

2015

Α.Τ.Ε.Ι ΗΠΕΙΡΟΥ ΤΜΗΜΑ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Αγγελική Κατσικαρέλη
Νικήτας Σαμπράκος

Επιβλέπουσα
καθηγήτρια
κ. Ειρήνη Τριάρχη



Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό
Ίδρυμα Ηπείρου
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

[ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ]

Περιεχόμενα

◆	Εισαγωγή.....	Σελ.3
◆	Κεφάλαιο 1. Η μέθοδος της τεχνικής ανάλυσης.....	Σελ.4
	• 1.1 Η έννοια της τεχνικής ανάλυσης.....	Σελ.4
	• 1.2 Η ιστορική εξέλιξη της τεχνικής ανάλυσης.....	Σελ.5
	• 1.3 Η θεωρία του Dow.....	Σελ.7
	• 1.4 Η τάση των τιμών.....	Σελ.10
	• 1.5 Βασικές παραδοχές της τεχνικής ανάλυσης.....	Σελ.17
◆	Κεφάλαιο 2. Η θεμελιώδους ανάλυσης.....	Σελ.21
	• 2.1 Η έννοια της θεμελιώδους ανάλυσης.....	Σελ.21
	• 2.2 Μειονεκτήματα της θεμελιώδους ανάλυσης.....	Σελ.23
◆	Κεφάλαιο 3. Βασικοί δείκτες τεχνικής ανάλυσης.....	Σελ.24
	• 3.1 Κινητοί μέσοι όροι.....	Σελ.24
	• 3.2 Τεχνικοί δείκτες τάσεις.....	Σελ.28
◆	Κεφάλαιο 4.Βασικοί δείκτες θεμελιώδους ανάλυσης.....	Σελ.35
	• 4.1 Θεωρητική ανάλυση αριθμοδεικτών.....	Σελ.35
	• 4.2 Προβλήματα χρήσης αριθμοδεικτών.....	Σελ.44
◆	Κεφάλαιο 5. Σύγκριση τεχνικής και θεμελιώδους ανάλυσης..	Σελ.46
◆	Κεφάλαιο 6. Μεθοδολογία.....	Σελ.51
	• 6.1.1 Υγεία Α.Ε.....	Σελ.51
	• 6.1.2 Ιατρικό Κέντρο Αθηνών Ε.Α.Ε.....	Σελ.53
	• 6.1.3 Euromedica Α.Ε.....	Σελ.56
	• 6.1.4 Ιασώ Α.Ε.....	Σελ.59
◆	Κεφάλαιο 7. Πρακτική εφαρμογή αριθμοδεικτών, διαχρονική ανάλυση περιόδου 2007-2013.	
	• 7.1 Ανάλυση αριθμοδεικτών Υγεία Α.Ε.....	Σελ.62
	• 7.2 Ανάλυση αριθμοδεικτών Ιατρικού Κέντρου Αθηνών Ε.Α.Ε.....	Σελ.74
	• 7.3 Ανάλυση αριθμοδεικτών Euromedica Α.Ε.....	Σελ.89
	• 7.4 Ανάλυση αριθμοδεικτών Ιασώ Α.Ε.....	Σελ.104
◆	Κεφάλαιο 8. Διαστρωματική ανάλυση για την περίοδο 2007- 2013.....	Σελ.115
◆	Συμπεράσματα.....	Σελ.129

Εισαγωγή

Υπάρχουν πολλές θεωρίες σχετικά με το ποιές επενδυτικές στρατηγικές είναι σωστές και ποιές όχι. Κάποιες προτείνουν την πολυετή διακράτηση των μετοχών, άλλες τη βραχυπρόθεσμη είσοδο και έξοδο από την αγορά ανάλογα με τις μικρές σε διάρκεια τάσεις της, μερικές αδιαφορούν εντελώς για την παρακολούθηση της αγοράς (timing) θεωρώντας ότι είναι άσκοπο να παιδεύεται κανείς να βρει κορυφές και πυθμένες, κάποιες πάλι υποστηρίζουν πως η καταλληλότερη στιγμή εισόδου είναι όταν μία εταιρία εμφανίζει καλά θεμελιώδη στοιχεία και εξόδου όταν η θεμελιώδης εικόνα της χειροτερεύσει κλπ.

Οι περισσότεροι επενδυτές θεωρούν ότι μερικά εργαλεία θα τους βοηθήσουν να δουν καλύτερα το τι πραγματικά συμβαίνει κάτω από την επιφάνεια της αγοράς. Αυτό όμως που θα πρέπει να κοιτάζουμε είναι που υπάρχει διατάραξη της ισορροπίας των πιθανοτήτων που μπορεί να προκαλέσει αλλαγή στην επικρατούσα τάση. Η πιθανότητα μια μετοχή να κατευθυνθεί προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση δεν είναι ίση με την πιθανότητα της κίνησής της προς την αντίθετη κατεύθυνση. Σχετίζεται με τον τρόπο που έχει συμπεριφερθεί η τιμή της μετοχής στο παρελθόν.

Η διπλωματική αυτή εργασία έχει σαν στόχο να παρουσιάσει την μέθοδο της τεχνικής ανάλυσης και της θεμελιώδης ανάλυσης σε θεωρητικό επίπεδο. Σε πρακτικό επίπεδο εφαρμόστηκε η θεμελιώδης ανάλυση, καθώς υπήρχε μεγαλύτερη εξοικείωση. Συγκεκριμένα αυτό γίνεται με τη χρηματοοικονομική ανάλυση των τεσσάρων ισχυρότερων εταιρειών του κλάδου ιδιωτικής υγείας, με τη χρησιμοποίηση αριθμοδεικτών, πριν και μετά τη Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης της Ελλάδος από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (2010). Η εργασία αναφέρεται στην επταετία 2007-2013 και αναλύονται και ερμηνεύονται τα αποτελέσματα της διαχρονικής και διαστρωματικής ανάλυσης αντίστοιχα, των εξεταζόμενων εταιρειών. Οι αναλύσεις συμπεριλαμβάνουν αναλυτικά διαγράμματα και πίνακες των αριθμοδεικτών για την εξεταζόμενη περίοδο 2007-2013.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η μέθοδος της Τεχνικής Ανάλυσης

1.1 Η έννοια της Τεχνικής Ανάλυσης

Η ταχεία εξέλιξη και εμβάθυνση σύγχρονης χρηματοοικονομικής πραγματικότητας επιβάλλει την εφαρμογή σύγχρονων επενδυτικών εργαλείων στην διαχείριση χαρτοφυλακίου. Τα περισσότερα από τα εργαλεία αυτά είναι μαθηματικής μορφής, ωστόσο υπάρχει και μια άλλη μέθοδος αξιολόγησης και πρόβλεψης των τιμών των μετοχών που ονομάζεται τεχνική ανάλυση.

Τεχνική ανάλυση είναι η συστηματική μελέτη και επεξεργασία ιστορικών δεδομένων της μετοχής (market data) ούτως ώστε να επιτυγχάνουμε ασφαλή και ακριβή πρόβλεψη των τιμών των μετοχών¹.

Οι βασικές υποθέσεις της τεχνικής ανάλυσης που παρουσιάζονται σε όλα τα εγχειρίδια που πραγματεύονται το θέμα είναι²:

- Η δραστηριότητα της αγοράς προεξοφλεί τα πάντα , κάθε επίδραση στην αγορά έχει ήδη ληφθεί υπόψη στα τρέχοντα επίπεδα τιμών. Οι μεταβολές στην προσφορά και ζήτηση μεταβάλλουν αντίστοιχα τις τιμές των μετοχών και δημιουργούν τάσεις καθοδική-ανοδική ανάλογα αν υπερτερεί η προσφορά ή η ζήτηση. Τα αίτια που προκαλούν τις μεταβολές της προσφοράς και ζήτησης όπως π.χ. μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον ,διακυμάνσεις επιτοκίων- συναλλάγματος, εταιρικές ανακοινώσεις για εξαγορές συγχωνεύσεις ή ανάληψη νέων έργων δεν ενδιαφέρουν άμεσα τον τεχνικό αναλυτή καθώς πιστεύει ότι μπορεί μέσω των αντιδράσεων της αγοράς να προβλέψει τις μεταβολές που προκαλούν τα αίτια . Συχνά αναφέρεται σε αρθρογραφία το παλαιό ρητό για τα χρηματιστηριακά δρώμενα ((αγόραζε στην φήμη και πούλα στην είδηση)) που σημαίνει αλλά επιβεβαιώνεται και στην πράξη ότι όταν ανακοινωθεί μια είδηση οι τιμές της μετοχής έχουν ενσωματώσει την πληροφορία αυτή.
- Οι τιμές των μετοχών κινούνται με τάσεις (trends) που συνήθως διαρκούν μεγάλο διάστημα ώσπου να συμβεί κάτι που θα μεταβάλει την πορεία τους.

¹Kahn, 2000

² Κουρούκλης,1999

Εξήγηση γιατί οι τιμές μεταβάλλονται σταδιακά δημιουργώντας τάσεις δίνεται από τον διαφορετικό χρόνο πληροφόρησης που έχουν οι επενδυτές για επικείμενες ειδήσεις που θα αλλάξουν την τάση της μετοχής. Οι έχοντες εσωτερική πληροφόρηση για παράδειγμα ή οι θεσμικοί επενδυτές ενημερώνονται νωρίτερα από το ευρύ επενδυτικό κοινό που περιμένει να ενημερωθεί από τον έντυπο ή ηλεκτρονικό τύπο.

- Η ιστορία έχει δείξει ότι οι επενδυτές αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο σε δεδομένες καταστάσεις της αγοράς ανεξάρτητα από την περίοδο εμφάνισής των λόγω της ανθρώπινης ψυχολογίας. Οι πράξεις αγοράς και πώλησης στην αγορά λόγω της δεδομένης ανθρώπινης αντίδρασης δημιουργούν σχηματισμούς στα διαγράμματα τιμών που τείνουν να επαναλαμβάνονται στο πέρασμα του χρόνου και να είναι προβλέψιμοι.

1.2 Η ιστορική εξέλιξη της Τεχνικής Ανάλυσης

Η σύγχρονη τεχνική ανάλυση που χρησιμοποιείται σήμερα σε όλες σχεδόν τις αγορές, ξεκίνησε από μια θεωρία που διατύπωσε ο Charles Dow γύρω στο 1900. Τα πρώτα στοιχεία που έχουμε, όμως, έρχονται από την Ιαπωνία των αρχών του 18ου αιώνα. Γι' αυτό και η τεχνική ανάλυση θεωρείται η παλαιότερη μέθοδος μελέτης, ανάλυσης και επιλογής μετοχών. Το βασικό στοιχείο εκείνης της εποχής δεν ήταν οι μετοχές αλλά τα προϊόντα και συγκεκριμένα το ρύζι, η τιμή του οποίου καθοριζόταν από τους νόμους της προσφοράς και ζήτησης. Ένας έμπορος, ο Σογκύου Χόμα, σκέφτηκε ότι αν είχε έγκαιρη πληροφόρηση σχετικά με την ανταλλαγή ρυζιού στην κοντινή Οσάκα, θα ήξερε πώς να κινηθεί στο ανταλλακτήριο ρυζιού στην πόλη του Σακάτα³. Έτσι τοποθέτησε άντρες ανά 4 χιλιόμετρα, μεταξύ των δύο πόλεων, οι οποίοι μετέφεραν τα νέα. Αυτός όχι μόνο λάμβανε υπόψη του αυτές τις πληροφορίες, αλλά μελετούσε την αντίδραση, και την ψυχολογία όλων όσων ασχολούνταν με το εμπόριο του ρυζιού και τι επιπτώσεις είχε αυτό στην τιμή του ρυζιού. Κατέγραφε όλα τα στοιχεία που συγκέντρωνε και μετά από χρόνια μελέτης κατέληξε σε μια μέθοδο που ανέλυε τις τιμές του ρυζιού και η οποία τελικά τον βοήθησε να πλουτίσει. Στη μέθοδο

³ Δημόπουλος,2006

αυτή δόθηκε το όνομα της πόλης του, Σακάτα, και έμοιαζε πολύ με τη σημερινή μέθοδο των candlesticks, η οποία γίνεται συνεχώς και πιο δημοφιλής⁴.

Ας πάμε όμως στα τέλη του 19ου αιώνα, στον «πατέρα της τεχνικής ανάλυσης», όπως αποκαλείται, τον Charles Dow. Ο Charles Dow, δεν ήταν ούτε χρηματιστής ούτε οικονομολόγος, ήταν δημοσιογράφος. Τη θεωρία του την ανέπτυξε στην προσπάθειά του να αναλύσει τις κινήσεις των τιμών της αγοράς στη Wall Street. Μέχρι τότε οι επενδυτές δεν είχαν μια σαφή εικόνα της αγοράς και των αυξομειώσεών της. Ο Dow, για να δώσει μία λύση σε αυτό το πρόβλημα, κατασκεύασε στις 3 Ιουλίου του 1884 τον πρώτο χρηματιστηριακό δείκτη. Αυτός ο δείκτης ήταν ο μέσος όρος 11 μετοχών, 9 από αυτές ήταν σιδηροδρομικών εταιρειών αφού οι σιδηροδρομικές εταιρείες ήταν και οι οικονομικά πιο εύρωστες της εποχής⁵.

Αργότερα στις 26 Μαΐου 1896, παρουσίασε και τον πρώτο καθαρά βιομηχανικό δείκτη. Με αυτό τον τρόπο τόσο ο ίδιος όσο και οι υπόλοιποι επενδυτές, παρακολουθούσαν τις κινήσεις αυτού του μέσου όρου, πράγμα που ήταν πιο εύκολο από το να παρακολουθούν μεμονωμένες μετοχές. Άνοιξε στους επενδυτές ένα παράθυρο για να κοιτούν καλύτερα και πιο καθαρά την αγορά. Τα συμπεράσματα των μελετών του και τις σκέψεις του δεν τα έγραψε ποτέ σε βιβλίο, παρά μόνο σε μια σειρά άρθρων που εξέδωσε από το 1889 μέχρι το 1902 στη The Wall Street Journal, στην οποία ήταν και αρχισυντάκτης. Αν και του αποδίδεται η θεωρία, τη μορφή που έχει σήμερα τη χρωστάμε στον S.A. Nelson και στον William Hamilton. Ο S.A. Nelson είναι ο πρώτος που ανέφερε τον όρο «Θεωρία του Dow» στο βιβλίο του «The ABC of Stock Speculation»⁶.

Ο Hamilton βελτίωσε ακόμα περισσότερο τη θεωρία σε μια σειρά άρθρων στην The Wall Street Journal, από το 1902 έως το 1929 και στο βιβλίο του «The Stock Market Barometer» το 1922. Τέλος ο Robert Rhea ήταν αυτός που τελειοποίησε τη θεωρία και την παρουσίασε σε ένα βιβλίο «The Dow Theory», με τη μορφή

⁴ Δημόπουλος, 2006

⁵ Κουρούκλης, 1999

⁶ Δημόπουλος, 2006

θεωρημάτων και υποθέσεων. Πολλά από αυτά έχουν γίνει πια αξιώματα στη Wall Street⁷.

Η θεωρία του Dow έχει πάνω από 100 χρόνια ζωής. Οι αγορές σήμερα είναι πιο ευμετάβλητες από ποτέ. Η τεχνολογία καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την πορεία των εξελίξεων. Πολλοί είναι αυτοί που θεωρούν ότι τα πράγματα άλλαξαν και είναι διαφορετικοί οι καιροί τώρα. Μια ανάγνωση όμως του βιβλίου «The Dow Theory», θα πείσει και τους πιο δύσπιστους ότι η συμπεριφορά της αγοράς παραμένει η ίδια⁸.

1.3 Η θεωρία του DOW

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τους βασικούς πυρήνες αυτής της θεωρίας. Για να είναι επιτυχής η εφαρμογή της θεωρίας, αυτά αποτελούν και προϋποθέσεις που πρέπει να γίνουν δεκτές⁹.

1. Οι δείκτες προεξοφλούν τα πάντα

Η αγορά αντικατοπτρίζει όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Η τιμή της μετοχής ενσωματώνει τα πάντα. Είναι η συνισταμένη των ελπίδων, των φόβων, των προσδοκιών. Η κίνηση των επιτοκίων, τα αναμενόμενα κέρδη, οι στρατηγικές, οτιδήποτε επηρεάζει την τιμή της μετοχής απεικονίζεται στην τιμή αυτής της μετοχής και κατ' επέκταση στους δείκτες της αγοράς. Όλα τα γεγονότα και οι προβλέψεις ενσωματώνονται και προεξοφλούνται στους δείκτες της αγοράς¹⁰. »

2. Η αγορά έχει τρία είδη κινήσεων των τιμών (τάσεις)

Την κύρια (primary) που διαρκεί από μερικούς μήνες έως πολλά χρόνια. Είναι, η σημαντικότερη, γιατί δείχνει τη βαθύτερη τάση της αγοράς. Τη χαρακτηρίζουμε σαν ανοδική (bull) ή καθοδική (bear). Υπάρχουν τεχνικές για να αναγνωρίσουμε αν

⁷ Κουρούκλης, 1999

⁸ Κουρούκλης, 1999

⁹ Kahn, 2000

¹⁰ Νιάρχος, 2004

είμαστε σε ανοδική ή καθοδική τάση, αλλά δεν υπάρχει τρόπος να γνωρίζουμε πότε θα τελειώσει αυτή η τάση. Θα ισχύει μέχρι να αποδειχτεί το αντίθετο. Άλλωστε ο αντικειμενικός σκοπός της θεωρίας του Dow είναι να χρησιμοποιούμε αυτό που ξέρουμε και όχι, τυχαία και ανοργάνωτα, να μαντεύουμε αυτό που δεν ξέρουμε. Ο Hamilton και ο Dow ενδιαφέρονταν στο να αναγνωρίσουν την αλλαγή στην κύρια τάση¹¹.

Η επιτυχία, λένε οι ίδιοι, στηρίζεται στο να αναγνωρίσουν την αλλαγή στην κύρια τάση και να την ακολουθήσουν. - Τη δευτερεύουσα (secondary) που διαρκεί από αρκετές εβδομάδες έως αρκετούς μήνες. Οι δευτερεύουσες κινήσεις είναι αντίθετες της κύριας. Έτσι, σε μια ανοδική αγορά, έχουμε υποχώρηση των τιμών και την ονομάζουμε διόρθωση ενώ σε μια καθοδική, έχουμε αύξηση των τιμών και την ονομάζουμε ανάκαμψη. Η μεταβολή αυτή των τιμών, αύξηση ή μείωση, είναι της τάξης του 1/2 έως 1/3 από τα χαμηλότερα ή υψηλότερα επίπεδα της κύριας κίνησης, αντίστοιχα, με συνηθέστερο ποσοστό περίπου το 50%. Είναι δύσκολο συνήθως να διακρίνουμε, όσο διαρκεί, αν έχουμε μια δευτερεύουσα κίνηση μέσα σε μια κύρια κίνηση ή έχουμε αντιστροφή της κύριας αυτής καθεαυτής κίνησης. Ο Hamilton έχει παρατηρήσει ότι οι δευτερεύουσες κινήσεις είναι συνήθως πιο γρήγορες και πιο απότομες από τις κύριες¹².

Ακόμα και οπτικά στα διαγράμματα είναι εμφανής η διαφορά. Επίσης, έχει παρατηρήσει ότι στο τέλος της δευτερεύουσας κίνησης υπάρχει μια εξασθένηση της αγοράς, δηλ. μείωση των όγκων και μικρή μεταβολή των τιμών. Θεωρεί, πάντως, ότι οι δευτερεύουσες κινήσεις μπορούν πολύ εύκολα να ξεγελάσουν τους επενδυτές γι' αυτό χρειάζονται ιδιαίτερη προσοχή και ανάλυση. - Την επουσιώδη (minor ή daily fluctuations) που διαρκεί από λίγες ώρες έως λίγες εβδομάδες. Είναι ανοδικές ή καθοδικές κινήσεις μικρής χρονικής διάρκειας και περιορισμένης κλίμακας. Επειδή είναι τυχαίες μπορεί να αποδειχθούν επικίνδυνες για κάποιους επενδυτές που θα βιαστούν να προβλέψουν, βάσει αυτών, την κίνηση της αγοράς. Έχει μεγάλη σημασία ο όγκος των συναλλαγών κατά τη διάρκεια αυτών των κινήσεων. Μικρός όγκος

¹¹ Νιάρχος, 2004

¹² Νιάρχος, 2004

συναλλαγών υποδηλώνει κινήσεις μικρότερης σημασίας από ό,τι οι συναλλαγές με υψηλό όγκο¹³.

Για τους βραχυχρόνιους επενδυτές, αυτούς που αγοράζουν και πουλούν μετοχές σε καθημερινή βάση (traders), αυτές οι καθημερινές αυξομειώσεις είναι πολύ σημαντικές. Για τους μακροχρόνιους επενδυτές, αυτό που έχει σημασία είναι να έχουν όλη την εικόνα στο μυαλό τους. Όπως σε ένα παζλ, τα κομμάτια μεμονωμένα δεν είναι τόσο σημαντικά αλλά όμως είναι αυτά που θα συνθέσουν ολόκληρη την εικόνα. Έτσι και στη χρηματιστηριακή αγορά είναι σημαντικό να γνωρίζουμε τις επουσιώδεις κινήσεις, αλλά δε θα πρέπει να παρασυρόμαστε σε συναισθηματικές αποφάσεις πριν δούμε ολόκληρη την εικόνα, για να σχηματιστεί το πλαίσιο μέσα στο οποίο κινείται η αγορά¹⁴.

3. Η κύρια τάση έχει τρεις φάσεις

Τόσο η ανοδική (bull market) όσο και η καθοδική κύρια τάση (bear market) έχει τρεις φάσεις. Στην ανοδική, η πρώτη φάση είναι η «συσσώρευση» (accumulation). Η αγορά έχει προεξοφλήσει όλα τα άσχημα νέα στις τιμές της δηλ. είναι στα χαμηλότερα επίπεδα. Σε αυτή τη φάση αγοράζουν οι καλύτερα ενημερωμένοι επενδυτές, το λεγόμενο «έξυπνο χρήμα» (smart money). Η δεύτερη φάση είναι η «μεγάλη κίνηση» (big move). Αυτή η φάση είναι η μεγαλύτερη σε διάρκεια και σε αυτή εισέρχονται στην αγορά οι «ακολουθητές» της τάσης. Οι τιμές ανεβαίνουν. Η τρίτη φάση είναι η «υπερβολή» (excess). Σε αυτή τη φάση μπαίνει το ευρύ κοινό. Υπάρχουν υπερβολικές εικασίες και η αισιοδοξία είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα. Ένα αξίωμα της Wall Street λέει: «όταν οι οδηγοί των ταξί αρχίζουν να σου δίνουν συμβουλές, η κορυφή δεν είναι μακριά» Σε αυτή τη φάση το «έξυπνο χρήμα» αρχίζει να πουλά. Αντίστοιχες είναι οι φάσεις και στην καθοδική αγορά¹⁵.

Η πρώτη φάση είναι η «διανομή» (distribution). Το «έξυπνο χρήμα» αρχίζει να πουλά ενώ το ευρύ κοινό συνεχίζει να αγοράζει. Η δεύτερη φάση, η «μεγάλη κίνηση», είναι και πάλι η μεγαλύτερη σε διάρκεια. Η αγορά συνειδητοποιεί ότι είμαστε σε καθοδική τάση, οι πωλήσεις των μετοχών αυξάνουν και οι τιμές πέφτουν. Η τρίτη

¹³ Κουρούκλης, 1999

¹⁴ Kahn, 2000

¹⁵ Δημόπουλος, 2006

φάση είναι η «απόγνωση» (despair). Η απαισιοδοξία κυριαρχεί. Το ευρύ κοινό πουλά σε οποιαδήποτε τιμή. Όταν η αγορά ενσωματώσει όλα τα άσχημα νέα, φτάνουμε στο χαμηλότερο σημείο. Το «έξυπνο χρήμα» ετοιμάζεται και πάλι για αγορές και ο κύκλος ξεκινά ξανά¹⁶.

1.4 Η τάση των τιμών

Σύμφωνα με τα παραπάνω στην τεχνική ανάλυση επικεντρωνόμαστε στην τάση των τιμών δηλαδή στην κατεύθυνση μίας μετοχής . Όταν μιλάμε για την κατεύθυνση μιας μετοχής εννοούμε μια σταθερή πορεία αλλαγής της τιμής της μετοχής προς τα πάνω ή προς τα κάτω (που είναι συνδεδεμένη με τις προσδοκίες των επενδυτών). Η κατεύθυνση μιας μετοχής διαφέρει από τα επίπεδα στήριξης ή αντίστασης, γιατί κατεύθυνση σημαίνει αλλαγή, ενώ αντίσταση ή στήριξη σημαίνει εμπόδιο στην αλλαγή. Όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα , μια ανοδική κατεύθυνση ορίζεται από διαδοχικά υψηλότερες τιμές. Επίσης στο διάγραμμα αυτό διακρίνουμε ότι η ορμή διατηρείτε κάτι που λαμβάνεται υπόψη από κάθε τεχνικό αναλυτή σαν ένα από τα βασικά στοιχεία που προκύπτουν από την διαδικασία της τεχνικής ανάλυσης.



www.in.gr

¹⁶ Δημόπουλος, 2006



www.markets.com

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΝΟΔΙΚΗΣ ΤΑΣΗΣ ΜΕ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ

Το παρακάτω διάγραμμα, δείχνει μία ανοδική τάση παράλληλα όμως επεξηγεί την σημασία του καναλιού το οποίο και σχηματίζεται με τις παράλληλες γραμμές. Το λεγόμενο κανάλι δημιουργεί φυσικά ανώτατα και κατώτατα όρια των τιμών των μετοχών, αυτό για τον τεχνικό αναλυτή είναι ένα ακόμα σημάδι που τον βοηθά σε μία απόφαση αγοράς ή πώλησης. Αυτό διότι το κανάλι διαμορφώνεται από την ίδια την αγορά όπως ακριβώς οι τιμές των μετοχών. Επίσης τα όρια των τιμών που εξάγονται από το κανάλι δείχνουν κατά ορισμένο τρόπο την ψυχολογία του επενδυτικού κοινού. Θα ήταν πταίσμα εάν δεν αναφέραμε για το κανάλι ότι χρησιμοποιείται από τον τεχνικό αναλυτή σαν βάση για την δημιουργία σχημάτων (τριγώνων και άλλων) που αποτελούν πολύ σημαντικά εργαλεία για την πρόγνωση των τιμών των μετοχών.



www.markets.com

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΚΑΘΟΔΙΚΗΣ ΤΑΣΗΣ ΜΕ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ

Στο παρακάτω παράδειγμα, η τάση είναι πτωτική άρα και το αντίστοιχο κανάλι είναι πτωτικό. Σε μία τέτοια κατάσταση, οι επενδυτές προβαίνουν σε πώληση των μετοχών. Και στο παράδειγμα αυτό όπως και στο παράδειγμα με την ανοδική τάση, δημιουργείται ένα κανάλι που στην περίπτωση αυτή είναι πτωτικό αφού η αγορά έχει πτωτική τάση. Αξίζει να σημειώσουμε ότι το πτωτικό κανάλι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για όλους τους λόγους που περιγράφηκαν νωρίτερα.



www.markets.com

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΣΤΑΣΙΜΗΣ ΤΑΣΗΣ ΜΕ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ

Σε μία στάσιμη τάση, η αγορά είναι στάσιμη δηλαδή είναι μειωμένος ο όγκος των συναλλαγών. Αυτό αποτυπώνεται στο παρακάτω παράδειγμα διότι φαίνεται ξεκάθαρα μία ασυνέχεια της γραμμής τάσης και αντί από μία γραμμή έχει μετατραπεί σε ενωμένα παραλληλόγραμμα. Η στάσιμη τάση δημιουργεί στάσιμο κανάλι και όπως προηγουμένως ο τεχνικός αναλυτής χρησιμοποιεί το κανάλι αυτό των τιμών για εξαγωγή αποτελεσμάτων. Το στάσιμο κανάλι δείχνει κυρίως την συμπεριφορά-ψυχολογία των καταναλωτών. Ένα στάσιμο κανάλι μπορεί να έχει ανοδική ορμή ή καθοδική. Οι ορμές αυτές εναλλάσσονται μεταξύ τους συχνά λόγω αβεβαιότητας των επενδυτών στο όριο αγοράς ή πώλησης. Αυτό σημαίνει ότι ο τεχνικός αναλυτής χρησιμοποιεί το στάσιμο κανάλι για βραχυπρόθεσμες κυρίως μελέτες. Εάν το στάσιμο κανάλι εναλλάσσει τις τιμές στο όριο της αγοράς και της πώλησης αραιότερα από ότι συνήθως (χρονικά) τότε το στάσιμο κανάλι μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τον τεχνικό αναλυτή και για μεσοπρόθεσμες προβλέψεις. Σε ενδεχόμενο στάσιμου καναλιού το οποίο είναι πολύ συχνό φαινόμενο σε αγορές όπου η αβεβαιότητα είναι υψηλή οι επενδυτές καλούνται να δείξουν τις ικανότητές τους και να προβούν σε κινήσεις οι οποίες θα τους επαληθεύσουν. Αυτή χαρακτηρίζεται ως μία επίπονη διαδικασία καθώς απαιτεί αρκετή εμπειρία, ικανότητα διαχείρισης των εργαλείων που χρησιμοποιούνται από τον αναλυτή, ικανότητα διεξαγωγής συμπερασμάτων από την αντίστοιχη ειδησιογραφία που αφορά το χαρτοφυλάκιο και τέλος σωστή διαχείριση της πίεσης και του άγχους και η μετατροπή αυτού σε επαγρύπνηση και νηφαλιότητα.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να τονιστεί ότι σε περίπτωση που ο αναλυτής επενδύει η διαχειρίζεται αμοιβαία ή παράγωγα, όλα τα παραπάνω αυξάνονται κατ αναλογία με το μείγμα του χαρτοφυλακίου, την επικινδυνότητα και το επενδυτικό προφίλ.

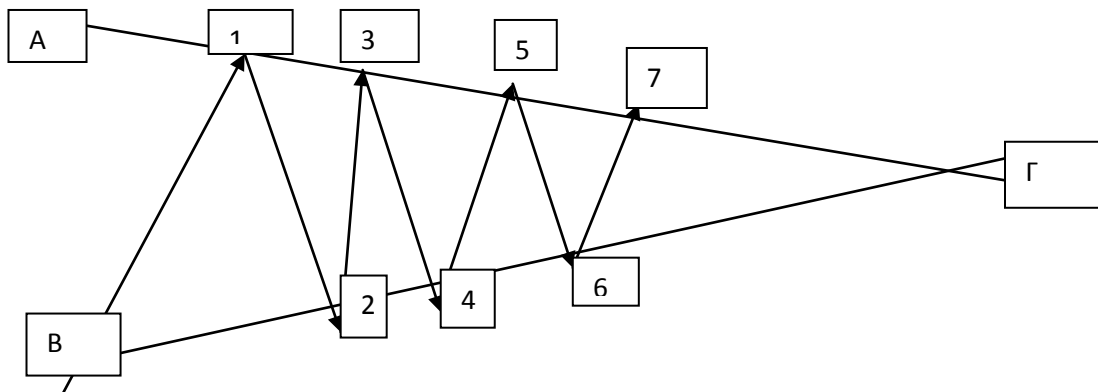
Αυτό γίνεται εύκολα κατανοητό, διότι παραδείγματος χάρη σε μία αγορά συναλλάγματος υπάρχει μία ισοτιμία ή παραπάνω. Όμως οι ισοτιμίες αυτές είναι όμοιες μεταξύ τους και δεν παρουσιάζουν τεράστιες διαφορές όσον αφορά τον τρόπο μελέτης ή συλλογής πληροφοριών που ενδέχεται να επηρεάσουν τις τιμές.

Ενώ σε περίπτωση χαρτοφυλακίου, αμοιβαίων ή παραγώγων η πολυπλοκότητα αυξάνεται σε μεγάλο βαθμό και αυτό γίνεται εντονότερο σε περιόδους αστάθειας του οικονομικού κύκλου, της πολιτικής κατάστασης και της γενικότερης ευημερίας μίας αγοράς ή ενός κλάδου της.



www.markets.com

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΡΙΓΩΝΟΥ ΜΕ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ



Το παραπάνω τρίγωνο ουσιαστικά είναι ένα κανάλι με άλλη μορφή. Συνεπώς σε μία κατάσταση ανοδικής τάσης και προχωρώντας προς την κορυφή Γ του τριγώνου ΑΒΓ θα παρατηρήσουμε μία διάλυση της πλευράς ΑΓ ενώ όταν βρισκόμαστε σε πτωτική τάση και προχωρώντας στην κορυφή Γ του τριγώνου ΑΒΓ θα διαπιστώσουμε διάλυση της πλευράς ΒΓ. Στην ουσία οι πλευρές αυτές είναι η στήριξη και αντίσταση των τιμών των μετοχών, όπως ισχύει και στο παραλληλόγραμμο κανάλι. Ερμηνεία της κατάστασης στήριξης και αντίστασης καθώς και πως αυτές προκύπτουν δίνεται παρακάτω. Συνεπώς συμπεραίνουμε πως τα τριγωνικά σχήματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τον τεχνικό αναλυτή με παρόμοιο τρόπο με αυτόν του καναλιού που εξηγήθηκε παραπάνω.

4. Ο όγκος επιβεβαιώνει την τάση

Ο όγκος πρέπει να αυξάνει κατά τη φορά της κύριας τάσης. Έτσι, όταν η κύρια τάση είναι ανοδική ο όγκος συναλλαγών είναι υψηλός κατά τις ανοδικές μέρες και χαμηλός κατά τις διορθώσεις. Το αντίθετο ακριβώς συμβαίνει όταν έχουμε κύρια καθοδική τάση. Κατά τις καθοδικές μέρες ο όγκος είναι υψηλός ενώ κατά τις μέρες της ανάκαμψης είναι χαμηλός¹⁷.

5. Οι δείκτες πρέπει να συμφωνούν

Ο Dow υποστήριζε ότι προκείμενου μέσα σε μία τάση να είναι έγκυρα τα σήματα αγοράς και πώλησης, θα πρέπει οι δύο δείκτες του, ο DJTA και ο DJIA, να επιβεβαιώνουν ο ένας τον άλλο. Αν ο ένας δείκτης έχει ένα υψηλό ή ένα χαμηλό, θα πρέπει και ο άλλος δείκτης να ακολουθήσει. Αν και η αγορά δεν είναι η ίδια και οι μετοχές που αποτελούν τους δείκτες έχουν διαφοροποιηθεί, εξακολουθεί να υπάρχει μια λογική που να συνδέει τον ένα δείκτη με τον άλλο. Κάποιοι αναλυτές γενικεύουν αυτή την άποψη και υποστηρίζουν ότι δε μπορεί να πραγματοποιηθεί μια σημαντική ανοδική ή καθοδική κίνηση αν δεν έχουμε παράλληλη τάση σε όλους τους κλαδικούς δείκτες. Αν κάποιος κλάδος αντισταθεί, μετά από λίγο καιρό θα αναγκαστεί να ακολουθήσει το γενικότερο κλίμα¹⁸.

¹⁷ Κουρούκλης, 1999

¹⁸ Δημόπουλος, 2006

6. Κανείς δε μπορεί να κατευθύνει την κύρια τάση της αγοράς

Ο πειρασμός σε κάποιους που σχετίζονται με την αγορά και έχουν τη δύναμη και τη γνώση να την κατευθύνουν, υπάρχει. Όμως δε μπορούν να επηρεάσουν την κύρια τάση. Όποιες ενέργειες κάνουν μπορεί να έχουν αποτέλεσμα στη δευτερεύουσα τάση ή στις καθημερινές αυξομειώσεις των τιμών αλλά όχι στην κύρια τάση. Οι μετοχές μετά από τις επιρροές που μπορεί να δεχτούν από δημοσιεύσεις ή φήμες, θα συνεχίσουν την πορεία τους μαζί με την κύρια τάση¹⁹.

Αφού είδαμε τους βασικούς πυρήνες, για να έχουμε και μια πιο σφαιρική εικόνα θα αναφέρουμε και τις κυριότερες επικρίσεις που έχει δεχτεί η θεωρία του Dow. Πρώτα απ' όλα κάποιοι δεν τη θεωρούν «θεωρία», επειδή δεν έχει θεωρήματα και αποδείξεις. Ο Dow και ο Hamilton έγραψαν μια σειρά άρθρων και όχι μια επιστημονική θεωρία εμπειριστατωμένη. Ο Rhea ήταν αυτός που συνέθεσε όλα αυτά τα κομμάτια. Επιπλέον θεωρούν οι επικριτές ότι αργεί να δώσει σήματα εξόδου και εισόδου. Αυτό όμως συμβαίνει σε όλα τα συστήματα αγοραπωλησιών των μετοχών. Χρειάζεται μια μικρή καθυστέρηση για να διαπιστώσουμε αν η αντιστροφή σημαίνει αλλαγή της κύριας τάσης ή πρόσκαιρη διόρθωση. Τέλος, κάποιοι αναλυτές την αποκαλούν ξεπερασμένη επειδή οι δείκτες DJTA και DJIA θεωρούν ότι δεν αντιπροσωπεύουν πια την εικόνα της οικονομίας. Πρέπει να λάβουμε υπόψη μας όμως ότι ο δείκτης των μεταφορών είναι ένας ιδιαίτερα ευαίσθητος δείκτης στις μεταβολές της οικονομίας και ότι στο δείκτη των βιομηχανιών έχουν συμπεριληφθεί σύγχρονες βιομηχανίες όπως η Microsoft και η Intel για να μπορεί να αντιπροσωπεύει καλύτερα την τάση της νέας οικονομίας. Άλλα όπως είπαμε και πιο πάνω, κάποιοι γενικεύουν αυτό τον κανόνα του Dow σε όλους τους οικονομικούς δείκτες και όχι μόνο σε αυτούς τους δύο, καθώς επίσης και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές²⁰.

