες ή χρηματοοικονομικοί δείκτες ορίζονται ως το πηλίκο μεταξύ επιλεγμένων αριθμητικών μεγεθών των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης. Ο υπολογισμός τους αποσκοπεί στον προσδιορισμό ενός συγκρίσιμου μεγέθους της οικονομικής κατάστασης μίας επιχείρησης, είτε ως ενιαία μονάδα είτε επιμέρους κλάδων / τομέων αυτής. Η σύγκριση κρίνεται χρήσιμη, λαμβάνοντας υπόψη τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων (πιστωτές, πελάτες, εργαζόμενοι, μέτοχοι) τόσο ως προς τους ανταγωνιστές της επιχείρησης όσο και ως προς τον κλάδο στον οποίο αυτή ανήκει και δραστηριοποιείται.

Βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών είναι οι εξής<sup>6</sup>:

- **Αριθμοδείκτες Ρευστότητας:** Περιγράφει τη βραχυχρόνια οικονομική θέση της επιχείρησης όσο και την ικανότητά της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- **Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας:** Μετράται ο βαθμός αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης στη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, κατά πόσο δηλαδή γίνεται ή όχι χρησιμοποίηση αυτών.
- **Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας:** Μετράται η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, η δυναμικότητα των κερδών της και η ικανότητα της διοικήσεώς της, όπως και ο βαθμός επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχείρησης σε δεδομένη χρονική στιγμή.
- **Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας:** Εκτιμάται η μακροχρόνια ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και ο βαθμός αξιοπιστίας απέναντι στους πιστωτές της.
- **Αριθμοδείκτες Επενδύσεων ή Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες:** Συσχετίζεται ο αριθμός των μετοχών μιας επιχείρησης και η χρηματιστηριακή τους τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα άλλα περιουσιακά στοιχεία της. Για τη σχέση μεταξύ κερδών και μετοχών και μερισμάτων έχουν αναπτυχθεί σειρά θεωριών μερισματικής πολιτικής.<sup>7,8,9,10</sup>

Από τους ως άνω αριθμοδείκτες, προκειμένου να αξιολογηθούν οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον χώρο της παραγωγής και διανομής ηλεκτρικής ενέργειας, θα επιλεχθούν συνολικά οκτώ (8) αριθμοδείκτες από όλες τις ανωτέρω κατηγορίες δεικτών. Μέσω των επιλεγμένων αυτών αριθμοδεικτών θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε τη διαχρονική πορεία και εξέλιξή τους, και καθώς αποτελούν σημαντικό μερίδιο της αγοράς, να περιγράψουμε την επίδρασή τους στην εξελικτική πορεία του κλάδου.

Για τον ως άνω σκοπό, έχουν επιλεχθεί οι κάτωθι αριθμοδείκτες για την παρούσα εργασία:

Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

Κατηγορία αριθμοδεικτών	Αριθμοδείκτης	Περιγραφή
Ρευστότητας	Δείκτης Κυκλοφοριακής ή Έμμεσης ή Γενικής Ρευστότητας = (Κυκλοφορούν ενεργητικό – Προκαταβολές) / (Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις – Προεισπράξεις)	Δείχνει το περιθώριο ασφάλειας που έχει στη διάθεσή της μία επιχείρηση για να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (καθώς η ενέργεια δεν είναι προϊόν που μπορεί να αποθηκευθεί και να συνθέσει αποθέματα, δεν έχει νόημα να υπολογιστεί ο δείκτης άμεσης ρευστότητας).
Δραστηριότητας	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού	Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού δείχνει τα έσοδα τα οποία δημιουργεί κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό της επιχείρησης
Δραστηριότητας	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων = Πωλήσεις / Καθαρά πάγια	Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων δείχνει τον βαθμό παγιοποίησης ή την κεφαλαιακή ένταση της επιχείρησης
Δραστηριότητας	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Εισπρακτέων Λογαριασμών = Πωλήσεις / Εισπρακτέοι λογαριασμοί	Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Εισπρακτέων Λογαριασμών δείχνει πόσες φορές μετατράπηκαν σε μετρητά οι εισπρακτέοι λογαριασμοί της εταιρίας στη διάρκεια του έτους
Αποδοτικότητα	Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους = (Πωλήσεις – Κόστος Πωληθέντων) / Πωλήσεις	Ο Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους αντανακλά την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης και την ικανότητα της διοίκησής της να ελαχιστοποιεί το κόστος πωληθέντων

Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

Αποδοτικότητα	$\text{Αριθμοδείκτης Απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα} - \text{Φόρος Εισοδήματος}}{\text{Μέσος Όρος Συνολικών Απασχολούμενων Κεφαλαίων}}$	<p>Ο Αριθμοδείκτης Απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων δείχνει την απόδοση την οποία πέτυχε η επιχείρηση από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της, δηλαδή τον βαθμό ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης στην χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων</p>
Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας	$\text{Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Ξένα κεφάλαια}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$	<p>Ο Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης δείχνει το ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται με δάνειο</p>
Επενδύσεων	$\text{Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών} = \frac{\text{(Μέρισμα ανά μετοχή)}}{\text{(Κέρδη ανά μετοχή)}}$	<p>Το Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών (Dividend Payout Ratio) το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων αναδεικνύει τη σταθερότητα (ή μη) του μερίσματος διαχρονικά.</p>

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 6 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Αρχικά θα παρουσιάσουμε ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων παραγωγής και διανομής ενέργειας που έχουμε ξεχωρίσει από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και που θα χρειαστούν για την αξιολόγηση της ανάλυσης στη συνέχεια.

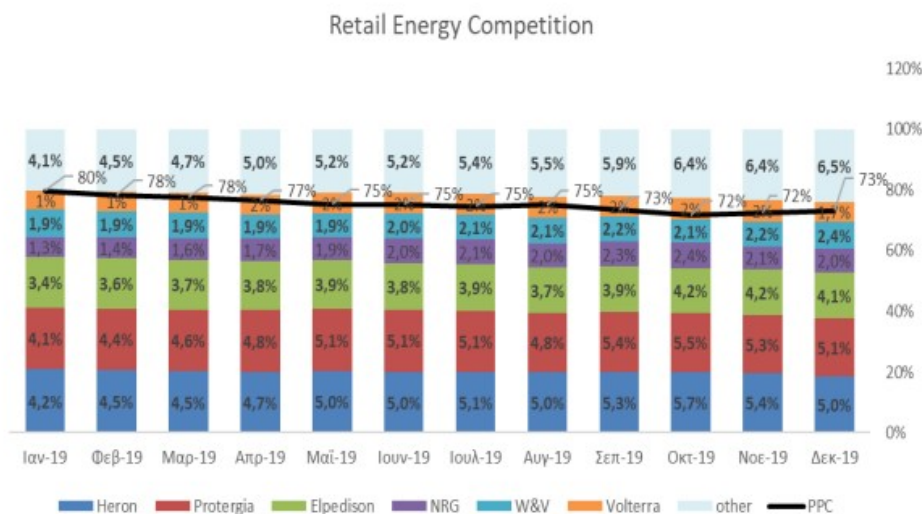
Οι εταιρίες στον κλάδο ανέρχονται συνολικά στις 20. Εξ' αυτών έχουν επιλεγεί οι κάτωθι επτά (7) πλέον ενεργές εταιρίες, με σημαντικό πλέον μερίδιο της αγοράς.



Βάσει της διαχρονικής εξέλιξης στα μερίδια της λιανικής αγοράς κατά το 2019, όπως παρουσιάζονται στη συνέχεια, έγινε η επιλογή των ανωτέρω επιχειρήσεων.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ΔΕΗ έχασε 5% από το μερίδιο της αγοράς που εκπροσωπούσε στην αρχή του 2018 πέφτοντας από το 85.0% στο 80.6% στο τέλος του 2018 ενώ έχασε άλλο 7% από το μερίδιο της λιανικής αγοράς μέσα στο 2019 καταλήγοντας στο 73%. Οι ιδιωτικές εταιρίες αύξησαν τη συμμετοχή τους με τις τρεις εταιρίες HERON, Protergia και Elpedison να ηγούνται σε μερίδια αγοράς.

# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



[www.admie.gr](http://www.admie.gr)

## 6.1 Σύντομο ιστορικό των εταιριών που συμπεριλαμβάνονται στη μελέτη

### 6.1.1 ΔΕΗ Α.Ε.<sup>11</sup>

Η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού Α.Ε. («ΔΕΗ» ή «η Μητρική Εταιρεία»), ιδρύθηκε το 1950 στην Ελλάδα, άνευ συγκεκριμένου χρόνου λειτουργίας, ως μία κρατική επιχείρηση παραγωγής, μεταφοράς και διανομής ηλεκτρικής ενέργειας σε όλη την Ελλάδα.

Το 1999, το Ελληνικό Δημόσιο έθεσε σε εφαρμογή το Ν.2773/1999 («νόμος απελευθέρωσης») ο οποίος προέβλεπε, μεταξύ άλλων διατάξεων, τη μετατροπή της ΔΕΗ σε ανώνυμη εταιρεία, ενώ, βάσει του Π.Δ.333/2000 (καταστατικό) η ΔΕΗ μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία την 1η Ιανουαρίου 2001 με διάρκεια λειτουργίας 100 έτη.

Από το Δεκέμβριο 2001, οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Από 29 Νοεμβρίου 2017 μετά από αίτηση της Μητρικής Εταιρείας, έλαβε χώρα η διαγραφή των Διεθνών Αποθετηρίων Εγγράφων (GDRs) της Εταιρείας και η παύση της διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Στις 15.6.2017 η Μητρική Εταιρεία απώλεσε τον έλεγχο της θυγατρικής ΑΔΜΗΕ Α.Ε. ενώ στις 20.6.2017 ολοκληρώθηκε ο πλήρης ιδιοκτησιακός διαχωρισμός της από τη ΔΕΗ, όπως αυτός προβλεπόταν στα άρθρα 142 και επόμενα του Ν. 4389/2016. Σε εφαρμογή του Ν. 4533/2018, την 30.06.2018 η Μητρική Εταιρεία ολοκλήρωσε την απόσχιση των δύο κλάδων λιγνιτικού ηλεκτροπαραγωγικού δυναμικού Μελίτης και Μεγαλόπολης και την εισφορά τους σε δύο νέες 100% θυγατρικές εταιρείες με την επωνυμία «ΛΙΓΝΙΤΙΚΗ ΜΕΛΙΤΗΣ Α.Ε.» και «ΛΙΓΝΙΤΙΚΗ ΜΕΓΑΛΟΠΟΛΗΣ Α.Ε.», αντίστοιχα.

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

Οι οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν τις εταιρικές οικονομικές καταστάσεις της ΔΕΗ και τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της ΔΕΗ και των θυγατρικών της («ο Όμιλος»).

Ο Όμιλος, παράγει ηλεκτρική ενέργεια (“Η/Ε”) από τους 60 κύριους σταθμούς παραγωγής της Μητρικής Εταιρείας, τους 3 των κατά 100% θυγατρικών εταιρειών Λιγνιτική Μεγαλόπολης Α.Ε. και Λιγνιτική Μελίτης Α.Ε., αλλά και από σταθμούς ΑΠ, ΜΥΗΣ, και Φ/Β που ανήκουν στην 100% θυγατρική της εταιρεία ΔΕΗ Ανανεώσιμες Α.Ε. και διανέμει ηλεκτρική ενέργεια μέσω Δικτύου Διανομής Μέσης & Χαμηλής Τάσης, μήκους 239.119 χιλιομέτρων και του δικτύου Υψηλής Τάσης μήκους 989 χιλιομέτρων, τα οποία διαχειρίζεται η κατά 100% θυγατρική εταιρεία «ΔΕΔΔΗΕ».

Μετά από την ολοκλήρωση της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου στις 16.11.2021, το Μετοχικό Κεφάλαιο της ΔΕΗ Α.Ε. ανέρχεται σε € 947.360.000, διαιρούμενο σε 382.000.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας € 2,48 η κάθε μία.

Οι μετοχές της Εταιρείας διαπραγματεύονται στην κατηγορία της Κύριας Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών στην Ελλάδα.