Θα κλείσουμε αυτή την παράγραφο με το εξής, θα πρέπει να έχουμε πάντα στο μυαλό μας ότι η θεωρία του Dow αποτελείται από μια ομάδα οδηγιών και αρχών που βοηθούν τους επενδυτές να μελετήσουν την αγορά. Είναι η βάση της τεχνικής ανάλυσης αλλά δεν είναι αλάνθαστη. Καμία, άλλωστε, θεωρία πρόβλεψης της πορείας των μετοχών δε μπορεί να χαρακτηριστεί έτσι. Αυτό που προσπαθεί ο Dow είναι να

¹⁹ Δημόπουλος, 2006

²⁰ Kahn, 2000

προσφέρει ένα μηχανισμό στους επενδυτές ώστε να προφυλάσσονται από τα συναισθήματα τους και να βλέπουν την αγορά αντικειμενικά και όχι όπως θα ήθελαν να τη δουν.

Η υπερβολική αισιοδοξία ή η υπερβολική απαισιοδοξία δεν είναι καλοί σύμβουλοι. Αν και η θεωρία στοχεύει περισσότερο σε μακροπρόθεσμους επενδυτές, παρ' όλα αυτά μπορεί να προστατεύσει και τους βραχυπρόθεσμους. Αυτό που συμβουλεύει τόσο ο Dow όσο και ο Hamilton είναι καθημερινή ενημέρωση και επικέντρωση στην κύρια τάση. Δεν τους ενδιαφέρει η μια ή οι δύο μονάδες, ή το να βρούμε το μέγιστο ή το ελάχιστο. Το σημαντικό είναι να «πιάσουμε» τις μεγάλες κινήσεις. Είναι πολύ εύκολο να παρασυρθούμε από τον ενθουσιασμό και να χάσουμε το στόχο. Στην πράξη όλα τα θεωρήματα έχουν εξαιρέσεις. Το σημαντικό είναι στην επιτυχία να μη γινόμαστε υπερόπτες και στην αποτυχία να μην απελπιζόμαστε. Και στις δύο περιπτώσεις θα οδηγηθούμε σε λάθος. Η τεχνική ανάλυση είναι μια «τεχνική» που χρειάζεται εξάσκηση. Η μελέτη και των επιτυχιών και των αποτυχιών πρέπει να γίνεται με τη ματιά στο μέλλον²¹.

1.5 Βασικές Παραδοχές της Τεχνικής Ανάλυσης

Η τεχνική ανάλυση βασίζεται σε τρεις παραδοχές. Αν κάποιος δεν τις δεχτεί ως αληθινές τότε δε δέχεται την τεχνική ανάλυση. Οι παραδοχές είναι οι εξής²²:

1. Η αγορά προεξοφλεί τα πάντα

Αυτή η άποψη ανήκει, όπως είδαμε, στις βασικές θέσεις του Dow. Είναι η βάση της τεχνικής ανάλυσης και πάνω σε αυτή έχει οικοδομηθεί όλη η φιλοσοφία της. Αυτό που μας λέει αυτή η φράση είναι ότι ο,τιδήποτε μπορεί να επηρεάσει την τιμή μιας μετοχής, πολιτικοί, ψυχολογικοί, οικονομικοί, νομισματικοί παράγοντες, ενσωματώνονται σε αυτή. Δεν είναι απλά ένα νούμερο αλλά είναι το αποτέλεσμα επίδρασης πλήθους παραγόντων, που δεν είμαστε, όμως, σε θέση να γνωρίζουμε. Η τιμή της μετοχής είναι μια συναίνεση, μια συμφωνία μεταξύ αυτού που πουλά και αυτού που αγοράζει. Η τιμή στην οποία ο επενδυτής έχει πρόθεση να αγοράσει ή να πουλήσει πρώτα απ' όλα εξαρτάται από τις προσδοκίες του. Αν προσδοκά ότι η τιμή

²¹ Kahn, 2000

²² Κουρούκλης, 1999

της μετοχής θα αυξηθεί τότε θα αγοράσει, αν προσδοκά ότι η τιμή της μετοχής θα πέσει, τότε θα πουλήσει. Από αυτή την πολύ απλή σε σύλληψη ιδέα ξεκινά η πρόκληση της πρόβλεψης της μεταβολής της τιμής μετοχών²³. Εννοούμε απλούστερα ότι η αγορά και αντίστοιχα οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται από παράγοντες όπως οι πολιτικοί, οικονομικοί, ψυχολογικοί και γενικά η κατάσταση που υπάρχει σε μία αγορά αποτυπώνεται στις τιμές των μετοχών. Ειδικότερα σε περιόδους οικονομικής κρίσης και πολιτικής αστάθειας, οι παράγοντες που διαμορφώνουν την αγορά άρα και τις τιμές των μετοχών είναι περισσότεροι και πιο ευαίσθητοι-ευάλωτοι στις γρήγορες αλλαγές του σύγχρονου πολιτικού-οικονομικού συστήματος. Ένας τέτοιος παράγοντας είναι η ψυχολογία των επενδυτών οι οποίοι με τις αποφάσεις τους επηρεάζουν και τελικά διαμορφώνουν τον όγκο των συναλλαγών δηλαδή τον αριθμό μετοχών που διαπραγματεύτηκαν. Υπάρχουν όμως και παράγοντες «δευτερεύουσας σημασίας» όπως είναι ο ανταγωνισμός που υπάρχει μεταξύ όμοιων μετοχών ή προϊόντων χρηματιστηριακών ή μη. Για παράδειγμα στην αγορά και πώληση μετοχών του κλάδου της ενέργειας υπάρχει ανταγωνισμός των εταιριών που απαρτίζουν τον κλάδο, συνεπώς ο ανταγωνισμός αυτός συμβάλλει στην διαμόρφωση των αντίστοιχων τιμών των μετοχών. Σε περίπτωση που η αγορά που μελετά η τεχνική ανάλυση είναι αγορά προϊόντων, αντίστοιχα οι εταιρίες του κλάδου ανάλογα με τον ανταγωνισμό και την φερεγγυότητά τους συμβάλλουν στην τελική τιμή των μετοχών.

Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι υπάρχουν πολλοί αμφισβητητές του παράγοντα αυτού, επειδή κατά καιρούς η αγορά φαίνεται να βρίσκεται σε μια κατάσταση σοκ. Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι οι οικονομικές, πολιτικές και οι υπόλοιπες καταστάσεις που προαναφέρθηκαν οι οποίες είναι ικανές να επηρεάζουν τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, αποτυγχάνουν. Αυτό συνήθως λαμβάνει χώρα σε περιπτώσεις αβεβαιότητας που κάνουν τους επενδυτές ανήσυχους, συνεπώς παρουσιάζεται σταδιακά μία πτώση της τιμής του όγκου συναλλαγών και όταν αυτό το φαινόμενο συνεχιστεί η αγορά ονομάζεται στάσιμη.

Όμως ποιοι είναι αυτοί που αγοράζουν και πουλούν και ποιες είναι οι προσδοκίες τους και πώς παίρνουν τις αποφάσεις τους, ώστε να μπορέσουμε να προβλέψουμε τις κινήσεις τους; Οι επενδυτές μας δεν είναι μόνο επαγγελματίες χρηματιστές. Είναι

²³ Δημόπουλος, 2006

άνθρωποι με διαφορετικό επίπεδο οικονομικών γνώσεων, διαφορετικό μορφωτικό και κοινωνικό επίπεδο. Μέσα σε αυτό το συνονθύλευμα των επενδυτών, οι επενδυτικές αποφάσεις συχνά στηρίζονται σε άσχετα με τη χρηματιστηριακή αγορά κριτήρια, όπως η συναισθηματική κατάσταση της στιγμής, η οικογενειακή κατάσταση, τα προβλήματα στη δουλειά, προηγούμενες αποτυχίες ή επιτυχίες, αυτοπεποίθηση, προσδοκίες. Όλες αυτές οι παράμετροι, και τόσες άλλες που δεν αναφέραμε όπως δημοσιεύματα, το γενικότερο πολιτικό και οικονομικό κλίμα, οικονομικές εκθέσεις, αν και επηρεάζουν την αγορά, είναι αδύνατο να μελετηθούν και να ληφθούν υπόψη από ένα αναλυτή. Η αγορά όμως τα έχει λάβει όλα αυτά υπόψη της, τα έχει σταθμίσει και τελικά έχει προσδιορίσει την τιμή της μετοχής, βάσει αυτών. Γι' αυτό ακριβώς το λόγο, η τεχνική ανάλυση θεωρεί ότι δε χρειάζεται να ασχοληθούμε με όλες αυτές τις παραμέτρους και τις αιτίες που οδηγούν στην αγορά, στην πώληση, στη μεταβολή της προσφοράς ή της ζήτησης, αλλά μόνο με το αποτέλεσμα τους, που τα εμπεριέχει όλα αυτά και που δεν είναι τίποτα άλλο από την τιμή της μετοχής. Έτσι η μελέτη της τιμής της μετοχής, που είναι εφικτή, είναι αυτή που μπορεί να μας οδηγήσει σε συνετές επενδυτικές αποφάσεις²⁴.

2. Οι τιμές κινούνται σε τάσεις

Τάση είναι η κατεύθυνση των τιμών, είτε ανοδική, είτε καθοδική. Κάποιοι υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη τάσεων στηρίζεται στο νόμο της αδράνειας του Νεύτωνα, σύμφωνα με τον οποίο όταν ξεκινήσει μία κίνηση τείνει να συνεχισθεί. Αυτή όμως είναι μια θεωρητική εικασία. Στην πράξη, ο σχηματισμός των τάσεων έχει αναλυθεί από το Dow και οφείλεται στο ότι η πληροφόρηση δε φτάνει σε όλους τους επενδυτές ταυτόχρονα²⁵.

Αφού η πληροφόρηση είναι αυτή που μεταβάλλει την προσφορά και τη ζήτηση, καθώς αυτή φθάνει σε διάφορες κατηγορίες επενδυτών σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, αυτοί δρουν και οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται κάθε φορά, σε νέο επίπεδο ισορροπίας. Σκοπός της τεχνικής ανάλυσης είναι να εκμεταλλευτεί προς όφελος του χρήστη της, τις τάσεις αυτές. Χρησιμοποιώντας τα διαγράμματα, οι τεχνικοί αναλυτές προσπαθούν, όχι να βρουν τις ακριβείς μεταβολές των τιμών, όσο

²⁴ Κουρούκλης, 1999

²⁵ Δημόπουλος, 2006

την τάση στην οποία αυτές κινούνται και στη συνέχεια να εντοπίσουν σε ποια φάση της τάσης βρισκόμαστε, έτσι ώστε να αποφασίσουν αν είναι η κατάλληλη στιγμή για είσοδο ή για έξοδο από την αγορά. Η βασική φιλοσοφία όσων ασχολούνται με την τεχνική ανάλυση είναι «ακολούθησε την τάση», δηλαδή προσπαθούν να εισέλθουν στην αγορά στο αρχικό στάδιο σχηματισμού της τάσης και να βγουν από την αγορά στα τελευταία στάδιά της. Με τον τρόπο αυτό είναι δυνατό να μεγιστοποιηθούν τα κέρδη²⁶. Η πρώτη τάση είναι η ανοδική, δηλαδή η αγορά κινείται προς τα πάνω άρα με θετικά πρόσημα, η δεύτερη τάση είναι η αρνητική που έχει αρνητικά πρόσημα, δηλαδή η αγορά κινείται προς τα κάτω και το τρίτο είδος τάσης είναι η πλάγια όπου δεν υπάρχει στην ουσία κάποια τάση των τιμών των μετοχών ούτε προς τα πάνω, ούτε προς τα κάτω δηλαδή μιλάμε για μία στάσιμη κατάσταση στις τιμές των μετοχών, κάτι που σημαίνει πως τα προσήματα των τιμών των μετοχών είναι ανάμεικτα, δηλαδή οι επενδυτές είναι αναποφάσιστοι σχετικά με τις αγοροπωλησίες τους . Η στάσιμη κατάσταση οφείλεται στον μικρό όγκο των συναλλαγών συνεπώς συμπεραίνουμε μικρή κινητικότητα από αγοραστές και πωλητές η οποία συνήθως όπως προαναφέρθηκε προέρχεται από αβεβαιότητα.

3. Η ιστορία επαναλαμβάνεται

Οι τιμές των μετοχών δεν κινούνται τυχαία, αλλά με τάσεις (trends) ή σχηματισμούς (patterns). Αυτές οι τάσεις και οι σχηματισμοί διαμορφώνονται από την κατάσταση της αγοράς. Είναι αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης και της ψυχολογίας του κοινού. Οι τεχνικοί αναλυτές έχουν παρατηρήσει μια επανάληψη αυτών των σχηματισμών από το ξεκίνημα της τεχνικής ανάλυσης μέχρι σήμερα. Η τεχνική ανάλυση υποστηρίζει, λοιπόν, ότι οι επενδυτές, στις ίδιες συνθήκες αγοράς, θα έχουν τις ίδιες αντιδράσεις, οπότε η γνώση των παρελθουσών κινήσεων των τιμών βοηθά στην πρόβλεψη των μελλοντικών²⁷.

Φυσικά και σε αυτή την περίπτωση μιλάμε για πρόβλεψη της κίνησης των τιμών των μετοχών και όχι για ακριβή πρόβλεψη των τιμών των μετοχών. Ο Βρετανός

²⁶ Δημόπουλος, 2006

²⁷ Νιάρχος, 2004

συγγραφέας Sir Arthur Wing Pinero το 1893 είπε «πιστεύω ότι το μέλλον είναι το παρελθόν που μπαίνει από μια άλλη πόρτα». Και οι τεχνικοί αναλυτές αυτό ακριβώς πιστεύουν, ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται και η μελέτη του παρελθόντος θα μας βοηθήσει να κατανοήσουμε το μέλλον²⁸.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Θεμελιώδης Ανάλυση

2.1 Η έννοια της Θεμελιώδους Ανάλυσης

Ο Benjamin Graham ο οποίος θεωρείτε "πατέρας" της θεμελιώδους ανάλυσης πίστευε πως το νόημα της θεμελιώδους ανάλυσης είναι να βρει ο αναλυτής την πραγματική αξία των μετοχών. Για να γίνει αυτό, ο αναλυτής καλείται να προσδιορίσει όλους εκείνους του παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάσουν την εταιρία ή τον κλάδο στο μέλλον, δηλαδή τα στάδια για μια επιτυχημένη θεμελιώδης ανάλυση είναι τα εξής τρία. Η κατάσταση που επικρατεί στην οικονομία, στον κλάδο και τέλος στην εταιρία.

Η θεμελιώδης ανάλυση αποτελεί μια μέθοδο αποτίμησης και επιλογής αξιολογίων με σκοπό τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου το οποίο θα καλύπτει τους επενδυτικούς σκοπούς ενός επενδυτή (στη συνέχεια της παραγράφου, για λόγους απλοποίησης, θα αναφερόμαστε σε μετοχές και όχι γενικά σε αξιόγραφα). Η επιλογή και η διαχείριση μιας μετοχής, από ένα θεμελιώδη αναλυτή, γίνεται μετά από λεπτομερή μελέτη όλων των οικονομικών δεδομένων και των οικονομικών μεταβλητών που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή μιας μετοχής. Τα στοιχεία, που εξετάζει ο αναλυτής, αρχικά, είναι τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Οι εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο, είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν περιοδικά τους ισολογισμούς τους ώστε να δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να παρακολουθούν την πορεία τους και να κάνουν σωστή αποτίμηση των μετοχών τους²⁹.

Οι δημοσιευμένες πληροφορίες περιλαμβάνουν και άλλα νέα όπως ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων, δείκτες τιμής μετοχής προς κέρδη (P/E), ανακοινώσεις διάσπασης μετοχών, αλλαγές διοικητικών συμβουλίων, δυσκολίες

²⁸ Νιάρχος, 2004

²⁹ Νιάρχος, 2004

χρηματοδότησης, ανάπτυξη νέων προϊόντων κ.λ.π. Ο αναλυτής από αυτά τα στοιχεία σχηματίζει μια εικόνα της κατάστασης στην οποία βρίσκεται η εταιρεία και κατ' επέκταση για την πορεία της μετοχής της στο μέλλον. Αναλύει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες της και προσπαθεί να προσδιορίσει αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη με βάση τα κέρδη, τις πωλήσεις και τις υποχρεώσεις³⁰.

Ο αναλυτής ενημερώνεται συνεχώς για τα νέα της χρηματιστηριακής αγοράς, τις εξελίξεις και τις προοπτικές του επιμέρους οικονομικού κλάδου που ανήκει η μετοχή, αλλά και της οικονομία της χώρας γενικότερα. Στοιχεία όπως αύξηση ή μείωση πληθωρισμού, μείωση επιτοκίων, αλλαγή φορολογικού καθεστώτος, ιδιωτικοποιήσεις, ανακοινώσεις δημοσιονομικού ελλείμματος έχουν επίπτωση σε όλη την αγορά. Τέλος λαμβάνει υπόψη και τις διεθνείς εξελίξεις γιατί σημαντικά διεθνή γεγονότα ενδεχομένως να έχουν επίπτωση και στην τοπική οικονομία, για παράδειγμα ένας πόλεμος σε μια γειτονική χώρα, αύξηση της τιμής του πετρελαίου, υπογραφή οικονομικών συμφωνιών, κ.λ.π. Σύμφωνα λοιπόν με τη θεμελιώδη ανάλυση η μελέτη όλων των παραπάνω στοιχείων είναι που θα μας οδηγήσει σε αντικειμενική εκτίμηση της συγκεκριμένης μετοχής και η σύγκριση μετοχών διαφόρων εταιρειών, με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη τους, θα μας υποδείξει μετοχές, των οποίων την αξία για τον ένα ή για τον άλλο λόγο δεν εκτιμά σωστά η αγορά. Η μεγαλύτερη απόδοση επιτυγχάνεται εάν η αγορά ή η πώληση μιας μετοχής πραγματοποιηθεί λίγο πριν η αγορά διορθώσει το λάθος της. Αν η συναλλαγή γίνει την κατάλληλη στιγμή θα μας αποφέρει μεγάλα κέρδη, αν όμως γίνει τη λάθος στιγμή θα μας αποφέρει μεγάλες ζημίες³¹.

2.2 Μειονεκτήματα Θεμελιώδους Ανάλυσης

Ας δούμε, όμως, κάποια μειονεκτήματα που παρουσιάζει η θεμελιώδης ανάλυση³²:

³⁰ Γκίκας, 2002

³² Δημόπουλος, 2006

- Η μελέτη των οικονομικών καταστάσεων είναι πολύ βασική για τις αποφάσεις που παίρνουν οι θεμελιώδεις αναλυτές. Η ανάλυση όμως αυτών των καταστάσεων παρουσιάζει κάποια προβλήματα. Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τρόποι παρουσίασης αυτών των καταστάσεων και ενώ είναι όλοι νόμιμοι και αποδεκτοί, δίνουν διαφορετική εικόνα για την επιχείρηση. Δημιουργείται, έτσι, δυσκολία σύγκρισης των λογιστικών καταστάσεων ιδιαίτερα μεταξύ εταιρειών που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους. Επίσης, αυτές οι καταστάσεις μπορεί να μην περιέχουν κάποια εξειδικευμένα στοιχεία όπως πληροφορίες για τις πωλήσεις και τα γενικά έξοδα ή για τις πωλήσεις και τα κέρδη ανά γραμμή παραγωγής ή ανά πελάτη. Τέλος, υπάρχουν στοιχεία που ενώ δε μπορούν να ποσοτικοποιηθούν ούτε να παρουσιαστούν λογιστικά, είναι πολύ σημαντικά για την εικόνα μιας εταιρείας. Τέτοια στοιχεία είναι η φήμη της εταιρείας, η εκπαίδευση και η αφοσίωση των εργαζομένων.
- Ένας ικανός θεμελιώδης αναλυτής, με αξιόπιστες πηγές πληροφόρησης που ενημερώνεται συνεχώς για τα νέα της αγοράς, είναι δυνατό να παίρνει τις σωστές επενδυτικές αποφάσεις και να καταλήγει σε υψηλές αποδόσεις. Αυτό όμως θα συμβεί, μόνο αν ο αναλυτής αυτός έχει τις πληροφορίες πριν από τους άλλους και τις χρησιμοποιήσει γρήγορα και σωστά. Αν η πληροφορία γίνει γνωστή στην αγορά θα χάσει μέρος της απόδοσης γιατί θα τη χρησιμοποιήσουν και άλλοι αναλυτές. Όπως είναι φανερό αυτές οι δύο προϋποθέσεις πρέπει να υφίστανται ταυτόχρονα, πράγμα πολύ δύσκολο.
- Απλοί επενδυτές, και όχι επαγγελματίες χρηματιστές, δεν είναι εύκολο ούτε τις εξειδικευμένες γνώσεις να έχουν, ούτε το χρόνο για συνεχή ενημέρωση και για τη συλλογή, επεξεργασία και μελέτη των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών. Οπότε η θεμελιώδης ανάλυση γίνεται πιο προσιτή σε επαγγελματίες αναλυτές, σε θεσμικούς επενδυτές και σε επενδυτές με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.
- Η επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής για να κάνει μια συναλλαγή ένας θεμελιώδης αναλυτής είναι πολύ δύσκολη. Ενώ μπορεί να βρει μια υποτιμημένη μετοχή, δεν είναι εύκολο να προσδιορίσει την κατάλληλη στιγμή

για να την αγοράσει. Λανθασμένη επιλογή του χρόνου μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλες απώλειες.

- Οι εξελίξεις στην οικονομία και στην πολιτική, επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή αγορά είτε θετικά είτε αρνητικά. Υπάρχουν φορές όμως, που οι χρηματιστηριακές αγορές δεν επηρεάζονται από τις εξελίξεις στο βαθμό που αναμενόταν ή επηρεάζονται με κάποια καθυστέρηση, με αποτέλεσμα να οδηγούνται οι θεμελιώδεις αναλυτές σε λανθασμένες προβλέψεις και αποφάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Βασικοί δείκτες Τεχνικής Ανάλυσης

3.1 Κινητοί Μέσοι Όροι

Με την εξέλιξη και την διάδοση της πληροφορικής όμως δημιουργήθηκαν τεχνικοί δείκτες που στηρίζονται στην μαθηματική και στατιστική ανάλυση και παράγουν σήματα για αγοραπωλησίες που δεν είναι δυνατόν να αμφισβητηθούν. Απλός κινητός μέσος όρος (Simple moving average). Είναι ένας δείκτης που απεικονίζει την μέση τιμή μιας μετοχής για κάποια χρονική περίοδο. Κινητός μέσος όρος n ημερών την x ημέρα είναι ο αριθμητικός μέσος όρος των τιμών κλεισίματος των n ημερών που προηγούνται της x ημέρας³³.

Η χρησιμότητά του είναι πολλαπλή. Πρώτον, αντικατοπτρίζει τις διαθέσεις της αγοράς. Εάν ο ΚΜΟ είναι ανοδικός τότε και η αγορά είναι θετική. Εάν είναι καθοδικός τότε μας δείχνει ότι η αγορά είναι αρνητική. Δεύτερον, δημιουργεί σήμα αγοράς ή πώλησης όταν διασταυρώνεται με την καμπύλη των τιμών. Εάν η γραμμή τιμών διασπάσει ανοδικά την γραμμή του ΚΜΟ έχουμε ένδειξη για αγορά. Εάν η γραμμή τιμών διασπάσει καθοδικά την γραμμή του ΚΜΟ τότε έχουμε ένδειξη για πωλήσεις. Τρίτον, εξομαλύνει την καμπύλη τιμών και την απαλλάσσει από παροδικές εξάρσεις

³³ Γκίκας, 2002

παρέχοντας στον αναλυτή που την μελετά ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο πρόβλεψης των μελλοντικών τιμών³⁴.

Βασική παράμετρος αυτού του δείκτη είναι η χρονική περίοδος υπολογισμού του. Ανάλογα της περιόδου που λαμβάνεται ως βάση υπολογισμού διακρίνεται σε βραχυπρόθεσμο, περίπου πέντε έως δέκα ημερών, μεσοπρόθεσμο περίπου τριάντα έως σαράντα ημερών και μακροχρόνιο από ενενήντα έως διακοσίων ημερών. Ο απλός ΚΜΟ παρουσιάζει το μειονέκτημα ότι για τον υπολογισμό του, όλες οι ημέρες έχουν το ίδιο ποσοστό συμμετοχής. Για να ξεπεραστεί αυτό, επινοήθηκαν και άλλοι ΚΜΟ που αποδίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις τιμές των τελευταίων ημερών της χρονικής περιόδου και μικρότερη στις παλαιότερες τιμές³⁵.

- Ο σταθμισμένος κινητός μέσος όρος (weighted moving average). Για τον υπολογισμό του πολλαπλασιάζουμε την τιμή κάθε ημέρας με ένα ειδικό βάρος, που είναι μεγαλύτερο όσο πιο κοντά βρισκόμαστε στην ημερομηνία υπολογισμού.
- Ο εκθετικός κινητός μέσος όρος (exponential moving average) είναι ένας σταθμισμένος ΚΜΟ με την ιδιαιτερότητα ότι δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα πιο πρόσφατα δεδομένα.
- Ο εξομαλυμένος κινητός μέσος όρος (smoothed) είναι ίδιος με έναν απλό ΚΜΟ με την διαφορά ότι αντί να αφαιρείται η πιο παλιά από τις τιμές, αφαιρείται η τιμή του προηγούμενου ΚΜΟ από το προηγούμενο άθροισμα και προστίθεται η τιμή της νέας περιόδου.
- Ο κεντραρισμένος κινητός μέσος όρος (centered) υπολογίζεται όπως ο απλός ΚΜΟ με την διαφορά ότι το αποτέλεσμα αντί να μεταφέρεται στην νιοστή περίοδο μετατοπίζεται και τοποθετείται στο κέντρο των n περιόδων.
- Ο τριγωνικός κινητός μέσος όρος (triangular) είναι παραπλήσιος με τον απλό ΚΜΟ αλλά δίνει περισσότερη βαρύτητα στις τιμές που βρίσκονται στο μέσον της χρονικής περιόδου που ελέγχεται. Για να αποφύγουμε την δημιουργία

³⁴ Δημόπουλος, 2006

³⁵ Kahn, 2000

λανθασμένων σημάτων (whipsaws) από τους ΚΜΟ χρησιμοποιούμε “φίλτρα” που μπορεί να είναι ποσοστιαία, ή χρονικά, ή ποσοστιαίες περιβάλλουσες. Οι ΚΜΟ χρησιμοποιούνται και σε συνδυασμό ενός βραχυπρόθεσμου με έναν μακροπρόθεσμο.

- Ο βραχυπρόθεσμος λόγω της μεγαλύτερης ευαισθησίας του ως προς τις τιμές εμφανίζει πιο έντονες διακυμάνσεις από τον μακροχρόνιο και κινείται γύρω απ αυτόν με ανοδικές και καθοδικές διασπάσεις.

Όταν ο πρώτος διασπά τον δεύτερο παράγει σήματα για αγοραπωλησίες, ενώ ο μακροπρόθεσμος αποτυπώνει την τάση. Η μέθοδος αγοραπωλησιών μέσω δύο ΚΜΟ ονομάζεται double crossover και μειώνει αισθητά τα λανθασμένα σήματα(whipsaws). Οι ΚΜΟ χαρακτηρίζονται αποτελεσματικοί στην λειτουργία τους και εύκολοι στον υπολογισμό τους. Το μειονέκτημα τους είναι ότι παράγουν σήματα για αγοραπωλησίες με καθυστέρηση³⁶.

Ο δείκτης κινητών μέσων όρων χρησιμοποιεί δύο κινητούς μέσους όρους με διαφορετικές περιόδους. Για παράδειγμα Διαλέξτε το δείκτη τομής κινητών μέσων όρων και δώστε στο πεδίο με τις παραμέτρους (δίπλα από το πεδίο επιλογής δείκτη) διαφορετικές τιμές (π.χ., 9 και 39). Οι δύο κινητοί μέσοι όροι εμφανίζονται μαζί με το γράφημα τιμής της μετοχής. Ψάξτε για πιθανά σημεία αγοράς ή πώλησης τα σημεία που οι δύο μέσοι όροι τέμνονται. Όταν ο σύντομος μέσος όρος (9) τέμνει από κάτω προς τα πάνω τον αργό (39) είναι πιθανά ένα καλό σημείο να αγοράσουμε τη μετοχή που μας ενδιαφέρει. Αν ο σύντομος τέμνει τον αργό μέσο όρο από πάνω προς τα κάτω, καλό είναι να σκεφτόμαστε να πουλήσουμε.

³⁶ Kahn, 2000



www.in.gr

Σύμφωνα με την ερμηνεία του δείκτη, κρίσιμα σημεία για αγορές ή πωλήσεις είναι τα σημεία Α, Β και Γ. Στο Α ο σύντομος μέσος όρος ξεπερνά τον αργό (είναι εύκολο να βρούμε ποιος είναι ο σύντομος και ποιος ο αργός μέσος όρος από το γράφημα: ο αργός μέσος όρος είναι ο πιο ομαλός από τους δύο). Το Α είναι σημείο αγοράς. Στο σημείο Β, ο σύντομος μέσος όρος πλησίασε τον αργό (και μπορεί να έπεσε και χαμηλότερα για μια μέρα μόνο). Ένας υπομονετικός επενδυτής δεν θα πουλούσε στο Β, αλλά λίγο μετά το Γ, όπου είναι σαφές ότι ο σύντομος μέσος όρος είναι χαμηλότερα από τον αργό. Σε αυτό το σημείο χρίζεται αναγκαίο να γίνει μία σύγκριση μεταξύ κινητού μέσου όρου και κινητών μέσων όρων.

Ο κινητός μέσος όρος είναι ένα μαθηματικό εργαλείο που χρησιμεύει για να δούμε την κύρια διάθεση των επενδυτών, δηλαδή όταν ο κινητός μέσος όρος είναι ανοδικός, η ψυχολογία των επενδυτών άρα και της αγοράς κρίνεται θετική, ενώ σε αντίθετη περίπτωση όπου ο δείκτης είναι πτωτικός το κλίμα που επικρατεί στην αγορά χαρακτηρίζεται ως αρνητικό. Επίσης ο κινητός μέσος όρος είναι δικαίως το καλύτερο και ασφαλέστερο μαθηματικό εργαλείο που χρησιμοποιείται από την τεχνική ανάλυση για μακροπρόθεσμες προβλέψεις των τιμών των μετοχών. Δικαίως μπορούμε να χαρακτηρίσουμε τον δείκτη αυτό ως δείκτη ψυχολογίας των επενδυτών άρα και της αγοράς.

Οι κινητοί μέσοι όροι, χρησιμοποιούνται για τους ίδιους λόγους που χρησιμοποιείται ο κινητός μέσος όρος. Δηλαδή, οι κινητοί μέσοι όροι δείχνουν την ψυχολογία των επενδυτών και της αγοράς αλλά σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα σε αντίθεση με τον κινητό μέσο όρο που χρησιμοποιείται μακροπρόθεσμα.

Στο σημείο αυτό δικαίως θα αναρωτηθεί κανείς πώς διακρίνουμε τα σημάδια (τάση των τιμών) σε αξιόπιστα ή λανθασμένα, αφού η αγορά κινείται συνεχώς και κρίνεται δυναμική. Η απάντηση σε αυτό το κρίσιμο ερώτημα δίνεται με ένα σημαντικό εργαλείο της τεχνικής ανάλυσης που ονομάζεται φίλτρο. Η ιδιότητα του φίλτρου είναι να <<φιλτράρει>> τις ταλαντώσεις των τιμών των μετοχών με σκοπό να είναι ευκολότερη η διαδικασία ελέγχου από μεριάς του τεχνικού αναλυτή. Το φίλτρο μπορεί να τοποθετηθεί με βάση ένα ποσοστό που ο τεχνικός αναλυτής έχει ορίσει, το ποσοστό αυτό δεν είναι μεγάλο έτσι ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος απώλειας πληροφοριών. Ένα σημαντικό μειονέκτημα της χρήσης φίλτρων είναι η ίσως πολλές φορές καθυστέρηση λήψης αποφάσεων, όμως η διαδικασία του να ξεχωρίζεται η ταλάντωση των τιμών μίας μετοχής είναι εξαιρετικής σημασίας κυρίως στις αγορές συναλλάγματος.

3.2 Τεχνικοί δείκτες τάσης

Από τις βασικές αρχές της τεχνικής ανάλυσης είναι και ότι οι τιμές των μετοχών πολύ συχνά για μικρά ή μεγάλα διαστήματα ακολουθούν κάποια τάση. Συνεπώς ακολουθώντας κάποιος επενδυτής την τάση μπορεί να την εκμεταλλευτεί και επιτύχει υψηλές αποδόσεις. Για τον λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί τεχνικοί δείκτες που μας δείχνουν εγκαίρως το ξεκίνημα μιας νέας τάσης των τιμών, την ταχύτητα και την ορμή αυτής της τάσης και εάν πρόκειται να αναστραφεί. Οι δείκτες που υπολογίζουν τους παραπάνω παράγοντες ονομάζονται δείκτες τάσης (Trend-following indicators) και λειτουργούν σωστά και αποδίδουν σε περιβάλλον τάσης των τιμών³⁷.

Για να κατανοήσουμε τους τεχνικούς δείκτες τάσης κρίνεται αναγκαίο να αναφερθούμε στα επίπεδα στήριξης και αντίστασης. Το επίπεδο ή η γραμμή στήριξης είναι μια κατάσταση ζήτησης διότι καθώς οι τιμές πέφτουν, αποτελούν το δέλεαρ της αγοράς ενώ το επίπεδο αντίστασης αποτελεί μία κατάσταση προσφοράς, διότι η υψηλή τιμή πώλησης είναι το δέλεαρ για τους κατόχους των μετοχών

³⁷ Δημόπουλος, 2006



www.markets.com

Στο παραπάνω διάγραμμα η γραμμή στήριξης είναι η κάτω δηλαδή είναι το επίπεδο ζήτησης ενώ η πάνω γραμμή είναι το επίπεδο προσφοράς δηλαδή η γραμμή αντίστασης. Με την μελέτη του διαγράμματος και ανάλογα το επενδυτικό προφίλ του επενδυτή, αντλούνται σημαντικές πληροφορίες που αφορούν την ταχύτητα της τάσης, αυτό βοηθά τον επενδυτή να προσπαθήσει να προβλέψει την αντιστροφή της τάσης.

Όταν η αγορά κινείται πλευρικά μέσα σε ζώνες συναλλαγών ή σχηματισμούς τιμών που αποδίδουν. Οι πιο γνωστοί δείκτες τάσης είναι ο MACD ο ταλαντωτής τιμών(price oscillator) και βέβαια ο πιο εύχρηστος τεχνικός δείκτης ο κινητός μέσος όρος³⁸.

Δείκτης σύγκλισης-απόκλισης MACD. Όπως προαναφέραμε οι Κ.Μ.Ο. είναι χρήσιμοι και αποτελεσματικοί δείκτες. Όμως παρουσιάζουν δύο μειονεκτήματα. Αφενός παράγουν καθυστερημένα σήματα, αφετέρου πολύ συχνά παράγουν λανθασμένα σήματα (whipsaws). Πολλοί αναλυτές προσπάθησαν να ξεπεράσουν τις αδυναμίες των Κ.Μ.Ο³⁹.

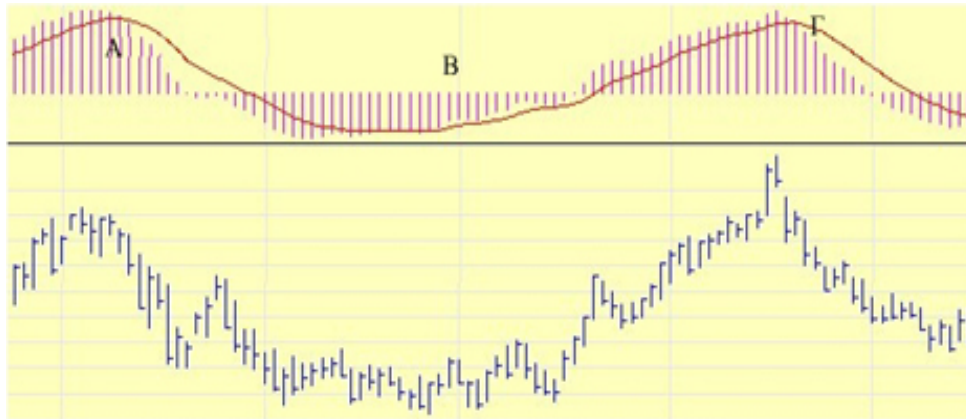
Ο Αμερικανός Gerald Appel(1979) δημιούργησε τον δείκτη σύγκλισης απόκλισης. Ο δείκτης αυτός προκύπτει ως διαφορά δύο κινητών μέσων όρων. Ενώ

³⁸ Δημόπουλος, 2006

³⁹ Kahn, 2000

μακροχρόνιου από έναν βραχυχρόνιο. Ειδικότερα είναι η διαφορά του εκθετικού κινητού μέσου όρου των 26 ημερών από τον εκθετικό κινητό μέσο όρο των 12 ημερών. Ο τύπος υπολογισμού του είναι: $MACD = KMO12 - KMO26$. Η χρησιμότητα του είναι διπλή. Αφενός υποδεικνύει την κατεύθυνση της αγοράς, αφετέρου παράγει σήματα αγοράς όταν διασπάσει ανοδικά την γραμμή σηματοδότησης (trigger line) που είναι ο εκθετικός κινητός μέσος όρος των εννέα ημερών του MACD, και σήματα πώλησης όταν διασπάσει καθοδικά την γραμμή σηματοδότησης. Επίσης όταν ο δείκτης MACD αποκλίνει από την πορεία της μετοχής, είναι πιθανή ένδειξη ότι η πορεία της μετοχής ενδέχεται να αντιστραφεί. Ο MACD λειτουργεί αποτελεσματικά σε αγορές με τάση ενώ δεν αποδίδει σε οριζόντιες αγορές.

Ο πρώτος τρόπος ερμηνείας είναι να πουλάμε όταν ο δείκτης (οι πολλαπλές κατακόρυφες γραμμές) πέφτει κάτω από το επίπεδο του "σηματοδότη" (η συνεχής γραμμή), και να αγοράζουμε όταν συμβαίνει το αντίστροφο. Μία άλλη δημοφιλής μέθοδος είναι να αγοράζουμε όταν ο δείκτης (οι πολλές γραμμές) ξεπερνάει (πέφτει κάτω από), το μηδέν. Ο δεύτερος τρόπος ερμηνείας του δείκτη αυτού είναι επίσης χρήσιμος ως εκφραστής του πόσο υπέρ-αγορασμένη ή υπέρ-πουλημένη είναι μια μετοχή. Όταν ο βραχυπρόθεσμος μέσος όρος (με περίοδο 12) απομακρύνεται απότομα από τον μακροπρόθεσμο (με περίοδο 26), που σημαίνει ότι οι πολλαπλές κατακόρυφες γραμμές έχουν πορεία προς τα πάνω, είναι πιθανό η μετοχή να ετοιμάζεται για διόρθωση (αντιστροφή). Ο τρίτος τρόπος ερμηνείας του δείκτη αναφέρεται στις αποκλίσεις. Δηλαδή όταν ο δείκτης σύγκλισης-απόκλισης αποκλίνει σε πορεία από την τιμή της μετοχής, αυτό είναι ένδειξη ότι η τωρινή κατεύθυνση της μετοχής είναι πιθανό να αντιστραφεί. Μια αρνητική απόκλιση (bearish divergence) συμβαίνει όταν ο δείκτης πέφτει όλο και πιο χαμηλά, ενώ οι τιμές δεν ακολουθούν την ίδια πορεία. Μια θετική απόκλιση (bullish divergence) συμβαίνει όταν ο δείκτης ανεβαίνει όλο και πιο ψηλά, ενώ η μετοχή όχι. Και οι δύο αυτές αποκλίσεις θεωρούνται πιο σημαντικές όταν συμβαίνουν σε επίπεδα υπέρ-αγοράς ή υπέρ-πώλησης.



www.in.gr

Στο παραπάνω διάγραμμα τα σημεία Α,Β,Γ αντιπροσωπεύουν σημεία αγοράς και πώλησης σύμφωνα με την ερμηνεία α (αποτελούν σημεία τομής του σηματοδότη με το δείκτη). Τα μεν σημεία Α και Γ που ο δείκτης πέφτει χαμηλότερα από το σηματοδότη είναι σημεία πώλησης, ενώ το σημείο Β που ο δείκτης ξεπερνάει το σηματοδότη, είναι σημείο αγοράς. Παρατηρούμε ακόμα ότι η μέθοδος του να αγοράζουμε και να πουλάμε σύμφωνα με το αν ο δείκτης ξεπερνάει (ή πέφτει κάτω από) το μηδέν (δεύτερη μέθοδος της ερμηνείας α) είναι μάλλον συντηρητική.

Ταλαντωτής τιμών (Price Oscillator). Προκύπτει από την διαφορά δύο εκθετικών ΚΜΟ που καθορίζονται από τον αναλυτή και σ' αυτό διαφέρει από τον MACD. Ο price oscillator ακολουθεί την ίδια φιλοσοφία με τον MACD. Η διαφορά τους εντοπίζεται στο ότι ο MACD έχει προκαθορισμένους χρονικούς ορίζοντες ενώ στον price oscillator καθορίζονται σε κάθε περίπτωση από τον τεχνικό αναλυτή ανάλογα με τις επιλογές του. Για παράδειγμα ο βραχυχρόνιος μπορεί να είναι 5 ή 10 ημερών και ο μακροχρόνιος 60 ή 70 ημερών και η trigger line από 45-60 ημέρες. Μπορεί να εκφραστεί σε μονάδες μέτρησης ίδιες με την τιμή της μετοχής αλλά και σε ποσοστιαία διαφορά. Είναι ιδιαίτερα αποδοτικός σε περιόδους έντονης τάσης ενώ σε αγορά χωρίς τάση δεν αποδίδει⁴⁰.

Σήμα αγοράς έχουμε όταν διασπάσει ανοδικά την trigger line και σήμα πώλησης όταν την διασπάσει πτωτικά. Επίσης μέσω του φαινομένου της απόκλισης μπορεί να μας δώσει έγκυρα σήματα για μια ενδεχόμενη αλλαγή τάσης.

⁴⁰ Δημόπουλος, 2006

Λωρίδες Bollinger (Bollinger bands). Η λειτουργία του στηρίζεται στην δημιουργία ενός ΚΜΟ και τον εφοδιασμό του με δύο καμπύλες που η κάθε μία απέχει με ± 1 ή ± 2 τυπικές αποκλίσεις από κάθε σημείο του ΚΜΟ. Ο δημιουργός του John Bollinger πρότεινε τον απλό ΚΜΟ των 20 ημερών. Όταν η μεταβλητότητα και οι διακυμάνσεις της μετοχής αυξάνονται, τότε το πλάτος των λωρίδων μεγαλώνει καθώς μεγαλώνει και η τυπική απόκλιση των τιμών. Η κατεύθυνση των λωρίδων εξαρτάται από την πορεία του ΚΜΟ και λειτουργούν σαν γραμμές στήριξης η κάτω και σαν γραμμή αντίστασης η επάνω. Όταν οι τιμές κινούνται εντός οριζοντιωμένων λωρίδων είναι ένδειξη ότι η αγορά βρίσκεται σε φάση αναμονής ή συσσώρευσης. Όταν ξεφύγουν εκτός των λωρίδων δημιουργείται ένδειξη ότι η αγορά ξεκινά ανοδική ή καθοδική πορεία, ανάλογα με την κατεύθυνση διαφυγής. Όταν υπάρχει ανοδική διάσπαση της πάνω λωρίδας Bollinger από την τιμή της μετοχής, τότε παράγεται σήμα αγοράς. Όταν υπάρχει καθοδική διάσπαση της κάτω λωρίδας Bollinger από την τιμή της μετοχής παράγεται σήμα πώλησης. Η αποτελεσματικότητα του συστήματος μπορεί να βελτιωθεί αν εξοπλιστεί με φίλτρα διασπάσεων⁴¹.

Παραπάνω έγινε αναφορά στην ορμή που χαρακτηρίζει την κίνηση των μετοχών και είναι πολύ σημαντική για τον τεχνικό αναλυτή αφού στις περισσότερες περιπτώσεις η ορμή διατηρείτε για ένα μικρό ή μεγάλο χρονικό διάστημα. Γενικότερα ο δείκτης ορμής μετράει το πόσο αλλάζει η τιμή της μετοχής σε ένα καθορισμένο χρονικό διάστημα. Η ερμηνεία του δείκτη της ορμής είναι περίπου ίδια με την ερμηνεία του δείκτη ρυθμού μεταβολής της τιμής. Και οι δύο δείκτες δείχνουν το ρυθμό μεταβολής της τιμής. Η διαφορά μεταξύ των δύο δεικτών βρίσκεται στο ότι ο δείκτης ορμής δείχνει αυτήν τη διαφορά σαν αναλογία ενώ ο δείκτης ρυθμού μεταβολής τιμής σαν ποσοστό.

⁴¹ Δημόπουλος, 2006



www.in.gr

Εδώ θα πρέπει να πούμε δύο λόγια για την ερμηνεία του διαγράμματος. Η μετοχή στο σημείο A βρίσκεται στην άνω λωρίδα Bollinger. Από ότι δείχνει το διάγραμμα, το ξεπέρασμα της άνω λωρίδας είναι επιφανειακό και η μετοχή σύντομα υποχωρεί στην κάτω λωρίδα. Στο σημείο B παρατηρούμε ότι η απόσταση μεταξύ των δύο λωρίδων Bollinger έχει μειωθεί σημαντικά. Σύμφωνα με το σχόλιο του Bollinger αυτό σημαίνει ότι επίκειται σημαντική αλλαγή στην τιμή της μετοχής. Στο διάστημα τώρα ΒΓ η μετοχή χτυπάει την άνω λωρίδα 11 φορές. Αυτό που ακολουθεί είναι η άνοδος της τιμής της μετοχής (συνδυασμός παρατηρήσεων Α,Β της ερμηνείας).

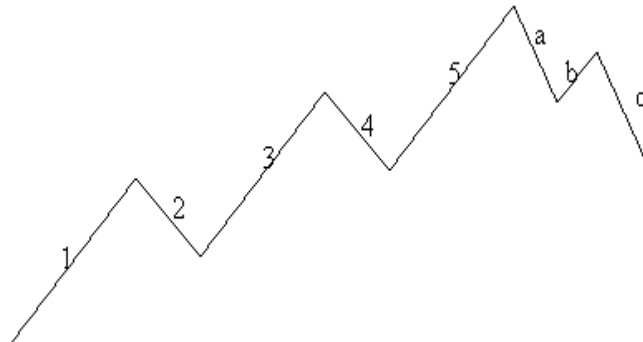


www.in.gr

Στο διάγραμμα παραπάνω βλέπουμε τα εξής. Στο σημείο A ο δείκτης έχει φτάσει στην ψηλότερη τιμή του, και στο σημείο B, ενώ η μετοχή κάνει καινούριο ρεκόρ, ο δείκτης έχει υποχωρήσει σημαντικά από την ψηλότερη τιμή του. Στο B πρέπει να πουλήσουμε σύμφωνα με την ερμηνεία α. Στο σημείο Δ, ενώ η μετοχή βρίσκεται στα ίδια επίπεδα με το σημείο Γ, ο δείκτης είναι αρκετά ψηλότερα. Είναι ευκαιρία για να αγοράσουμε.

Η κυματική θεωρία του Elliot. Ο Ralph Nelson Elliot βασίζει την θεωρία του στους παράγοντες που ευθύνονται για την κίνηση των τιμών. Αναλυτικότερα, ο σχηματισμός, η μαθηματική σχέση και ο χρόνος. Ο σχηματισμός αφορά τον σχεδιασμό κυμάτων, η αναλογία βοηθά στην μέτρηση των κυμάτων και ο χρόνος είναι η επιλογή του επενδυτή να αγοράσει ή να πουλήσει.

Σύμφωνα με τον Elliot, η αγορά διαμορφώνει ένα επαναληπτικό σχηματισμό πέντε κυμάτων τα οποία με την σειρά τους ακολουθούν την κύρια τάση.



www.markets.com

Τα κύματα 1,3 και 5 είναι σαν την ορμή που διατηρείται ή σαν την ενέργεια που έχουν τα πραγματικά κύματα στα οποία κατά την ένωσή του η ενέργεια των δύο συσσωρεύεται. Τα κύματα 2 και 4 είναι τα κύματα που η αγορά έχει την τάση να τα διορθώσει ενώ τα κύματα a, b, c, αποτελούν την τελική φάση της διόρθωσης. Επίσης αξίζει να αναφερθεί ότι η θεωρία του Elliot ταξινομεί τα κύματα σύμφωνα με ένα κύκλο ζωής ο οποίος μπορεί να είναι μακροχρόνιος αλλά και υπερβολικά μικρός, δηλαδή ο επενδυτής ανάλογα το προφίλ του χρησιμοποιεί την θεωρία με το μέγιστο για αυτόν όφελος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Βασικοί Δείκτες Θεμελιώδους Ανάλυσης

4.1 Θεωρητική Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Στην ανάλυση και την ερμηνεία των διαφόρων στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων χρησιμοποιούνται συχνά οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες. Η χρήση των αριθμοδεικτών, οι οποίοι βοηθούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, αποτελεί μία από τις πλέον ευρέως διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων, την οποία θα χρησιμοποιήσουμε και στην παρούσα εργασία. Οι αριθμοδείκτες εκφράζουν μια μαθηματική σχέση μεταξύ ενός ποσού, το οποίο περιέχεται στον αριθμητή, και ενός άλλου το οποίο περιέχεται στον παρανομαστή του αριθμοδείκτη. Με τη μαθηματική αυτή σχέση επιτυγχάνεται η συμπύκνωση πολλών οικονομικών πληροφοριών και παραμέτρων σε έναν αριθμό⁴².

Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι ένας αριθμοδείκτης έχει κάποια αξία, εάν η σχέση μεταξύ των δύο ποσών μπορεί να ερμηνευθεί, είναι δηλαδή μια λογική και κατανοητή σχέση, και εάν μπορεί να επηρεάσει τη λήψη κάποιων χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Για παράδειγμα, η σχέση μεταξύ κόστους πωληθέντων και πωλήσεων εκπληρώνει τις δύο αυτές προϋποθέσεις, γιατί δείχνει τι ποσοστό των πωλήσεων αντιπροσωπεύει το κόστος τους και γιατί μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε κάποιες χρηματοοικονομικές αποφάσεις, όπως απόφαση εισόδου σε κάποιο κλάδο, ενώ αντίθετα η σχέση μεταξύ χρεογράφων και εξόδων μεταφοράς δεν παρέχει καμιά λογική πληροφορία στον αναλυτή και είναι αμφίβολο εάν μπορεί να βοηθήσει τη λήψη κάποιων αποφάσεων⁴³.

Υπάρχει ένα μεγάλο πλήθος αριθμοδεικτών στη σχετική βιβλιογραφία. Οι πιο σημαντικοί και διαδεδομένοι από αυτούς μπορούν να ταξινομηθούν στις παρακάτω βασικές κατηγορίες ομαδοποίησης⁴⁴:

⁴² Κάντζος, 2002

⁴³ Γκίκας, 2002

⁴⁴ Γκίκας, 2002

1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
4. Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας
5. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

4.1.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Με τον όρο ρευστότητα εννοούμε την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται άμεσα στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Με άλλα λόγια, η ρευστότητα μας δείχνει το πόσο εύκολα η επιχείρηση μετατρέπει τα κυκλοφοριακά της στοιχεία σε διαθέσιμα. Η ύπαρξη αυτής επιδρά στα κέρδη, καθώς προσδιορίζει αν η επιχείρηση είναι σε θέση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της ή όχι. Η μη εκπλήρωση των υποχρεώσεών της αποτελεί μία από τις σπουδαιότερες αιτίες πτώχευσης⁴⁵.

Ένας υψηλός βαθμός ρευστότητας μιας επιχείρησης, ωφελεί τόσο τους μετόχους όσο και τους πιστωτές της. Επίσης, επιτρέπει στη διοίκηση εκτός από το να μπορεί να εξοφλεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, να μπορεί και να εκμεταλλεύεται τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες, να εξοφλεί τόκους και να διανέμει μερίσματα.

Οι αριθμοδείκτες Ρευστότητας είναι οι εξής⁴⁶:

- *Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας ή Έμμεσης Ρευστότητας (Current Ratio)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

⁴⁵ Κάντζος, 2002

⁴⁶ Γκίκας, 2002

- *Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας ή Άμεσης Ρευστότητας (Acid Test Ratio)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα} + \text{Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

- *Αριθμοδείκτης Μετρητών*

$$\text{Αριθμοδείκτης Μετρητών} = \frac{\text{Χρηματικά Διαθέσιμα}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

Κατά τον υπολογισμό των συγκεκριμένων αριθμοδεικτών θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και τα εξής⁴⁷:

- **η εποχικότητα στις πωλήσεις της επιχείρησης:** Αν οι πωλήσεις μιας επιχείρησης παρουσιάζουν εποχικότητα, μπορεί οι αριθμοδείκτες ρευστότητας να παρουσιάζουν αποκλίσεις από την πραγματικότητα, οι οποίες πηγάζουν από τα αυξημένα εποχικά αποθέματα, τις πιστώσεις και τις αυξημένες εκροές μετρητών κατά το χρονικό διάστημα πριν από το ανώτατο σημείο δραστηριότητας. Όπου υπάρχει τέτοια εποχικότητα θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη, όταν γίνονται συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων.
- **οι τρέχουσες λειτουργικές δαπάνες:** Τόσο ο ισολογισμός όσο και η Κ.Α.Χ. δεν εμφανίζουν το ύψος των απαιτούμενων μετρητών για την πληρωμή των τρεχουσών δαπανών, όπως μισθών, ενοικίων κ.λπ. Δαπανών εκτός από εκείνες που στο τέλος της χρήσεως εμφανίζονται συνολικά ως οφειλόμενες στον ισολογισμό. Αν π.χ. μια επιχείρηση εμφανίζει πολύ λίγες υποχρεώσεις στον ισολογισμό και έχει να αντιμετωπίσει μεγάλες τρέχουσες υποχρεώσεις, τότε μπορεί να αντιμετωπίσει μεγάλη αντίστοιχα έλλειψη ρευστών.

⁴⁷ Αρτίκης, 2010

- η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης από τις τράπεζες: Μια επιχείρηση με επαρκείς τραπεζικές διευκολύνσεις, δεν αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας ακόμη και αν διατηρεί χαμηλούς αριθμοδείκτες ρευστότητας.

4.1.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Οι αριθμοδείκτες Δραστηριότητας χρησιμοποιούνται για να προσδιοριστεί ο βαθμός αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης στη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων, καθώς ισχύει ότι όσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίηση των στοιχείων μιας επιχείρησης τόσο αυτό είναι προς όφελός της. Γενικά, οι αριθμοδείκτες ρευστότητας βοηθούν στον προσδιορισμό του βαθμού μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων (π.χ. αποθέματα, απαιτήσεις) σε ρευστά⁴⁸.

Οι αριθμοδείκτες Δραστηριότητας είναι συνυφασμένοι με το βαθμό ρευστότητας. Επομένως, πρέπει παράλληλα με τους αριθμοδείκτες Ρευστότητας να εξετάζονται και οι αριθμοδείκτες Δραστηριότητας, οι οποίοι είναι οι ακόλουθοι⁴⁹:

- *Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}}$$

- *Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων*

⁴⁸ Γκίκας, 2002

⁴⁹ Αρτίκης, 2010

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων} = \frac{365}{\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων}}$$

- *Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων (Receivables Turnover Ratio)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$$

- *Μέση Διάρκεια Εισπραξης Απαιτήσεων*

$$\text{Μέση Διάρκεια Εισπραξης των Απαιτήσεων} = \frac{365}{\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων}}$$

- *Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (Asset Turnover Ratio)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Ενεργητικού}}$$

- *Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Short-term Liabilities Turnover Ratio)*

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = \frac{365}{\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}$$

- *Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων*

$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} = \frac{365}{\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}$$

- *Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Net Working capital turnover ratio)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}}$$

- *Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων (Fixed Asset Turnover Ratio)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Παγίων}}$$

4.1.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Αποδοτικότητα μιας επιχείρησης είναι η ικανότητά της να διατηρεί ή και να αυξάνει τα κέρδη της, δηλαδή την καθαρή της θέση και γενικά η ικανότητα της διοίκησής της να παράγει κέρδη. Η ικανότητα δημιουργίας κερδών ενδιαφέρει τους μετόχους, τους πιστωτές, τη διοίκηση και γενικά τους εργαζομένους σε μια επιχείρηση. Οι μέτοχοι, για παράδειγμα, ενδιαφέρονται να γνωρίζουν την αποδοτικότητα μιας

επιχείρησης είτε για την επιλογή μετοχών ως επένδυση είτε για να αποφασίσουν εάν θα τις διατηρήσουν στο χαρτοφυλάκιο τους, καθώς αυξήσεις της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης σχετίζονται με αυξήσεις του πλούτου των μετόχων. Η διοίκηση μιας επιχείρησης συνήθως αμείβεται με βάση τις επιτεύξεις της και την καλύτερη ένδειξη για τις επιτεύξεις της παρέχουν οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας⁵⁰.

Τα κριτήρια για την μέτρηση της αποδοτικότητας είναι διάφορα όπως η πορεία του όγκου, των πωλήσεων, των κερδών κ.α., και για να δώσουν σωστά αποτελέσματα πρέπει να συσχετιστούν τόσο μεταξύ τους όσο και με άλλα μεγέθη που αφορούν την επιχείρηση. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, λοιπόν, μας δείχνουν το πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε μια επιχείρηση κατά την εξεταζόμενη περίοδο, δηλαδή το βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας της. Οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες της κατηγορίας αυτής είναι οι εξής⁵¹:

- *Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης} * 100}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

- *Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} * 100}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

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

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} * 100}{\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

- *Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων (Return on Asset)*

⁵⁰ Γκίκας, 2002

⁵¹ Αρτίκης, 2010

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας} = \frac{\text{Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων*100}}{\text{Μέσος Όρος Συνολικών Κεφαλαίων}}$$

4.1.4 Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

Οι αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας εξετάζουν τη σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων σε μία επιχείρηση για να διαπιστωθεί αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός. Οι επιχειρήσεις προσπαθούν πάντα να επιτυγχάνουν την καλύτερη αναλογία ιδίων προς ξένα κεφάλαια. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ύπαρξη ξένων κεφαλαίων στην εταιρεία έχει θετικές αλλά και αρνητικές επιπτώσεις⁵².

Στα αρνητικά συγκαταλέγεται το γεγονός ότι τα δανειακά κεφάλαια πρέπει να εξοφληθούν προσαυξημένα με τους τόκους σε τακτά χρονικά διαστήματα και ανεξάρτητα από την οικονομική θέση της επιχείρησης, σε αντίθεση με τα ίδια κεφάλαια που δεν έχουν εξασφαλισμένο χρόνο επιστροφής ούτε εξασφαλισμένη απόδοση. Επιπλέον αρνητική επίπτωση είναι ότι αυξάνεται τόσο ο κίνδυνος των μετόχων όσο και των δανειστών, διότι στο ενδεχόμενο οικονομικής δυσχέρειας ή χρεοκοπίας υπάρχει η πιθανότητα μη αποπληρωμής των υποχρεώσεων και όπως γνωρίζουμε, αυτοί που εξυπηρετούνται πρώτα σε περίπτωση χρεοκοπίας είναι οι πιστωτές, το οποίο μπορεί να επιτευχθεί είτε με πληρωμή μετρητών είτε με την ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, αν δεν είναι εφικτή η αποπληρωμή με εναλλακτικό τρόπο. Στα οφέλη συγκαταλέγεται το ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται όταν αυξάνεται η προσέλευση ξένων κεφαλαίων, ενώ μειώνεται το συνολικό κόστος κεφαλαίων⁵³.

Οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες της κατηγορίας αυτής είναι οι εξής⁵⁴:

- *Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Ξένα Κεφάλαια (Ratio of Owner's equity to Total Liabilities)*

⁵² Γκίκας, 2002

⁵³ Νιάρχος, 2004

⁵⁴ Αρτίκης, 2010

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

- *Αριθμοδείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (Financial Leverage)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης} = \frac{\text{Μέσος Όρος Ενεργητικού}}{\text{Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

- *Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς Σύνολο Υποχρεώσεων (Current Assets / Total Liabilities)*

$$\text{Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς Σύνολο Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

- *Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Πάγια (Equity / Fixed Assets)*

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

4.1.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Οι Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές όταν πρόκειται να αποφασίσουν αν θα πρέπει να αγοράσουν, να πωλήσουν ή να διατηρήσουν την επένδυσή τους σε μετοχικούς τίτλους μιας επιχείρησης.

Οι αριθμοδείκτες που αναφέραμε παραπάνω υπολογίζονται με στοιχεία που έχουν σαν πηγή τις λογιστικές καταστάσεις, όπου αυτά εμφανίζονται σύμφωνα με τις γενικώς παραδεκτές (λογιστικές) αρχές και αφού πρώτα μετρηθούν και υπολογιστούν σαν μεγέθη από το λογιστήριο της αντίστοιχης επιχείρησης. Οι Επενδυτικοί αριθμοδείκτες όμως υπολογίζονται με μεγέθη τα οποία μετρώνται όχι από το λογιστήριο της εκάστοτε επιχείρησης και με βάση τις γενικώς παραδεκτές αρχές αλλά κατ' ευθείαν και αναντίρρητα από την αγορά. Το Χρηματιστήριο (δηλαδή η αγορά

στην προκείμενη περίπτωση) συνιστά από μόνο του ένα άλλο σύστημα μέτρησης των επιδόσεων μιας επιχείρησης ,αν και αυτό χρησιμοποιεί αρκετά βασικά στοιχεία (όπως για παράδειγμα τα κέρδη) κατ' ευθείαν από τις λογιστικές καταστάσεις⁵⁵.

Μερικοί από τους αριθμοδείκτες αυτούς είναι οι εξής⁵⁶:

- *Κέρδη Ανά Μετοχή (Earnings per share)*

$$\text{Κέρδη Ανά Μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Σταθμισμένος Μέσος Όρος Μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

- *Εσωτερική Αξία Μετοχής (Book value per share)*

$$\text{Εσωτερική αξία μετοχής} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Σταθμισμένος Μέσος Όρος Μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

4.2 Προβλήματα χρήσης των Αριθμοδεικτών

Παρόλη τη χρησιμότητα των αριθμοδεικτών ,στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι κατά τον υπολογισμό τους είναι πιθανό να προκύψουν ορισμένα προβλήματα. Τα προβλήματα αυτά, αν δεν αντιμετωπιστούν κατάλληλα, οδηγούν στον προσδιορισμό παραπλανητικών τιμών. Οι βασικότερες αιτίες ύπαρξης των προβλημάτων αυτών είναι οι εξής⁵⁷:

- Ύπαρξη αρνητικών παρανομαστών ή αριθμητών.
- Διαφοροποιήσεις που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ επιχειρήσεων ή μεταξύ χρήσεων.
- Λανθασμένες λογιστικές ταξινομήσεις.

⁵⁵ Κάντζος, 2002

⁵⁶ Αρτίκης, 2010

⁵⁷ Γκίκας, 2002

- Ύπαρξη ακραίων τιμών, που οφείλονται σε λανθασμένη καταχώρηση ή συγκυριακή επικράτηση ασυνήθιστων τιμών των αντίστοιχων παραμέτρων.
- Χρησιμοποίηση, ως παρανομαστών, μεταβλητών με τιμές που η τιμή τους τείνει στο μηδέν.

Στις περιπτώσεις αυτές, μπορούν να χρησιμοποιηθούν εναλλακτικοί δείκτες ,ή να απαλειφθούν οι ακραίες τιμές των παραμέτρων ή οι δείκτες που παρουσιάζουν ακραίες τιμές.

Επιπλέον, για να είναι μπορούν οι αριθμοδείκτες να είναι συγκρίσιμοι μεταξύ των εταιρειών, υπάρχουν κάποιες βασικοί παράμετροι ,όπως: 1) ομοιόμορφο λογιστικό σύστημα, 2) ίδιες μέθοδοι αποσβέσεων και αποτιμήσεων των περιουσιακών στοιχείων, 3) σύνταξη οικονομικών καταστάσεων με βάση ενιαίες λογιστικές αρχές και παραδοχές-Διεθνή λογιστικά πρότυπα, 4) η επίδραση πληθωρισμού, 5) η φάση του κύκλου (οικονομία επιχειρήσεις –ανταγωνιστές)⁵⁸.

Όσον αφορά στους παράγοντες που συμβάλλουν θετικά στους αριθμοδείκτες είναι: η κρίση του αναλυτή καθώς η ποιότητα μιας απόφασης είναι συνάρτηση του βαθμού πληροφόρησης του λήπτη της απόφασης, η ιστορία της επιχείρησης, η θέση της στον κλάδο, η πολιτική της διοίκησης, οι τρέχουσες εμπορικές συνθήκες. Συνοψίζοντας, μπορούμε να πούμε ότι με τη μέθοδο των αριθμοδεικτών, προσδιορίζονται σχέσεις μεταξύ διαφόρων λογιστικών μεγεθών της επιχείρησης. Για αυτό αποτελούν απαραίτητο εργαλείο για τη Διοίκηση μιας επιχείρησης, καθώς με την αξιολόγηση και ερμηνεία τους προσδιορίζεται ο βαθμός απόδοσης των δραστηριοτήτων της οικονομικής μονάδας, και γενικά εξετάζονται οι δυνατότητες και οι προοπτικές της, με σκοπό την ορθολογική εκμετάλλευση των μέσων δράσης της⁵⁹.

Στην παρούσα εργασία θα ακολουθήσουμε δύο είδη ανάλυσης αριθμοδεικτών που είναι τα εξής⁶⁰:

- ✓ Διαχρονική Ανάλυση

⁵⁸ Αρτίκης, 2010

⁵⁹ Αρτίκης, 2010

⁶⁰ Γκίκας, 2002

✓ Διαστρωματική Ανάλυση

Η Διαχρονική Ανάλυση εξετάζει την πορεία της εταιρείας δυναμικά σε σχέση με το χρόνο. Ένα βασικό μειονέκτημα της διαχρονικής ανάλυσης είναι συχνά η έλλειψη του μέτρου σύγκρισης για να κρίνει τελικά ο αναλυτής αν οι τιμές των δεικτών είναι ικανοποιητικές ή όχι.

Η Διαστρωματική Ανάλυση, από την άλλη πλευρά, εξετάζει και συγκρίνει τις εταιρείες μεταξύ τους ή εταιρείες σε σχέση με κάποιο σημείο αναφοράς, όπως για παράδειγμα δείκτες που βασίζονται στα δεδομένα όλων των εταιρειών του κλάδου. Στην έρευνα αυτή θα γίνει σύγκριση μεταξύ των εταιρειών δυναμικά σε σχέση με το χρόνο⁶¹.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Σύγκριση Τεχνικής και Θεμελιώδους Ανάλυσης

Η τεχνική ανάλυση προσπαθεί να προβλέψει την πορεία των μετοχών μέσα από τη μελέτη των διαγραμμάτων των τιμών των μετοχών ενώ η θεμελιώδης ανάλυση προσπαθεί να προβλέψει την κίνηση των τιμών μέσα από τη μελέτη των λογιστικών και οικονομικών δεδομένων και προσδοκιών. Υπάρχει μια έντονη διαμάχη μεταξύ των υποστηρικτών των δύο αυτών μεθόδων. Παλιότερα, η τακτική της αγοράς και διακράτησης των μετοχών, απέδιδε και την προτιμούσαν οι επενδυτές. Καθώς όμως οι οικονομίες άρχισαν να γίνονται πιο πολύπλοκες και να επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες η τακτική της διακράτησης άρχισε να χάνει έδαφος. Το ενδιαφέρον που υπήρξε προς τα διαγράμματα αλλά και η ανάπτυξη της τεχνολογίας και ιδιαίτερα των υπολογιστικών συστημάτων, βοήθησε στη διάδοση της τεχνικής ανάλυσης και στη δημιουργία νέων τεχνικών δεικτών.

Η θεμελιώδης ανάλυση από τη μια, μας δίνει σημαντικές πληροφορίες για την αξιολόγηση μιας εταιρείας, η τεχνική ανάλυση από την άλλη λαμβάνοντας υπόψη άλλους παράγοντες, μας βοηθά δίνοντάς μας συγκεκριμένα σήματα αγοράς και

⁶¹ Αρτίκης, 2010

πώλησης. Ας δούμε όμως λίγο πιο αναλυτικά τα πλεονεκτήματα της τεχνικής ανάλυσης σε σχέση με τη θεμελιώδη⁶².

- Οι τεχνικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι μπορούν να επιλέξουν καλύτερα το χρονικό σημείο αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής. Οι θεμελιώδεις αναλυτές βρίσκουν, για παράδειγμα μια υποτιμημένη μετοχή, αλλά δε γνωρίζουν πότε είναι η κατάλληλη στιγμή για να προτείνουν την αγορά της. Οι τεχνικοί είναι αυτοί που έχουν περισσότερες πιθανότητες να επιλέξουν την κατάλληλη χρονική στιγμή αφού δε θα προβούν σε καμία συναλλαγή μέχρι να εκδηλωθεί η τάση ανόδου της μετοχής⁶³.

- Την τεχνική ανάλυση τη διακρίνει αντικειμενικότητα. Όπως είδαμε πιο πάνω, ο θεμελιώδης αναλυτής αντιμετωπίζει προβλήματα στη μελέτη των οικονομικών καταστάσεων, λόγω διαφορετικού τρόπου παρουσίασης της καθεμιάς. Στην τεχνική ανάλυση, η ανάλυση των δεικτών είναι καθαρά μαθηματική και η ερμηνεία τους συγκεκριμένη. Φυσικά υπάρχουν περιπτώσεις που τεχνικοί αναλυτές σε ίδια διαγράμματα βλέπουν διαφορετικούς σχηματισμούς και καταλήγουν σε διαφορετικά συμπεράσματα. Αυτό όμως οφείλεται περισσότερο στη διαφορετική εμπειρία παρά στην τεχνική ανάλυση. Στους ταλαντωτές, π.χ. RSI, τα πράγματα είναι πολύ συγκεκριμένα. Αν η τιμή του RSI είναι μεγαλύτερη του 70 η μετοχή θεωρείται υπεραγορασμένη, ενώ αν είναι μικρότερη του 30 υπερπωλημένη.

- Οι βραχυπρόθεσμοι, κυρίως, επενδυτές χρησιμοποιούν την τεχνική ανάλυση, γιατί αυτή είναι το μόνο εργαλείο, το οποίο μπορεί να κάνει ανάλυση βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Η τεχνική ανάλυση δεν απαιτεί χρόνο. Με τη χρήση των υπολογιστών τους δείχνει, γρήγορα και άμεσα, τα σημεία αντιστροφής στις βραχυπρόθεσμες πράξεις, οι οποίες τους επιτρέπουν να έχουν γρήγορα και επαναλαμβανόμενα κέρδη. Φυσικά η τεχνική ανάλυση μπορεί να χρησιμοποιηθεί και από μακροπρόθεσμους επενδυτές και να τους δώσει ακριβή σημεία εισόδου και εξόδου από την αγορά. Η θεμελιώδης ανάλυση απευθύνεται, κυρίως, σε μακροπρόθεσμους επενδυτές, οι οποίοι θα πρέπει να

⁶² Δημόπουλος, 2006

⁶³ Kahn, 2000

δαπανήσουν πολύ χρόνο και κόπο για να μελετήσουν όλα τα στοιχεία και να πάρουν αποφάσεις⁶⁴.

- Επειδή ακριβώς απαιτείται χρόνος και εξειδίκευση για να μελετήσει ένας θεμελιώδης αναλυτής τα οικονομικά στοιχεία, ασχολείται συνήθως με συγκεκριμένους οικονομικούς κλάδους. Ένας τεχνικός αναλυτής μπορεί να ασχοληθεί με οποιοδήποτε κλάδο αφού χρησιμοποιεί για όλους τα ίδια εργαλεία και τους ίδιους τεχνικούς δείκτες.

- Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της τεχνικής ανάλυσης είναι ότι μπορεί να ελεγχθεί η αποτελεσματικότητα των δεικτών της σε στοιχεία του παρελθόντος. Ένας επενδυτής μπορεί, πολύ εύκολα, με τη χρήση ενός υπολογιστή, να υπολογίζει την κερδοφορία και την ακρίβεια των σημάτων αγοράς και πώλησης για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα του παρελθόντος. Ένα σύστημα που είναι κερδοφόρο στο παρελθόν δεν είναι απαραίτητα κερδοφόρο και στο μέλλον. Αφού όμως η αγορά δεν αλλάζει εύκολα συμπεριφορά, είναι πολύ πιθανό οι ίδιοι δείκτες να είναι κερδοφόροι και στο μέλλον. Μπορούμε όμως, αν παρατηρήσουμε κάποιες αλλαγές στην αγορά, να προσαρμόσουμε τις παραμέτρους του συστήματός μας⁶⁵.

- Ο τεχνικός αναλυτής θεωρεί ότι στην τιμή της μετοχής υπάρχουν όλες οι απαραίτητες πληροφορίες για την κατάσταση και την πορεία της αγοράς, οπότε δε χρειάζεται να αναζητήσει άλλες πληροφορίες ή πηγές. Ο θεμελιώδης αναλυτής όμως, πρέπει να αποφασίσει από τα στοιχεία που έχει διαθέσιμα και μόνο από τα γεγονότα που έχουν πέσει στην αντίληψή του. Αυτό όμως μπορεί να σημαίνει ελλιπή ενημέρωση και να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα.