Η ΔΕΗ συμμετέχει σε πλήθος δεικτών όπως: Γενικός Δείκτης ΧΑ (ΓΔ), ΔΟΜ, FTSE, ΣΑΓΔ, FTSEA, ΔΚΩ, HELMSI, ATHEX ESG και MSCI Global Standard Index.

Μετοχική Σύμβαση (16.11.2021 *)	Ποσοστό
Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας Α.Ε. (ΕΕΣΥΠ) (1)	23,80%
Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου Α.Ε. (ΤΑΙΠΕΔ) (1)	10,32%
Selath Holdings S.à r.l (2)	10,00%
Θεσμικοί Επενδυτές και ευρύ επενδυτικό κοινό (3)	55,88%
ΣΥΝΟΛΟ	100,00%



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

### 6.1.2 PROTERGIA ENERGY A.E.<sup>12</sup>

Από τον Φεβρουάριο 2001 ο Όμιλος ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ δραστηριοποιείται για πρώτη φορά στην παραγωγή & εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας μέσω δύο θυγατρικών ανωνύμων εταιρειών, της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ – ΠΑΡΑΓΩΓΗ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ Α.Ε. και της ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΙΟΛΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.. Ο Όμιλος εισέρχεται στον ενεργειακό τομέα με προτάσεις ενεργειακών επενδύσεων που αφορούν 2 σταθμούς ηλεκτροπαραγωγής και πληθώρα έργων ΑΠΕ, κυρίως αιολικών πάρκων.

Τον Ιούλιο 2010 ο Όμιλος ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ καταλήγει σε συμφωνία με την Enel για την εξαγορά του μεριδίου 50,01% της Endesa Hellas, που ανήκε στην Endesa SA. Με τη συμφωνία αυτή, ο Όμιλος καθίσταται ο μοναδικός μέτοχος της Endesa Hellas, που μετονομάζεται σε Protergia και εδραιώνει τη θέση του ως ο μεγαλύτερος ανεξάρτητος παραγωγός ενέργειας στην Ελλάδα.

Το 2012 εξαγοράζονται η εταιρεία ΜΟΒΑΛ Α.Ε., της οποίας η θυγατρική εταιρεία ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ ΠΗΓΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΚΑΡΥΣΤΙΑΣ Α.Ε. διαθέτει 4 αιολικά πάρκα σε λειτουργία στην Εύβοια, συνολικής ισχύος 17 MW, και η εταιρεία ΑΡΓΥΡΙΤΗΣ ΓΗ Α.Β.Ε.Ε. μετόχου κατά 65% της εταιρείας Κόρινθος Power Α.Ε.

Τον Ιούλιο 2017 συγχωνεύεται η εταιρία «ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ», με τις βασικές θυγατρικές της «ΜΕΤΚΑ Α.Ε.», «PROTERGIA Α.Ε.» και «ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε.».

Η Protergia είναι ο Τομέας Ηλεκτρικής Ενέργειας και Φυσικού Αερίου της ΜΥΤΙΛΙΝΕΟΣ, της μεγαλύτερης ιδιωτικής εταιρείας ενέργειας στην Ελλάδα, ο οποίος με ενεργειακό χαρτοφυλάκιο δυναμικότητας 1.200 MW θερμικών μονάδων και 222 MW Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας, καλύπτει άνω του 10% της εγχώριας ζήτησης ηλεκτρικής ενέργειας.

Η Protergia διαχειρίζεται όλες τις ηλεκτροπαραγωγικές μονάδες της ΜΥΤΙΛΙΝΕΟΣ, στις οποίες περιλαμβάνονται μονάδες παραγωγής με καύσιμο φυσικό αέριο και μονάδες Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (αιολικά πάρκα, φωτοβολταϊκοί σταθμοί και μικρά υδροηλεκτρικά έργα).

Η ΜΥΤΙΛΙΝΕΟΣ, μέσω της Protergia, δραστηριοποιείται στην προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου, προσφέροντας σύγχρονες και αξιόπιστες υπηρεσίες και συνδυαστικά προϊόντα ηλεκτρικού ρεύματος και φυσικού αερίου, με περισσότερες από 310.000 παροχές σε ολόκληρη τη χώρα.

### 6.1.3 ELPEDISON ENERGY A.E.<sup>13</sup>

Η Eipedison Παραγωγή Ηλεκτρικής Ενέργειας Α.Ε. με διακριτικό τίτλο Eipedison Α.Ε καλούμενη εφεξής η «Εταιρεία», ιδρύθηκε στις 27 Μαΐου 2003

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

από την εταιρεία Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. Η Elpedison B.V το 2018 κατέχει το 75,78% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας και οι μέτοχοι της μειοψηφίας το 24,22%. Η Elpedison B.V το 2019 κατέχει το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας.

Οι δραστηριότητες της Εταιρείας περιλαμβάνουν την παραγωγή, την εμπορία και την προμήθεια ηλεκτρικού ρεύματος, την εμπορία και την προμήθεια φυσικού αερίου, τις υπηρεσίες ενεργειακής διαχείρισης και λοιπές υπηρεσίες που συνδέονται με την πώληση ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι κοινές ονομαστικές. Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας την 31.12.2018 μετά την απορρόφηση της Elpedison Energy, ανήρχετο σε € 99.634 αποτελούμενο από 9.963.360 κοινές ονομαστικές μετοχές αξίας € 10 έκαστη. Η αύξηση των € 1.436 χιλ. λόγω της απορρόφησης της Elpedison Energy πραγματοποιήθηκε με την έκδοση 143.560 νέων μετοχών αξίας € 10 έκαστη. Από τις οικονομικές καταστάσεις του 2018 ως και του 2020, ποσό χιλ.€ 44.996 αφορά την διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο (αντιπροσωπεύει το καθαρό ποσό που απομένει μετά την αφαίρεση των εξόδων αύξησης μετοχικού κεφαλαίου χιλ.€456 από το ποσό των χιλ.€45.452).

### 6.1.4 NRG<sup>14</sup>

Η NRG SUPPLY AND TRADING ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ., (εφεξής «η Εταιρεία»), με διακριτικό τίτλο NRG SUPPLY AND TRADING SA, είναι Ανώνυμη Εταιρεία που δραστηριοποιείται στην εμπορία και προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου. Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας περιλαμβάνονται στις Ενοποιημένες Καταστάσεις της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε. που βρίσκονται δημοσιευμένες στην ιστοσελίδα [www.moh.gr](http://www.moh.gr). Η εταιρεία συστάθηκε το 2008, και η διάρκεια της ορίστηκε σε 50 έτη. Είναι εγκατεστημένη στην Ελλάδα και η διεύθυνση της έδρας της είναι η Λεωφόρος Κηφισιάς 168 & Σοφοκλέους στο Μαρούσι Αττικής. Εταιρεία είναι εγγεγραμμένη στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (ΓΕ.ΜΗ.) με αριθμό 008361601000 και Α.Μ.Α.Ε 66566/01/Β/08/459. Με απόφαση της γενικής συνελεύσεως, από τις 3 Μαρτίου 2020, η Εταιρεία μετονομάστηκε σε NRG SUPPLY AND TRADING ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ από NRG TRADING HOUSE ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ. Την πλειοψηφία των μετοχών της Εταιρείας κατέχει από τις 9 Σεπτεμβρίου 2018 με ποσοστό 90% η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε., με έδρα την Ελλάδα ενώ η εταιρεία NRG GLOBAL ENERGY TRADING HOUSE LTD στην NRG SUPPLY AND TRADING ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ κατέχει το υπόλοιπο 10%.

Το καταβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας διαιρείται σε διακόσες τριάντα χιλιάδες (230.000) κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας δέκα (10) ευρώ.

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

Οι οικονομικές καταστάσεις για τη χρήση 01/01/2020 – 31/12/2020 δεν εντοπίστηκαν ούτε στο ΓΕΜΗ ούτε στην ιστοσελίδα της επιχείρησης, επομένως η παρακάτω ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της NRG περιορίζεται στα έτη 2017, 2018 και 2019.

### 6.1.5 ΗΡΩΝ<sup>15</sup>

Η Εταιρεία ΗΡΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (εφεξής «ΗΡΩΝ I») είναι μέρος της Κοινοπραξίας μεταξύ δύο βασικών παικτών στον Κλάδο Ενέργειας, με συμμετοχή 50% της κάθε εταιρείας: την ENGIE από την Γαλλία και την ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ από την Ελλάδα.

Ο Όμιλος ENGIE έχει εξελιχθεί ιστορικά μέσω της ιδιωτικοποίησης της Γαλλικής Δημόσιας Εταιρείας Φυσικού Αερίου το 1946. Κατά την διάρκεια του χρόνου έχει σταδιακά αποχωρήσει από την παραγωγή και πλέον εμπορεύεται το «παραγόμενο φυσικό αέριο», προκειμένου να καλύπτει το εμπόριο, τη μεταφορά και την παράδοση φυσικού αερίου. Στη συνέχεια, αναπτύχθηκε μέσω της συγχώνευσης μεταξύ της GAZ DE FRANCE και της SUEZ. Συγκεκριμένα, μετά την απελευθέρωση της Αγοράς Ενέργειας στην Ευρώπη, η ENGIE έχει συμπεριλάβει στις δραστηριότητές της την παραγωγή ενέργειας καθώς και το εμπόριο ενέργειας. Η ENGIE απασχολεί προσωπικό περίπου 170.000 ανθρώπων παγκοσμίως. Ο Όμιλος είναι εισηγμένος στα χρηματιστήρια του Βελγίου, του Λουξεμβούργου και του Παρισιού και συμμετέχει στους μεγαλύτερους διεθνείς χρηματιστηριακούς δείκτες: CAC 40, BEL 20, DJ Stoxx 50, Euronext 100, FTSE Eurotop 100, MSCI Europe, ASPI Eurozone και ECPI Ethical Index EMU.

Το 2002 η ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ μετασχηματίστηκε σε Εταιρεία Συμμετοχών και ο κατασκευαστικός της κλάδος μεταφέρθηκε στην ΤΕΡΝΑ. Το 2008 η ΓΕΚ απορρόφησε τον κλάδο συμμετοχών της ΤΕΡΝΑ και μετονομάστηκε σε ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ. Ο Όμιλος διατηρεί δραστηριότητες σε διάφορους κλάδους: κατασκευές, ενέργεια, ακίνητα, βιομηχανία και παραχωρήσεις. Τα τελευταία χρόνια, ο Όμιλος έχει καταφέρει να ενισχύσει σημαντικά την θέση του και εκτός Ελλάδος, καθώς σημαντικό μέρος των εσόδων του προέρχεται από χώρες της νοτιοανατολικής Ευρώπης και την Μέση Ανατολή, εξαιτίας των πρόσφατων εξελίξεων στις χώρες αυτές. Όντας ένας από τους τρεις κύριους ιδιώτες Παραγωγούς Ηλεκτρικής Ενέργειας και ο μεγαλύτερος ιδιώτης προμηθευτής ηλεκτρικής ενέργειας, η ΗΡΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ έχει την ίδια δομή με τους λοιπούς παίκτες στην Αγορά Ενέργειας. Συγκεκριμένα, η Εταιρεία διαθέτει ένα εργοστάσιο παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας ανοικτού κύκλου (OCGT). Διαθέτει Άδεια Παραγωγής 185 MW και βρίσκεται 4 χλμ. νότια της Θήβας, στο νομό Βοιωτίας. Ο σταθμός κατέχει σημαντικό πλεονέκτημα για το Ελληνικό Διασυνδεδεμένο Σύστημα Μεταφοράς: άμεση καύση με μέγιστη απόδοση ικανότητας εντός μόνο 20 λεπτών. Η αποδοτικότητα του Εργοστασίου με την χρήση φυσικού αερίου είναι υψηλή και ανέρχεται σε 40%, σε συνθήκες συνεχούς πλήρους λειτουργίας φορτίου. Ο πραγματικός μέσος ετήσιος ρυθμός

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

αποδοτικότητας, λαμβάνοντας υπόψη τους κύκλους εκκίνησης και τερματισμού, καθώς και την λειτουργία των μονάδων με μερικό φορτίο, ανέρχεται σε 38%.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε δύο εκατομμύρια τετρακόσιες δεκαέξι χιλιάδες εκατό Ευρώ (2.416.100,00€) και διαιρείται σε σαράντα οκτώ χιλιάδες τριακόσιες είκοσι δύο (48.322) κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 50 Ευρώ (50,00€) η κάθε μία. Το Μετοχικό Κεφάλαιο ανήκει κατά το ήμισυ στην εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρεία ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. (24.161 μετοχές) και το υπόλοιπο στην ENGIE INTERNATIONAL HOLDING B.V, εταιρεία του Ομίλου της εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Παρισιού ENGIE (24.161 μετοχές).

### 6.1.6 WATT & VOLT<sup>16</sup>

Η WATT AND VOLT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ με διακριτικό τίτλο «WATT AND VOLT A.E.» («Εταιρία» ή «Μητρική εταιρία»), είναι κάτοχος Άδειας Εμπορίας και Προμήθειας Ηλεκτρικής Ενέργειας στην ελληνική αγορά από το 2011, ενώ το 2015 απέκτησε Άδεια Προμήθειας Φυσικού Αερίου. Η Εταιρία συστάθηκε το 2006 και η διάρκειά της ορίστηκε σε πενήντα (50) έτη.

Η WATT AND VOLT A.E. είναι αμιγώς ελληνική εταιρία παροχής ολοκληρωμένων υπηρεσιών ενέργειας και πρωτοπόρος εταιρία στην ανάπτυξη καινοτόμων ενεργειακών λύσεων. Δραστηριοποιείται στον τομέα της εμπορίας και προμήθειας ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου, στον τομέα της εμπορίας αερίων ρύπων καθώς και των λύσεων ενεργειακής και λειτουργικής απόδοσης μέσω του IoT (Internet of Things).

Η WATT AND VOLT A.E. είναι Ανώνυμη Εταιρία που συστάθηκε και εδρεύει στην Ελλάδα. Η έδρα της βρίσκεται στο Δήμο Αμαρουσίου Αττικής και συγκεκριμένα στη διεύθυνση Λεωφόρου Κηφισίας 217<sup>α</sup>, 15123 Μαρούσι κι έχει αριθμό μητρώου ΓΕΜΗ 008128501000. Η Εταιρία λειτουργεί 8 υποκαταστήματα. Μέσω των θυγατρικών της, η Εταιρία έχει δραστηριότητα στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στη Βόρεια Μακεδονία και στην Ελβετία.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας αποτελείται από τα εξής μέλη:

- Α) Παπαναγιώτου Αναστάσιος (Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος)
- Β) Παπαναγιώτου Σοφία (Αντιπρόεδρος)
- Γ) Ξάνθη Αθανασία (Μέλος)

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

### 6.1.7 ZENIΘ<sup>17</sup>

Η ZeniΘ ξεκίνησε από το 2000 με την ίδρυση της Ε.Π.Α Θεσσαλονίκης Α.Ε. και της Ε.Π.Α Θεσσαλίας, οπότε και ξεκινά η χρήση φυσικού αερίου στις πόλεις της Θεσσαλονίκης, της Λάρισας και ολόκληρης της περιφέρειας Θεσσαλίας, αντίστοιχα. Είχε ως κύρια δραστηριότητα την προμήθεια και πώληση φυσικού αερίου & ηλεκτρικής ενέργειας.

Τον Ιανουάριο 2017 ήρθε η συνένωση με την ίδρυση της Εταιρείας Προμήθειας Αερίου Θεσσαλονίκης - Θεσσαλίας Α.Ε. με τον διακριτικό τίτλο ΑΕΡΙΟ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ-ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ.

Από τις 20 Ιουλίου 2018 μοναδικός μέτοχος της ZeniΘ είναι η Eni, ιταλική πολυεθνική και ένας από τους παγκόσμιους ηγέτες στον τομέα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Έκτοτε η ZENIΘ δραστηριοποιείται και στην αγορά της ηλεκτρικής ενέργειας.

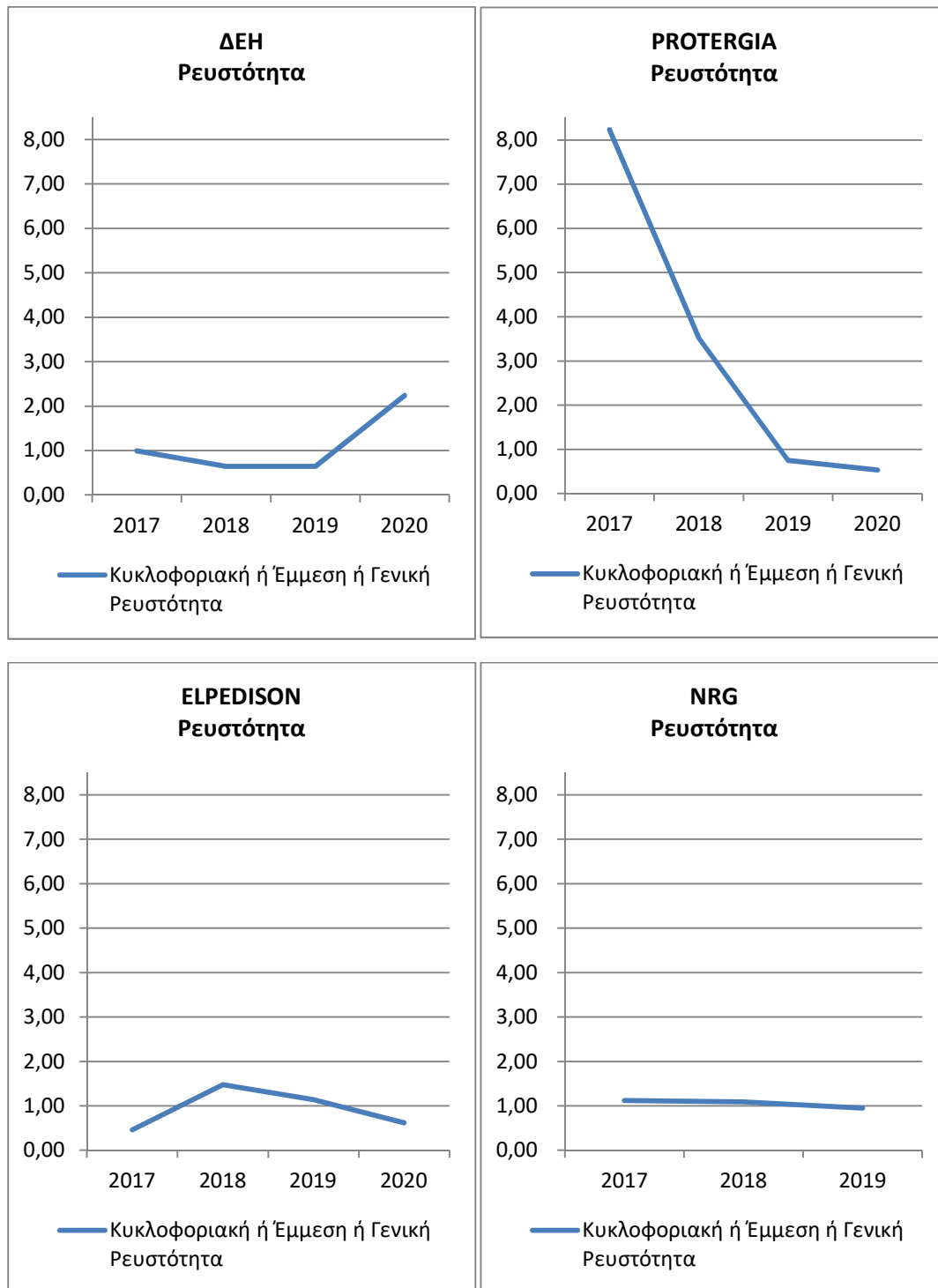
## 6.2 Χρηματοοικονομική ανάλυση

Με τη βοήθεια των επιλεγμένων δεικτών που αναφέρονται στην ενότητα [3. ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ](#), στη παρούσα ενότητα θα αναλύσουμε τη χρηματοοικονομική κατάσταση κάθε μίας εκ των επιλεγμένων εταιριών (βλ. ενότητα [4.1](#)).

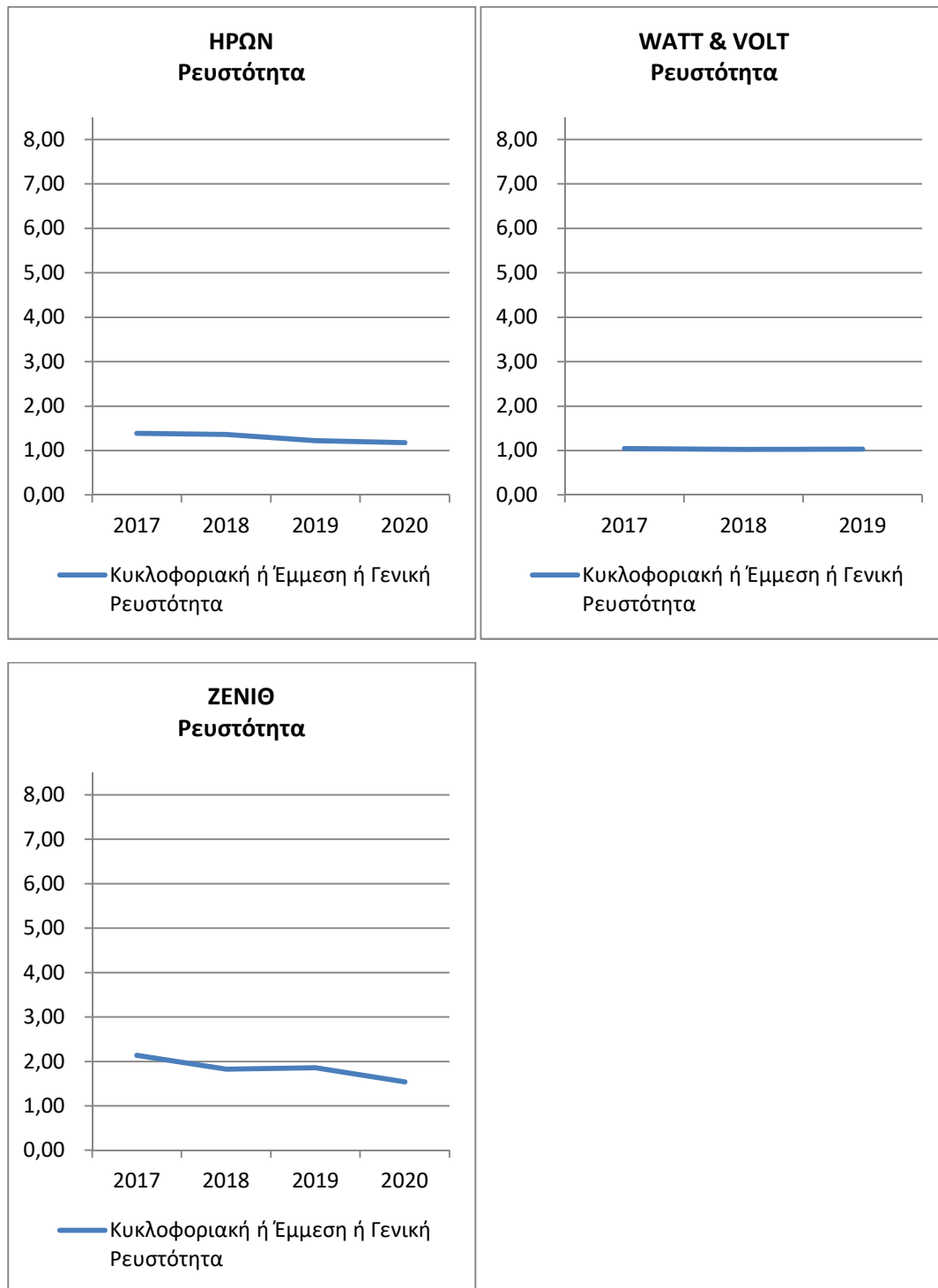
### 6.2.1 Ρευστότητα

Ξεκινώντας από το επίπεδο **ρευστότητας**, και λαμβάνοντας υπόψη τη φύση του προϊόντος της ενέργειας, παρουσιάζεται κατωτέρω η διαχρονική πορεία του Δείκτη Κυκλοφοριακής ή Έμμεσης ή Γενικής Ρευστότητας για τα έτη 2017-2020, βάσει των διαθέσιμων δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