- Το μεγάλο πλεονέκτημα της τεχνικής ανάλυσης είναι ότι μπορεί να δώσει σήμα για επικείμενη πτώση πριν τα θεμελιώδη μεγέθη εμφανίσουν αρνητικά σημάδια. Η τεχνική ανάλυση, παρέχει έτσι τη δυνατότητα για κλείδωμα των κερδών και έξοδο πριν την πτώση.

- Ένα άλλο στοιχείο της τεχνικής ανάλυσης είναι ότι στα διαγράμματα που χρησιμοποιεί δεν αποτυπώνονται απλά οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών, αλλά και η ψυχολογία του επενδυτικού κοινού, η οποία άλλωστε είναι η αιτία για να κινηθεί

⁶⁴ Δημόπουλος, 2006

⁶⁵ Kahn, 2000

ανοδικά ή καθοδικά η αγορά. Παρατηρώντας τις πράξεις των επενδυτών, μπορούμε να προβλέψουμε την κατεύθυνση της αγοράς. Ας δούμε, όμως, και τα μειονεκτήματα της τεχνικής ανάλυσης.

- Η τεχνική ανάλυση στηρίζεται στην άποψη ότι η πληροφόρηση δε φτάνει ταυτόχρονα σε όλους επενδυτές, κατά συνέπεια οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται σταδιακά προς νέα επίπεδα ισορροπίας. Η προσαρμογή αυτή εκδηλώνεται ως μια τάση η οποία διαρκεί μέχρι η τιμή της μετοχής να φτάσει σε νέο επίπεδο ισορροπίας. Η ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών εκμηδενίζει τη χρησιμότητα της τεχνικής ανάλυσης. Αυτό συμβαίνει γιατί η αποτελεσματική αγορά τουλάχιστον με την ασθενή μορφή της υποθέτει ότι οι τιμές των μετοχών ενσωματώνουν όλα τα στοιχεία που μπορούν να εξαχθούν από τη χρηματιστηριακή αγορά. Αν ισχύει αυτό, δε μπορεί κανένας να προβλέψει τις μελλοντικές τιμές βασισμένος στις τιμές του παρελθόντος. Μόνο μη αναμενόμενες πληροφορίες μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές, αλλά οι μη αναμενόμενες πληροφορίες δε μπορούν να προβλεφθούν και επομένως και οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών δε μπορούν να προβλεφθούν.

- Μια τεχνική που χρησιμοποιούσε σχηματισμούς και ήταν κερδοφόρα στο παρελθόν δεν είναι απαραίτητο να είναι κερδοφόρα και στο μέλλον. Αν και οι συνθήκες της αγοράς δεν αλλάζουν τόσο ραγδαία, παρ' όλα αυτά υπάρχει αυτή η πιθανότητα η τιμή κάποιας μετοχής να ακολουθήσει διαφορετική πορεία από την προβλεπόμενη.

- Αν μια τεχνική αποδειχτεί κερδοφόρα, σπεύδουν να την υιοθετήσουν και άλλοι αναλυτές. Αυτό έχει σα συνέπεια την απαξίωσή της κι έτσι μια στρατηγική που απέδιδε στο παρελθόν να μην αποδίδει πια.

- Η τεχνική ανάλυση και ιδιαίτερα η διαγραμματική ανάλυση μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά συμπεράσματα δύο διαφορετικούς αναλυτές. Αυτό όπως είπαμε και παραπάνω μπορεί να οφείλεται και στη διαφορά εμπειρίας που μπορεί να έχουν οι δύο αναλυτές.

Οι δύο μέθοδοι αποτίμησης των μετοχών έχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Έχουν επίσης πολλούς φανατικούς οπαδούς και φανατικούς εχθρούς. Αυτό που πρέπει να καταλάβουμε είναι ότι δεν είναι αντικρουόμενες μέθοδοι αλλά

συμπληρωματικές. Δεν υπάρχει αλάνθαστη μέθοδος πρόβλεψης των μελλοντικών τιμών, αλλά μπορούμε να ωφεληθούμε αν εκμεταλλευτούμε τα πλεονεκτήματα και των δύο μεθόδων. Η θεμελιώδης ανάλυση από τη μια προσπαθεί να βρει και να ερμηνεύσει τους λόγους για τους οποίους μια μετοχή θα πρέπει να κινηθεί ανοδικά ή καθοδικά.

Η τεχνική ανάλυση από την άλλη προσπαθεί να βρει και να ερμηνεύσει το αποτέλεσμα. Για παράδειγμα, αν έχουμε μια εταιρεία που έχει συνεχώς αυξανόμενα κέρδη, αυτό το γεγονός αποτελεί ένα θεμελιώδη λόγο (cause) για τον οποίο θα πρέπει η τιμή της μετοχής να κινηθεί σε υψηλότερα επίπεδα. Το εύρος των τιμών όμως μέσα στο οποίο θα κινηθεί η μετοχή και τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης που θα αναπτυχθούν είναι το τελικό αποτέλεσμα, το οποίο προσπαθεί να εντοπίσει η τεχνική ανάλυση. Συνδυάζοντας, λοιπόν τις δύο μεθόδους, με τη θεμελιώδη ανάλυση επιλέγουμε μετοχές με ισχυρά οικονομικά στοιχεία, ενώ με την τεχνική ανάλυση επιλέγουμε τη χρονική στιγμή που είναι η κατάλληλη για να προχωρήσουμε σε αγορά ή σε πώληση⁶⁶.

⁶⁶ Νιάρχος, 2004

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Μεθοδολογία

Στο ερευνητικό μέρος της εργασίας επιλέχθηκε να πραγματοποιηθεί θεμελιώδης ανάλυση στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην ιδιωτική υγεία και είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

- Υγεία Α.Ε.

Η Εταιρεία “ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ - ΥΓΕΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ”⁶⁷ ιδρύθηκε το 1970 από μία ομάδα Ελλήνων Ιατρών, με σκοπό τη δημιουργία μίας μεγάλης, πρότυπης και σύγχρονης Ιδιωτικής Κλινικής στην Ελλάδα, με δυνατότητα παροχής υψηλού επιπέδου υπηρεσιών πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας περίθαλψης, και την ανάπτυξη δικτύου ολοκληρωμένων υπηρεσιών Υγείας στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Το νοσοκομείο ΥΓΕΙΑ χρησιμοποιεί τις πλέον σύγχρονες μεθόδους της ιατρικής επιστήμης και τεχνολογίας και επιδιώκει πάντα να συνδυάζει την παροχή υψηλής ποιότητας υπηρεσιών υγείας με σεβασμό στον άνθρωπο, την κοινωνία και το περιβάλλον. Αξίζει να αναφερθεί ότι κατέχει στο ενεργητικό του αρκετά επιτεύγματα της ιατρικής επιστήμης όπως είναι η πρώτη μεταμόσχευση καρδιάς στη χώρα μας, η αντιμετώπιση του πρώτου κρούσματος AIDS, η πρώτη στην Ευρώπη εμφύτευση ραδιενεργών κόκκων σε καρκίνο του προστάτη και ο επιτυχής διαχωρισμός Σιαμαίων το Μάιο του 1989.

Η έδρα της Εταιρείας βρίσκεται στο Δήμο Αμαρουσίου Αττικής. Οι μετοχές του ΥΓΕΙΑ Α.Ε. είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2002. Τον Ιανουάριο του 2006 η «MARFIN INVESTMENT GROUP» απέκτησε τον έλεγχο της Εταιρείας, με σκοπό να δημιουργήσει τον μεγαλύτερο όμιλο παροχής ολοκληρωμένων υπηρεσιών υγείας στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Τα νοσοκομεία τα οποία διέθετε στο χαρτοφυλάκιο της η Εταιρεία, κατά τη χρήση 2013, είναι: 1) το Δ.Θ.Κ.Α. ΥΓΕΙΑ, 2) η ΜΑΙΕΥΤΙΚΗ, ΓΥΝΑΙΚΟΛΟΓΙΚΗ & ΠΑΙΔΙΑΤΡΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΜΗΤΕΡΑ, 3) το ΜΑΙΕΥΤΗΡΙΟ ΛΗΤΩ και 4) το HYGEIA HOSPITAL TIRANA. Ο Όμιλος ΥΓΕΙΑ, παρέχει και υπηρεσίες πρωτοβάθμιας

⁶⁷ www.hygeia.gr

περίθαλψης μέσω: του Κέντρου Μοριακής Βιολογίας & Κυτταρογενετικής Alpha-Lab, του Διαγνωστικού Κέντρου Bio-Check στο κέντρο της Αθήνας και του Πολυϊατρείου Δυτικής Αθήνας στο Περιστερί.

Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία (2013), το ΥΓΕΙΑ Α.Ε. έχει συνολική δυναμικότητα 440 κλίνες, εκ των οποίων οι 294 είναι ενεργές και διαθέτει 18 χειρουργικές αίθουσες καθώς και Υβριδική χειρουργική αίθουσα τελευταίας γενιάς. Τα τμήματά του καλύπτουν όλο το φάσμα των περιστατικών υγείας. Τα πιο εξειδικευμένα από αυτά είναι τα τμήματα: PET/CT, Ακτινοχειρουργικής Εγκεφάλου GAMMA-KNIFE, Νευροχειρουργικής και Παρεμβατικής Νευροακτινολογίας, Εμβολισμών Ανευρισμάτων Εγκεφάλου ,Ακτινοθεραπευτικής Ογκολογίας, Ρομποτική Χειρουργική Τελευταίας Γενιάς .

Επίσης το νοσοκομείο διαθέτει 18 κλινικές Παθολογικού Τομέα και 26 κλινικές Χειρουργικού Τομέα ,Τμήμα Επειγόντων Περιστατικών με 10 Εξωτερικά Ιατρεία ,αλλά και 6 Διαγνωστικά και 8 Απεικονιστικά Εργαστήρια. Τέλος ,στο ΥΓΕΙΑ Α.Ε. υπάρχουν οι εξής Μονάδες: Εντατικής Θεραπείας, Αυξημένης Φροντίδας, Μεταμόσχευσης Μυελού των Οστών, Χειρουργείων μίας ημέρας, Ημερήσιας Θεραπείας.

Καθ' όλη την πορεία του, το νοσοκομείο επενδύει στην επαγγελματική ανάπτυξη των εργαζομένων του, καθώς τους προσφέρει ένα ασφαλές ,σύγχρονο και δημιουργικό περιβάλλον, καθώς και συνεχή εκπαίδευση και εξέλιξη. Παρακάτω παρουσιάζεται η εξέλιξη του αριθμού του προσωπικού του νοσοκομείου από το 2007 μέχρι το 2013.



Ιστορικό σημείο για το Δ.Θ.Κ.Α ΥΓΕΙΑ Α.Ε. είναι το 2010 ,όπου αποτέλεσε το μοναδικό νοσοκομείο στην Ελλάδα και ένα από τα λίγα παγκοσμίως που διαπιστεύτηκε από τον οργανισμό Joint Commission International ,καθώς πληροί τα διεθνή πρότυπα ποιότητας υπηρεσιών υγείας για τη φροντίδα των ασθενών και τη διοίκηση του οργανισμού.

Επίσης, στο σημείο αυτό αξίζει να παρουσιαστεί και η νοσηλευτική κίνηση για την περίοδο 2007-2013.

ΕΤΗ	ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΑΣΘΕΝΕΙΣ
2007	16.188
2008	17.532
2009	17.103
2010	16.387
2011	16.848
2012	16.977
2013	17.772

Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω είναι να αναδειχθεί κορυφαίος εργοδότης του 2013 στην Ευρώπη (European Business Awards 2012/13), και να συμπεριληφθεί από τον διεθνή οργανισμό Diplomatic Council στον κατάλογο ‘Best Hospitals Worldwide 2014’.

- Ιατρικό Αθηνών Ε.Α.Ε.⁶⁸

Η Εταιρεία «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» με το διακριτικό τίτλο ‘ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.’, ιδρύθηκε το 1983 με κύριο μέτοχο τον κ. Γεώργιο Αποστολόπουλο και με σκοπό την παροχή υψηλής ποιότητας υπηρεσιών υγείας. Πιο συγκεκριμένα, η Εταιρεία και οι θυγατρικές της δραστηριοποιούνται στο χώρο της παροχής υπηρεσιών υγείας με την οργάνωση και εκμετάλλευση νοσηλευτικών μονάδων και την εμπορία ιατρικού εξοπλισμού και υγειονομικού υλικού. Η Εταιρεία έχει την έδρα της στο Δήμο Αμαρουσίου Αττικής.

⁶⁸ <http://www.iatriko.gr/>

Το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. ,μετά την πολυετή λειτουργία του και έπειτα από συνεχείς επενδύσεις σε Ελλάδα και εξωτερικό, έχει καταφέρει σήμερα να αποτελεί τη μεγαλύτερη και πιο αξιόπιστη μονάδα παροχής διαγνωστικών και νοσηλευτικών υπηρεσιών στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων, εφάμιλλη σύγχρονων νοσηλευτικών ιδρυμάτων της Δυτικής Ευρώπης και των Η.Π.Α.. Όσον αφορά στις μετοχές της Εταιρείας, αυτές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1991.

Κατά τη λήξη της χρήσης 2013 ,το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. λειτουργούσε υποκαταστήματα, που είναι οι εξής γενικές κλινικές:

1. Ιατρικό Διαβαλκανικό Θεσσαλονίκης
2. Ιατρικό Παλαιού Φαλήρου
3. Ιατρικό Ψυχικού
4. Ιατρικό Περιστερίου
5. Ιατρικό Δάφνης

Επίσης ,μερικές από τις θυγατρικές της Εταιρείας κατά τη χρήση 2013 είναι: 1) Eurosite Υπηρεσίες Υγείας, 2) Ιατρική Τεχνική Α.Ε.Β.Ε., 3) Γαία Μαιευτικό και Γυναικολογικό Κέντρο Αθηνών Α.Ε., 4) Medsana BMC, 5) Hospital Affiliates International.

Η εταιρεία ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ, με δυναμικότητα που ξεπερνά τις 900 κλίνες, οι οποίες υποστηρίζονται από περισσότερες από 50 Χειρουργικές Αίθουσες και Μονάδες Εντατικής Θεραπείας με δυναμικότητα μεγαλύτερη των 90 κλίνων, καλύπτει τις ανάγκες για διάγνωση και νοσηλεία οποιουδήποτε περιστατικού, εκτός των ψυχιατρικών. Διαθέτει παθολογικό τμήμα (αιματολογικό, καρδιολογικό, πνευμονολογικό ,νεφρολογικό, κ.α.), χειρουργικό τμήμα (γενική χειρουργική, ορθοπαιδικό, καρδιοχειρουργικό, αγγειοχειρουργικό, κ.α.), διαγνωστικό τμήμα (αιμοδυναμικό εργαστήριο, κυτταρολογικό, σπιρομετρία, πυρηνική ιατρική, κ.α.) καθώς και ειδικά τμήματα (αλλεργιολογικό, διαταραχής μνήμης, διατροφής-δαιτολογίας, κ.α.). Επιπλέον παρέχεται Υπηρεσία Επείγουσας Προνοσοκομειακής Φροντίδας ,που περιλαμβάνει και Σύστημα Τηλεϊατρικής .

Το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. μέσα από διαδικασίες συνεχούς αξιολόγησης και μηχανισμών διαρκούς επαγγελματικής κατάρτισης, διατηρεί το υψηλό επίπεδο του προσωπικού του που είναι άριστα εκπαιδευμένο και εξειδικευμένο. Η διαχρονική εξέλιξη του προσωπικού της εταιρείας για την περίοδο 2007-2013 παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα.



www.iatriko.gr

Επιπρόσθετα, στο πλαίσιο αυτό της συνεχούς εξέλιξης επιλέγει και τον πλέον υπερσύγχρονο ιατροτεχνολογικό εξοπλισμό που αναβαθμίζεται διαρκώς. Το νοσοκομείο περιλαμβάνει μεταξύ άλλων στον εξοπλισμό του:

- Τομογραφική Camera PET/CT,
- Συστήματα Ρομποτικής Χειρουργικής, μεταξύ των οποίων το πλέον προηγμένο Σύστημα Ρομποτικής Χειρουργικής da Vinci® Si HD,
- Συστήματα Γραμμικού Επιταχυντή τελευταίας τεχνολογίας, με δυνατότητες θεραπειών IMRT και IGRT,
- Μαγνητικούς Τομογράφους (έως και 3 Tesla), οι οποίοι αποτελούν εξαιρετικά εργαλεία διάγνωσης, μελέτης και παρακολούθησης, καθώς διαθέτουν τη μεγαλύτερη δυνατή ανάλυση στην απεικόνιση πολύ μικρών ογκολογικών βλαβών ή εστιών όγκου,
- Πολυτομικούς Αξονικούς Τομογράφους (έως 128 τομών) με μειωμένη ακτινοβολία έως και 50% και ταχύτερους από τον καρδιακό παλμό. Βρίσκουν ιδανική εφαρμογή σε ευρύ φάσμα διαγνωστικών εξετάσεων (διενέργεια αναίμακτων αγγειογραφιών, κολonosκοπήσεις κ.λπ.),

- 3D Υπερηχοκαρδιογράφοι, ικανούς για τρισδιάστατη απεικόνιση σε πραγματικό χρόνο (με πλήρη εξοπλισμό για τρισδιάστατη διαθωρακική ηχοκαρδιογραφία και για τρισδιάστατο διοισοφάγειο υπέρηχο)

Στο σημείο αυτό, παρουσιάζεται παρακάτω η διαχρονική εξέλιξη του αριθμού των εσωτερικών ασθενών για την περίοδο 2007-2013.

ΕΤΗ	ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΑΣΘΕΝΕΙΣ
2007	58.441
2008	57.129
2009	55.691
2010	50.165
2011	46.523
2012	49.859
2013	58.746

www.iatriko.gr

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η Εταιρεία έχει λάβει πολλές διακρίσεις κατά την πολυετή επιτυχημένη πορεία της στον κλάδο υγείας. Η πιο πρόσφατη από αυτές είναι το **2009**, όπου σύμφωνα με την ανεξάρτητη διεθνή έρευνα GLOBAL PULSE 2009, ο Όμιλος Ιατρικού Αθηνών, ανακηρύχθηκε η εταιρία με την καλύτερη φήμη στον κλάδο ιατρικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Σε παγκόσμιο επίπεδο, στον ευρύτερο κλάδο των υπηρεσιών υγείας, το Ιατρικό Αθηνών αναδείχθηκε ως η **πέμπτη εταιρία παγκοσμίως με την καλύτερη φήμη**.

- **Euromedica A.E.**⁶⁹

Η Εταιρεία EUROMEDICA ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ιδρύθηκε το 1989, με σκοπό την παροχή υπηρεσιών πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας περίθαλψης. Από τότε η EUROMEDICA A.E. έχει εξελιχθεί σε έναν από τους σημαντικότερους ομίλους της χώρας. Η έδρα της Εταιρείας βρίσκεται επί της οδού Μεσογείων 2-4 στην Αθήνα.

⁶⁹ <http://www.euromedica.gr/>

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1994. Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί ότι οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της υπερκείμενης μητρικής εταιρείας ΑΧΟΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, η οποία κατά την 31/12/2013 συμμετέχει με ποσοστό 54,8% στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας, και έχει έδρα στη Ελλάδα (Αμερικής 12, Αθήνα).

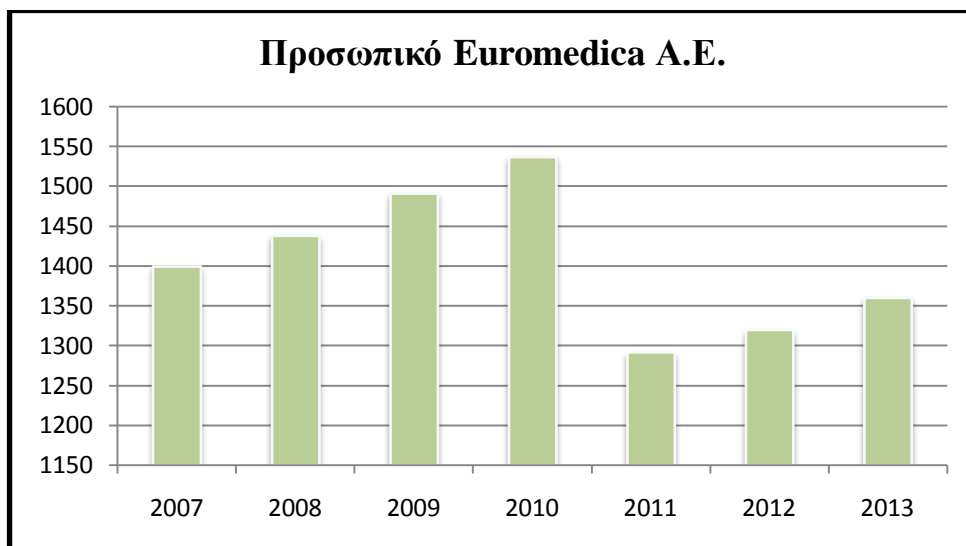
Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία (χρήση 2013), η Εταιρεία EUROMEDICA Α.Ε. λειτουργούσε τα ακόλουθα υποκαταστήματα:

1. ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΚΥΑΝΟΥΣ ΣΤΑΥΡΟΣ	12. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΕΓΚΕΦΑΛΟΥ
2. ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ	13. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΕΓΚΕΦΑΛΟΥ ΡΕΘΥΜΝΟΥ
3. ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΑΘΗΝΑΙΟΝ	14. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ
4. ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΝΑΓΙΑ	15. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΚΗΦΙΣΙΑΣ
5. ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ	16. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
6. ΜΑΙΕΥΤΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΜΗΤΕΡΑ ΚΡΗΤΗΣ	17. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΠΕΡΙΣΤΕΡΙΟΥ
7. ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΖΩΟΔΟΧΟΣ ΠΗΓΗ	18. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΡΕΝΤΗ
8. ΜΑΙΕΥΤΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΟΜΗΤΩΡ	19. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΣΥΝΤΑΓΜΑΤΟΣ
9. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΓΙΑΣ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ	20. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΠΟΛΗΣ
10. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΜΠΕΛΟΚΗΠΩΝ	21. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΠΑΓΚΡΗΤΙΑ ΥΓΕΙΑ
11. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΓΑΛΑΤΣΙΟΥ	22. ΚΕΝΤΡΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ

www.euromedica.gr

Μετά την πολυετή πορεία του στο χώρο της υγείας, ο όμιλος EUROMEDICA έχει καταφέρει να προσφέρει υψηλής ποιότητας υπηρεσίες υγείας μέσω του εκτενούς δικτύου του που έχει δημιουργήσει και περιλαμβάνει συνολικά 77 μονάδες σε λειτουργία σε 25 πόλεις σε όλη την Ελλάδα, καθώς και 5 μονάδες σε 5 πόλεις της Αλβανίας, που περιλαμβάνουν Διαγνωστικά Κέντρα, Ιδιωτικές Κλινικές, Μαιευτικές Κλινικές, Οφθαλμολογικά Κέντρα, Μονάδες Τεχνητού Νεφρού ,Κέντρα Αποκατάστασης, Κέντρα Μοριακής Βιολογίας και Κέντρα Ψυχικής Υγείας.

Όσον αφορά στη δυναμικότητα του ομίλου, αυτή είναι μεγαλύτερη των 1.650 κλινών. Επιπρόσθετα ,έχει συνεργασία με 10.500 ιατρούς ,διαθέτει πάνω από 2.600 εργαζόμενους και εξυπηρετεί περίπου 2.200 επισκέψεις ασθενών κάθε ημέρα. Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η αριθμητική εξέλιξη του προσωπικού της Εταιρείας EUROMEDICA A.E., από το 2007 έως το 2013.



www.euromedica.gr

Οι υπηρεσίες που παρέχει η EUROMEDICA A.E. καλύπτουν όλο το φάσμα των περιστατικών υγείας. Στις Κλινικές της Εταιρείας υπάρχουν παθολογικά τμήματα (Γενική Παθολογία, Καρδιολογικό, Πνευμονολογικό, Παιδιατρικό κ.α.), χειρουργικά τμήματα (Ορθοπαιδικό, Καρδιοχειρουργικό, Νευροχειρουργικό, Οφθαλμολογικό κ.α.). Επίσης, αυτές διαθέτουν Ειδικές Μονάδες όπως Μονάδες Εντατικής Θεραπείας, Ημερήσιας Νοσηλείας, Παθολογικής Ογκολογίας, Λιθοτριψίας, αλλά και εργαστήρια για όλες τις περιπτώσεις καθώς και εξωτερικά ιατρεία.

Τα Διαγνωστικά Κέντρα της Εταιρείας διαθέτουν τμήματα για εξετάσεις όπως: Υπέρηχοι, Ακτινολογικό, Μαστογραφία, Οστεοπόρωση, Εργαστηριακές Εξετάσεις, Κυτταρογεννητική, Πυρηνική Ιατρική, Μοριακή Βιολογία, Καρδιολογικό, Πνευμονολογικό κ.α..

- **Ιασώ Α.Ε.**⁷⁰

Η Εταιρεία «ΙΑΣΩ ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΓΕΝΙΚΗ, ΜΑΙΕΥΤΙΚΗ-ΓΥΝΑΙΚΟΛΟΓΙΚΗ & ΠΑΙΔΙΑΤΡΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ - ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ, ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ & ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ Α.Ε.» ιδρύθηκε το 1996, και σήμερα αποτελεί το μεγαλύτερο και ένα από τα πιο σύγχρονα μαιευτήρια της Ευρώπης, που έχει τη δυνατότητα να καλύπτει όλο το φάσμα των περιστατικών μαιευτικής και γυναικολογίας καθώς και ένα εκτεταμένο φάσμα διαγνωστικών και θεραπευτικών υπηρεσιών, ακολουθώντας τα διεθνή πρότυπα και με τη χρήση ειδικού βιοϊατρικού εξοπλισμού που συνεχώς αναβαθμίζεται. Η έδρα της Εταιρείας είναι στο Δήμο Αμαρουσίου Αττικής. Από το 2000, είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Πιο συγκεκριμένα, αξίζει να σημειωθεί ότι, κατά τη χρήση 2013, η Εταιρεία ΙΑΣΩ Α.Ε. και οι θυγατρικές της:

1. ΙΑΣΩ GENERAL ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΧΟΛΑΡΓΟΥ Α.Ε.
2. ΙΑΣΩ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΟΜΙΛΟΣ ΥΓΕΙΑΣ Β.ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
3. ΙΑΣΩ ΝΟΤΙΩΝ ΠΡΟΑΣΤΙΩΝ ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΜΑΙΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.
4. ΣΥΓΧΡΟΝΟ ΠΟΛΥΔΥΝΑΜΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΠΟΘΕΡΑΠΕΙΑΣ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ Α.Ε.
5. ΙΑΣΩ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΥΓΕΙΑΣ Α.Ε.
6. MEDSTEM SERVICES – ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΥΓΕΙΑΣ Α.Ε.
7. ΙΑΣΩ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΜΑΙΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.
8. ΗΟΣΟ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
9. ΦΙΛΟΚΤΗΤΗΣ ΚΕΝΤΡΟ ΑΠΟΘΕΡΑΠΕΙΑΣ & ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ Α.Ε.

⁷⁰ www.iaso.gr

δραστηριοποιούνται στην παροχή υπηρεσιών υγείας και την εισαγωγή και εμπορία υγειονομικού υλικού που χρησιμοποιείται από τις εταιρείες του κλάδου της Υγείας.

Η κλινική ΙΑΣΩ Α.Ε. έχει δυναμικότητα 486 κλίνες. Σε αυτές περιλαμβάνονται ,πέραν των κλινών του ΙΑΣΩ και του ΙΑΣΩ Παίδων ,το οποίο ιδρύθηκε το 2002 και στεγάζεται σε ένα υπερσύγχρονο κτίριο δίπλα στο ΙΑΣΩ, και οι κλίνες της Μονάδας Εντατικής Θεραπείας (Μ.Ε.Θ.) Ενηλίκων ΙΑΣΩ, Μ.Ε.Θ. Παίδων, καθώς και της Μονάδας Εντατικής Νοσηλείας Νεογνών (Μ.Ε.Ν.Ν.), που είναι μία από τις μεγαλύτερες στην Ελλάδα αλλά και διεθνώς. Επίσης διαθέτει πλήρως εξοπλισμένη αίθουσα τοκετών, ένα πλήρες συγκρότημα που καλύπτει όλα τα στάδια τοκετού, 8 εξοπλισμένες χειρουργικές αίθουσες και μία από τις μεγαλύτερες Μονάδες Καρδιοτοκογραφίας στην Ευρώπη.

Οι υπηρεσίες που παρέχει το ΙΑΣΩ, καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα των περιστατικών υγείας. Διαθέτει Τμήμα Ενδοσκοπικής Χειρουργικής και Λαπαροσκοπήσεων, Μονάδα Γυναικολογικής Ογκολογίας Laser και Ογκολογικό Συμβούλιο το οποίο παρέχει τις καλύτερες εγγυήσεις για την ορθή και αποτελεσματική επιστημονική θεραπεία των ασθενών. Επίσης στο νοσοκομείο ΙΑΣΩ παρέχονται Διαγνωστικές και Θεραπευτικές Υπηρεσίες για τη γυναίκα (Εμβρυομητρική Ιατρική, Μονάδα Ιατρικώς Υποβοηθούμενης Αναπαραγωγής - I.V.F, Γυναικολογικοί - Μαιευτικοί Υπέρηχοι κ.α.) καθώς και Διαγνωστικές Υπηρεσίες για όλη την οικογένεια αλλά και ένα πλήθος άλλων εξειδικευμένων τμημάτων όπως Τμήμα Παθολογικής Ογκολογίας Κέντρο Ακτινοθεραπευτικής Ογκολογίας - Βραχυθεραπείας και Στερεοτακτικής Ακτινοθεραπείας, Τμήμα Πλαστικής, Επανορθωτικής και Αισθητικής Χειρουργικής - Τμήμα Laser - Πλαστικής κ.α.. Τέλος ,στα Εξωτερικά Ιατρεία αυτού αντιμετωπίζονται άμεσα όλα τα περιστατικά.

Όλες οι υπηρεσίες της κλινικής ΙΑΣΩ Α.Ε. παρέχονται από ένα έμπειρο και καταξιωμένο Ιατρικό και Νοσηλευτικό προσωπικό. Βασική αρχή της λειτουργίας της είναι η διαρκής επιμόρφωση και εκπαίδευση του προσωπικού της. Παρακάτω παρουσιάζεται η αριθμητική εξέλιξη του προσωπικού της εταιρείας τη χρονική περίοδο 2007-2013.



www.iaso.gr

Τέλος, αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι κλινικές του Ομίλου ΙΑΣΩ, ΙΑΣΩ και ΙΑΣΩ Παιδών στο τέλος του 2013 αναγορεύτηκαν και συστήνονται από το Diplomatic Council με έδρα τη Χάγη, ως ‘Best Hospitals Worldwide 2014’.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Πρακτική Εφαρμογή Αριθμοδεικτών- Διαχρονική Ανάλυση Περιόδου 2007-2013

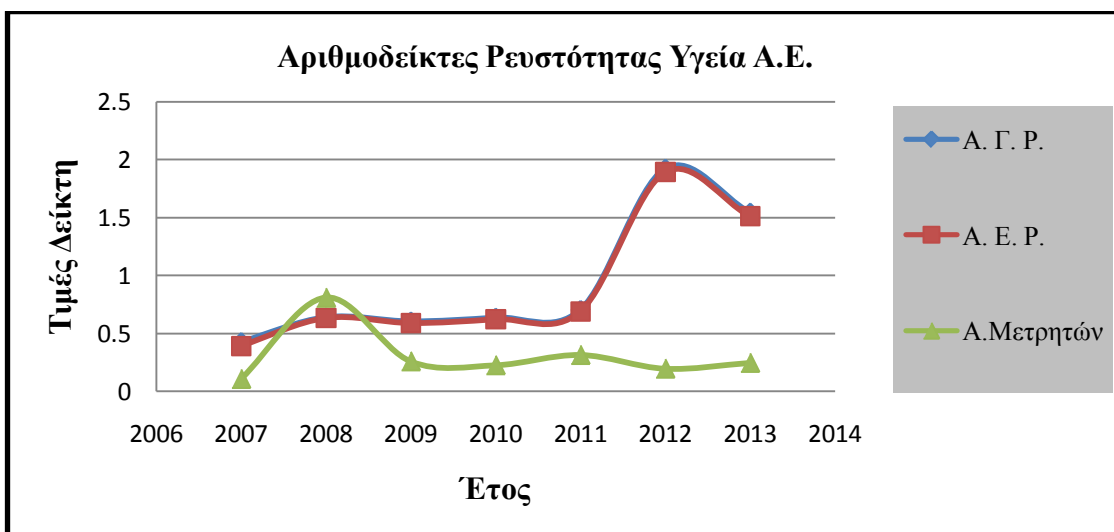
7.1 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Υγεία Α.Ε.

7.1.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η Ρευστότητα υποδηλώνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να μετατρέψει τα ενεργητικά της στοιχεία σε διαθέσιμα και να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Δείχνει την ικανότητα βραχυχρόνιας επιβίωσης της εταιρείας.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας(Α.Γ.Ρ.)	0,42	0,64	0,60	0,64	0,70	1,92	1,54
Αριθμ. Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας(Α.Ε.Ρ.)	0,39	0,63	0,59	0,62	0,69	1,89	1,51
Αριθμ. Μετρητών (Α. Μετρητών)	0,11	0,81	0,26	0,23	0,31	0,20	0,25

www.hygeia.gr



Ένας αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας μεγαλύτερος ή ίσος του 2, υπό προϋποθέσεις, μπορεί να θεωρηθεί ικανοποιητικός για μία επιχείρηση. Αναλύοντας τον αριθμοδείκτη Γενικής Ρευστότητας για την εταιρεία ΥΓΕΙΑ Α.Ε. από το έτος 2007 έως το 2011 παρατηρούμε ότι κυμαίνεται χαμηλότερα από τη μονάδα, γεγονός που υποδεικνύει ότι είναι ανεπαρκής. Γι' αυτόν το λόγο συμπεραίνουμε ότι η εταιρεία

αδυνατεί να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας κυκλοφοριακά στοιχεία του ενεργητικού της. Παρόλα αυτά στα έτη που προαναφέραμε η συνεχής αύξηση του αριθμοδείκτη παρέχει την ένδειξη για μία ευνοϊκότερη κατάσταση της εταιρείας σε ότι αφορά την ικανότητά της να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Τα έτη 2012 και 2013, η αύξηση των τιμών του αριθμοδείκτη είναι σαφώς μεγαλύτερη και οδηγεί σε μεγαλύτερο περιθώριο ασφάλειας για τους πιστωτές της. Από την άλλη πλευρά, η τιμή του αριθμοδείκτη Ειδικής Ρευστότητας θεωρείται ικανοποιητική όταν είναι τουλάχιστον ίση με τη μονάδα, κάτι που παρατηρείται μόνο τα έτη 2012 και 2013. Από το διάγραμμα συμπεραίνουμε ότι οι αριθμοδείκτες Γενικής και Ειδικής Ρευστότητας ακολουθούν την ίδια καμπύλη μεταβολής, συνεπώς οι αναλύσεις τους δε διαφοροποιούνται, ενώ η ελάχιστη διαφορά μεταξύ τους μαρτυρεί τη μη ύπαρξη αυξημένων αποθεμάτων.

Η διαφορά των τιμών των παραπάνω αριθμοδεικτών το 2012 και μετά οφείλεται στο γεγονός ότι η εταιρεία ανακατέταξε τις βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις της σε μακροπρόθεσμες. Συγκεκριμένα, στις 28 Σεπτεμβρίου 2012 η εταιρεία προέβη στην υπογραφή Κοινού Ομολογιακού Δανείου 5ετους διάρκειας συνολικού ύψους 95 εκ. ευρώ με τις συνεργαζόμενες τράπεζες Πειραιώς, Eurobank Ergasias, Εμπορική και Alphabank. Παράγωγο της υπογραφής του ανωτέρου Ομολογιακού Δανείου είναι η αναταξινόμηση ισόποσων δανείων της εταιρείας από βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις σε μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις. Η μικρή μείωση των τιμών των δεικτών το 2013, οφείλεται και στην επίδραση του clawback- rebate.

Ο δείκτης Μετρητών εκφράζει το ποσό των μετρητών, τα οποία αποτελούνται από τα πιο ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας, και θα ήταν τα πλέον πιθανά για να χρησιμοποιηθούν ώστε να καλύψουν τα βραχυπρόθεσμα χρέη σε επείγουσα περίπτωση. Οι τιμές του κυμαίνονται από το 0 μέχρι το 1. Όπως παρατηρούμε από τον πίνακα οι τιμές του δείκτη βρίσκονται όλες κάτω από τη μονάδα. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι η επιχείρηση διαχρονικά επιμένει να διακρατά λιγότερα μετρητά σε σχέση με το κυκλοφορούν ενεργητικό της. Πρέπει να επισημάνουμε πως εταιρείες με αυτήν

την τακτική συνήθως αυξάνουν σε μεγάλο ποσοστό το δανεισμό τους διαχρονικά, κάτι που επιβεβαιώνεται και από τη διαχρονική πορεία της εξεταζόμενης εταιρείας.