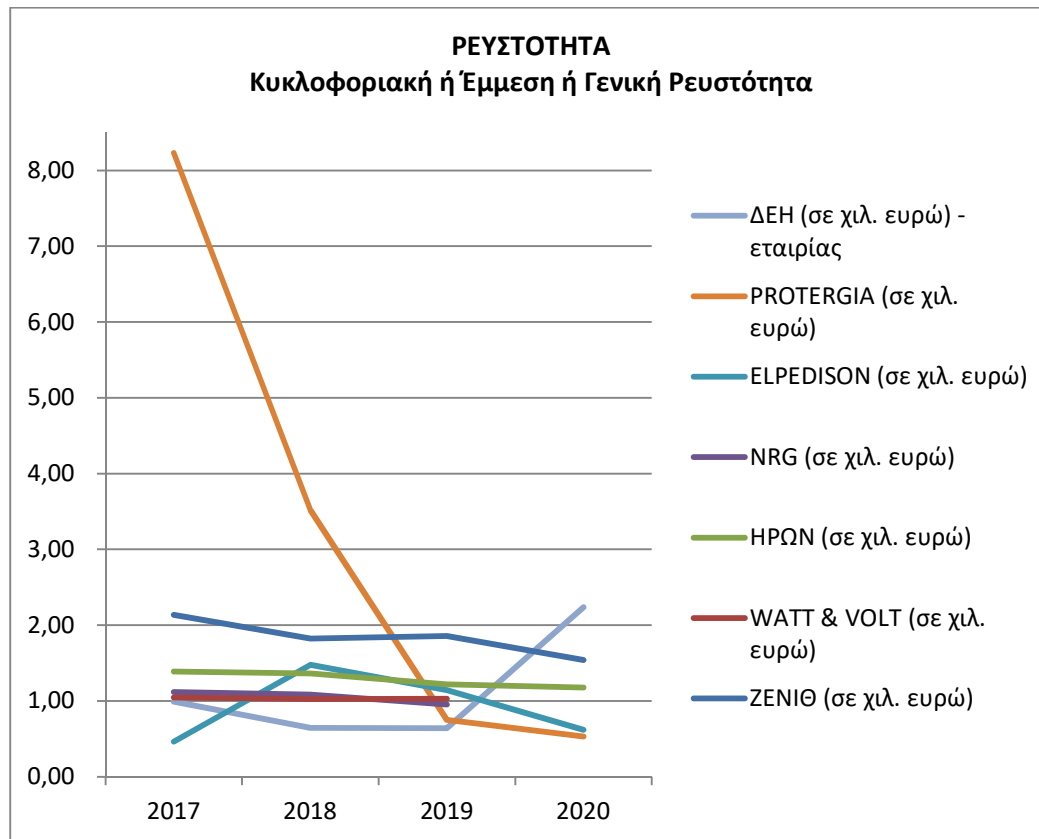
Από τα ανωτέρω παρατιθέμενα διαγράμματα, ξεχωρίζουμε:

- την υψηλότερη συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες ρευστότητα της ZENIO,
- την ανοδική πορεία της ρευστότητα της ΔΕΗ, ειδικά μετά την πώληση της θυγατρικής ΑΔΜΗΕ Α.Ε., και

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

- την ολοένα μειούμενη ρευστότητα της PROTERGIA, η οποία όμως δεν μπορεί να αξιολογηθεί μεμονωμένα, καθώς πρόκειται για τομέα του ομίλου Μυτιληναίος από το 2017 και μετά.

Η συνολική εικόνα ρευστότητας στους «πρωταγωνιστές» της αγοράς έχει ως εξής:

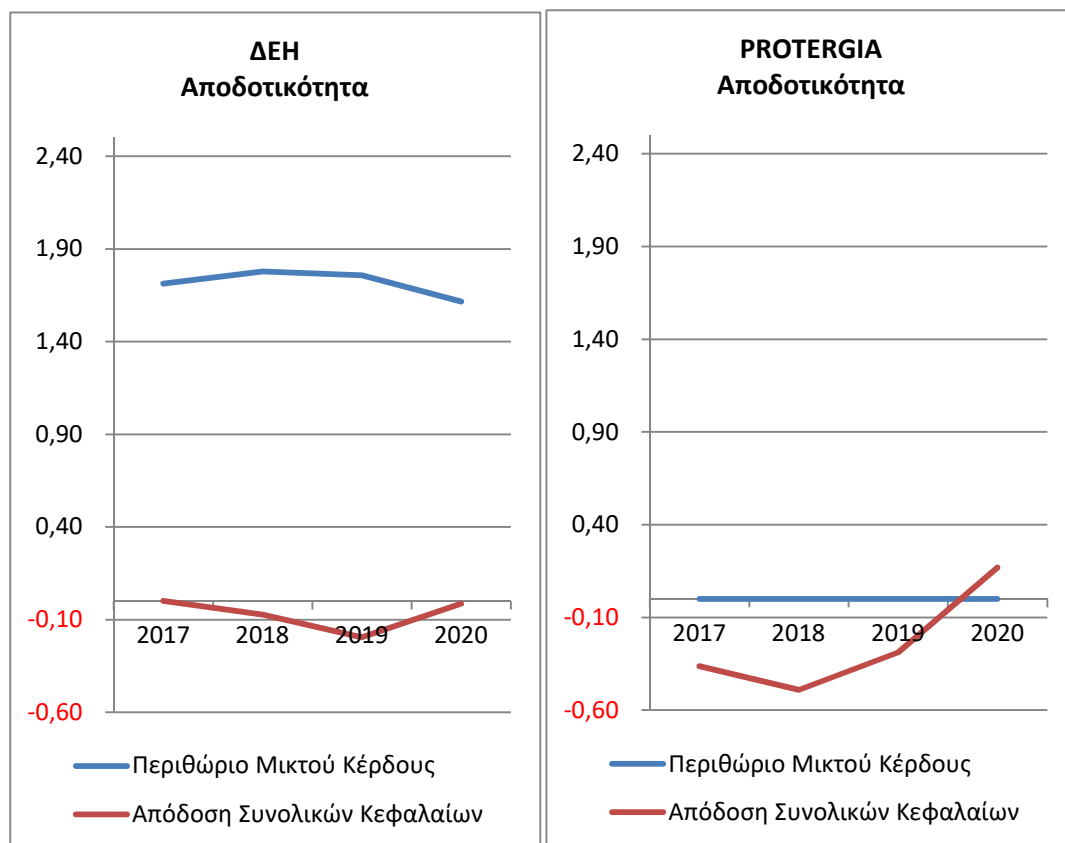




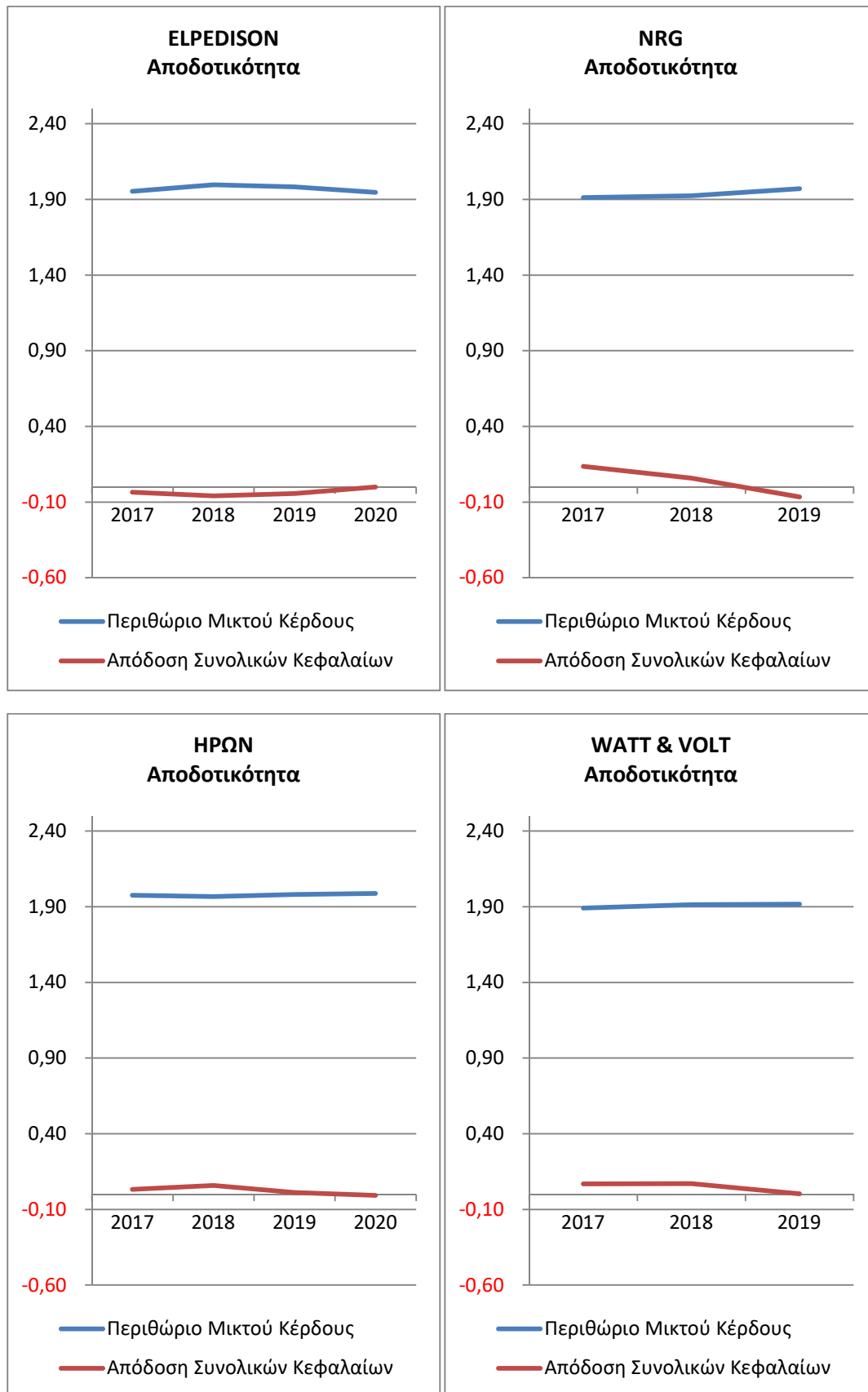
## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

### 6.2.2 Αποδοτικότητα

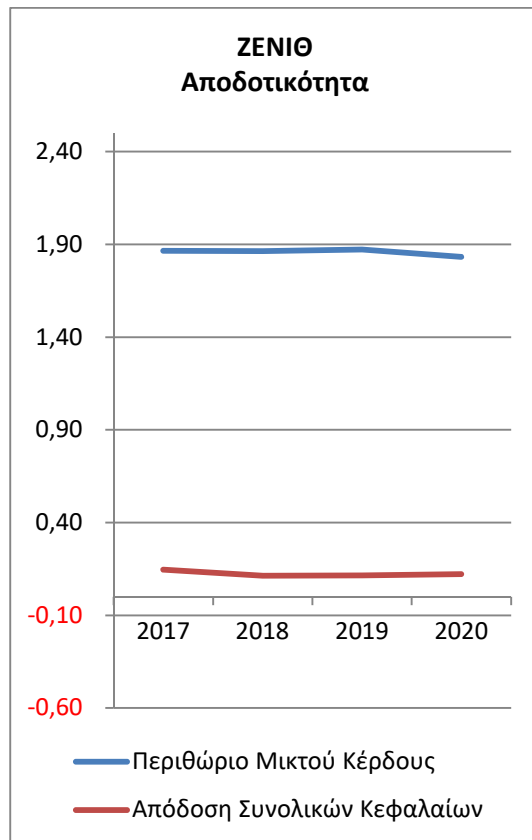
Εν συνεχεία, προς περαιτέρω ανάλυση της οικονομικής πορείας και εξέλιξης των επιλεγμένων επιχειρήσεων για τα έτη 2017-2020, μελετάται η **αποδοτικότητα** αυτών με τη χρήση των δεικτών περιθωρίου μικτού κέρδους και απόδοσης συνολικών κεφαλαίων.