Συμπερασματικά, από το έτος 2007 έως 2009, δεν παρατηρείται αυξημένη διατήρηση μετρητών, για την κάλυψη της διαφοράς στην είσπραξη των απαιτήσεων και την πληρωμή των υποχρεώσεων, με αποτέλεσμα η ρευστότητα της εταιρείας ΥΓΕΙΑ Α.Ε. να παραμένει χαμηλότερη από τη μονάδα και να θεωρείται ανεπαρκής. Οι δείκτες είναι μέτριοι κυρίως λόγω των υψηλών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Παρόλο όμως που η εταιρεία αναμένεται να αντιμετωπίσει προβλήματα στο κεφάλαιο κίνησης σε συνδυασμό με την οικονομική κατάσταση που έχει εισέλθει ο κλάδος από το 2010 και μετά, οι αριθμοδείκτες την επόμενη τετραετία 2010-2013 βελτιώνονται αρκετά και τα 2 τελευταία έτη εξέτασης, οι τιμές των αριθμοδεικτών (Γενικής και Ειδικής Ρευστότητας) ξεπερνούν τη μονάδα.

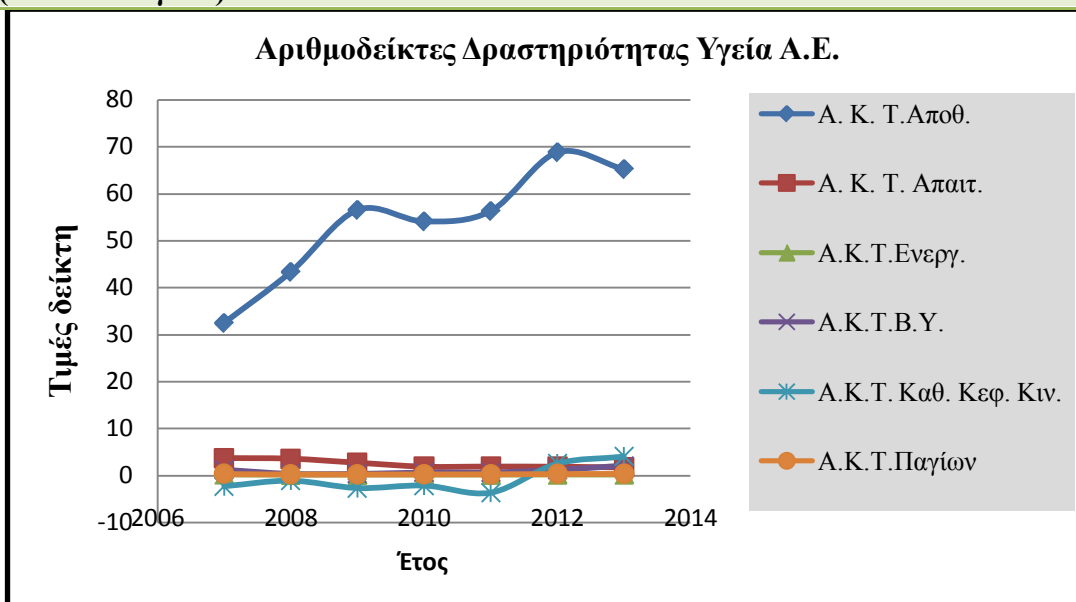
ΕΤΗ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ
2007	55.327.998	-
2008	312.953.140	-
2009	108.000.000	-
2010	145.500.000	-
2011	95.000.000	-
2012	1.137.000	95.000.000
2013	6.083.000	90.000.000

www.hygeia.gr

Όπως παρατηρείται από τον παραπάνω πίνακα, η αύξηση αυτή των αριθμοδεικτών ρευστότητας βασίζεται κυρίως στην κατάταξη ορισμένων βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων σε μακροπρόθεσμες. Στην περίπτωση αυτή είναι προφανές ότι οι αριθμοδείκτες δε δείχνουν κατά ανάγκη την παρουσία υψηλής ρευστότητας.

7.1.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Α.Κ.Τ. Αποθ.)	32,55	43,39	56,55	54,12	56,32	68,80	65,22
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων =365/ Α.Κ.Τ. Αποθ.	11	8	6	7	6	5	6
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων (Α.Κ.Τ. Απαιτ.)	3,78	3,65	2,82	2,01	2,03	2,00	1,83
Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων=365/Α.Κ.Τ. Απαιτ.	96	100	130	182	180	183	200
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (Α.Κ.Τ.Ενεργ.)	0,34	0,23	0,22	0,26	0,27	0,30	0,31
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Α.Κ.Τ. Β.Υ.)	1,29	0,47	0,46	0,74	0,76	1,28	2,13
Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων=365/Α.Κ.Τ.Β.Υ.	282	772	801	490	479	286	171
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Α.Κ.Τ. Καθ. Κιν.)	-2,18	-0,998	-2,57	-2,04	-3,56	2,64	4,14
Αριθμ. Κυκλοφοριακής ταχύτητας Παγίων (Α.Κ.Τ. Παγίων)	0,386	0,303	0,298	0,319	0,339	0,384	0,417



www.hygeia.gr

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων, για την εξεταζόμενη περίοδο, αυξάνεται, γεγονός που υποδεικνύει τη σταδιακή βελτίωση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Αντίθετα με την πορεία του αριθμοδείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων, η ζωή των αποθεμάτων μειώνεται σταδιακά και αυτό αποτελεί ευνοϊκή ένδειξη γιατί θέλουμε να έχουμε μικρότερη διάρκεια παραμονής αποθεμάτων στην αποθήκη της εταιρείας. Όσον αφορά την Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων, η οποία αναφέρεται στο χρόνο μετατροπής των απαιτήσεων σε διαθέσιμα, παρατηρούμε ότι παρουσιάζει μείωση κατά τα οικονομικά έτη 2007-2013 σημειώνοντας τη χαμηλότερη τιμή το 2013 λόγω της επίδρασης του clawback- Rebate με το οποίο μειώθηκαν οι πωλήσεις μας κατά 12% . Οι διακυμάνσεις αυτές ορίζουν ένα σύνολο αρνητικών μεταβολών της πιστωτικής πολιτικής της επιχείρησης και της ικανότητάς της για είσπραξη των απαιτήσεών της.

Η αλλαγή αυτή αντανακλάται διαχρονικά κυρίως από τη μείωση των πωλήσεων και την αύξηση των απαιτήσεών της. Σε αντίθεση ο αριθμοδείκτης Μέσης Διάρκειας Είσπραξης Απαιτήσεων αυξάνεται, διαχρονικά. Η αύξηση αυτή, αν και μικρή, παρέχει ένδειξη επιδείνωσης της δυνατότητας εισπράξεως των απαιτήσεων. Εν κατακλείδι, η επιχείρηση δεν εισπράττει συχνά τις απαιτήσεις της κατά τη διάρκεια της χρήσης από τους πελάτες της, οπότε δεν έχει αρκετά διαθέσιμα ώστε να μπορεί να πληρώνει τους προμηθευτές της και να αγοράζει αποθέματα.

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού, μετά το 2007 παρουσιάζει γενικά ανοδική πορεία, με μικρές ετήσιες αυξήσεις, οπότε παρέχει την ένδειξη μίας πιο εντατικής εκμεταλλεύσεως των στοιχείων του ενεργητικού παρά το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον. Και ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, ο οποίος δείχνει την πολιτική της επιχείρησης ως προς τη χρηματοδότηση των αγορών της, παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του 65,11% από το 2007 σε σχέση με το 2013. Συνδυάζοντας και τη μείωση της Μέσης Διάρκειας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η εταιρεία την εξεταζόμενη περίοδο εκπληρώνει με αυξανόμενο ρυθμό τις υποχρεώσεις της.

Στα εξεταζόμενα έτη, ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης παρουσιάζει συνεχείς μεταβολές. Το αρνητικό πρόσημο των τιμών του κατά τα έτη 2007 έως το 2011, οφείλεται κυρίως στο ότι το κυκλοφορούν

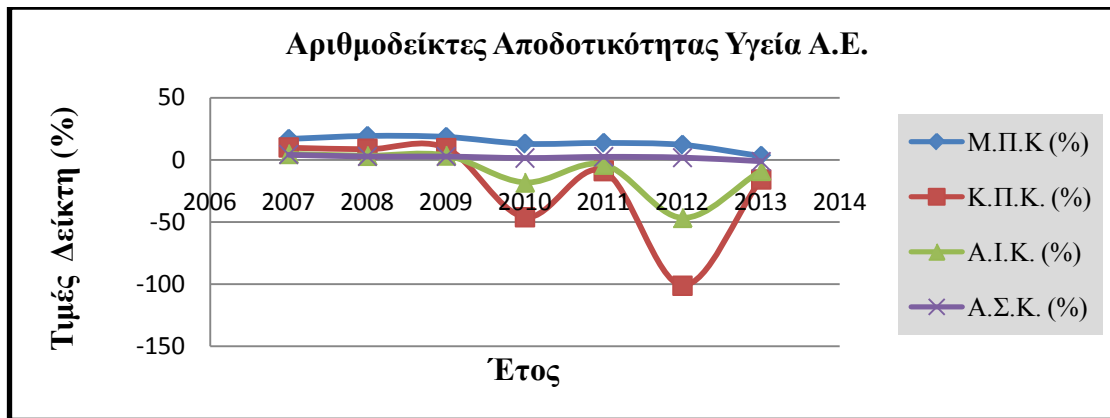
ενεργητικό είναι μικρότερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ενώ το 2012 και 2013 οι τιμές του παρουσιάζουν αύξηση, λαμβάνοντας θετικό πρόσημο. Από τον τύπο υπολογισμού του αναφερόμενου αριθμοδείκτη $\left(\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}} \right)$ είναι εμφανές ότι η πορεία του είναι αντιστρόφως ανάλογη από εκείνη του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης, το οποίο επηρεάζεται από τον επιχειρηματικό κύκλο. Γι' αυτό και μετά το έτος 2010, όπου θεωρείται ότι έχει επέλθει η οικονομική κρίση, έχουμε ραγδαία αύξηση των τιμών του. Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων μας δείχνει τη σχέση του κύκλου εργασιών και των παγίων στοιχείων και κατ' επέκταση την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης στο να χρησιμοποιεί μικρή ή μεγάλη αξία παγίων για την επίτευξη ορισμένου όγκου πωλήσεων.

Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα, ο εν λόγω αριθμοδείκτης από το 2007 έως το 2009 μειώνεται σταδιακά ενώ μετά το 2010 παρουσιάζει μια μικρή αύξηση γεγονός που αποτελεί ένδειξη μίας πιο εντατικής χρήσης των παγίων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της, καθώς και μία πορεία προόδου για την επιχείρηση παρά το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον. Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι αν συγκρίνουμε την Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων με την Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, παρατηρούμε ότι η πρώτη είναι μεγαλύτερη από τη δεύτερη και αυτό σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις της εταιρίας εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Ως εκ τούτου, η επιχείρηση δε χρειάζεται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφορούντα στοιχεία, δεδομένου ότι γίνεται μία κάποια χρηματοδότηση αυτής από τους πιστωτές της.

Συνοπτικά από το 2007-2009, μόνο η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα των Αποθεμάτων αυξάνεται σε αντίθεση με τους αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας των Απαιτήσεων, των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, του Ενεργητικού, των Παγίων και του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης που ακολουθούν πτωτική πορεία. Επομένως για την πρώτη τριετία που εξετάζουμε, μειώνεται ο μέσος χρόνος ανανέωσης των αποθεμάτων. Αρνητική όμως ένδειξη για την εταιρεία αποτελεί η αύξηση της μέσης διάρκειας παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της και της μέσης διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεών της. Από το 2010 έως το 2013, σε αντίθεση με το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον και την παρατεταμένη ύφεση όλοι οι παραπάνω αριθμοδείκτες

βελτιώνονται, με μοναδική εξαίρεση την Κυκλοφοριακή Ταχύτητα των Απαιτήσεων, δείχνοντας την τάση της εταιρείας για πιο εντατική χρήση των περιουσιακών στοιχείων για την πραγματοποίηση πωλήσεων.

7.1.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας



www.hygeia.gr

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (ΜΠ.Κ.)	0,168	0,192	0,184	0,129	0,136	0,121	0,031
ΜΠ.Κ. (%)	16,79%	19,17%	18,37%	12,94%	13,58%	12,06%	3,11%
Αριθμ. Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Κ.Π.Κ.)	0,100	0,087	0,096	-0,461	-0,087	-1,010	-0,157
Κ.Π.Κ. (%)	9,96%	8,72%	9,59%	-46,10%	-8,75%	-101,07%	-15,72%
Αριθμ. Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Α.Ι.Κ.)	0,050	0,035	0,038	-0,180	-0,036	-0,464	-0,086
Α.Ι.Κ. (%)	5,01%	3,54%	3,76%	-17,95%	-3,58%	-46,36%	-8,60%
Αριθμ. Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων (Α.Σ.Κ.)	0,042	0,027	0,027	0,014	0,024	0,018	-0,013
Α.Σ.Κ. (%)	4,17%	2,74%	2,68%	1,44%	2,45%	1,83%	-1,27%

Ο αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών αυτής. Για την εταιρεία ΥΓΕΙΑ Α.Ε. παρατηρούμε ότι την περίοδο 2007–2013 παρουσιάζει γενικά μειωτική τάση, ιδιαίτερα το 2013 με ποσοστό μεταβολής 74,21% σε σχέση με το 2012 (εξαιτίας κυρίως των ιδιαίτερα χαμηλών εσόδων από πωλήσεις και λόγω Rebate-Clawback). Την ίδια πτωτική τάση ακολουθεί και ο αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους, η οποία μάλιστα το 2012 ξεπερνά το 100%. Από την σύγκριση της πορείας των δύο αριθμοδεικτών παρέχεται η ένδειξη δυσανάλογης αύξησης των εξόδων λειτουργίας

της εταιρείας σε σχέση με τις πωλήσεις της. Το φαινόμενο αυτό, φαίνεται εντονότερα το οικονομικό έτος 2012.

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε μία όχι και τόσο καλή πολιτική της διοικήσεως της εταιρείας στον τομέα αγορών και πωλήσεων, που οδηγεί σε στασιμότητα των πωλήσεων και στη μη αγορά μεγάλων ποσοτήτων προϊόντων, η οποία θα μπορούσε να είχε επιτευχθεί σε χαμηλές τιμές. Οι αναφερόμενες ζημιές του 2012 σύμφωνα με την ετήσια οικονομική έκθεση, πρόεκυψαν κυρίως από την απόμειωση της αξίας του Ομίλου Μητέρα, συνολικού ύψους 116 εκ. ευρώ, καθώς και τη μη χορήγηση μερισμάτων από τις θυγατρικές εταιρείες λόγω της γενικότερης κακής οικονομικής συγκυρίας. Στις εταιρικές Οικονομικές Καταστάσεις του ΥΓΕΙΑ, σημειώνεται ότι προέκυψε ζημιά από απομείωση συμμετοχών ποσού 131 εκ. ευρώ, η οποία περιλαμβάνεται στο κονδύλι «Απομείωση Στοιχείων Ενεργητικού» της εταιρικής Κατάστασης Συνολικών Εσόδων. Η ανωτέρω απομείωση προήλθε από την διαγραφή της αξίας συμμετοχής στις παρακάτω θυγατρικές:

(ποσά σε €'000) Θυγατρική	Αξία συμμετοχ ς	Αύξησ η	Απομείωση	Υπόλοιπο συμμετοχής
Όμιλος Μητέρα	249.585		116.263	133.231
Μητέρα	30.768		14.333	16.435
Συμμετοχών				
ΗΗ Tirana	24.000	17.150	0	41.150
Υ-Logimed	886		0	886
Stem Health S.A.	400		400	0
Υ-Pharma	255		0	255
Aniz A.E.	64		0	64
Σύνολο	305.958	17.150	130.996	192.111

www.hygeia.gr

Η μειωτική τάση των τιμών του αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων σημαίνει ότι τα κεφάλαια, από διενέργεια αποσβέσεων, δεν επενδύονται σε άλλα ενεργητικά στοιχεία και υπάρχει συρρίκνωση των λογιστικών αξιών των παγίων. Την ίδια πορεία ακολουθεί και ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων γεγονός που οδηγεί την εταιρεία να πάρει δάνειο το 2012, μια δυσμενής γενικά συγκυρία ιδιαίτερα σε περιόδους που υπάρχουν υψηλά επιτόκια στην αγορά. Οι

χαμηλές τιμές του αριθμοδείκτη την περίοδο από 2010-2013 είναι ενδεικτικοί ότι η εταιρεία ΥΓΕΙΑ πάσχει σε κάποιον τομέα της (πχ. δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, χαμηλή παραγωγικότητα, υπερεπένδυση κεφαλαίων τα οποία δεν απασχολούνται πλήρως παραγωγικά , ανεπαρκής διοίκηση, κλπ.).

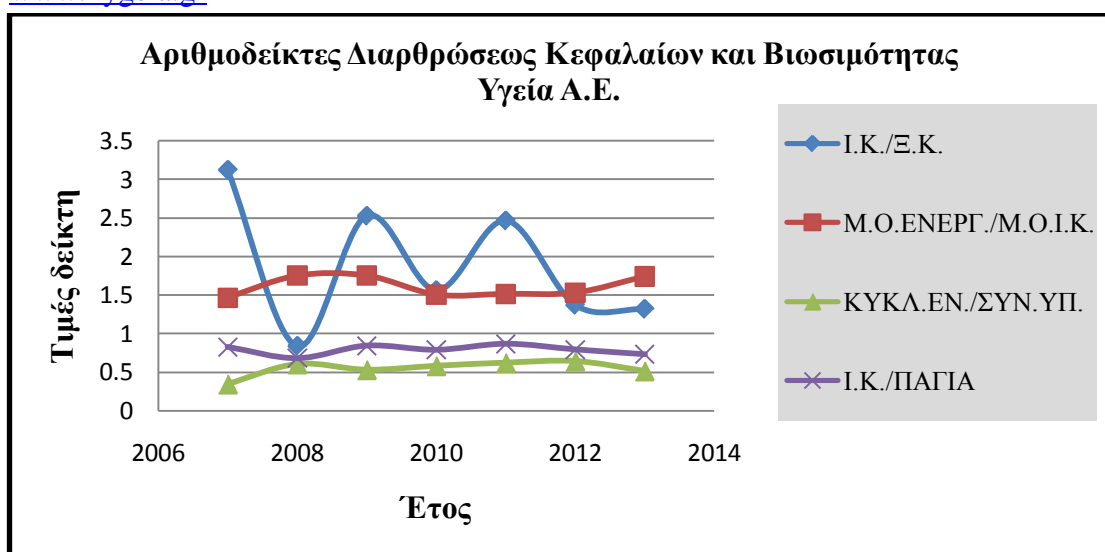
Η διαχρονική πορεία του αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων αποτελεί ,κατά κάποιον τρόπο, οδηγό στις περιπτώσεις που μία εταιρεία πρόκειται να προβεί σε εξαγορά κάποιας άλλης ή άλλων εταιρειών ή να αναλάβει νέες δραστηριότητες, όμως αν δεν είναι ελκυστική η απόδοση των κεφαλαίων θα πρέπει η εταιρεία να αποφεύγει τέτοιες κινήσεις. Για αυτόν το λόγο ο όμιλος Υγεία, σύμφωνα με την οικονομική έκθεση του 2013, προέβη στις 7 Μαρτίου 2013 στην ολοκλήρωση της πώλησης του συνόλου των μετοχών της εταιρείας «VALLONE CO LTD» η οποία ήταν 100% θυγατρική εταιρεία του ΥΓΕΙΑ Α.Ε. και ελέγχει άμεσα και έμμεσα το νοσοκομείο «ΑΧΙΛΛΕΙΟΝ» στη Λεμεσό της Κύπρου .Οι μετοχές της εταιρείας πουλήθηκαν σε βασικό συνεργάτη ιατρό του Νοσοκομείου «ΑΧΙΛΛΕΙΟΝ». Ακόμα στις διακοπέισες δραστηριότητες περιόδου 2013 περιλαμβάνονται ο όμιλος Ευαγγελισμός (100% θυγατρική εταιρεία του ΥΓΕΙΑ Α.Ε.) και ο όμιλος Stem.

Συνοπτικά από το 2007 έως το 2009 οι τιμές των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας ακολουθούν πτωτική πορεία, όπως και κατά τη διάρκεια της τριετίας 2010-2013 όπου ολισθαίνουν ακόμα χαμηλότερα. Αυτό δείχνει ότι η οικονομική κρίση μετά το 2010 έκανε εμφανή τα σημάδια της στην αποδοτικότητα του ΥΓΕΙΑ Α.Ε., εφόσον οι αριθμοδείκτες της στο σύνολο τους καταγράφουν τις χαμηλότερες επιδόσεις τους, λαμβάνοντας και αρνητικές τιμές, απόρροια των αυξημένων χρηματοοικονομικών εξόδων και των ζημιών από απομειώσεις. Η μειωτική αυτή τάση υποδεικνύει μία όχι και τόσο καλή πολιτική της διοικήσεως σε θέματα αγορών και πωλήσεων, η οποία οδήγησε σε δυσανάλογη αύξηση των λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τις πωλήσεις της επιχείρησης και την έκδοση νέου Κοινού Ομολογιακού Δανείου το 2012.

7.1.4 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I.K./Ξ.Κ.	3,13	0,84	2,53	1,56	2,47	1,37	1,32
Μ.Ο.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης)	1,47	1,75	1,75	1,50	1,51	1,53	1,74
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ.	0,35	0,61	0,53	0,58	0,62	0,64	0,52
I.Κ./ΠΑΓΙΑ	0,83	0,68	0,84	0,79	0,87	0,79	0,73

www.hygeia.gr



Εξετάζοντας τον πίνακα παρατηρούμε ότι ο αριθμοδείκτης Ιδίων προς Ξένα Κεφάλαια παρουσιάζει το 2007-2009 γενικά αυξομειώσεις. Συγκεκριμένα το 2008 η τιμή του δείκτη ήταν 0,84, τιμή πολύ χαμηλή που παρέχει την ένδειξη υπερδανεισμού και παροχής μικρής ασφάλειας στους πιστωτές της. Ενδεικτικά στην οικονομική έκθεση του 2008 αναγράφεται ότι ο καθαρός δανεισμός της εταιρείας αυξήθηκε στα 123,1 εκ. ευρώ σε σχέση με το 2007 που ήταν 51,4 εκ. ευρώ, και οφείλεται στη χρηματοδότηση του επενδυτικού προγράμματος της εταιρείας.

Ενώ την περίοδο 2010-2013 συνεχίζει να λαμβάνει τιμές μεγαλύτερες της μονάδας, γεγονός που υποδεικνύει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτή με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Όσον αφορά τον αριθμοδείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης διαγράφει γενικά ανοδική πορεία. Η γενική αύξηση

που έχουμε προκύπτει από την αυξημένη χρήση ξένων κεφαλαίων και επομένως είναι ενδεικτική μιας αύξησης του κινδύνου χρεοκοπίας για την εταιρεία ΥΓΕΙΑ.

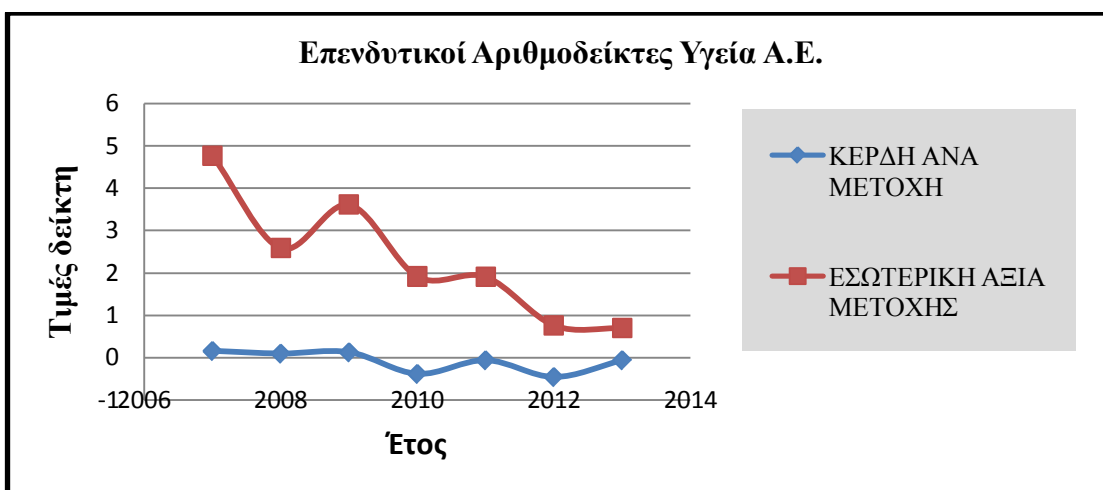
Από τη διαχρονική εξέλιξη του αριθμοδείκτη Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Συνολικές Υποχρεώσεις είναι εμφανές ότι οι μέτοχοι της εταιρείας το έτος 2013 έναντι του 2010 προσφέρουν μικρότερο ποσοστό από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Είναι λοιπόν φανερό ότι αφού τα κεφάλαια κινήσεως μειώθηκαν, οι απαιτήσεις των πιστωτών της επιχειρήσεως προστατεύονται σε μικρότερη έκταση. Επίσης οι χαμηλές τιμές του αριθμοδείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Πάγια, αντανακλούν μία κάποια υπερεπένδυση των κεφαλαίων της εταιρείας σε ακίνητα και λοιπά πάγια στοιχεία, η οποία δεν μπορεί να θεωρηθεί επωφελής για αυτήν, δεδομένου ότι απαιτεί μεγάλες ετήσιες αποσβέσεις, οι οποίες μειώνουν τα κέρδη της. Αποτέλεσμα της τακτικής αυτής, είναι να γίνεται υπερδανεισμός της εταιρείας για την ικανοποίηση των αναγκών της σε κεφάλαια κινήσεως, με αποτέλεσμα την επιβάρυνσή της με υψηλά χρηματοοικονομικά έξοδα. Συμπεραίνουμε ότι η χρηματοδότηση των νέων επενδύσεων της εταιρείας σε πάγια, κατά το μεγαλύτερο ποσοστό, γίνεται με ξένα κεφάλαια παρά με κεφάλαια των φορέων της εταιρείας.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι όσον αφορά τους αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίου και Βιωσιμότητας της εταιρείας ΥΓΕΙΑ Α.Ε., σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης επταετίας παρουσιάζουν αυξομειώσεις άλλοτε μεγαλύτερης και άλλοτε μικρότερης εντάσεως. Η οικονομική ύφεση φαίνεται να επηρεάζει τους εν λόγω αριθμοδείκτες, οι οποίοι στο σύνολο τους δείχνουν μία όχι και τόσο εύρυθμη λειτουργία της εταιρείας. Ιδιαίτερα μετά το 2010 οι μέτοχοι της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι στο παρελθόν, ενώ ταυτόχρονα τα ξένα κεφάλαια αυξάνονται. Η εταιρεία αντιμετωπίζει προβλήματα κάλυψης των δανειακών υποχρεώσεών της, αφού τα κέρδη της δεν επαρκούν. Από τα παραπάνω δεδομένα ελλοχεύει ο κίνδυνος μιας ενδεχόμενης χρεοκοπίας.

7.1.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Κέρδη ανά Μετοχή	0,155	0,092	0,123	-0,385	-0,064	-0,458	-0,063
Εσωτερική Αξία Μετοχής	4,758	2,582	3,608	1,911	1,905	0,760	0,697

www.hygeia.gr



Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες μας δείχνουν γενικά τις επιδόσεις της εταιρείας στην αγορά, τον αριθμό των μετοχών που έχει στο χρηματιστήριο η εταιρεία και το κέρδος ή τη ζημία που παρουσιάζει η κάθε μετοχή της. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί ότι για την ανάλυση των αριθμοδεικτών αυτών έχει χρησιμοποιηθεί ως μέτρο ο σταθμικός μέσος όρος του αριθμού των μετοχών λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με καταβολή μετρητών και έκδοση νέων μετοχών κατά τη διάρκεια της χρήσεως στην οποία πραγματοποιήθηκαν τα κέρδη της εταιρείας. Επίσης βλέπουμε ότι δεν υπάρχουν ίδιες μετοχές της μητρικής που κατέχονται από άλλες θυγατρικές ή συγγενείς επιχειρήσεις.

Συνοπτικά, παρατηρούμε ότι από το 2007-2009 υπάρχει αντίστοιχη πορεία των αριθμοδεικτών Κέρδη ανά μετοχή και Εσωτερική αξία μετοχής με γενικές αυξομειώσεις και με όχι σημαντικά κέρδη. Ενώ αντίθετα από το 2010-2013 ο

αριθμοδείκτης Κέρδη ανά μετοχή είναι αρνητικός που σημαίνει ότι έχουμε ζημιές από τις τιμές των μετοχών της εταιρείας ΥΓΕΙΑ, δηλαδή οι μετοχές της έχουν υποτιμηθεί, και η Εσωτερική αξία μετοχής έχει μειωτική τάση. Σημαντικός παράγοντας είναι οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες στο Χρηματιστήριο αγοράς.

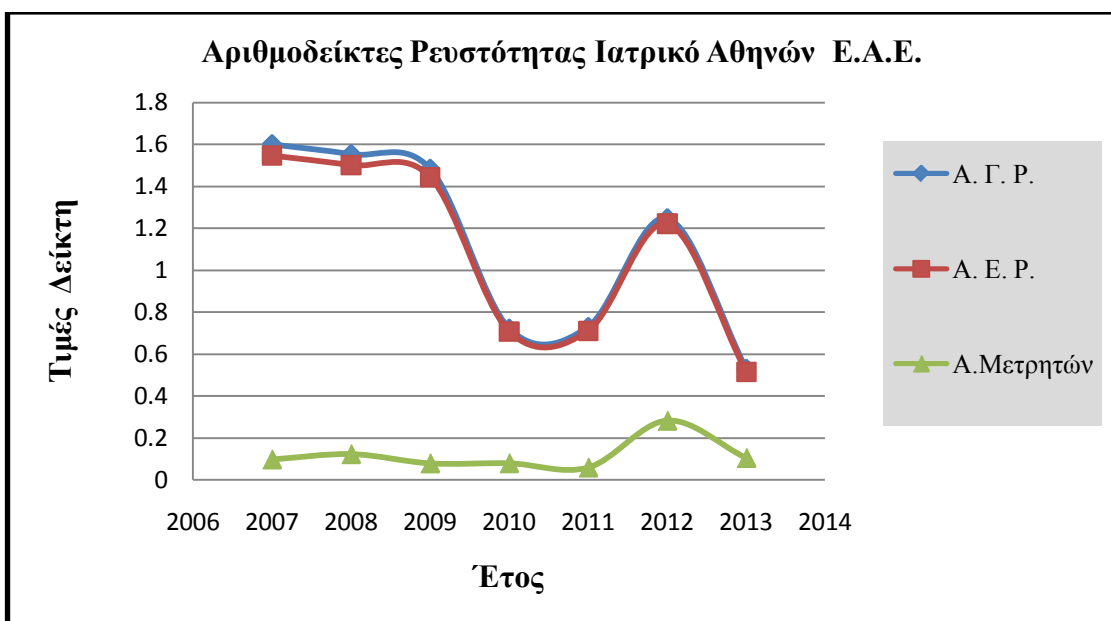
Οι επενδυτικοί δείκτες χρησιμεύουν βασικά για διαχρονική ανάλυση της κατά μετοχή πορείας των κερδών της επιχείρησης ενδοεταιρικά και όχι διακλαδικά, λόγω των διαφορών στον αριθμό μετοχών μεταξύ επιχειρήσεων.

7.2 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Ιατρικό Αθηνών Ε.Α.Ε.

7.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας(Α.Γ.Ρ.)	1,60	1,55	1,48	0,72	0,73	1,25	0,53
Αριθμ. Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας(Α.Ε.Ρ.)	1,55	1,50	1,44	0,71	0,71	1,22	0,52
Αριθμ. Μετρητών (Α. Μετρητών)	0,10	0,12	0,08	0,08	0,06	0,28	0,10

www.iatriko.gr



Από τη διαχρονική εξέταση της πορείας των δεικτών ρευστότητας της εταιρείας παρατηρούμε γενικά μειωτική τάση με εξαίρεση το 2012 . Συγκεκριμένα από το 2007 έως το 2009 οι τιμές των δεικτών Ρευστότητας (Γενικής και Ειδικής) ξεπερνούν την μονάδα , κάτι που φανερώνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας είναι σε γενικές γραμμές “υγιές” και συνεπώς η επιχείρηση είναι σε θέση να ανταποκρίνεται στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της με σχετική ευκολία. Αντίθετα την επομένη τετραετία 2010-2013 (με εξαίρεση το 2012) οι τιμές των δεικτών Ρευστότητας είναι κάτω της μονάδας. Αναλυτικότερα, όσον αφορά στον δείκτη Γενικής Ρευστότητας το 2010 η τιμή του μειώνεται με ποσοστό μεταβολής 51,35% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά.

Η διαφορά αυτή οφείλεται στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της από 142.658.000 εκ. ευρώ σε 292.372.000 εκ. ευρώ που προέρχεται κυρίως από το δανεισμό της εταιρείας με Κοινό Ομολογιακό δάνειο, το οποίο είχε συνάψει το έτος 2007 και εμφανιζόταν από το 2010 στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις στις «μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρονιά». Συγκεκριμένα η εταιρεία προχώρησε στην πραγματοποίηση Κοινού Ομολογιακού Δανείου το Μάιο του 2007 συνολικού ύψους 150 εκ. ευρώ, διάρκειας έως τον Ιούλιο του 2015, το δάνειο θα αποπληρωνόταν σε 11 εξαμηνιαίες δόσεις ,η πρώτη δόση θα καταβαλλόταν την 19/7/2010 μετά από τριετή περίοδο χάριτος και η τελευταία την 19/7/2015.

Το 2011, σε αντίθεση με το 2012 η τιμή του αριθμοδείκτη συγκριτικά με την μονάδα παρέχει ένδειξη ταμειακής στενότητας. Το 2012 η εταιρεία παρουσιάζει σημαντική αύξηση των διαθεσίμων κατά συνέπεια και του κυκλοφορούντος ενεργητικού, η οποία οφείλεται κυρίως στην είσπραξη των νοσηλειών των Λιβύων ασθενών, οι οποίοι αποπλήρωσαν τις υποχρεώσεις τους μετά από έλεγχο που διενεργήθηκε από την PWC και την παροχή έκπτωσης που δόθηκε κατόπιν αμοιβαίας συμφωνίας. Ενδεικτικά παραθέτουμε τον παρακάτω πίνακα:

	2012	2011
ΤΑΜΕΙΟ	495.000	535.000
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΨΕΩΣ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ	68.449.000	11.954.000
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	68.944.000	12.480.000

Επιπλέον η μείωση που παρουσιάζεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις 2012: 30.138.633 εκ. ευρώ, 2011: 161.233.352 εκ. ευρώ) επηρεάζεται και από το Κοινό Ομολογιακό δάνειο συνολικού ύψους 163,13εκ. ευρώ, το οποίο είχε συνάψει τον Ιούλιο του 2012. Σημειώνεται ότι η Εταιρεία προέβη στην υπογραφή του Προγράμματος Εκδόσεως Κοινού Ομολογιακού Δανείου με σκοπό την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου Ομολογιακού Δανείου και των υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων και την κάλυψη γενικών σκοπών και αναγκών. Το 2013 τόσο ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας όσο και ο αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας μειώνονται κατά 0,72 και 0,70 μονάδες αντίστοιχα ,λαμβάνοντας τιμές μικρότερες της μονάδας. Η μείωση αυτή είναι αναμενόμενη και οφείλεται αφετέρου στη μείωση των διαθεσίμων και των απαιτήσεων και στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις 2013: 286.390.000 εκ. ευρώ, 2012: 194.999.000 εκ. ευρώ) εξαιτίας της πολιτικής δανεισμού της εταιρείας.

Από τον παραπάνω πίνακα ο δείκτης Μετρητών παρουσιάζει αυξομειώσεις στα ποσά του από το 2007 έως το 2013, με κορύφωμα το 2012 που λαμβάνει την τιμή 0,28, έτος κατά το οποίο έχουμε την σύναψη του νέου Κοινού Ομολογιακού Δανείου ενώ η χαμηλότερη είναι το 2011. Οι μεταβολές αυτές ταυτίζονται πλήρως με τις δανειακές συγκυρίες της εταιρείας. Το γεγονός ότι σε όλη την διάρκεια της εξαετίας οι τιμές του αριθμοδείκτη πλησιάζουν το 0, το οποίο είναι το κάτω όριο για τον εξεταζόμενο αριθμοδείκτη και απέχουν κατά πολύ από την μονάδα, υποδηλώνει ότι η επιχείρηση δεν διακρατά μεγάλα ποσά στα ταμειακά διαθέσιμα, γεγονός όχι ιδιαίτερα αποδοτικό γι' αυτήν. Η υιοθέτηση μιας πολιτικής με στόχο την καλύτερη αξιοποίηση και ανακύκλωση των ταμειακών της διαθεσίμων θα οδηγούσε σε καλύτερη ανταπόκριση των υποχρεώσεων της.

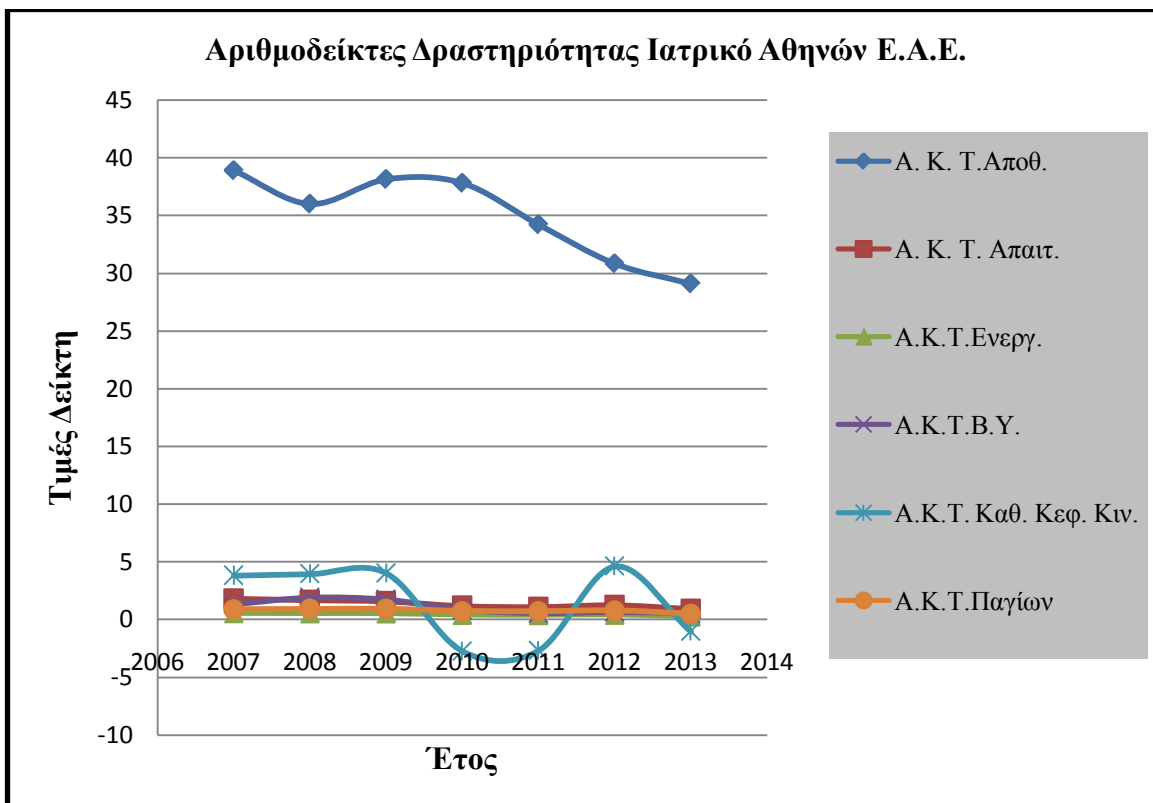
Συμπερασματικά, οι αριθμοδείκτες Γενικής και Ειδικής Ρευστότητας της εταιρείας ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. έχουν μειωτική τάση για την περίοδο 2007-2013 με μοναδική εξαίρεση το 2012, ενώ ο δείκτης μετρητών παρουσιάζει αυξομειώσεις. Επομένως θα επισημάνουμε ξανά ότι η επιχείρηση δυσκολεύεται, εν περίοδο οικονομικής ύφεσης να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, γι' αυτόν το λόγο και η

εταιρεία έχει προσφύγει και στην σύναψη Κοινού Ομολογιακού Δανείου κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Όπως παρατηρούμε και από τις οικονομικές καταστάσεις τα αποθέματα της εταιρείας παραμένουν σχεδόν σταθερά, κάτι που επιβεβαιώνεται και από την σύγκριση των τιμών των αριθμοδεικτών Άμεσης και Γενικής Ρευστότητας, οι οποίες δεν αποκλίνουν μεταξύ τους ανά έτος.

7.2.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Α.Κ.Τ. Αποθ.)	38,90	36,00	38,14	37,81	34,21	30,84	29,09
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων =365/ Α.Κ.Τ. Αποθ.	9	10	10	10	11	12	13
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων (Α.Κ.Τ. Απαιτ.)	1,81	1,69	1,58	1,17	1,09	1,25	0,92
Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων=365/Α.Κ.Τ. Απαιτ.	202	216	230	312	335	292	396
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (Α.Κ.Τ.Ενεργ.)	0,58	0,57	0,56	0,44	0,42	0,44	0,29
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Α.Κ.Τ. Β.Υ.)	1,34	1,92	1,75	0,88	0,58	0,67	0,58
Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων=365/Α.Κ.Τ.Β.Υ.	271	190	209	415	630	544	630
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Α.Κ.Τ. Καθ. Κεφ. Κιν.)	3,83	3,96	4,04	-2,72	-2,66	4,63	-1,03
Αριθμ. Κυκλοφοριακής ταχύτητας Παγίων (Α.Κ.Τ. Παγίων)	0,91	0,94	0,95	0,76	0,73	0,81	0,50

www.iatriko.gr



Εξετάζοντας την εταιρεία διαχρονικά παρατηρούμε τα εξής: Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων, την περίοδο 2007-2009 παρουσιάζει μικρές αυξομειώσεις, ενώ τη περίοδο 2010-2013 έχουμε μείωση. Αυτό αποτελεί ένδειξη μειωμένης ικανότητας της επιχείρησης να πωλεί τα αποθέματά της γρήγορα καθώς επίσης και ότι δεν χρησιμοποιεί τα αποθέματά της σε ικανοποιητικό βαθμό κατά την διάρκεια της εκάστοτε χρήσης. Όπως είναι αναμενόμενο ο αριθμοδείκτης Μέσης Διάρκειας Παραμονής των Αποθεμάτων αυξάνεται διαχρονικά, λαμβάνοντας το 2013 τη μέγιστη τιμή του κατά προσέγγιση 13 ημέρες.

Η αύξηση αυτή οφείλεται στις χαμηλές πωλήσεις σε σχέση με το ύψος των διατηρούμενων αποθεμάτων και αποτελεί αντανάκλαση της χαμηλής ζήτησης των υπηρεσιών που προσφέρει η εταιρεία. Η συνεχιζόμενη οικονομική κρίση, το χαμηλό διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών επηρεάζουν σοβαρά τη ζήτηση των ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας και φυσικά δεν παραμένει ανεπηρέαστο και το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. Όσον αφορά τον αριθμοδείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων παρουσιάζει μείωση κατά την εξεταζόμενη επταετία με εξαίρεση το 2012 όπου έχουμε μικρή αύξηση σε σχέση με το 2011. Η εξέλιξη αυτή του εν λόγω αριθμοδείκτη αντανακλάται από την μείωση των απαιτήσεων και την αναλογική μεγαλύτερη μείωση

των πωλήσεων της επιχείρησης. Το 2013 έχουμε την μεγαλύτερη ετήσια μείωση αριθμοδείκτη (ποσοστό μείωσης 26,4% συγκριτικά με το 2012) κατά την περίοδο 2007-2013. Να σημειώσουμε ότι η μείωση αυτή το 2013 προέρχεται και από την έναρξη της λειτουργίας του Ε.Ο.Π.Υ.Υ. και των μηχανισμών Clawback και Rebate. Ενδεικτικά παραθέτουμε τον παρακάτω πίνακα για τον Κύκλο εργασιών (Καθαρές πωλήσεις).

	31/12/2013	31/12/2012
Κύκλος Εργασιών (πριν από Rebate και Clawback)	173.292.000	224.553.000
Επίδραση εκτιμώμενου Rebate και Clawback α και β εξαμήνου 2013 (Ν.4172/2013 άρθρο 100)	(35.584.000)	-
Κύκλος Εργασιών (μετά από Rebate και Clawback)	137.708.000	224.553.000

www.iatriko.gr

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα για την εταιρεία ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. προβλέπεται επιστροφή στον Ε.Ο.Π.Υ.Υ. με την μορφή «αυτόματων επιστροφών-clawback», του υπερβάλλοντος ποσού 35.584.000, λόγω υπέρβασης των εγκεκριμένων πιστώσεων του προϋπολογισμού του Ε.Ο.Π.Υ.Υ..

Από την άλλη πλευρά η Μέση Διάρκεια Εισπράξεως Απαιτήσεων αυξάνεται κατά την επταετία (με εξαίρεση το 2012) και αυτό αποτελεί ένδειξη ότι οι απαιτήσεις της επιχείρησης είναι μεγαλύτερες σε σχέση με τα υπόλοιπα κυκλοφοριακά της στοιχεία. Η πτωτική τάση της ταχύτητας εισπράξεως των απαιτήσεων της εταιρείας ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι χρειάζεται περισσότερο χρόνο δεσμεύσεως των κεφαλαίων της και αυτό την οδηγεί σε μια δυσμενέστερη θέση από απόψεως χορηγούμενων πιστώσεων.

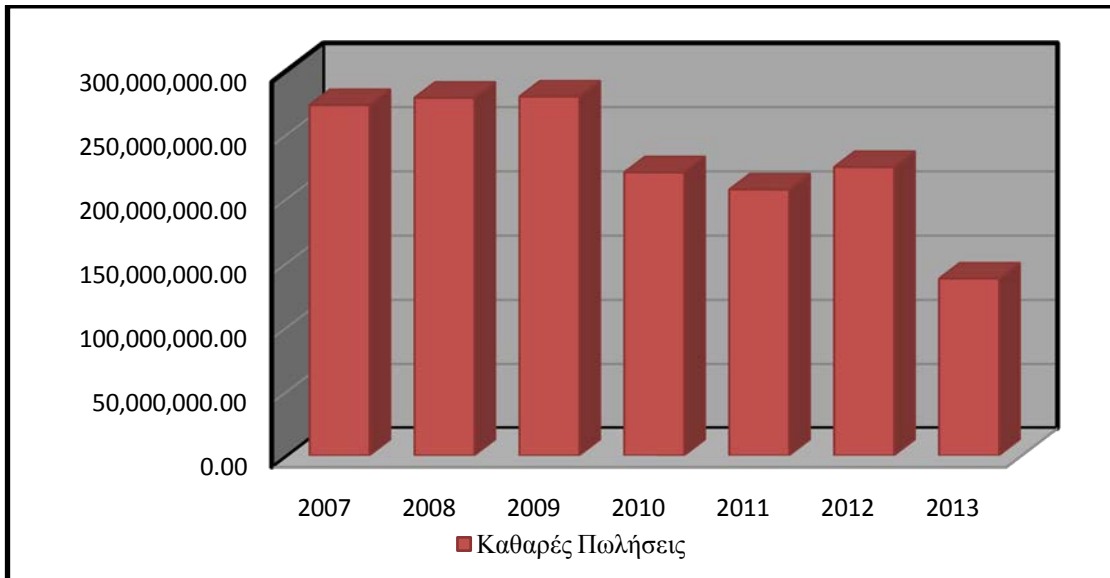
Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει και το βαθμό χρησιμοποιήσεως του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις της εταιρείας, παρατηρούμε ότι παρουσιάζει μείωση κατά την περίοδο 2007-

2013. Αυτή η συνεχόμενη μείωση παρέχει ένδειξη μιας ολοένα μικρότερης χρησιμοποιήσεως του ενεργητικού όπως προαναφέρθηκε, πράγμα που στην ουσία σημαίνει μια κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων στα στοιχεία του ενεργητικού. Γενικά μια υπερεπένδυση κεφαλαίων σε περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τις πωλήσεις είναι πιθανό να έχει δυσμενή επίδραση για την εταιρεία, ιδίως στις περιπτώσεις που η χρηματοδότηση των παγίων έχει γίνει με μακροπρόθεσμα δάνεια ή με την έκδοση Ομολογιακού δανείου. Το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. έχει υιοθετήσει την παραπάνω πολιτική όσο αφορά τον δανεισμό του, οπότε θα πρέπει να αυξήσει τον βαθμό αξιοποίησης των περιουσιακών του στοιχείων αφού είναι πιθανόν να μην χρησιμοποιούνται σωστά.

Όπως παρατηρούμε και από το διάγραμμα, την εξεταζόμενη περίοδο ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων έχει γενικά αυξομειώσεις. Οι συνεχόμενες αλλαγές και γενικά η τάση για μείωση του αριθμοδείκτη παρέχει την ένδειξη συνεχούς αλλαγής της πιστοληπτικής ικανότητας εταιρείας. Επιπλέον πρέπει να σημειώσουμε ότι η πτώση των τιμών του αριθμοδείκτη αρχίζει να γίνεται με μεγαλύτερο ρυθμό από το 2010 και μετά, όπου τα πρώτα συμπτώματα της οικονομικής κρίσης με την υπογραφή του μνημονίου άρχισαν να γίνονται εμφανή. Αντίθετα ο αριθμοδείκτης Μέσης Διάρκειας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων από το 2009-2011 αυξάνεται συνεχώς, που σημαίνει ότι η χρονική περίοδος παραμονής απλήρωτων υποχρεώσεων από τις αγορές αυξάνεται. Αξιοσημείωτη είναι η μεταβολή κατά την διάρκεια της επταετίας που φτάνει σε ποσοστό αύξησης 132,47%. Για να διορθωθεί αυτή η κατάσταση και να αποφθεχθούν μελλοντικοί δανεισμοί η επιχείρηση θα πρέπει να επιδιώξει οι εισπρακτέες επιταγές της να λήγουν όσο το δυνατόν συντομότερα και να παρατείνει τις πληρωμές όσο το δυνατόν αργότερα.

Η παρακολούθηση του αριθμοδείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης, ο οποίος ελέγχει αν είναι επαρκής ή όχι η χρησιμοποίηση των κεφαλαίων κίνησης, κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσιάζει αυξομειώσεις διαφορετικής εντάσεως κάθε φορά. Οι αρνητικές τιμές του τα έτη 2010, 2011, και 2013, είναι ένδειξη ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι μικρότερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Όπως προκύπτει από τις ετήσιες οικονομικές

καταστάσεις, η πορεία του εξεταζόμενου δείκτη μεταβάλλεται αναλογικά και αντίθετα ορισμένες φορές (λόγω πρόσημου που οφείλεται στο Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης) με τις καθαρές πωλήσεις.



www.iatriko.gr

Συγκεκριμένα οι Καθαρές Πωλήσεις το 2009 σημείωσαν αύξηση της τάξεως 0,33% σε σχέση με το 2008, και το 2010 μείωση της τάξεως 21,11%. Όπως προκύπτει από τις Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις η μείωση των εσόδων οφείλεται κυρίως στη μείωση των εσόδων από παροχή υπηρεσιών σε εσωτερικούς και εξωτερικούς ασθενείς και την αλλαγή της τιμολογιακής πολιτικής ειδικών υλικών και φαρμάκων, καθώς και του τρόπου χορήγησης των φαρμάκων που εφαρμόστηκε με σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις. Το 2011 σημειώνεται μείωση 6,089% και οφείλεται στους ίδιους παράγοντες όπως και το 2010. Το 2012 σημειώνεται αύξηση 8,46% και οφείλεται κυρίως σε αύξηση των εσόδων από παροχή υπηρεσιών σε εξωτερικούς ασθενείς. Τέλος το 2013 σημειώνεται πτώση 38,67% το αποτέλεσμα αυτό επηρεάζεται και από την επίδραση του εκτιμώμενου Rebate και Clawback.

Κατά την επταετία 2007-2013 παρατηρούμε ότι ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων παρουσιάζει μικρές αυξομειώσεις. Οι μεταβολές στις τιμές του δείκτη ακολουθούν τις μεταβολές στις τιμές που λαμβάνουν οι Καθαρές Πωλήσεις την εξεταζόμενη περίοδο. Τις περιόδους που έχουμε αύξηση (2007-2009 και 2011-2012) του αριθμοδείκτη η χρήση των παγίων γίνεται πιο εντατική και αυτό είναι

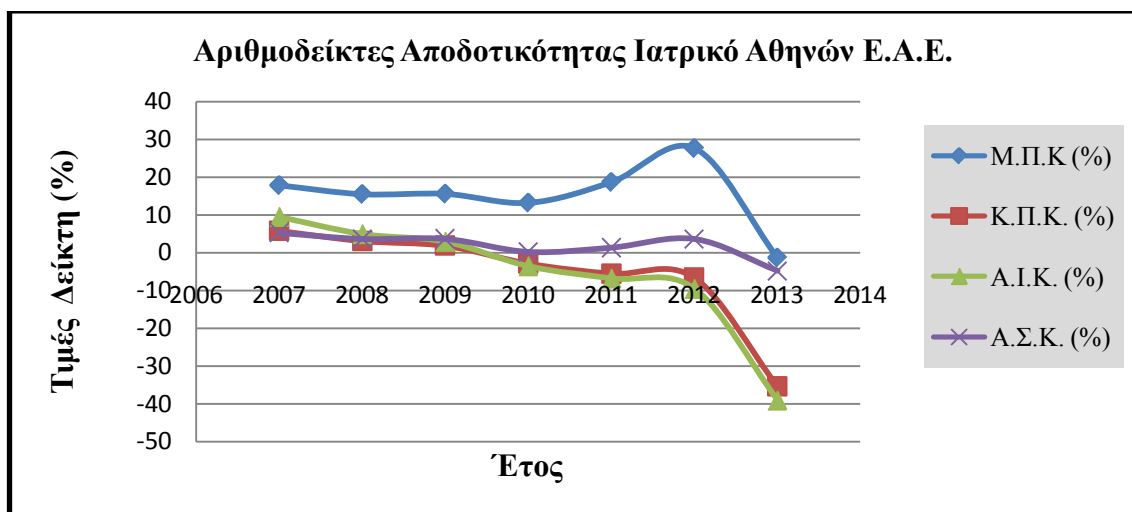
αποδοτικότερο για την εταιρεία ενώ τις περιόδους που έχουμε μείωση του αριθμοδείκτη (2009-2010 και 2012-2013) η χρησιμοποίηση του παγίου ενεργητικού της εταιρείας είναι λιγότερο αποτελεσματική.

Τεκμηριώνοντας, παρατηρούμε ότι οι Κυκλοφοριακές Ταχύτητες των Απαιτήσεων και του Ενεργητικού έχουν μειωτική τάση όλη την εξεταζόμενη περίοδο (2007-2013) με εξαίρεση το 2012 που αυτό μας δείχνει μια καλή πολιτική της εταιρείας το εν λόγω έτος. Όσον αφορά τις υπόλοιπες Κυκλοφοριακές Ταχύτητες (Αποθεμάτων, Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων, Παγίων και Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης) έχουμε αυξομειώσεις. Πιο συγκεκριμένα την πρώτη τριετία που εξετάζουμε (2007-2009) έχουμε μικρής τάξης αυξομειώσεις που σημαίνει ότι η εταιρεία προσπαθεί να σταθεροποιήσει τα πράγματα, σε αντίθεση με το (2010-2013) όπου έχουμε μεγαλύτερες μεταβολές δείχνοντας έτσι όχι μόνο τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες που επικρατούν, αλλά και ότι η εταιρεία δεν έχει μια ξεκάθαρη στρατηγική. Αποτέλεσμα όλων αυτών για την εταιρεία , είναι το 2013 να έχουμε τις μικρότερες τιμές κυκλοφοριακής ταχύτητας και αντίστοιχα τις μεγαλύτερες μέσες διάρκειες των δεικτών δραστηριότητας που εξετάζουμε .

7.2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Α.Κ.Τ. Αποθ.)	38,90	36,00	38,14	37,81	34,21	30,84	29,09
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων =365/ Α.Κ.Τ. Αποθ.	9	10	10	10	11	12	13
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων (Α.Κ.Τ. Απαιτ.)	1,81	1,69	1,58	1,17	1,09	1,25	0,92
Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων=365/Α.Κ.Τ. Απαιτ.	202	216	230	312	335	292	396
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού(Α.Κ.Τ.Ενεργ.)	0,58	0,57	0,56	0,44	0,42	0,44	0,29
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων(Α.Κ.Τ. Β.Υ.)	1,34	1,92	1,75	0,88	0,58	0,67	0,58
Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων=365/Α.Κ.Τ.Β.Υ.	271	190	209	415	630	544	630
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης(Α.Κ.Τ. Καθ. Κεφ. Κιν.)	3,83	3,96	4,04	-2,72	-2,66	4,63	-1,03
Αριθμ. Κυκλοφοριακής ταχύτητας Παγίων(Α.Κ.Τ. Παγίων)	0,91	0,94	0,95	0,76	0,73	0,81	0,50

www.iatriko.gr



Όπως φαίνεται από το παραπάνω διάγραμμα, ο αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους παρουσιάζει αυξομειώσεις διαφορετικής εντάσεως κάθε φορά, λαμβάνοντας την μεγαλύτερη τιμή του το 2012 (0,277). Αυτό σημαίνει πως η διοίκηση της εταιρείας το 2012 βελτίωσε την ικανότητά της να επιτυγχάνει φθηνότερες αγορές και να προσφέρει τις υπηρεσίες της σε τιμές υψηλότερες συγκριτικά με τις

προηγούμενες χρονιές. Η αύξηση αυτή όμως είναι προσωρινή, αφού το τελευταίο έτος εξέτασης σημειώνεται μια σημαντική μείωση του δείκτη λαμβάνοντας αρνητική τιμή.

Η αρνητική τιμή του αριθμοδείκτη Μ.Π.Κ το 2013, οφείλεται στο ότι το Κόστος Πωληθέντων ξεπερνάει τις Πωλήσεις. Από την Ετήσια Οικονομική Έκθεση του 2013, ο κύκλος εργασιών της εταιρείας διαμορφώνεται στα 137,71 εκ. ευρώ, μετά την αρνητική επίδραση του εκτιμώμενου Rebate και Clawback, καταγράφοντας μείωση της τάξεως 38,67% σε σχέση με το 2012. Η μείωση αυτή οφείλεται και στην πτώση του αριθμού των αλλοδαπών ασθενών, ο οποίος το 2012 ήταν ιδιαίτερα αυξημένος. Ενώ το Κόστος Πωληθέντων το 2013 διαμορφώνεται στα 139.556 εκ. ευρώ. Η χαμηλή τιμή του αριθμοδείκτη δείχνει μία μη ικανοποιητική διαχείριση του κόστους πωληθέντων ή συντηρητική πολιτική τιμών.

Κατά τη διάρκεια της επταετίας, ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους, ο οποίος μας πληροφορεί για το ποσοστό κέρδους από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας, παρουσιάζει συνεχώς πτωτική πορεία μετά το 2007. Συγκεκριμένα μετά το 2010, έτος όπου εμφανίζεται εντονότερα η οικονομική κρίση στην Ελλάδα, ο αριθμοδείκτης λαμβάνει και αρνητικές τιμές, επειδή τα έξοδα της εταιρείας είναι υψηλότερα από τα κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων καταλήγοντας στην τιμή -0,353. Η πορεία του αριθμοδείκτη αποτελεί αρνητική ένδειξη αφού η εταιρεία γίνεται ολοένα και λιγότερο επικερδής. Από τις Οικονομικές Καταστάσεις του έτους 2013 είναι φανερό ότι μετά την επιβολή του clawback και rebate από τον ΕΟΠΥΥ, η εταιρεία κατέγραψε ζημιές μετά φόρων οι οποίες ανήλθαν στα 49,40 εκ. ευρώ από 16,41 εκ. ευρώ το 2012.

Όσον αφορά την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε., κατά την διάρκεια εξαετίας 2008-2013 σε σχέση με το 2007 παρουσιάζει σημαντική κάμψη, η οποία είναι μεγαλύτερη μετά το 2010 όπου οι δείκτες λαμβάνουν και αρνητικές τιμές. Οι αρνητικές τιμές του δείκτη οφείλονται κυρίως στην αύξηση των εξόδων συγκριτικά με τα κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων, ενώ μας δείχνουν ότι η εταιρεία δεν χειρίζεται αποτελεσματικά τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης και επιπλέον πρέπει να εντοπίσει σε πιο τομέα της πάσχει για να λάβει τα απαραίτητα διορθωτικά μέτρα.

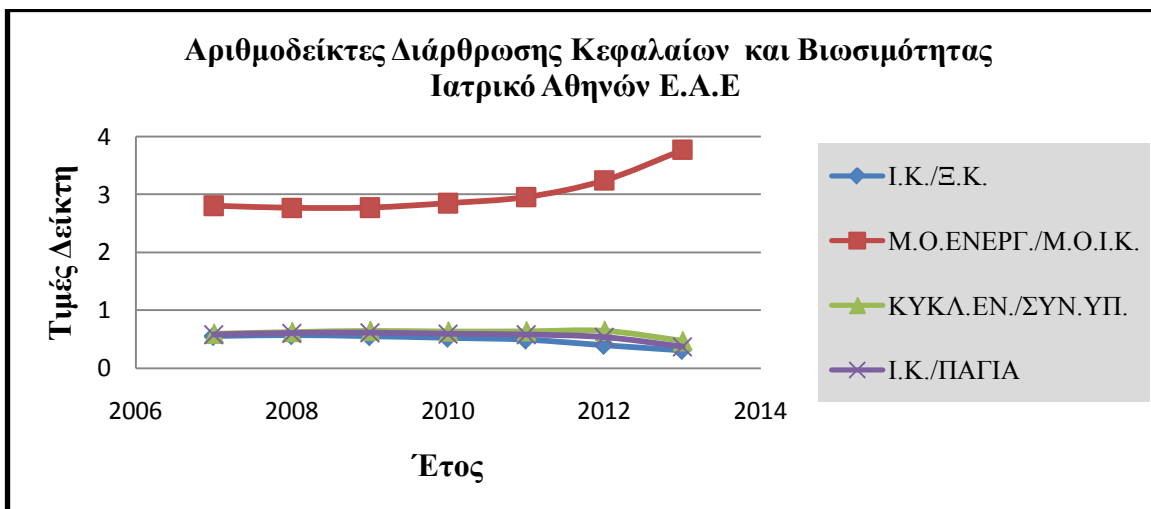
Από το διάγραμμα που μας δείχνει την πορεία του αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας των Συνολικών Κεφαλαίων παρατηρούμε ότι την περίοδο 2007-2012 έχει γενικά αυξομειώσεις ενώ το 2013 η τιμή του δείκτη μειώνεται απότομα, λαμβάνοντας την μικρότερη τιμή του -0,047. Το αρνητικό πρόσημο του αριθμοδείκτη οφείλεται στην πραγματοποίηση ζημιών και φανερώνει ότι η δυναμικότητα των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων γίνεται λιγότερο επικερδής. Η αποδοτικότητα της εταιρείας όπως και η ικανότητά της να πραγματοποιεί κέρδη ολισθαίνει, ενώ η διοίκηση καλείται να κάνει καλύτερη διαχείριση και χρησιμοποίηση τόσο των ιδίων όσο και των ξένων κεφαλαίων.

Συμπερασματικά, οι τιμές των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας ακολουθούν πτωτική πορεία τόσο για την περίοδο 2007-2009, όσο και για την περίοδο 2010-2013 όπου έχουμε και αρνητικές τιμές. Η μειωτική αυτή τάση υποδεικνύει μια μέτρια πολιτική της διοικήσεως σε θέματα αγορών και πωλήσεων, η οποία οδήγησε σε δυσαναλογική αύξηση των λειτουργικών εξόδων σε σχέση με τις πωλήσεις της επιχείρησης και σε σύναψη δανείων. Οδηγούμαστε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η αν δεν επιδιωχθεί η αύξηση του ρυθμού πωλήσεων, τότε οι προοπτικές για το μέλλον της εταιρείας δεν θα είναι αξιόλογες.

7.2.4 Αριθμοδείκτες Διάθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ι.Κ./Ε.Κ.	0,56	0,57	0,55	0,53	0,49	0,40	0,31
Μ.Ο.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρηματοοικονομικής Μόγλευσης)	2,81	2,77	2,78	2,85	2,96	3,25	3,77
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ.	0,60	0,63	0,65	0,64	0,65	0,65	0,48
Ι.Κ./ΠΑΓΙΑ	0,58	0,61	0,61	0,59	0,58	0,54	0,38

www.iatriko.gr



Με τον όρο Διάρθρωση των Κεφαλαίων εννοούμε τα διάφορα είδη και τις μορφές των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για την χρηματοδότησή της. Από την πορεία του αριθμοδείκτη I.K./Ξ.Κ. ,η οποία καθ όλη την διάρκεια της επταετίας 2007-2013 είναι πτωτική και μικρότερη της μονάδας, συμπεραίνουμε ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν με λιγότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Διαχρονικά λοιπόν ο αριθμοδείκτης εκφράζει την περιορισμένη ασφάλεια των πιστωτών της εταιρείας και παρέχει την ένδειξη υπερδανεισμού της. Την ίδια πτωτική πορεία, με τιμές μικρότερες της μονάδας ακολουθεί και ο αριθμοδείκτης Κάλυψης Παγίων, γεγονός που σημαίνει ότι το ίδιο κεφάλαιο υπολείπεται της αξίας των Παγίων. Ο συνεχώς μειούμενος δείκτης δείχνει ότι τα ποσοστά που διατέθηκαν για την αύξηση του επενδεδυμένου παγίου κεφαλαίου έχουν αντληθεί κατά μεγαλύτερο ποσοστό από δανεισμό και όχι από την χρήση των ιδίων κεφαλαίων.

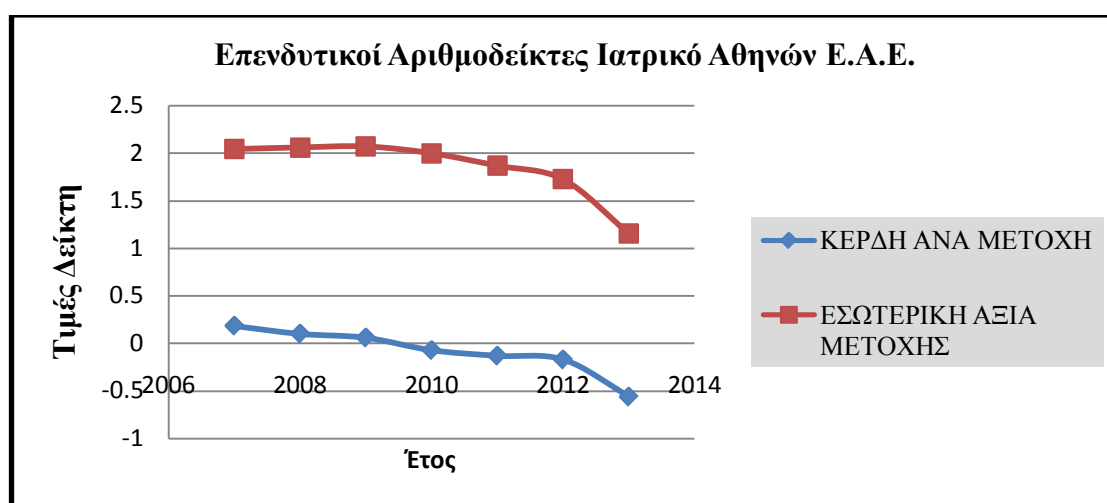
Σε αντίθεση με την πορεία των προηγούμενων δεικτών ο αριθμοδείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης ακολουθεί συνεχώς ανοδική πορεία (μετά το 2007). Οι ετήσιες αυτές αυξήσεις προκύπτουν από την αυξημένη χρήση ξένων κεφαλαίων και αντανακλούν μια αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων αλλά ταυτόχρονα και ένα αυξημένο κίνδυνο χρεοκοπίας για την επιχείρηση. Ο τελευταίος αριθμοδείκτης Κυκλ. Ενεργ./Συν. Υπ. παρουσιάζει μια σχετική σταθερότητα από το 2007 έως 2012 που σημαίνει ότι τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία του ΙΑΤΡΙΚΟ Ε.Α.Ε., αν ρευστοποιηθούν, καλύπτουν σε ποσοστό περίπου 60% τις συνολικές υποχρεώσεις της επιχείρησης. Ενώ το 2013 παρουσιάζεται πτώση του εν λόγω ποσοστού.

Συνοπτικά από το 2007-2013 η πορεία των δεικτών Διάρθρωσης Κεφαλαίου και Βιωσιμότητας δεν παρέχει καλές ενδείξεις για την μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της εταιρείας και αυτό επιδεινώνεται από την οικονομική κρίση, όπου μετά το 2010 τα αποτελέσματα των αριθμοδεικτών είναι χαμηλότερα. Αναλυτικότερα, το ΙΑΤΡΙΚΟ Ε.Α.Ε. δεν έχει οικονομική αυτονομία και έχει μεγάλη εξάρτηση από τα ξένα κεφάλαια. Γεγονός που επιβεβαιώνεται από την δανειακή πολιτική της εταιρείας, όπου έχουμε την πραγματοποίηση 2 Κοινών Ομολογιακών Δανείων το πρώτο το Μάιο του 2007 ύψους 150 εκ. ευρώ διάρκειας έως τον Ιούλιο του 2015 και το δεύτερο τον Ιούλιο του 2012 συνολικού ύψους 177,78 εκ ευρώ. Η εταιρεία είναι αδύναμη αφού τα ίδια κεφάλαια είναι λιγότερα από τα ξένα κάτι που έχει ως απόρροια την ύπαρξη μιας επικίνδυνης κατάστασης λόγω της πιθανότητας να προκύψουν μεγαλύτερες ζημιές στην επιχείρηση, των οποίων το βάρος για την κάλυψη θα φέρουν τα ίδια κεφάλαια.

7.2.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Κέρδη ανά Μετοχή	0,19	0,10	0,06	-0,07	-0,13	-0,17	-0,56
Εσωτερική Αξία Μετοχής	2,04	2,06	2,07	2,00	1,87	1,72	1,15

www.iatriko.gr



Όπως προκύπτει και από το παραπάνω διάγραμμα ο αριθμοδείκτης Κέρδη ανά μετοχή, κατά την περίοδο 2007-2013 παρουσιάζει πτώση. Είναι φανερό ότι η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει τις τιμές του αριθμοδείκτη αφού από το 2010 και μετά λαμβάνει αρνητικές τιμές, οι οποίες οφείλονται στην παρουσία ζημιών στην εταιρεία. Αυτό σημαίνει ότι οι τιμές του αριθμοδείκτη μετά το 2010 δεν είναι καθόλου ικανοποιητικές εφόσον κάθε μια μετοχή, δεν αποφέρει κέρδη στον μέτοχο. Από την άλλη πλευρά ο αριθμοδείκτης εσωτερικής αξίας, είναι ενδεικτικός, καθώς φανερώνει το κατώτερο επίπεδο της αξίας της μετοχής, γιατί η αξία των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται σε ιστορικές τιμές και δεν ανταποκρίνεται στις τρέχουσες τιμές. Την περίοδο 2007-2009 παρουσιάζει μικρή αύξηση ενώ μετά το 2010 η πορεία του είναι καθοδική.

Να τονίσουμε σε αυτό το σημείο ότι η εσωτερική αξία μετοχής μίας οικονομικής μονάδας δεν χρησιμοποιείται από την πλειοψηφία των επιχειρήσεων για τους παρακάτω λόγους:

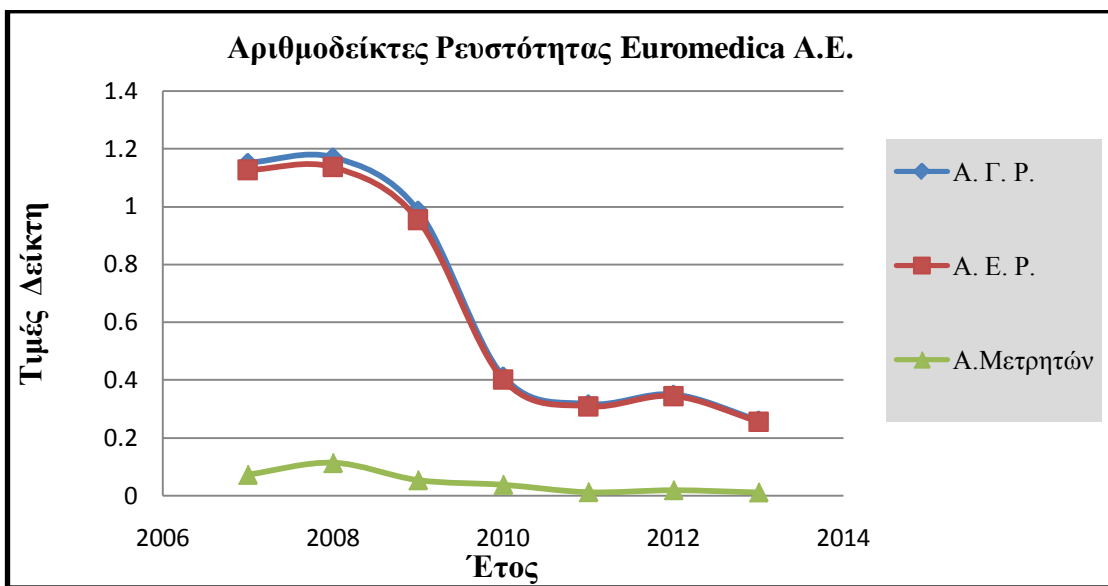
- Η αξία των περισσότερων περιουσιακών στοιχείων δεν προσδιορίζεται από την αξία τους, όπως αυτή αναγράφεται στα βιβλία της οικονομικής μονάδας, αλλά με βάση την κερδοφόρα δυναμικότητά τους.
- Επειδή η αξία των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται σε ιστορικές τιμές, δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα.