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

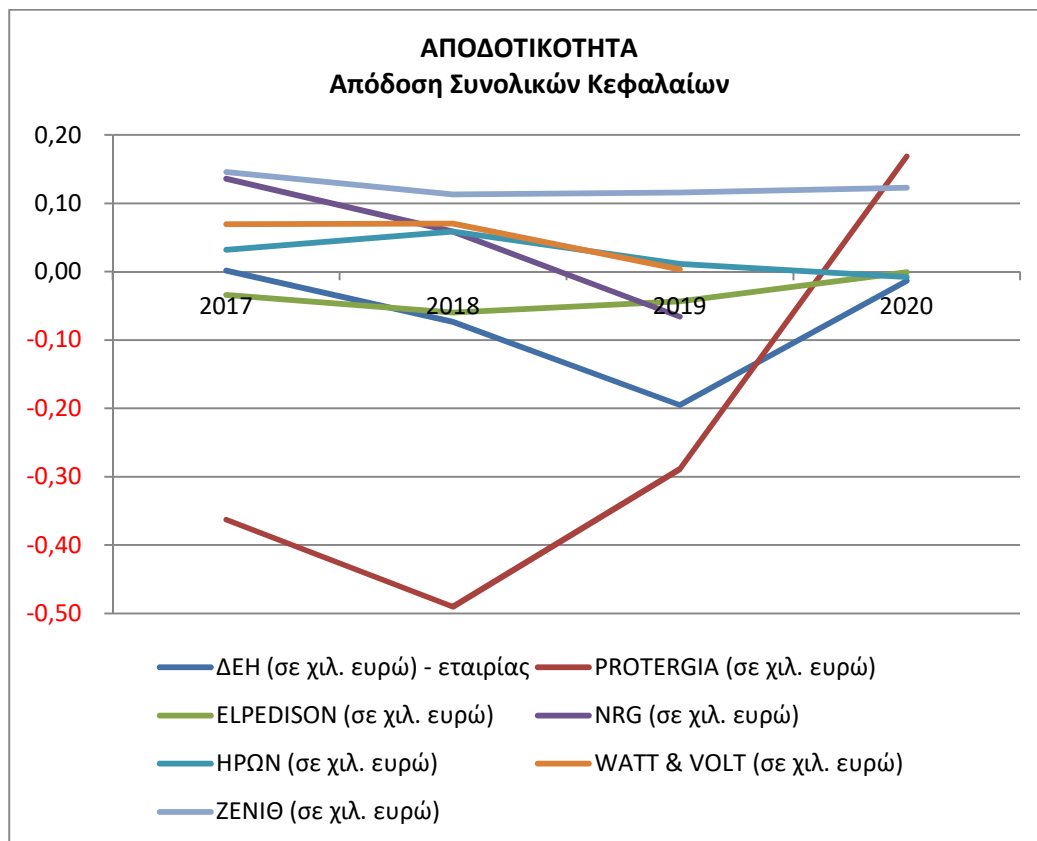
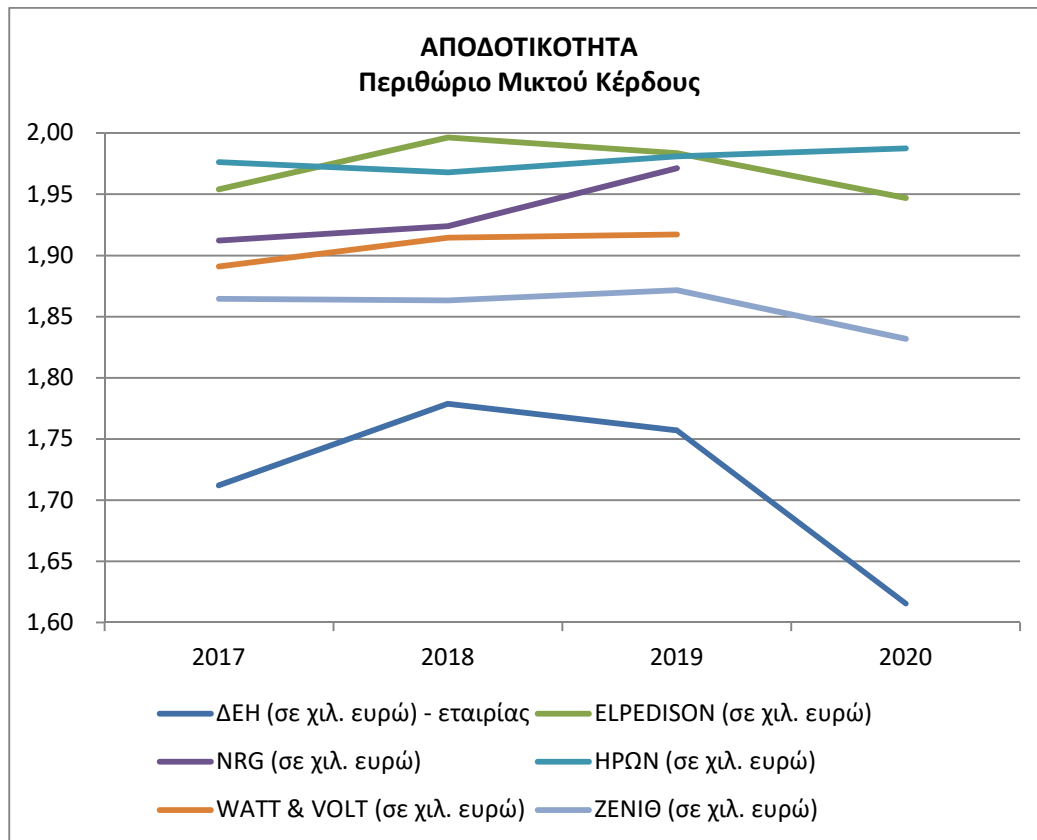


Από τα ανωτέρω παρατιθέμενα διαγράμματα, παρατηρούμε:

- Μικρές διαφορές στην αποδοτικότητα των επιλεγμένων επιχειρήσεων, με την απόδοση συνολικών κεφαλαίων της ΗΡΩΝ και της ZENIO να ξεχωρίζουν σε σταθερά υψηλά επίπεδα,
- την καθοδική πορεία της απόδοσης συνολικών κεφαλαίων της NRG., εν αντιθέσει με τη ΔΕΗ και τη PROTERGIA που παρουσιάζουν έντονα αυξητική πορεία – ειδικά η PROTERGIA που είχε αρνητική και μειούμενη απόδοση και μετά τη συγχώνευση με τον όμιλο ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ παρουσιάζει αύξουσα απόδοση, και
- Το εξαιρετικά χαμηλό περιθώριο μικτού κέρδους της ΔΕΗ εν αντιθέσει με το υψηλό περιθώριο μικτού κέρδους της ELPEDISON και της ΗΡΩΝ.

με τη συνολική – συγκριτική εικόνα να διαμορφώνεται ως εξής:

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

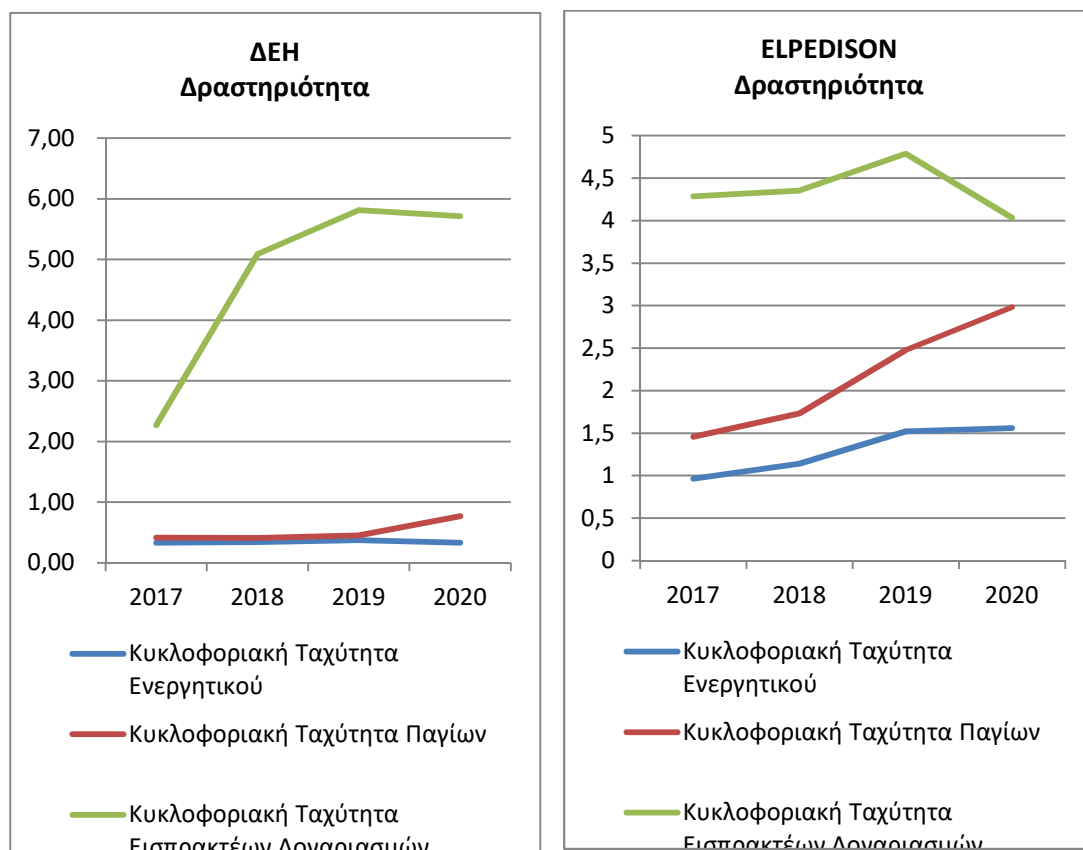


## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

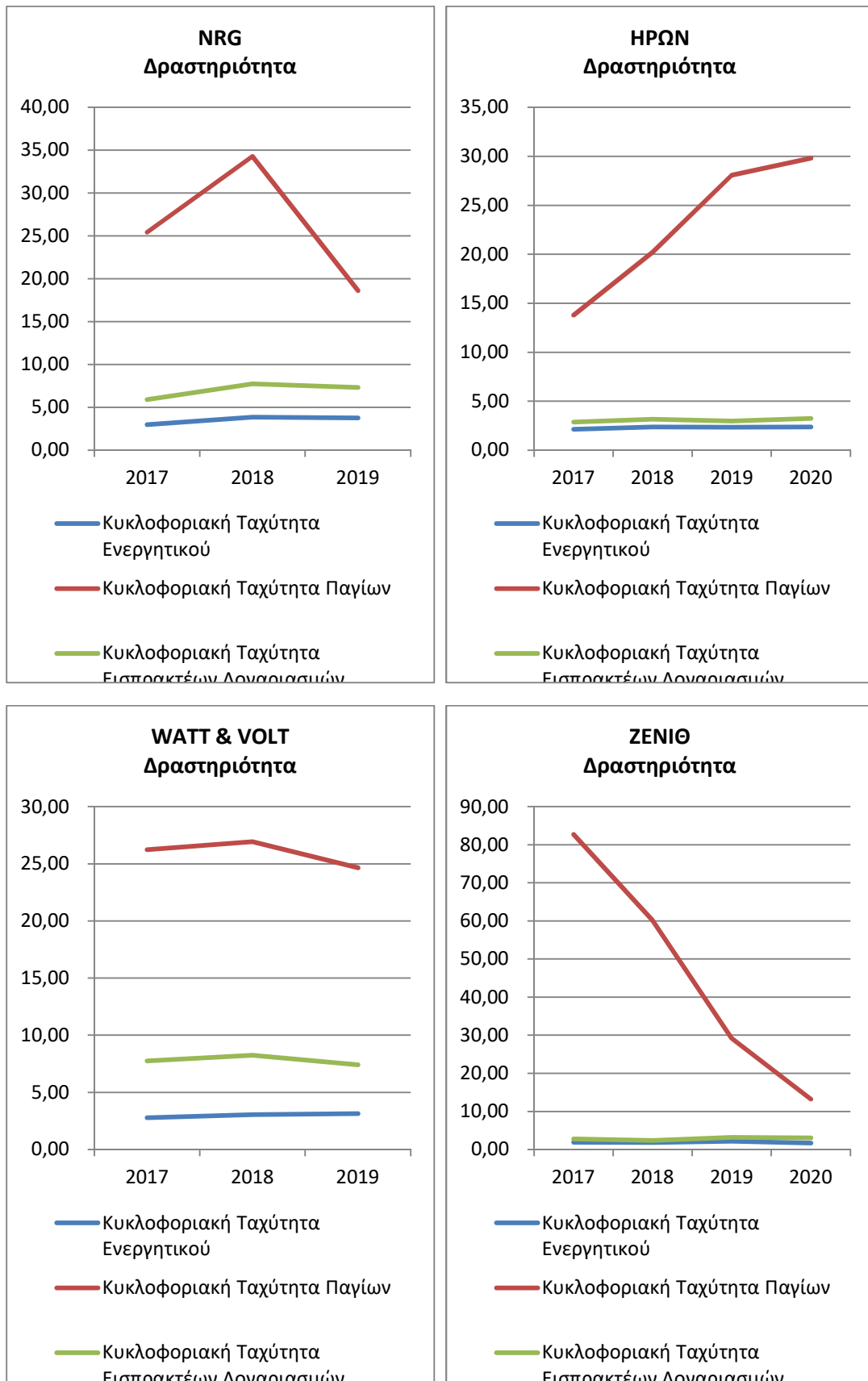
Για να κατανοήσουμε καλύτερα την παραπάνω εικόνα ρευστότητας και αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, κρίνεται απαραίτητο να μελετήσουμε τόσο τη δραστηριότητα αυτών όσο και τις επενδυτικές επιλογές και τη διάρθρωση των κεφαλαίων τους.

### 6.2.3 Δραστηριότητα

Αναφορικά με τη **δραστηριότητα** των επιχειρήσεων, παρουσιάζονται στη συνέχεια η διαχρονική πορεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας των παγίων, που αποτελεί σημαντικό μέρος των εταιριών παραγωγής ενέργειας, των εισπρακτέων λογαριασμών καθώς και εν γένει του ενεργητικού.



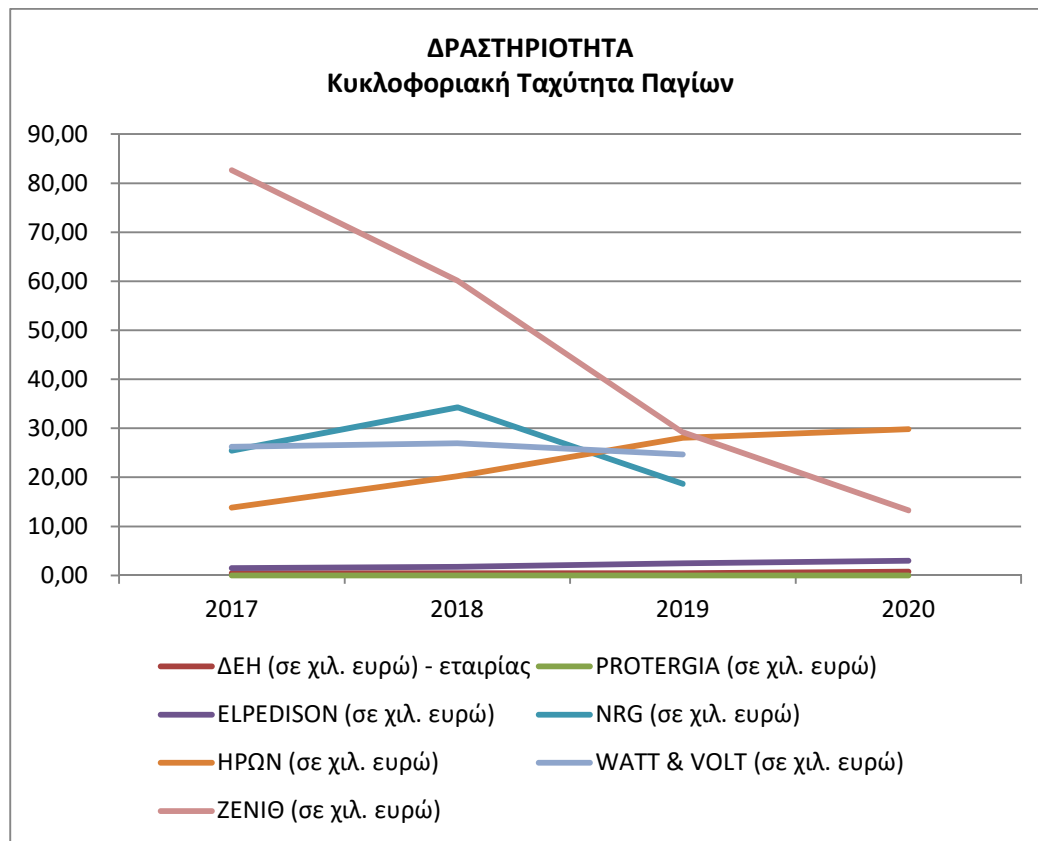
## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



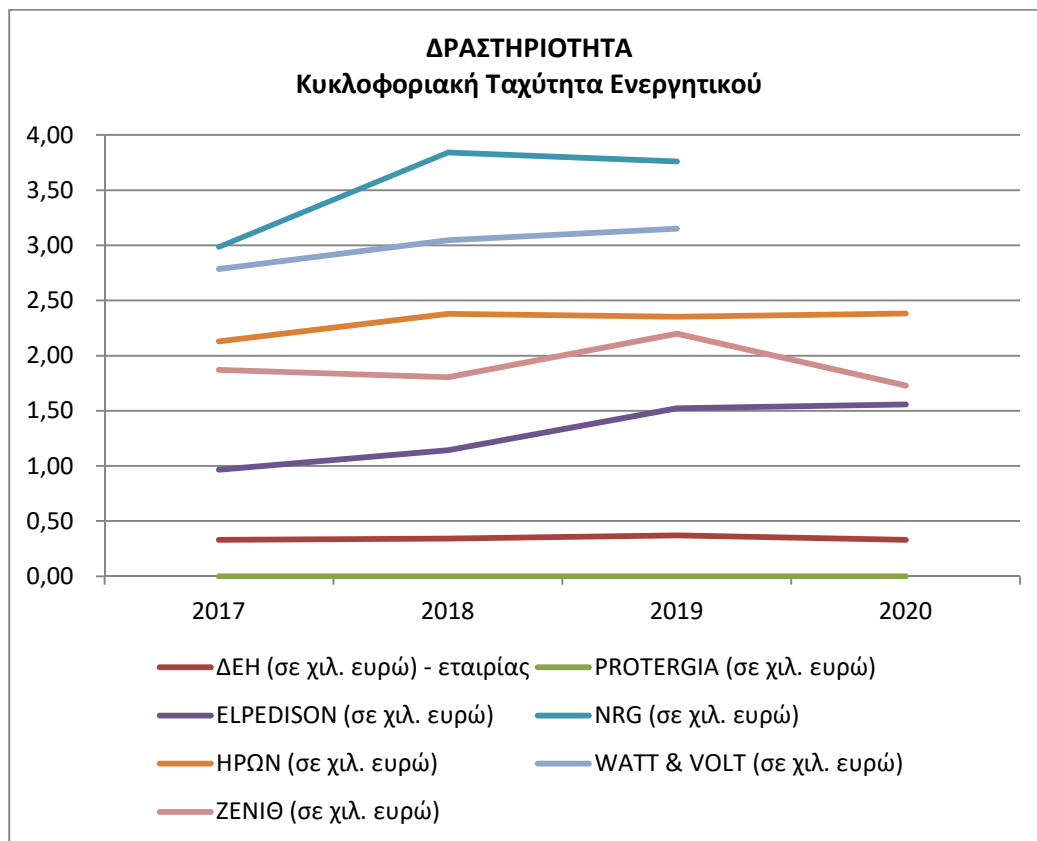
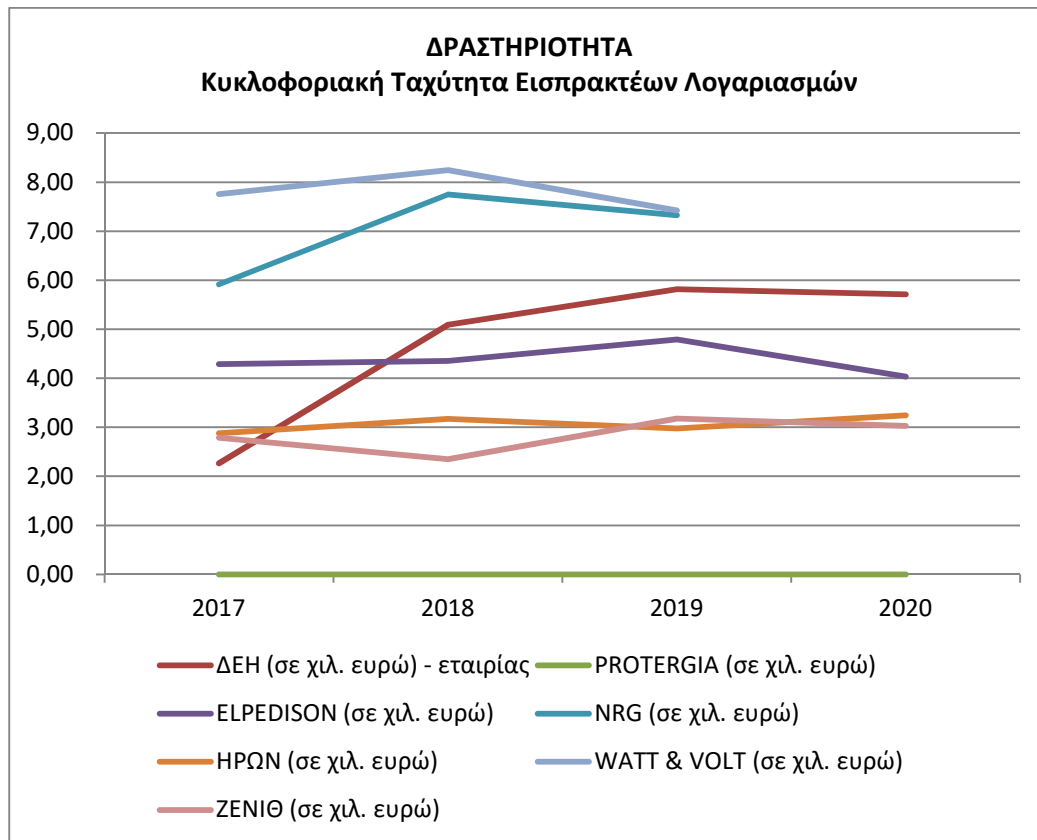
## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

- Καθώς οι πωλήσεις της PROTERGIA δεν δημοσιεύονται ξεχωριστά από του ομίλου, δεν παραθέτουμε σχετικό διάγραμμα για την εν λόγω εταιρία.
- Έντονη κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίων παρουσιάζουν οι εταιρίες NRG, ΗΡΩΝ, WATT & VOLT και ZENIΘ, οι οποίες παρουσιάζουν σχετικά σταθερή ταχύτητα ενεργητικού και εισπρακτέων λογαριασμών.
- Στις εταιρίες ΔΕΗ και ELPEDISON ξεχωρίζει η κυκλοφοριακή ταχύτητα εισπρακτέων λογαριασμών - συγκριτικά με τους άλλους δύο δείκτες αποδοτικότητας των ίδιων εταιριών – η οποία κυμαίνεται ελαφρά χαμηλότερα από τη κυκλοφοριακή ταχύτητα εισπρακτέων της NRG και της WATT & VOLT.