7.3 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Euromedica A.E.

7.3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ EUROMEDICA A.E.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας(Α.Γ.Ρ.)	1,15	1,17	0,99	0,41	0,32	0,35	0,26
Αριθμ. Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας(Α.Ε.Ρ.)	1,13	1,14	0,95	0,40	0,31	0,34	0,26
Αριθμ. Μετρητών (Α. Μετρητών)	0,07	0,11	0,05	0,04	0,01	0,02	0,01

www.euromedica.gr



Εξετάζοντας την εταιρεία EUROMEDICA A.E., διαπιστώνουμε μια μικρή αύξηση των τιμών των αριθμοδεικτών ρευστότητας από το 2007 έως το 2008, ενώ την περίοδο 2009-2013 παρουσιάζουν αξιοσημείωτη πτώση τόσο ο αριθμοδείκτης Έμμεσης Ρευστότητας όσο και ο αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας, με τις τιμές τους να κυμαίνονται κάτω από τη μονάδα. Το γεγονός αυτό είναι ανησυχητικό καθώς υποδηλώνει αδυναμία ικανοποίησης των υποχρεώσεων της εταιρείας με το πέρασ των χρόνων, ένδειξη που μελλοντικά ίσως να οδηγήσει σε επικίνδυνη οικονομική στενότητα κάτι που πρέπει να ληφθεί υπόψη από τη διοίκηση.

Ενδεικτικά, το 2013 οι αριθμοδείκτες Έμμεσης και Άμεσης Ρευστότητας παρουσιάζουν μείωση της τάξεως του 77,37% και 76,99% αντίστοιχα, σε σχέση με το 2007. Η ελάχιστη διαφορά μεταξύ των τιμών των δύο αυτών αριθμοδεικτών διαχρονικά μαρτυρεί τη μη ύπαρξη αυξημένων αποθεμάτων. Και οι τιμές του αριθμοδείκτη μετρητών ακολουθούν πτωτική πορεία, μικρότερης όμως εντάσεως από ότι οι υπόλοιποι, και κυμαίνονται πολύ κάτω από τη μονάδα, σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Επομένως καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η διοίκηση διακρατά διαχρονικά όλο και λιγότερα μετρητά σε σχέση με το κυκλοφορούν ενεργητικό της.

Η μεγαλύτερη πτωτική μεταβολή των τιμών των αριθμοδεικτών Γενικής και Ειδικής Ρευστότητας παρατηρείται την περίοδο 2009-2010. Κατά τη λήξη του 2010, αρχή χρήσης του 2011, το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υπερέβαινε το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων κατά το ποσό των 205.797.000 ευρώ, λαμβάνοντας υπόψη και τις ανακατατάξεις των μακροπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, λόγω της μη τήρησης συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών εντός καθορισμένων ορίων ποσού 165.565.000 ευρώ.

Συγκεκριμένα η εταιρεία προχώρησε στην ανακατάταξη δανείων, συνολικού ποσού 165.565.000 ευρώ, από τη γραμμή της κατάστασης οικονομικής θέσης «Μακροπρόθεσμα Δάνεια» στη γραμμή «Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις πληρωτές την επόμενη χρήση» δεδομένου ότι κατά την 31 Δεκεμβρίου 2010 δεν πληρούνταν το σύνολο των χρηματοοικονομικών όρων (covenants) που ρυθμίζουν τις σχετικές τραπεζικές υποχρεώσεις και παράλληλα προβλέπεται δικαίωμα καταγγελίας εκ μέρους των δανειστών για την περίπτωση αυτή, που θα καθιστούσε τις δανειακές υποχρεώσεις αυτές άμεσα εξοφλητές. Η διοίκηση κατά την ημερομηνία εγκρίσεως των συνημμένων οικονομικών καταστάσεων, βρισκόταν σε διαδικασία επαναδιαπραγμάτευσης των όρων τραπεζικών πιστώσεων των δανειακών υποχρεώσεων με σκοπό τη μέγιστη δυνατή βελτίωση του κεφαλαίου κίνησης. Σημειωτέο είναι ότι σε όλη την περίοδο 2010-2013 η εταιρεία παραβιάζει κάθε χρόνο τους όρους (covenants) των δανείων της με αποτέλεσμα να βρίσκεται σε διαρκής επαναδιαπραγματεύσεις με τους δανειστές της.

Είναι γενικά αποδεκτό ότι σε περιόδους κρίσεις οι εταιρείες επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στο πως θα εξασφαλίσουν ικανοποιητική ρευστότητα. Γι' αυτό αναζητούν λύσεις ακολουθώντας τις εξής πολιτικές: συνάπτοντας ομολογιακά και κοινοπρακτικά δάνεια, πραγματοποιώντας αυξήσεις κεφαλαίου, πωλήσεις ή αξιοποιήσεις ακινήτων αλλά και συμμετοχές σε συγχωνεύσεις. Επίσης θυσιάζουν ταμειακά διαθέσιμα για να παραμείνουν συνεπείς στους προμηθευτές. Ενδεικτικά παραθέτουμε τα παρακάτω στοιχεία για να περιγράψουμε μερικές από τις πολιτικές που έχει ακολουθήσει η EUROMEDICA A.E., για τη βελτίωση της ρευστότητας της, χωρισμένο σε 2 περιόδους, η μια αφορά την περίοδο 2007-2009 και η άλλη την περίοδο 2010-2013:

Περίοδος 2007-2009

- Συγχώνευση δια απορροφήσεως των θυγατρικών από την μητρική : «ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε. , «ΙΑΤΡΙΚΟ ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.» και «EUROMEDICA ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ Α.Ε.».
- Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ύψους 60.000.000 ευρώ, την κάλυψη των οποίων ανέλαβαν στρατηγικοί επενδυτές «AXON ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ» και η εταιρεία HEALTHCARE INVESTORS (GREECE) L.L.C.. Μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας εισήχθησαν στις 28.8.2007 στο Χρηματιστήριο Αθηνών 7.500.000 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές.
- Στις 20/07/2007 η εταιρεία προέβη σε έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου συνολικού ύψους 60.100.000 ευρώ και λήξη το 2012. Η συγκεκριμένη δομή του ομολογιακού δανείου επιλέγει από την Εταιρία προκειμένου να είναι δυνατή η εισαγωγή των ομολογιών της στην αγορά του Λουξεμβούργου όπως συμφωνήθηκε με τον επενδυτή CQS CONVERTIBLE AND QUANTITATIVE STRATEGIES MASTER FUND LIMITED (CQS).

- Η εταιρεία στις 27/2/2008 προχώρησε στην σύναψη ομολογιακού δανείου με την τράπεζα Πειραιώς συνολικού ποσού 60.000.000 ευρώ, κυμαινόμενου επιτοκίου. Η διάρκεια του δανείου ορίστηκε σε 5 έτη. Επίσης στις 29/2/2008 προχώρησε σε σύναψη ομολογιακού δανείου με την Εμπορική Τράπεζα συνολικού ποσού 100.000.000 ευρώ, η διάρκεια του οποίου ορίστηκε στα επτά έτη.
- Κατά το πρώτο εξάμηνο της χρήσης του 2009, η εταιρεία προέβη στην έκδοση ομολογιακού δανείου ποσού 30.000.000 ευρώ με πληρεξούσιο καταβολών και εκπρόσωπο ομολογιούχων την Εθνική Τράπεζα Ελλάδος. Η διάρκεια του δανείου ορίστηκε σε οκτώ έτη.

Περίοδος 2010-2013

- Με την από 3/6/2010 συνεδρίαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της, αποφάσισε να προβεί σε αναδιάρθρωση του εγκριθέντος, με την από 18/07/2007 απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου εκδόσεως της, ποσού 60.100.000 ευρώ, καθώς και των λοιπών μακροπρόθεσμων τραπεζικών δανειακών υποχρεώσεων της, συνολικού ποσού 155.000.000 ευρώ. Η σχετική συμφωνία αναδιάρθρωσης του μακροπρόθεσμου δανεισμού υπογράφηκε στις 6/08/2010 με την παροχή του συνόλου των εξασφαλίσεων προς τους ομολογιούχους δανειστές. Έτσι μετά την 3/6/2010 η εταιρεία προέβη σε συμφωνία με την Εμπορική Τράπεζα, την Εθνική Τράπεζα, την Τράπεζα Πειραιώς και την CQS για την έκδοση εξασφαλισμένου κοινού ομολογιακού δανείου, ύψους 185.000.000, με την έκδοση νέων κοινών ομολογιακών δανείων λήξεως 2016, οι οποίες θα διατεθούν στις ανωτέρω δανείστριες με σκοπό την αναδιάρθρωση των υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων της Εταιρείας προς αυτές, ανάλογα με το ύψος της απαίτησης εκάστης δανείστριας.
- Η εταιρεία EUROMEDICA A.E. κατά την 31/08/2010 προέβη στη έκδοση κοινού ομολογιακού δανείου διαιρεμένου σε 300 έγχαρτες κοινές ονομαστικές ομολογίες ονομαστικής αξίας 50.000 ευρώ, ήτοι συνολικού

ποσού 15.000.000 ευρώ με διαχειριστή πληρωμών και εκπρόσωπο ομολογιούχων το ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, το οποίο θα αποπληρωθεί τμηματικά έως την 31/08/2017.

- Σημειώνεται ότι εντός την 31/5/2010, η εταιρεία προέβη στην πώληση δυο ιδιοκτητών ακινήτων συνολικού ποσού 7.700.000, στην θυγατρική της εταιρεία με την επωνυμία EUROMEDICA –ΚΕΝΤΡΟ ΑΠΟΘΕΡΑΠΕΙΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ.
- Συγχώνευση με απορρόφηση των θυγατρικών εταιρειών ΘΕΣΣΑΛΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΙΑΤΡΙΚΗΣ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, και ΚΕΝΤΡΟ ΙΑΤΡΙΚΗΣ ΑΠΟΘΕΡΑΠΕΙΑΣ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΗΜΕΡΗΣΙΑΣ ΝΟΣΗΛΕΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ η οποία μετά από Έκτακτη Γενική Συνέλευση, που πραγματοποιήθηκε στις 30/9/2011, λαμβάνοντας υπόψη την ραγδαία μεταβολή του οικονομικού περιβάλλοντος καθώς και τις πολύ σημαντικές εν εξελίξει ανακατατάξεις στο χώρο της υγείας, αποφάσισε την ακύρωση της για αυτό το λόγο έχουμε αναμορφωμένα στοιχεία στις εταιρικές οικονομικές καταστάσεις του 2010 .
- Πώληση στις 2/8/2011 της θυγατρικής εταιρείας με επωνυμία ΝΕΥΡΟΨΥΧΙΑΤΡΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ Α. ΠΙΣΣΑΛΙΔΗ-Α. ΚΑΡΙΠΗ , από την οποία προκλήθηκαν ζημιές ποσού 1.100.000 ευρώ για την εταιρεία. Ταυτόχρονα η εταιρεία προέβη στη σύναψη προσύμφωνου αγοροπωλησίας του κατεχόμενου, με ποσοστό 50% αυτοτελούς και ανεξάρτητου αγροτεμαχίου που είχε στην κατοχή της στην αγροτική περιοχή Περαιά έναντι συνολικού ποσού 1.000.000 ευρώ .
- Το 2012, λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες που επικρατούν στην εγχώρια αγορά, βασικός άξονας της στρατηγικής της εταιρείας για την βελτίωση της ρευστότητας, είναι η επέκταση των δραστηριοτήτων της στις εκτός Ελλάδος αγορές και κυρίως στη Μέση Ανατολή, κάνοντας στροφή στον ιατρικό τουρισμό. Ταυτόχρονα γίνονται προσπάθειες για διασύνδεση των μονάδων με κατοίκους ξένων χωρών στο πλαίσιο σχετικών συμφωνιών, στοχεύοντας στην

παροχή υψηλής ποιότητας υπηρεσιών υγείας σε ξένους υπηκόους. Επιτυχημένο παράδειγμα υπήρξε η περίθαλψη τραυματιών από την Λιβύη.

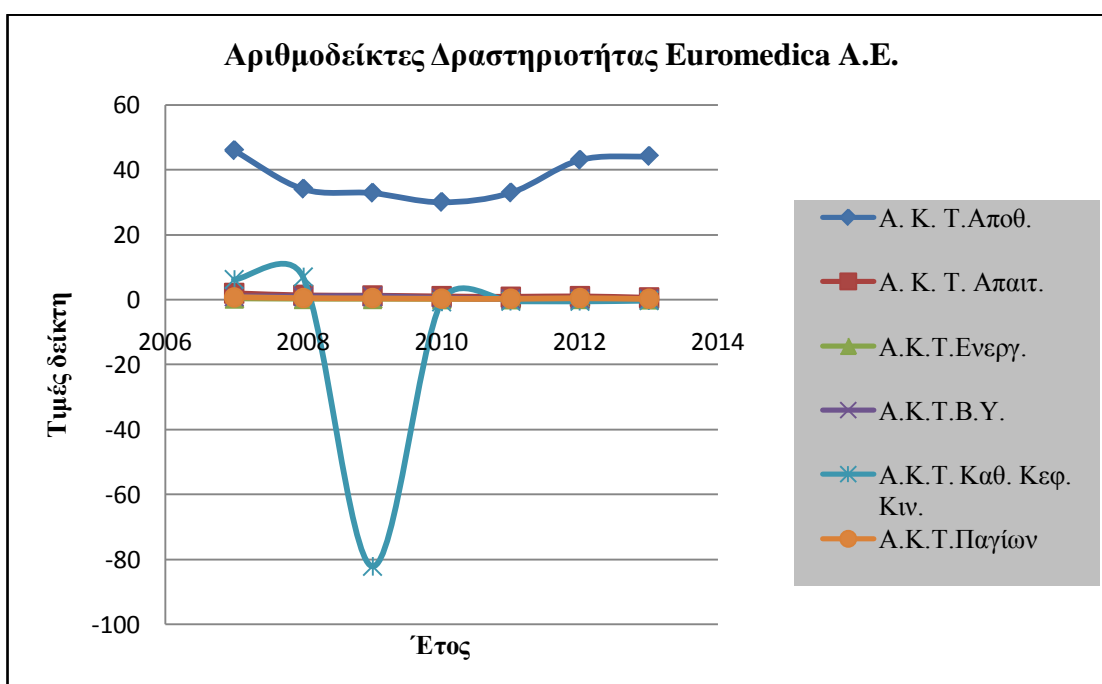
Η χρηματοπιστωτική κρίση γίνεται εμφανής ήδη από την περίοδο 2008-2009, όπου ξεκινάει μια πτωτική πορεία των τιμών των αριθμοδεικτών ρευστότητας του EUROMEDICA A.E.. Η μεγαλύτερη όμως ποσοστιαία μεταβολή καταγράφεται τη διετία 2009-2010 κατά την οποία οι αριθμοδείκτες Γενικής και Ειδικής Ρευστότητας μειώνονται σε ποσοστά πάνω από 50%. Κατά την περίοδο 2010-2013, όπου η ύφεση έχει προκαλέσει σημαντικές επιπτώσεις σε παγκόσμιο επίπεδο, επηρεάζοντας τόσο τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος όσο και την πραγματική οικονομία, παρατηρούμε όλο και μειούμενη τάση των αριθμοδεικτών ρευστότητας, οι οποίοι το 2013 λαμβάνουν τις χαμηλότερες τιμές όλης της εξεταζόμενης περιόδου. Επίσης η εταιρεία πριν το 2011 φαίνεται να δέσμευε σημαντικά κεφάλαια για την υλοποίηση επενδυτικού προγράμματος, το οποίο αφορούσε την απόκτηση σύγχρονου ιατρικού εξοπλισμού και κυρίως τη διεύρυνση του δικτύου εταιρειών, με αποτέλεσμα να οδηγηθεί σε σημαντική αύξηση των δανειακών της αναγκών τα επόμενα έτη. Ενώ μετά το 2012 η ρευστότητά της επιβαρύνεται αρκετά από τον μηχανισμό ‘clawback’ και ‘rebate’

7.3.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ EUROMEDICA A.E.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Α.Κ.Τ. Αποθ.)	46,01	34,14	32,89	30,05	32,95	43,03	44,23
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων =365/ Α.Κ.Τ. Αποθ.	8	11	11	12	11	8	8
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων (Α.Κ.Τ. Απαιτ.)	1,99	1,33	1,26	1,02	0,91	1,04	0,62
Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων=365/Α.Κ.Τ.	183	274	289	359	402	350	589

Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (Α.Κ.Τ.Ενεργ.)	0,46	0,33	0,32	0,26	0,24	0,32	0,20
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Α.Κ.Τ. Β.Υ.)	0,99	0,94	1,05	0,50	0,30	0,27	0,21
Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων=365/Α.Κ.Τ.Β.Υ	369	388	348	725	1222	1355	1745
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Α.Κ.Τ. Καθ. Κεφ. Κιν.)	6,22	7,03	-82,04	-0,66	-0,46	-0,48	-0,25
Αριθμ. Κυκλοφοριακής ταχύτητας Παγίων (Α.Κ.Τ. Παγίων)	0,73	0,51	0,44	0,37	0,34	0,47	0,31

www.euromedica.gr



Από το 2007 έως το 2010 παρατηρείται αύξηση του αριθμού των ημερών που παραμένουν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρι να πωληθούν, ενώ από το 2010 και μετά παρατηρείται μείωση των τιμών τους, καταλήγοντας όπως και το 2007 στις 8 ημέρες. Αντίθετα η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων την περίοδο 2007-2009 παρουσιάζει διαχρονική μείωση ενώ μετά το 2010 καταγράφει ανοδική πορεία. Σε

συνδυασμό με τα στοιχεία του παραρτήματος οι μεταβολές στην πορεία του τελευταίου αριθμοδείκτη επηρεάζονται περισσότερο από τις μεταβολές στο μέσο όρο αποθεμάτων, οι οποίες είναι αναλογικά μεγαλύτερες από τις μεταβολές των τιμών του Κόστους Πωληθέντων.

Οι παραπάνω μεταβολές, όσον αφορά στην περίοδο 2010-2013, παρέχουν ενδείξεις για πιο εύστοχες πολιτικές της εταιρείας που αφορούν στη διαχείριση των αποθεμάτων, καθώς κατά την περίοδο αυτή, όπου έχει επέλθει η οικονομική κρίση, διατηρήσαν το ποσό των αποθεμάτων που χρειάζονται σε χαμηλότερα επίπεδα συγκριτικά με την περίοδο 2007-2009. Επομένως κατάφεραν να εξοικονομήσουν δαπάνες αποθήκευσης και να μειώσουν τον κίνδυνο της μη πωλήσεως των υπηρεσιών της εταιρείας εξαιτίας της πορείας της αγοράς.

Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων ακολουθεί καθοδική πορεία, με εξαίρεση το 2012, όπου καταγράφεται μια μικρή αύξηση. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση του κύκλου εργασιών (16.6% συγκριτικά με το 2011) εξαιτίας της σύμβασης που είχε συνάψει η εταιρεία με τη Λιβυκή πρεσβεία. Η εν λόγω σύμβαση είχε ως αποτέλεσμα οι Κλινικές και τα Κέντρα Αποκατάστασης να εμφανίζουν αυξημένη πληρότητα. Σε αντίθεση με τα προηγούμενα, η αποτελεσματικότητα της διοικήσεως της επιχείρησης σχετικά με τις διαδικασίες είσπραξης των απαιτήσεών της και κατ' επέκταση με την πιστωτική της ικανότητα φαίνεται να μειώνεται διαχρονικά, με τον αριθμοδείκτη να λαμβάνει τη χαμηλότερη τιμή του το 2013. Αξιοσημείωτη είναι και η αύξηση της μέσης διάρκειας παραμονής των απαιτήσεων από το 2007 στο 2013 που φτάνει σε ποσοστό 222%.

Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο οι αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού και Παγίων παρουσιάζουν μείωση (με εξαίρεση το 2012). Η μείωση των εν λόγω αριθμοδεικτών διαχρονικά στην ουσία σημαίνει μια κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων σε στοιχεία του ενεργητικού και στα πάγια της, σε σχέση με τις πωλήσεις της, γεγονός που πιθανότατα την οδηγήσει σε δυσμενή θέση. Τούτο διότι, αφενός η υπερεπένδυση αυτή θα υπάρχει για αρκετό χρονικό διάστημα και αφετέρου θα επιβαρύνει την επιχείρηση με αυξημένες υποχρεώσεις για πληρωμή τόκων, δαπανών συντηρήσεως και άλλων σταθερών δαπανών, ιδίως στις περιπτώσεις που η χρηματοδότηση των παγίων έχει γίνει με μεσοβραχυπρόθεσμα δάνεια ή με έκδοση

ομολογιακών δανείων. Μια τέτοια κατάσταση αν δεν αντιμετωπιστεί με εντατικοποίηση της διοικήσεως στον τομέα των πωλήσεων, θα έχει ως αποτέλεσμα να οδηγηθεί η επιχείρηση σε αδυναμία εκπληρώσεως των υποχρεώσεων της.

Πτωτική πορεία ακολουθεί και ο αριθμοδείκτης Κ.Τ.Β.Υ., με εξαίρεση το 2009 λόγω μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων το 2008. Αντίθετα ο αριθμός των ημερών που οι υποχρεώσεις παραμένουν απλήρωτες, από το 2007 έως το 2013, αυξάνεται κατά προσέγγιση σε ποσοστό 373%. Η αξιοσημείωτη αυτή πτώση δείχνει την αλλαγή της πιστοληπτικής πολιτικής της επιχείρησης η οποία εμπνέει ανησυχία τόσο από την πλευρά των προμηθευτών όσο και από την πλευρά της διοικήσεως. Εξίσου ανησυχητικές πληροφορίες λαμβάνουμε και από τη σύγκριση της Κ.Τ. Απαιτήσεων με την Κ.Τ.Β.Υ., όπου η πρώτη είναι μεγαλύτερη από τη δεύτερη σε όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου και αυτό σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Ως εκ τούτου η εταιρεία δε χρειάζεται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία ,δεδομένου ότι η χρηματοδότηση αυτής γίνεται κυρίως από πιστωτές της.

Ο αριθμοδείκτης Κ.Τ. Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης από το 2009 έως το 2013 λαμβάνει αρνητικές τιμές εξαιτίας του αρνητικού προσήμου του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης. Από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις προκύπτει ότι το σύνολο των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων υπερέβαινε το σύνολο των κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων, λόγω της μη τήρησης συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών εντός καθορισμένων ορίων (covenants) και λοιπών όρων. Η χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας των κεφαλαίων κίνησης τα τελευταία έτη είναι αποτέλεσμα συνδυασμών παραγόντων, όπως της χαμηλής ταχύτητας είσπραξης των απαιτήσεων και αυξημένων κεφαλαίων κίνησης επενδυμένων σε προσωρινές επενδύσεις.

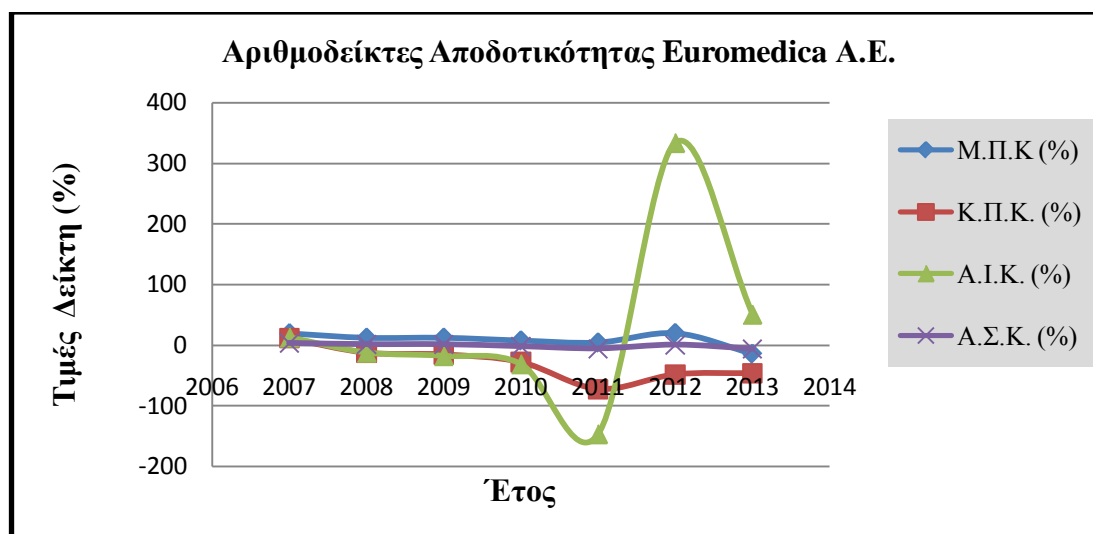
Συμπερασματικά σε όλη την περίοδο 2007-2013, οι τιμές των παραπάνω αριθμοδεικτών δραστηριότητας, είναι εμφανώς επηρεασμένοι από την ιδιαίτερα χαμηλή ελαστικότητα της ζήτησης υπηρεσιών υγείας λόγω και οικονομικής κρίσης , και δεν μπορούν να θεωρηθούν ικανοποιητικοί για τις περισσότερες από τις χρήσεις που εξετάζουμε (με εξαίρεση τους αριθμοδείκτες Κ.Τ. Αποθεμάτων και την αντίστοιχη Μ.Δ. Παραμονής Αποθ.). Η εταιρεία πρέπει να ακολουθήσει στρατηγικές που θα αυξήσουν την κυκλοφοριακή ταχύτητα των περιουσιακών της στοιχείων, αφού σε κάθε

παραγωγικό κύκλο αυτών, μαζί με τα διατεθέντα επανεισάγουν και τα συντελεσθέντα κέρδη.

7.3.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ EUROMEDICA Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Μ.Π.Κ.)	0,197	0,126	0,126	0,080	0,048	0,200	-0,138
Μ.Π.Κ (%)	19,75	12,55	12,59	8,04	4,75	20,04	-13,77
Αριθμ. Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Κ.Π.Κ.)	0,115	-0,121	-0,150	-0,276	-0,718	-0,479	-0,458
Κ.Π.Κ (%)	11,46	-12,05	-15,00	-27,59	-71,79	-47,88	-45,78
Αριθμ. Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Α.Ι.Κ.)	0,134	-0,116	-0,171	-0,306	-1,460	3,340	0,512
Α.Ι.Κ. (%)	13,44	-11,57	-17,13	-30,59	-146,00	334,04	51,16
Αριθμ. Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων (Α.Σ.Κ.)	0,040	0,020	0,020	-0,014	-0,050	0,013	-0,055
Α.Σ.Κ. (%)	4,04	2,02	1,96	-1,36	-5,04	1,26	-5,54

www.euromedica.gr



Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο ο αριθμοδείκτης Μ.Π.Κ. καταγράφει καθοδική πορεία, με μοναδική εξαίρεση το 2012. Το 2013 λαμβάνει αρνητικό πρόσημο, το οποίο οφείλεται στο αρνητικό πρόσημο των Μικτών Κερδών Εκμετάλλευσης. Οι χαμηλές τιμές του αριθμοδείκτη δείχνουν μια μέτρια πολιτική της διοικήσεως στον τομέα αγορών και πωλήσεων. Το γεγονός αυτό ίσως την οδηγήσει σε στασιμότητα των πωλήσεων με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται αγορές σε μεγάλες ποσότητες, που θα μπορούσαν να επιτευχθούν με χαμηλότερες τιμές. Επίσης, μπορούμε να πούμε

ότι η πορεία του αριθμοδείκτη Μ.Π.Κ. αντανακλά και το γεγονός ότι η εταιρεία έχει κάνει επενδύσεις, που δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεων της. Και ο αριθμοδείκτης Κ.Π.Κ. παρουσιάζει μείωση από το 2007 έως το 2011, όμως την περίοδο 2012-2013 οι τιμές του αυξάνονται αλλά όχι σε ικανοποιητικά επίπεδα. Από το 2008 και μετά λαμβάνει αρνητικές τιμές και αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει μόνο ζημιές από τις λειτουργικές δραστηριότητές της.

Επιπροσθέτως, η διαχρονική εξέταση του αριθμοδείκτη Κ.Π.Κ. μπορεί να παρέχει μια ένδειξη για την επιλογή της επενδυτικής πολιτικής της εταιρίας αναφορικά με την απόφασή της για την υπαγωγή των επενδυτικών της προγραμμάτων στην περισσότερο συμφέρουσα δέσμη κινήτρων της αναπτυξιακής νομοθεσίας. Δηλαδή, μπορεί να θεωρηθεί συμφέρουσα επενδυτική πολιτική επιλογή η υπαγωγή της στη δέσμη των φορολογικών ελαφρύνσεων και όχι της δωρεάν επιχορήγησης, εφόσον η εταιρεία θεωρήσει πιο συμφέρουσα την επιλογή της καταβολής λιγότερων φόρων για λόγους ενίσχυσης της αυτοχρηματοδότησης της, με την δημιουργία μεγαλύτερου αποθεματικού κεφαλαίου για επενδύσεις, από την ενίσχυση της κεφαλαιακής της βάσης για επέκταση των δραστηριοτήτων της. Ενδεικτικά από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις η EUROMEDICA A.E. προκύπτει ότι η εταιρεία τα έτη 2010, 2011 και 2012 έλαβε κρατικές επιχορηγήσεις που σχετίζονται με επενδύσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων – κυρίως κτιριακών εγκαταστάσεων και μηχανολογικού εξοπλισμού. Τα ποσά που μεταφέρθηκαν στην κατάσταση συνολικών εσόδων ανήλθαν σε 68.000 ευρώ, 15.000 ευρώ, 16.000 ευρώ αντίστοιχα.

Ο αριθμοδείκτης Α.Ι.Κ. αφορά άμεσα τους μετόχους αφού παρέχει πληροφορίες για την επιτυχή ή όχι τοποθέτηση και απόδοση των κεφαλαίων τους. Η πορεία του αριθμοδείκτη είναι πτωτική μέχρι το 2011, συγκεκριμένα την περίοδο 2008-2011 λαμβάνει αρνητικές τιμές, λόγω της παρουσίας ζημιών στην εταιρεία. Όμως αν και φαινομενικά υπάρχει αύξηση το 2012 στην συνέχεια παρουσιάζει πάλι κάμψη. Επιπλέον το θετικό πρόσημο των τιμών του εν λόγω αριθμοδείκτη τα δυο τελευταία έτη οφείλεται κυρίως στις ζημιές που έχουν πραγματοποιηθεί στην εταιρεία σε συνδυασμό με την μείωση του μεγέθους των κεφαλαίων των μετόχων. Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι ο αριθμοδείκτης αυτός δεν κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα και παρουσιάζει ότι η εταιρεία πάσχει σε κάποιον τομέα της.

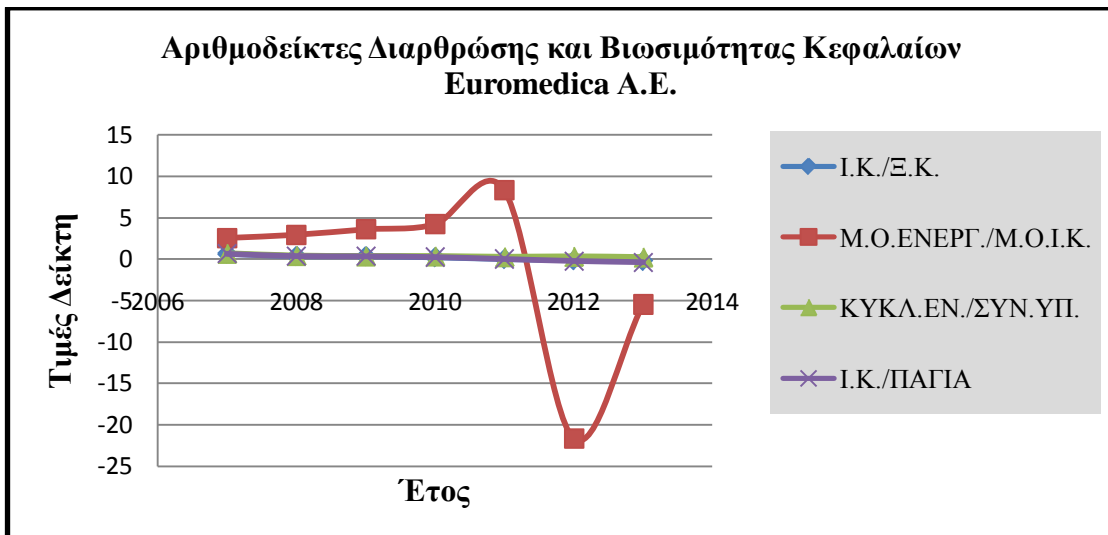
Από την άλλη πλευρά ο αριθμοδείκτης Α.Σ.Κ. επειδή εκφράζει την αποτελεσματικότητα της δράσης της εταιρείας ως ολοκληρωμένο σύνολο, παρουσιάζει ενδιαφέρον όχι μόνο για τους μετόχους αλλά και για τους πιστωτές της, τους μελλοντικούς μετόχους (επενδυτές) και για τις τράπεζες που συνήθως χρηματοδοτούν τα επενδυτικά τους προγράμματα. Ο εν λόγω δείκτης σε όλη την επταετία παρουσιάζει κάμψη, με εξαίρεση το 2012. Μετά το 2010 οι περισσότερες τιμές του βρίσκονται κάτω από το μηδέν και αυτό σημαίνει αφενός ότι η εταιρεία αντιμετωπίζει περίοδο κρίσης και αφετέρου ότι υπάρχουν αυξημένες πιθανότητες για μια ενδεχόμενη διακοπή της λειτουργίας της.

Εν κατακλείδι, την περίοδο 2007-2009 ξεκινάει η πτωτική πορεία των παραπάνω αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, η οποία συνεχίζεται και την περίοδο 2010-2013, με μοναδική εξαίρεση το 2012. Επομένως οι τιμές των εν λόγω αριθμοδεικτών σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο δεν μπορούν να θεωρηθούν ικανοποιητικές, γεγονός που οφείλεται τόσο στην αβεβαιότητα που παρέχει το οικονομικό περιβάλλον όσο και στις μη αποτελεσματικές πολιτικές που ακολούθησε η εταιρεία, σχετικά με τη βελτίωση της αποδοτικότητάς της. Επιπλέον την περίοδο 2008-2011 οι τιμές του αριθμοδείκτη Α.Σ.Κ. είναι υψηλότερες από τις τιμές του αριθμοδείκτη Α.Ι.Κ., η διαφορά αυτή σημαίνει ότι η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της οικονομικής μονάδας είναι αρνητική και ότι η επιχείρηση δανείζεται με επαχθείς όρους.

7.3.4 Αριθμοδείκτες Διάθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ EUROMEDICA A.E.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I.K./Ξ.Κ.	0,68	0,39	0,38	0,25	0,03	-0,11	-0,20
Μ.Ο.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρηματοοικονομικής Μόχλ.ευσης)	2,55	2,93	3,59	4,21	8,31	-21,64	-5,47
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ.	0,69	0,42	0,37	0,37	0,28	0,33	0,24
I.Κ./ΠΑΓΙΑ	0,69	0,41	0,37	0,28	0,04	-0,20	-0,36

www.euromedica.gr



Σε όλη την διάρκεια της επταετίας ο αριθμοδείκτης I.K./Ξ.Κ. καταγράφει πτωτική πορεία επηρεαζόμενος κυρίως από την ανοδική πορεία των ξένων κεφαλαίων. Επειδή ο εν λόγω δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, λαμβάνοντας από το 2012 και μετά αρνητικές τιμές, αυτό μας δείχνει ότι οι πιστωτές της εταιρείας συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι φορείς της εταιρείας. Οι χαμηλές τιμές του εκφράζουν την περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών του. Επίσης πτωτική πορεία την περίοδο 2007-2013 παρουσιάζει και ο αριθμοδείκτης I.K./ΠΑΓΙΑ με τις τιμές του να λαμβάνουν αρνητικές τιμές μετά το 2011. Ο εν λόγω δείκτης εμφανίζεται διαχρονικά μικρότερος από την μονάδα, γεγονός που υποδηλώνει για την εταιρεία ανυπαρξία μόνιμου κεφαλαίου κίνησης, καθώς και ότι μέρος των παγίων περιουσιακών στοιχείων καλύπτονται από βραχυπρόθεσμο δανεισμό, πράγμα που αντίκειται στη

βασική αρχή και φιλοσοφία της ορθολογικής κεφαλαιακής συγκρότησης των εταιρειών.