Συγκριτικά, η διαχρονική πορεία των δεικτών δραστηριότητας των επιλεγμένων επιχειρήσεων διαμορφώνεται ως εξής:



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

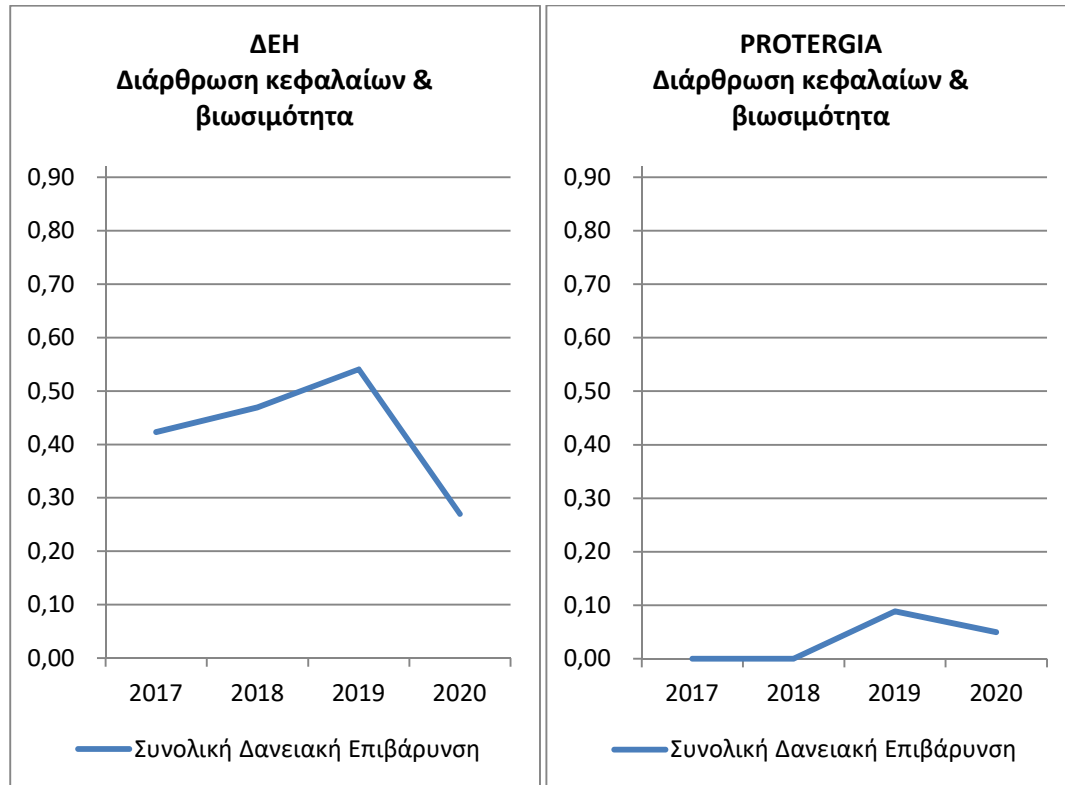




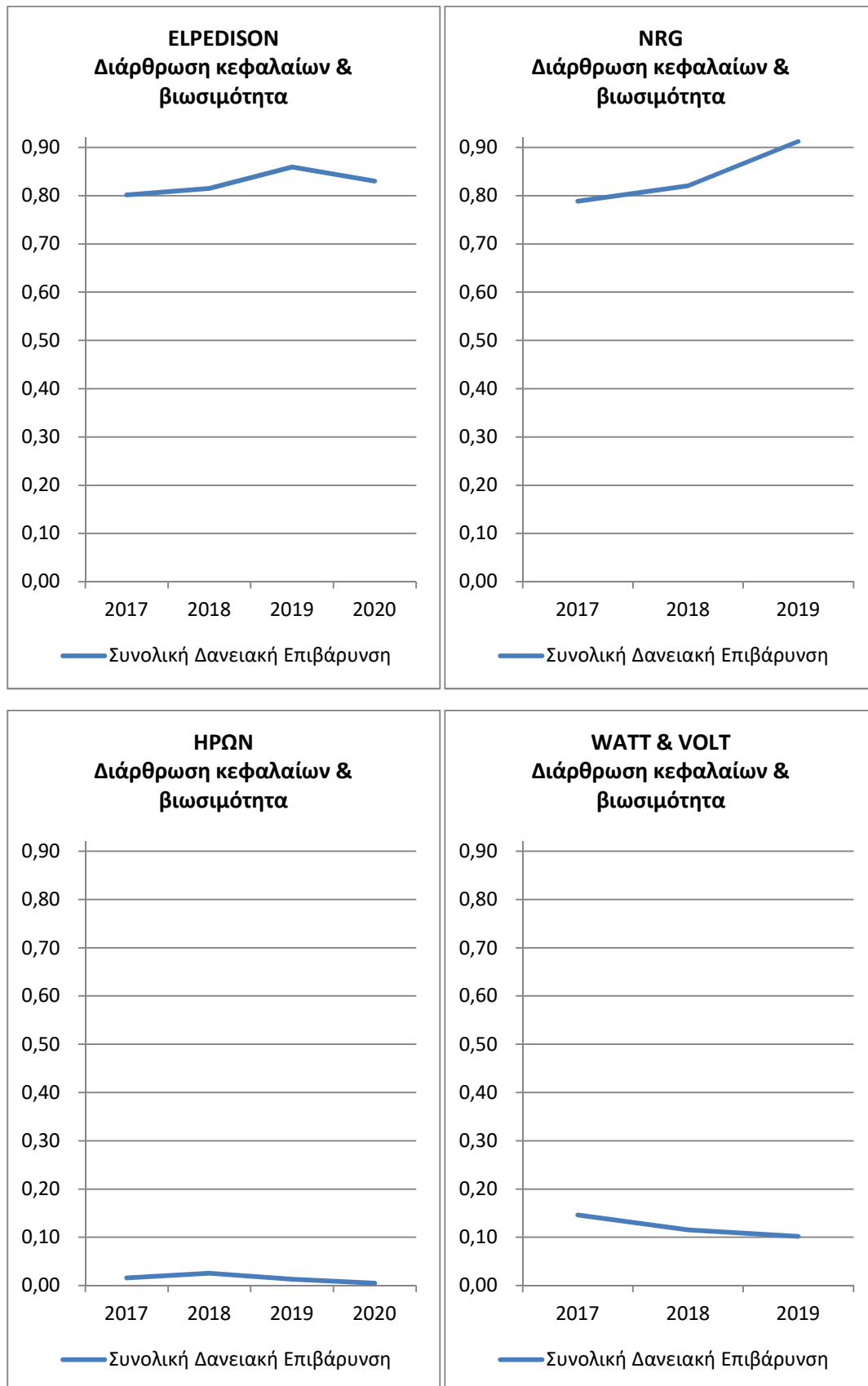
## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

### 6.2.4 Κεφαλαιακή Διάρθρωση

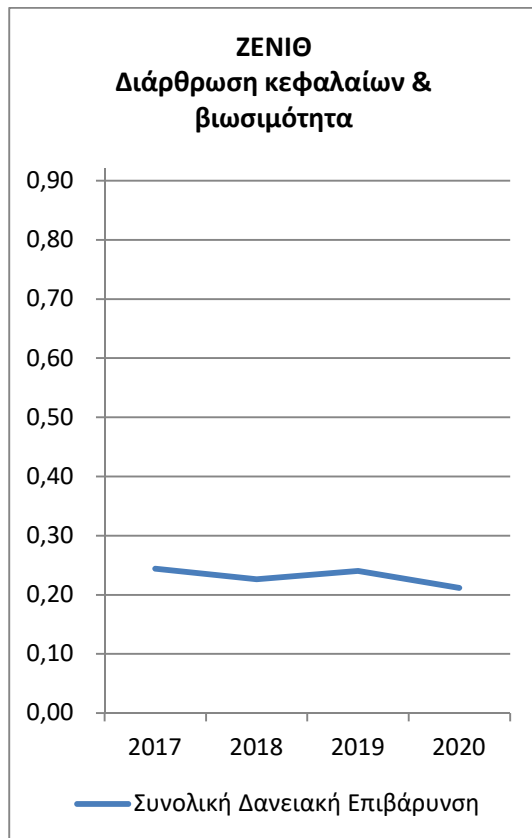
Όσον αφορά τη **διάρθρωση των κεφαλαίων**, και ειδικότερα τη δανειακή επιβάρυνση των επιλεγμένων επιχειρήσεων, παραθέτουμε τη διαχρονική τους εξελικτική εικόνα στη συνέχεια.



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

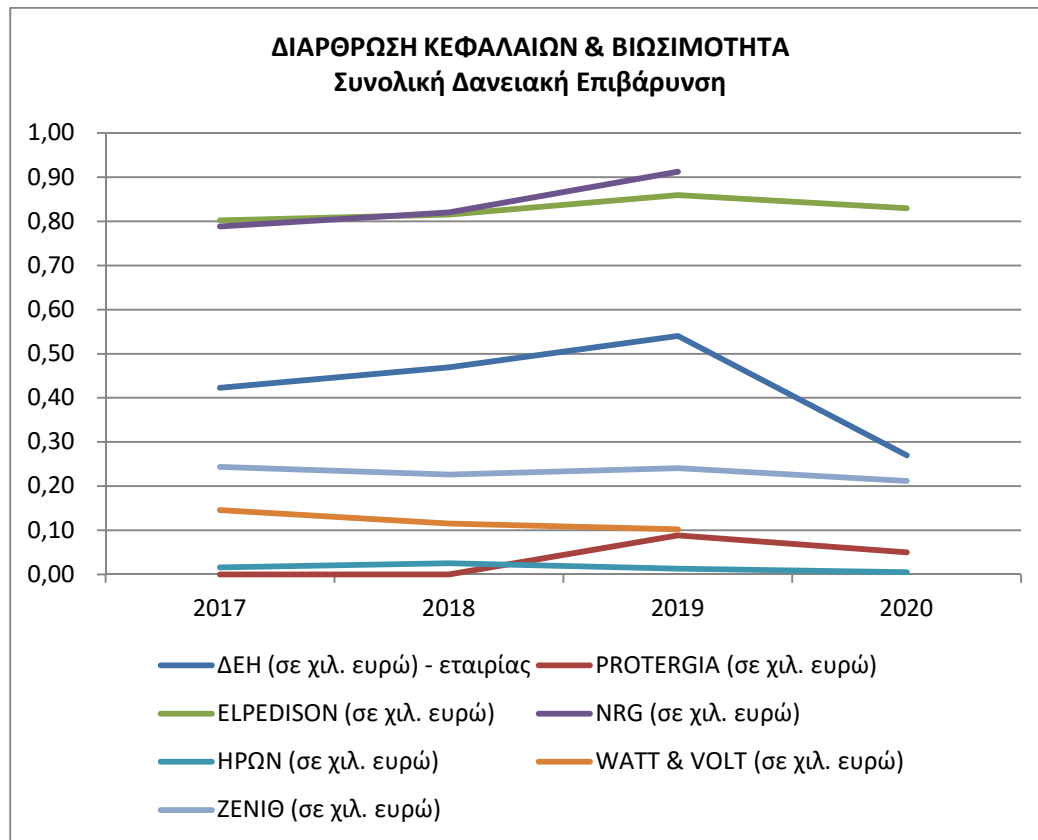


Από τα ανωτέρω, παρατηρούμε:

- Την αυξημένη δανειακή επιβάρυνση των εταιριών ELPEDISON και NRG, με τα ξένα κεφάλαια να προσεγγίζουν το σύνολο του ενεργητικού (δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης κατά μέσο όρο 0,83 και 0,84 για τις δύο εταιρίες αντίστοιχα), και
- Την υψηλότερη συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες – πλην των ELPEDISON και NRG – δανειακή επιβάρυνση της ΔΕΗ, με το σύνολο του ενεργητικού να χρηματοδοτείται το 2019 κατά ποσοστό 54% από ξένα κεφάλαια.

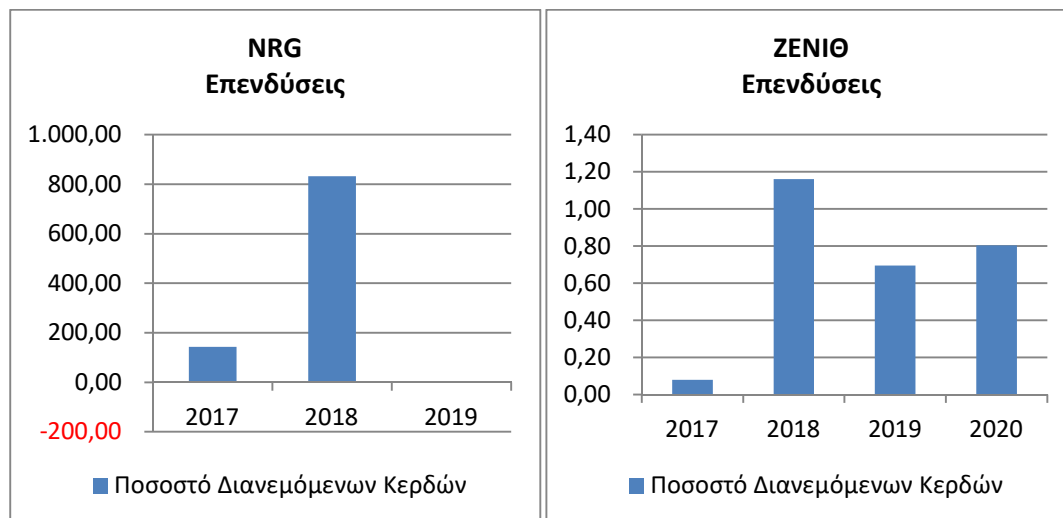
Η συγκριτική εικόνα ως προς τη δανειακή επιβάρυνση παρατίθεται κατωτέρω:

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας



### 6.2.5 Επενδύσεις

Αναφορικά με τις επενδύσεις, μελετάται το ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Οι εταιρίες που έχουν διανείμει μέρισμα κατά τα έτη 2017-2020 είναι η NRG και η ZENIΘ, με τη πρώτη να δίνει σαφώς μεγαλύτερο μέρισμα ανά μετοχή ειδικά κατά το έτος 2018.



# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι νομοθετικές παρεμβάσεις στην αγορά ενέργειας πυροδότησαν αποφάσεις στρατηγικής σημασίας από τις μελετώμενες επιχειρήσεις κατά τα έτη 2017-2020, με σημαντικότερες τις παρακάτω:

Το 2017 ολοκληρώθηκε ο πλήρης ιδιοκτησιακός διαχωρισμός της ΑΔΜΗΕ Α.Ε. από τη ΔΕΗ, όπως προβλεπόταν στον Ν. 4389/2016, ενώ σε εφαρμογή του Ν. 4533/2018 το 2018 ολοκληρώθηκε η απόσχιση των δύο κλάδων λιγνιτικού ηλεκτροπαραγωγικού δυναμικού Μελίτης και Μεγαλόπολης. Με αυτό τον τρόπο, η ΔΕΗ Α.Ε. πλέον δεν είχε την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας αλλά ούτε και της μεταφοράς αυτής, θέτοντάς τη σε πορεία εξυγίανσης.

Το 2017 η εταιρία «PROTERGIA Α.Ε.» συγχωνεύεται με την «ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ».

Το 90% των μετοχών της NRG κατέχει από τις 9 Σεπτεμβρίου 2018 η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε., με έδρα την Ελλάδα.

Από το 2018 μοναδικός μέτοχος της ΖενίΘ είναι η Eni, ιταλική πολυεθνική και ένας από τους παγκόσμιους ηγέτες στον τομέα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Έκτοτε η ZENIΘ δραστηριοποιείται και στην αγορά της ηλεκτρικής ενέργειας.

Κατά το τέλος της μελετώμενης περιόδου, δηλαδή το 2020, η ΔΕΗ κατέχει περί το 70% της λιανικής αγοράς, ενώ οι εταιρίες HERON, Protergia και Eipedison έπονται κατέχοντας περίπου το 11% της αγοράς και οι υπόλοιπες 16 εταιρίες μοιράζονται την υπόλοιπη αγορά.

Η στρατηγική, από άποψη διαχειριστικών και χρηματοοικονομικών αποφάσεων, που ακολουθεί κάθε εταιρία ποικίλει και απεικονίζεται στους υπολογιζόμενους δείκτες. Στον παρακάτω πίνακα αναγράφουμε τα σημαντικότερα σημεία που παρατηρήσαμε στην ενότητα [6.2](#) για κάθε εταιρία.

Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

Κατηγορία αριθμο-δεικτών	Αριθμοδείκτης	ΔΕΗ	PROTERGIA	ELPEDISON	ΗΡΩΝ	NRG	WATT & VOLT	ZENIO
Μερίδιο αγοράς	Μερίδιο αγοράς	X	X	X	X			
Ρευστότητας	Δείκτης Κυκλοφοριακής Έμμεσης Γενικής Ρευστότητας (Κυκλοφορούν ενεργητικό Προκαταβολές)/(Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις Προεισπράξεις)	Υ						Υ
Δραστηριότητας	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού = Πωλήσεις / Σύνολο ενεργητικού					Υ	Υ	
	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων = Πωλήσεις / Καθαρά πάγια				Υ - Εντά σεω ς	Υ - εντά σεω ς	Υ - εντά σεω ς	
	Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Εισπρακτέων Λογαριασμών Πωλήσεις /Εισπρακτέοι λογαριασμοί	Εντά σεω ς		Εντά σεω ς		Υ	Υ	

Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

Κατηγορία αριθμο-δεικτών	Αριθμοδείκτης	ΔΕΗ	PROTERGIA	ELPEDISON	ΗΡΩΝ	NRG	WATT & VOLT	ZENIO
Αποδοτικότητα	Αριθμοδείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους = (Πωλήσεις - Κόστος Πωληθέντων) / Πωλήσεις	X		Y	Y			
	Αριθμοδείκτης Απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων = (Καθαρά Κέρδη + Χρηματοοικονομικά Έξοδα - Φόρος Εισοδήματος) / Μέσος Όρος Συνολικών Απασχολούμενων Κεφαλαίων				Y			Y
Διαρθρώσεις Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας	Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης = Ξένα κεφάλαια / Σύνολο ενεργητικού	M		Y		Y		
Επενδύσεων	Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών = (Μέρισμα ανά μετοχή) / (Κέρδη ανά μετοχή)					Y		Y

Για τη PROTERGIA, ως κλάδος ομίλου, είναι εξαιρετικά δυσδιάκριτα τα μεγέθη καθιστώντας δυσχερή την αξιολόγηση της στρατηγικής της.

## Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

Όσον αφορά τη ΔΕΗ, που πρόκειται για την επιχείρηση που κατέχει τη μερίδα του λέοντος της λιανικής αγοράς, ακολουθεί ένα σχήμα κατά βάση συντηρητικό, το οποίο ενδέχεται να εξηγείται και από τη μετοχική σύνθεσή της (βλ. ενότητα [6.1.1](#)):

- χρηματοδοτώντας κατά το ήμισυ το ενεργητικό της με ξένα κεφάλαια,
- διατηρώντας χαμηλό περιθώριο μικτού κέρδους,
- δίνοντας βάρος στη ταχύτητα των εισπρακτέων λογαριασμών – χωρίς να σημαίνει έχει και τη καλύτερη απόδοση συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου – οπότε και καταφέρνει να έχει την υψηλότερη ρευστότητα.

Οι δύο εταιρίες που ξεχωρίζουν στη λιανική αγορά, δηλαδή η ELPEDISON και η ΗΡΩΝ, ακολουθούν πιο «επιθετική» πολιτική, με τις παρακάτω ομοιότητες και διαφορές μεταξύ τους:

- διατηρούν και οι δύο υψηλό περιθώριο μικτού κέρδους,
- η ELPEDISON δίνει βάρος στη ταχύτητα κυκλοφορίας των εισπρακτέων λογαριασμών αλλά ταυτόχρονα εμφανίζει υψηλή δανειακή επιβάρυνση,
- η ΗΡΩΝ δίνει βάρος στη ταχύτητα κυκλοφορίας των παγίων και εν τέλει έχει από τις εξέχουσες αποδοτικότητες των συνολικών κεφαλαίων στην αγορά.

Συνοπτικά, για τις μεγαλύτερες εταιρίες της αγοράς, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ΔΕΗ ακολουθεί συντηρητική πολιτική, η ΗΡΩΝ ακολουθεί επιθετική στρατηγική αλλά εμφανίζει υγιή οικονομική κατάσταση, και η ELPEDISON ακολουθεί επιθετική στρατηγική αλλά έχει οριακή εικόνα ως προς τη χρηματοδότησή της με μεγάλο ποσοστό να προέρχεται από ξένα κεφάλαια.

Όσον αφορά τις μικρότερες επιχειρήσεις, NRG, WATT&VOLT και ZENIΘ, ακολουθούν μικτό σχήμα από αυτά που ακολουθούν οι ELPEDISON και ΗΡΩΝ, με τις εταιρίες:

- NRG και WATT&VOLT να δίνουν βάρος στην κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού και των επιμέρους συστατικών τους (εισπρακτέων και παγίων),
- ZENIΘ να δίνει βάρος στην αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων και στη ρευστότητα που διαθέτει,
- NRG να εμφανίζει υψηλά επίπεδα δανειακής επιβάρυνσης,
- NRG και ZENIΘ, να επιστρέφουν μέρος της απόδοσης στους μετόχους μέσω διανομής μερισμάτων.



# Η εξελικτική πορεία συνεπεία της απελευθέρωσης της αγοράς ενέργειας – Αξιολόγηση της ιδιωτικής επένδυσης στη παραγωγή ενέργειας

---

## 8 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ

---

<sup>1</sup> COM/2015/080 «ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ, ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ με θέμα «Στρατηγική πλαίσιο για μια ανθεκτική Ενεργειακή Ένωση με μακρόπνοη πολιτική για την κλιματική αλλαγή»

<sup>2</sup> Energy union | Energy (europa.eu)

<sup>3</sup> National energy and climate plans (NECPs) | Energy (europa.eu)

<sup>4</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 2018/1999 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Δεκεμβρίου 2018, για τη «διακυβέρνηση της Ενεργειακής Ένωσης και της Δράσης για το Κλίμα, για την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 663/2009 και (ΕΚ) αριθ. 715/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, των οδηγιών 94/22/ΕΚ, 98/70/ΕΚ, 2009/31/ΕΚ, 2009/73/ΕΚ, 2010/31/ΕΕ, 2012/27/ΕΕ και 2013/30/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, των οδηγιών 2009/119/ΕΚ και (ΕΕ) 2015/652 του Συμβουλίου και για την κατάργηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 525/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου»

<sup>5</sup> Υπουργείο περιβάλλοντος και ενέργειας – [www.ypen.gov.gr](http://www.ypen.gov.gr) “Θεσμικό πλαίσιο”

<sup>6</sup> Αριθμοδείκτης - Βικιπαίδεια (wikipedia.org)

<sup>7</sup> Merton Miller & Franco Modigliani, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, The Journal of Business, 1961

<sup>8</sup> M. Gordon, “Optimal Investment and Financing Policy”, The Journal of Finance, 1963

<sup>9</sup> J. Lintner, “Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations”, The Review of Economics and Statistics, 1962

<sup>10</sup> R. H. Litzenberger & του K. Ramaswamy “The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices”, Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 7(2), pages 163-195, June 1979

<sup>11</sup> Ετήσιες & Ενδιάμεσες Οικονομικές Καταστάσεις (ΔΠΧΠ) | ΔΕΗ Α.Ε. (dei.gr)

<sup>12</sup> ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (prot-energy.gr)

<sup>13</sup> ELPEDISON ΑΕ

<sup>14</sup> ηrg | Σχετικά με εμάς

<sup>15</sup> Οικονομικά Στοιχεία - ΗΡΩΝ (heron.gr)

<sup>16</sup> Στοιχεία Επιχείρησης Αρ. Γ.Ε.ΜΗ: 008128501000 - WATT AND VOLT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ (businessregistry.gr)

<sup>17</sup> Οικονομικά Στοιχεία - ZeniΘ (zenith.gr)