Ο αριθμοδείκτης Κυκλ. Ενεργ./ Συν.Υπ. παρουσιάζει και αυτός με την σειρά του πτωτική πορεία, και είναι επηρεασμένος από τις λειτουργικές και έκτακτες ζημιές της εταιρείας. Ο εν λόγω αριθμοδείκτης εμφανίζει κυρίως τη ρευστότητα των μακροχρόνιων υποχρεώσεων της εταιρείας και είναι σημαντικός δεδομένου ότι ορισμένα κυκλοφοριακά στοιχεία έχουν χαμηλό βαθμό ρευστοποίησης. Οι χαμηλές τιμές του αποτελούν ενδείξεις ότι οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας δεν θα μπορέσουν να εξοφληθούν από τα κεφάλαια κίνησής της σε περίπτωση ρευστοποίησης του κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Ο αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης παρουσιάζει και αυτός την διάρθρωση των κεφαλαίων της εταιρείας. Από το 2007 έως το 2011 ο αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης καταγράφει ανοδική πορεία. Ενώ το 2012 καταγράφει πτώση, λαμβάνοντας αρνητική τιμή, η οποία επηρεάζεται από την αύξηση των δανειακών και λοιπών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και την μείωση των ιδίων κεφαλαίων που οφείλεται κατά κύριο λόγο στην πραγματοποίηση ζημιωγόνων αποτελεσμάτων.

Συμπερασματικά, οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας την περίοδο 2010-2013, με εξαίρεση τον αριθμοδείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, παρουσιάζουν μεγαλύτερη πτώση από την περίοδο 2007-2009, η οποία απορρέει τόσο από την χρηματοπιστωτική κρίση όσο και από τις πολιτικές της διοίκησης της εταιρείας. Η εταιρεία τα τελευταία χρόνια διαθέτει περισσότερα δανειακά κεφάλαια από ό,τι στην αρχή της περιόδου και δεν βρίσκεται σε θέση να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της, που απορρέουν από την χρησιμοποίηση των ξένων αυτών κεφαλαίων (επιστροφή κεφαλαίων και πληρωμή τόκων).

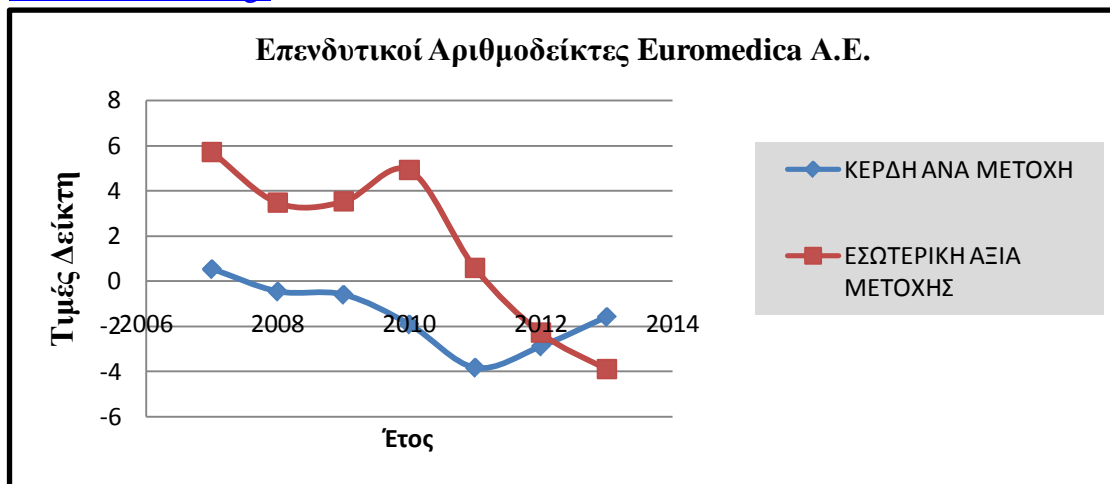
Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα, μελλοντικά τα ίδια κεφάλαιά της να υποστούν μεγαλύτερη ζημία από αυτή των τελευταίων ετών. Γιατί όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία των ξένων κεφαλαίων, στο σύνολο των κεφαλαίων της, τόσο περισσότερο χρωσμένη εμφανίζεται και τόσο μεγαλύτερες είναι οι σταθερές επιβαρύνσεις και υποχρεώσεις της για την εξόφλησή τους. Εξ' άλλου το μεγάλο ποσοστό υποχρεώσεων στη διάρθρωση των κεφαλαίων μιας εταιρείας αυξάνει τον κίνδυνο, τόσο για τους επενδυτές μετόχους όσο και για τους πιστωτές της. Αυτό συμβαίνει διότι αν οι

πιστωτές θα επιδιώξουν την εξόφλησή τους, παρουσιάζεται το ενδεχόμενο να οδηγήσουν την επιχείρηση ακόμα και σε πτώχευση.

7.3.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ EUROMEDICA A.E.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Κέρδη ανά Μετοχή	0,54	-0,46	-0,60	- 1,91	- 3,83	- 2,89	-1,58
Εσωτερική Αξία Μετοχής	5,71	3,47	3,52	4,92	0,58	-2,29	-3,90

www.euromedica.gr



Το ύψος των κερδών ανά μετοχή αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης με βάση τη μια μετοχή και χρησιμοποιείται ευρύτατα στην χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας. Η ποσοστιαία αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί το σημαντικότερο κριτήριο επιλογής της μετοχής από τους επενδυτές. Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι ο αριθμοδείκτης Κέρδη ανά μετοχή, λαμβάνει αρνητικές τιμές από το 2008 έως το 2013, εξαιτίας του αρνητικού προσήμου των Καθαρών Κερδών μετά από φόρους και αυτό ερμηνεύεται ως ζημιά για τους κατόχους των μετοχών. Η πορεία του εν λόγω αριθμοδείκτη επηρεάζεται και από τον αριθμό των μετοχών, ο οποίος σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο μεταβάλλεται συνεχώς. Ενδεικτικά η μεγαλύτερη μεταβολή στον σταθμισμένο μέσο όρο των αριθμών των μετοχών παρουσιάζεται κατά τα έτη 2009 -2010 από 42.287.332 σε 19.659.246 μετοχές. Ο αριθμοδείκτης εσωτερική αξία μετοχής σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο

παρουσιάζει αυξομειώσεις λαμβάνοντας αρνητικές τιμές τα δυο τελευταία έτη οι οποίες οφείλονται στο αρνητικό πρόσημο των ιδίων κεφαλαίων.

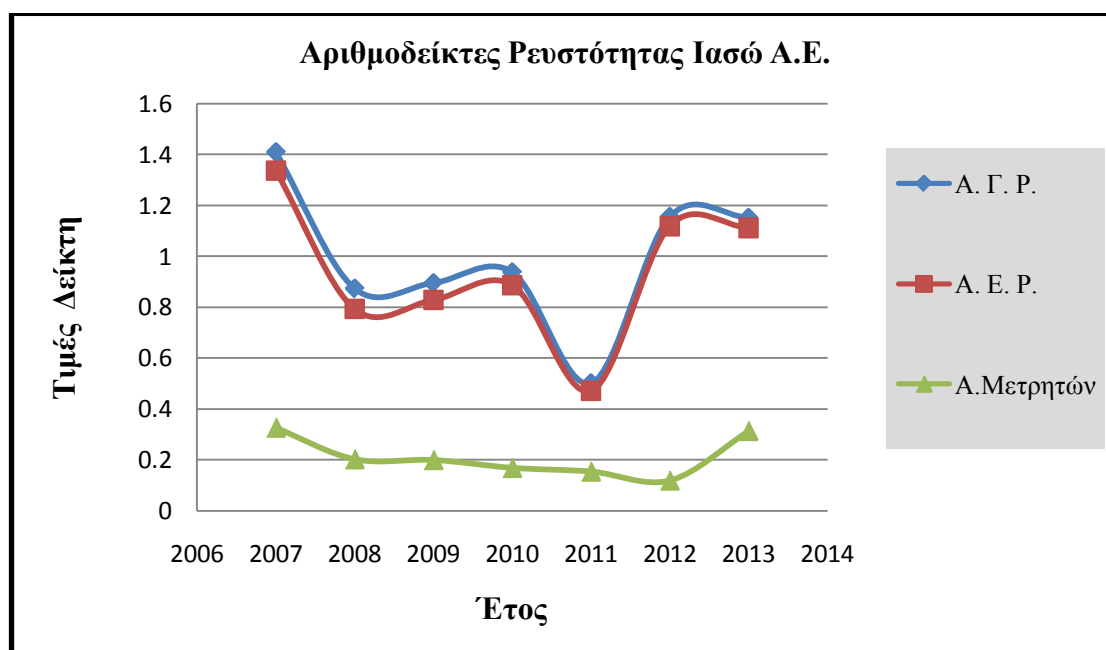
Συμπερασματικά οι εν λόγω επενδυτικοί αριθμοδείκτες την περίοδο 2007-2009 παρουσιάζουν πτώση. Ενώ την περίοδο 2010-2013 αυξομειώνονται. Συγκεκριμένα ο δείκτης Κέρδη ανά μετοχή λαμβάνοντας σε όλη την περίοδο αρνητικές τιμές ενώ ο δείκτης εσωτερική αξία μετοχής μόνο τα δυο τελευταία χρόνια.

7.4 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Ιασώ Α.Ε.

7.4.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΙΑΣΩ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας(Α.Γ.Ρ.)	1,41	0,87	0,90	0,94	0,50	1,16	1,15
Αριθμ. Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας(Α.Ε.Ρ.)	1,34	0,79	0,83	0,89	0,47	1,12	1,11
Αριθμ. Μετρητών (Α. Μετρητών)	0,33	0,20	0,20	0,17	0,16	0,12	0,31

www.iaso.gr



Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω διάγραμμα οι αριθμοδείκτες έμμεσης και άμεσης ρευστότητας, ακολουθούν την ίδια πορεία, παρουσιάζοντας τις ίδιες αυξομειώσεις, γεγονός που υποδεικνύει ότι δεν υπάρχει αξιολογή μεταβολή των αποθεμάτων στην επιχείρηση κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Σύμφωνα με την εμπειρική σύγκριση θα έπρεπε ο $A.G.P. \geq 2$ και ο $A.E.P. \geq 1$, κάτι το οποίο δεν ικανοποιείται για την εταιρεία την περίοδο 2008 – 2011, λαμβάνοντας μάλιστα τη χαμηλότερη τιμή τους το 2011. Η εταιρεία θα μπορούσε να βελτιώσει την κατάστασή της αν χρησιμοποιούσε μακροπρόθεσμα δάνεια ή Ίδια Κεφάλαια για να αγοράσει στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού ή αν περιόριζε υφιστάμενες επισφαλείς απαιτήσεις (με αποτέλεσμα να μειωθεί ο κίνδυνος) .

Αναλυτικότερα το 2008, τα ταμειακά διαθέσιμα και τα ταμειακά ισοδύναμα μειώθηκαν σχεδόν στο μισό συγκριτικά με το 2007 (από 12.486.263,90€ σε 6.157.697,72€). Αναλογική αύξηση έχουμε και στα βραχυπρόθεσμα δάνεια όπου από 2.496.175,00€ έγιναν 5.500.000,00€. Επίσης οι χαμηλότερες τιμές των δεικτών το έτος 2011 οφείλονται τόσο στη μείωση του συνόλου των Λοιπών Απαιτήσεων από 14.275.749,41€ το έτος 2010 στα 7.397.482,19€, όσο και στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων της εταιρείας κατά την τρέχουσα χρήση, εξαιτίας της μεταφοράς μέρους του ομολογιακού δανείου ύψους 18,5 εκ ευρώ από τις μακροπρόθεσμες στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Το 2012 οι τιμές των δυο αριθμοδεικτών ξεπερνούν την μονάδα και διαγράφουν ανοδική πορεία, παρέχοντας την ένδειξη μιας ευνοϊκότερης κατάστασης για την εταιρεία σε ότι αφορά την ικανότητά της να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Η μεταβολή αυτή των δεικτών είναι άμεση συνέπεια της αύξησης του συνόλου των απαιτήσεων από πελάτες, κατά 13.727.076,81 ευρώ που οφείλεται σε συνεργασία από τις αρχές του 2012 με τον Ε.Ο.Π.Υ.Υ. . Όμως παρόλο την αύξηση των δεικτών ρευστότητας αρνητικό χαρακτηριστικό για την αξιολόγησή τους είναι αφενός η αύξηση της πρόβλεψης απομείωσης εμπορικών απαιτήσεων ύψους 0,95 εκ. ευρώ (έναντι του 2011), λόγω του δυσμενούς οικονομικού περιβάλλοντος και αφετέρου η νέα σύναψη κοινού ομολογιακού δανείου. Το 2013 οι τιμές βρίσκονται πάνω από την μονάδα αλλά είναι μικρότερες από τις τιμές του 2012, κυρίως βάση του ποσοστιαίου

υπολογισμού των προβλέψεων του Ε.Ο.Π.Υ.Υ. για rebate και clawback, ποσού 10.334.577,53 ευρώ, τα οποία επιβαρύνουν την εταιρεία.

Όσον αφορά στον δείκτη Μετρητών, οι τιμές του κατά την περίοδο 2007-2012 παρουσιάζουν πτώση και είναι μικρότερες της μονάδας, υποδεικνύοντάς μας ότι ο βαθμός ρευστότητας δεν είναι ικανοποιητικός. Μόνο το 2013 παρουσιάζεται μικρή αύξηση της τιμής του αριθμοδείκτη, η οποία μπορεί να ερμηνευτεί από την αύξηση της μέσης διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων και αύξηση των διαθέσιμων συγκριτικά με τα προηγούμενα έτη.

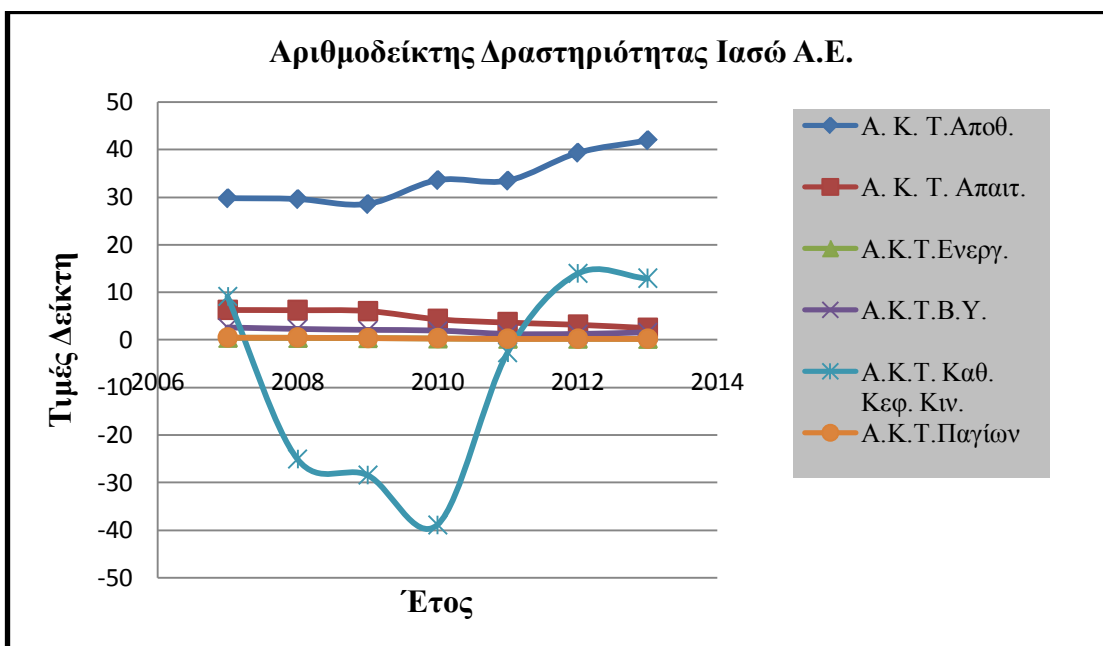
Συμπερασματικά, σε όλη την διάρκεια της επταετίας (2007-2013) η ρευστότητα κινείται γενικά σε χαμηλά επίπεδα. Ειδικότερα μετά από το 2007 και μέχρι το 2011, φαίνεται ότι τα στοιχεία που ρευστοποιούνται εύκολα δεν επαρκούν για να καλύψει η επιχείρηση τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, δείχνοντας έτσι μια όχι καλή πολιτική της εταιρείας όσον αφορά την ρευστότητα της τόσο πριν όσο και μετά τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες που προήλθαν από την διεθνή και κυρίως από την εγχώρια κρίση. Συνεπώς, αφού οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της εταιρείας είναι μεγαλύτερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό της, είναι πιθανό να μην να εξυπηρετηθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα οι απαιτήσεις των πιστωτών.

7.4.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΙΑΣΩ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Α.Κ.Τ. Αποθ.)	29,73	29,56	28,52	33,55	33,43	39,30	41,93
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων =365/ Α.Κ.Τ. Αποθ.	12	12	13	11	11	9	9
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων (Α.Κ.Τ. Απαιτ.)	6,24	6,20	6,03	4,33	3,65	3,20	2,52
Μέση Διάρκεια Είσπραξης	58	59	61	84	100	114	145

Απαιτήσεων=365/Α.Κ.Τ. Απαιτ.							
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (Α.Κ.Τ.Ενεργ.)	0,43	0,41	0,37	0,29	0,23	0,23	0,21
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Α.Κ.Τ. Β.Υ.)	2,56	2,27	2,08	1,94	1,26	1,26	1,59
Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων=365/Α.Κ.Τ.Β.Υ.	142	161	176	188	289	290	230
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Α.Κ.Τ. Καθ. Κεφ. Κιν.)	9,12	-25,05	-28,42	-38,85	-2,67	13,92	12,92
Αριθμ. Κυκλοφοριακής ταχύτητας Παγίων (Α.Κ.Τ. Παγίων)	0,50	0,48	0,41	0,33	0,25	0,26	0,24

Η εταιρεία στην προσπάθειά της να αντιμετωπίσει την έλλειψη ρευστότητας αναζήτησε την λύση κυρίως στα ομολογιακά δάνεια, επιδιώκοντας να εξασφαλίσει την αναγκαία ροή χρήματος για την χρηματοδότηση προηγούμενων δανειακών υποχρεώσεων, για κεφάλαιο κίνησης αλλά και για την αναχρηματοδότηση του επενδυτικού της προγράμματος. Συγκεκριμένα κατά την μελετώμενη περίοδο, η εταιρεία την 07/11/2008 προέβη στην σύναψη σύμβασης κοινού ομολογιακού δανείου (revolving) 3ετους διάρκειας, ύψους 18.500.000,00 εκ ευρώ με την εθνική τράπεζα της Ελλάδος και την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (Κύπρου). Επίσης εντός της χρήσης του 2012, η ΙΑΣΩ Α.Ε. έχει συνολογήσει με τις πιστώτριες τράπεζες ΕΤΕ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. και ΕΤΕ ΚΥΠΡΟΥ LTD τη σύναψη νέου κοινού ομολογιακού δανείου που περιλαμβάνει όλα τα υφιστάμενα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια των ως άνω τραπεζών.



Κατά την μελετώμενη περίοδο, ο αριθμοδείκτης Κ. Τ. Αποθ. παρουσιάζει αυξομειώσεις, οι οποίες επηρεάζονται από τις επικρατούσες οικονομικές συγκυρίες, αλλά χαρακτηρίζεται διαχρονικά από σταδιακή αύξηση των τιμών του. Ενδεικτικά τα αποθέματα της επιχείρησης, σε σχέση με τις πωλήσεις της, κατά τη χρήση του 2007 ανανεώθηκαν κατά 29,73 φορές ,ενώ το 2013 41,93 φορές. Αυτή η διαχρονική αύξηση, παρουσιάζει μια πιο αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης παρά τη δυσμενή οικονομική συγκυρία. Από την άλλη πλευρά παρατηρούμε διαχρονική μείωση της ταχύτητας εισπράξεως των απαιτήσεων. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία βρίσκεται σε δυσμενέστερη θέση από απόψεως χορηγούμενων πιστώσεων από ότι στο παρελθόν λόγω του γεγονότος ότι αυξάνεται το χρονικό διάστημα που παραμένουν ανείσπρακτες οι απαιτήσεις της.

Όσον αφορά στους αριθμοδείκτες Κ.Τ. Απαιτ. , Κ.Τ. Ενεργ. και Κ.Τ. Παγίων, συντελεστής της καθοδικής πορείας τους είναι η πορεία των Καθαρών Πωλήσεων. Σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας οι μειώσεις στα ποσοστά των Καθαρών Πωλήσεων , την περίοδο 2007-2013, οφείλονται κυρίως στους παρακάτω λόγους:

- Στην μείωση των εσόδων από εσωτερικούς ασθενείς και από εξωτερικούς ασθενείς.
- Στην μείωση των τιμών στις οποίες προέβη η διοίκηση της εταιρείας.

- Στις αλλαγές της τιμολογιακής πολιτικής που υπέφερε η συνεργασία με τον ΕΟΠΥΥ (2012).
- Στην αλλαγή της ζήτησης κλινών (οι ασθενείς μετά το 2011 επιλέγουν χαμηλότερες θέσεις νοσηλείας).
- Στην αλλαγή του μίγματος των πελατών - ασθενών (επιλέγουν χαμηλότερου κόστους ιατρικές πράξεις).

Η μείωση των τιμών των αριθμοδεικτών Κ.Τ. Ενεργ. και Κ.Τ. Παγίων παρέχει ενδείξεις μιας ολοένα μικρότερη χρησιμοποίησης του ενεργητικού και των παγίων σε σχέση με τις πωλήσεις της εταιρείας, κάτι που ουσιαστικά σημαίνει κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων στα στοιχεία του ενεργητικού αλλά και στα πάγια, που επιβαρύνουν περισσότερο την επιχείρηση σε συνδυασμό με την λήψη ομολογιακών δανείων που έχει προβεί. Ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας που συμβάλλει στη μείωση των τιμών των αριθμοδεικτών αυτών είναι και το γεγονός ότι η εταιρεία δεν είχε αποτελεσματικές πωλήσεις.

Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω διάγραμμα ο αριθμοδείκτης Κ.Τ.Β.Υ. μειώνεται διαχρονικά ενώ το 2013 έχουμε αύξηση της τάξεως του 26,20% σε σχέση με το 2012. Αντίστροφη καθορίζεται η πορεία των ημερών που οι υποχρεώσεις μένουν απλήρωτες. Οι συνεχείς αυτές μεταβολές παρουσιάζουν μεταβολές στη πιστοληπτική πολιτική της επιχείρησης. Διαχρονικά η Κ.Τ. Απαιτ. είναι μεγαλύτερη από την Κ.Τ.Β.Υ. και αυτό σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις της εταιρείας εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Ως επακόλουθο η εταιρεία δεν είναι απαραίτητο να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφορούντα στοιχεία, δεδομένου ότι γίνεται μια κάποια αναχρηματοδότηση αυτής από τους πιστωτές της.

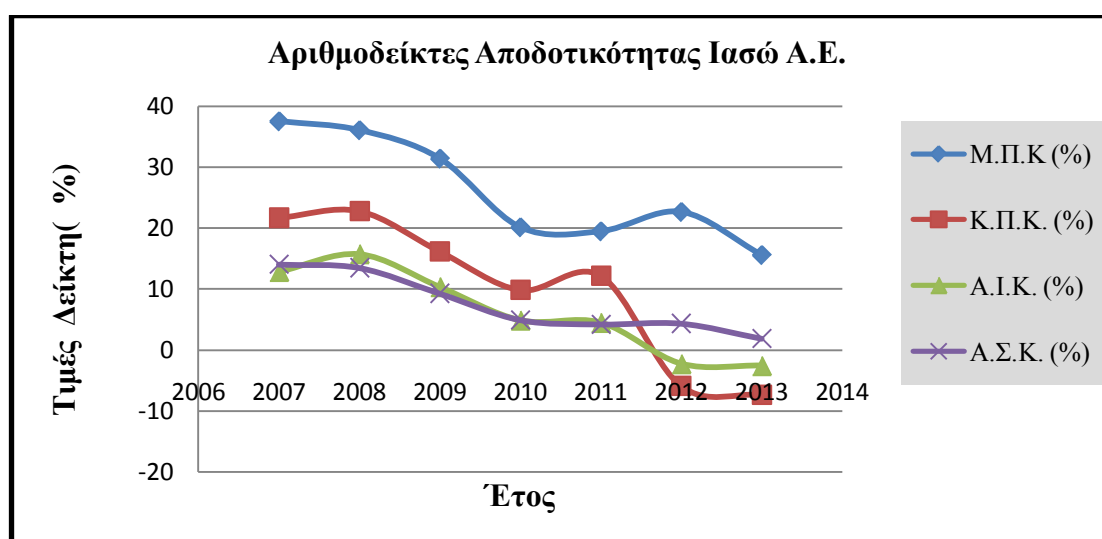
Συμπερασματικά, την περίοδο 2007-2009 οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας καταγράφουν πτωτική πορεία σημειώνοντας όμως μικρές μεταβολές στις τιμές τους. Την περίοδο 2010-2013, όπου έχει επέλθει η οικονομική κρίση, οι αριθμοδείκτες κυκλοφοριακών ταχυτήτων των απαιτήσεων, των παγίων και του ενεργητικού συνεχίζουν την πτωτική πορεία με μοναδική εξαίρεση τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων. Αυξομειώσεις παρουσιάζει την εν λόγω περίοδο και ο αριθμοδείκτης Κ.Τ. Καθ. Κεφ. Κιν., ενώ οι αρνητικές τιμές που λαμβάνει από το 2008

έως το 2011 οφείλονται στο ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης επιτεύχθηκε με την χρησιμοποίηση αυξημένων βραχυπρόθεσμων πιστώσεων. Η ορθολογική ερμηνεία και αξιολόγηση των αριθμοδεικτών δραστηριότητας από την διοίκηση της εταιρείας βοηθάει στην βελτίωση του παραγωγικού-συναλλακτικού κυκλώματος της, κάτι που αποτελεί τον αντικειμενικό σκοπό για την μεγιστοποίηση του κέρδους της.

7.4.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητα

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΑΣΩ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Μ.Π.Κ.)	0,375	0,360	0,314	0,201	0,195	0,227	0,156
Μ.Π.Κ. (%)	37,52	36,06	31,40	20,13	19,47	22,65	15,58
Αριθμ. Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Κ.Π.Κ.)	0,217	0,228	0,162	0,098	0,122	-0,059	-0,073
Κ.Π.Κ. (%)	21,71	22,81	16,18	9,84	12,21	-5,88	-7,34
Αριθμ. Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Α.Ι.Κ.)	0,129	0,158	0,104	0,049	0,045	-0,022	-0,025
Α.Ι.Κ. (%)	12,86	15,76	10,38	4,90	4,53	-2,22	-2,53
Αριθμ. Αποδοτικότητας Συνολικών Κεφαλαίων (Α.Σ.Κ.)	0,141	0,135	0,093	0,050	0,043	0,044	0,019
Α.Σ.Κ. (%)	14,06	13,50	9,29	4,96	4,25	4,37	1,91

www.iaso.gr



Αξιοσημείωτη είναι η μεταβολή του αριθμοδείκτη Μικτού Περιθωρίου Κέρδους με ποσοστό μείωσης που φτάνει το 58,47% το 2013 έναντι του 2007. Τα παραπάνω αποτελέσματα έχουν επηρεαστεί κατά πολύ από την αυξημένη επενδυτική πολιτική της διοικήσεως, η οποία δεν ανταποκρίνεται κατά το προσδοκώμενο στο ύψος των πωλήσεων της εταιρείας. Σημαντικός παράγοντας στις μεταβολές του εν λόγω αριθμοδείκτη είναι και η τιμολογιακή πολιτική της εταιρείας η οποία περιλαμβάνει συνεχείς πτώσεις τιμών για να μπορέσει να ανταπεξέλθει στο ανταγωνιστικό περιβάλλον εν μέσω κρίσεως. Σε σχέση με τον αριθμοδείκτη Μ.Π.Κ. ο αριθμοδείκτης Κ.Π.Κ. παρουσιάζει περισσότερες αυξομειώσεις , ενώ τα έτη 2012, 2013 οι τιμές του λαμβάνουν αρνητικό πρόσημο εξαιτίας των ζημιών. Η μεγάλη μείωση του 2012 οφείλεται στη μείωση των ενοικίων από τα καταστήματα που μισθώνει η εταιρεία σε τρίτους καθώς και στην απομείωση στοιχείων ενεργητικού (Ζημιά απομείωσης 11.172.430,41 - ΙΑΣΩ GENERAL A.E.).

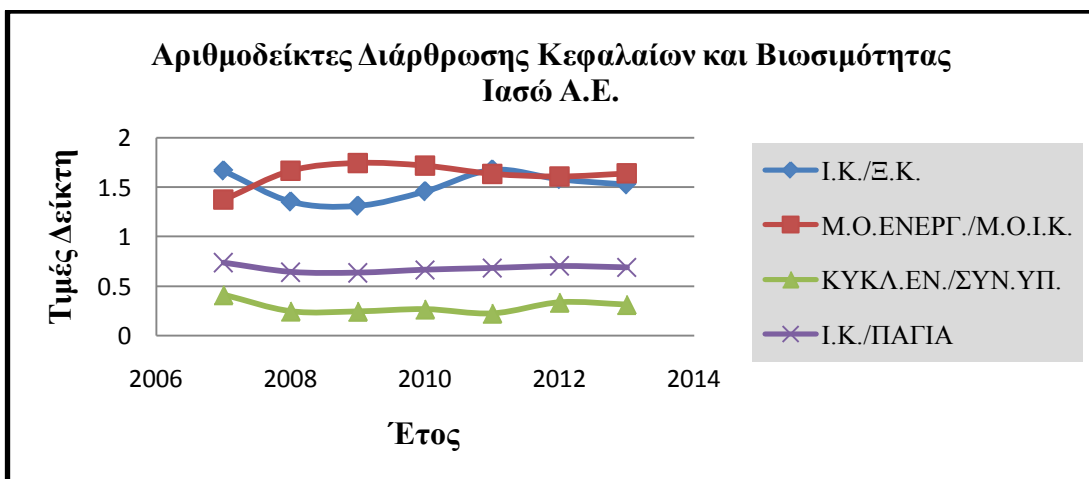
Από το 2008 έως το 2013 ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων καταγράφει πτωτική πορεία λαμβάνοντας αρνητικές τιμές τα έτη 2012 και 2013 εξαιτίας της παρουσίας ζημιών, όπως προαναφέρθηκε, καθώς και από αναπροσαρμογές λειτουργικών συμβάσεων (rebate και clawback) το 2013. Ο εν λόγω δείκτης φανερώνει ότι το μέγεθος της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων περιορίζεται με την πάροδο του χρόνου, έχοντας ως αποτέλεσμα τη μη ικανοποιητική αμοιβή των κεφαλαίων των ιδιωτών της εταιρείας. Όπως προκύπτει τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας απασχολούνται όλο και λιγότερο αποτελεσματικά. Την ίδια μεταχείριση έχει και το σύνολο κεφαλαίων. Όπως παρατηρούμε από το διάγραμμα ο αριθμοδείκτης Α.Σ.Κ. ακολουθεί πτωτική πορεία , αιτία αυτής της πτώσης αποτελεί η μείωση στα κέρδη της εταιρείας.

Συνοπτικά, είναι εμφανές την περίοδο 2010-2013 όλοι οι δείκτες αποδοτικότητας είναι επηρεασμένοι από την οικονομική κρίση και καταγράφουν τις χαμηλότερες τιμές τους συγκριτικά με την περίοδο 2007-2009. Συγκεκριμένα, από τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα μπορεί να θεωρηθεί ότι η ακολουθούμενη πολιτική τιμών της εταιρείας δεν είναι και τόσο ικανοποιητική. Επίσης παρατηρούμε ότι την περίοδο 2008-2009 σε αντίθεση με τα επόμενα έτη 2010-2013 με εξαίρεση το 2011 η αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την αποδοτικότητα του Συνόλου των Απασχολούμενων Κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι τα ξένα κεφάλαια

αποδίδουν περισσότερα από όσα κοστίζουν και τη διαφορά την καρπώνονται οι μέτοχοι.

7.4.4 Αριθμοδείκτες Διάθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΙΑΣΩ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I.K./Ξ.Κ.	1,67	1,36	1,32	1,46	1,68	1,58	1,53
M.O.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης)	1,38	1,67	1,75	1,72	1,64	1,61	1,64
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ.	0,42	0,25	0,25	0,27	0,23	0,34	0,32
I.K./ΠΑΓΙΑ	0,74	0,64	0,64	0,68	0,69	0,71	0,69



Περνώντας στην κατηγορία των αριθμοδεικτών Διάθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας, ουσιαστικά θα δούμε την επιχείρηση από μια άλλη οπτική γωνία, αυτή της μακροχρόνιας εξέλιξής της και θα εξετάσουμε τι είδους κεφάλαια χρησιμοποιεί, αλλά και πως, το βαθμό χρηματοοικονομικής της μόχλευσης αλλά και μια ένδειξη της βιωσιμότητας της. Συγκεκριμένα ο αριθμοδείκτης I.K. / Ξ.Κ. δείχνει με άμεσο τρόπο, αν υπάρχει υπερδανεισμός στην επιχείρηση ή όχι και αντανακλά την αίσθηση ασφάλειας, την οποία πρέπει να νιώθουν οι δανειστές.

Από τη μελέτη των στοιχείων του πίνακα διαπιστώνουμε ότι σε όλη την διάρκεια της επταετίας η εταιρεία συμμετέχει με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της, κάτι που συμπεραίνουμε από τις τιμές του αριθμοδείκτη I.K. / Ξ.Κ. οι οποίες σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο είναι μεγαλύτερες της μονάδας. Επομένως η εταιρεία παρέχει ασφάλεια στους πιστωτές της. Μεταβολές των τιμών παρατηρούμε

και στον αριθμοδείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Η τιμή του οποίου το 2013 είναι κατά 0,26 μονάδες υψηλότερη από το 2007. Ένδειξη χρησιμοποίησης όλο και περισσότερων ξένων κεφαλαίων απ' ότι στην αρχή της εξεταζόμενης περιόδου.

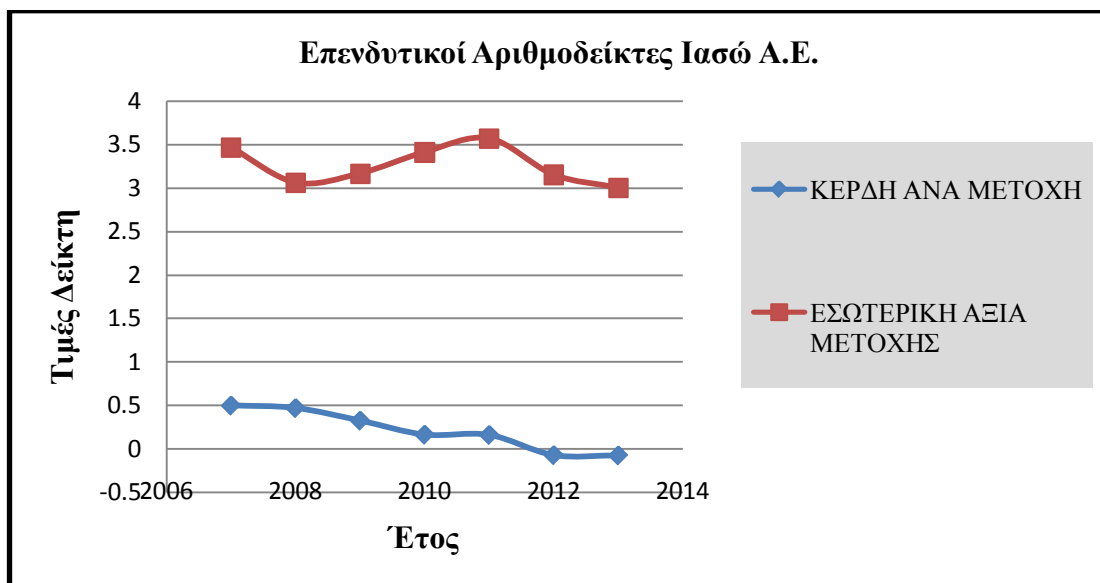
Η διαχρονική πορεία του δείκτη Κυκλ. Ενεργ. / Συν. Υπ. χαρακτηρίζεται καθοδική με μικρές σχετικά μεταβολές και παρέχει αρνητική ένδειξη για την ρευστότητα των στοιχείων του Κυκλ. Ενεργ. σε σχέση με την αποπληρωμή των μακροχρόνιων υποχρεώσεων της εταιρείας. Παρόμοια πορεία έχει και ο αριθμοδείκτης Ι.Κ./Πάγια ,ο οποίος μας πληροφορεί για τον τρόπο που χρηματοδοτούνται οι πάγιες επενδύσεις της οικονομικής μονάδας. Επειδή τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας είναι μικρότερα από το σύνολο των επενδύσεων σε πάγια σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι για την χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων έχουν χρησιμοποιηθεί και ξένα κεφάλαια. Οι διαχρονικές μεταβολές του εν λόγω αριθμοδείκτη αν και μικρές μπορεί να οφείλονται στις πολιτικές πώλησης και αγοράς των παγίων, αύξησης κεφαλαίου με την μορφή μερισμάτων ,παρουσία έκτακτων ζημιών και στη διενέργεια αποσβέσεων.

Βασικό χαρακτηριστικό των επιλογών της εταιρείας διαχρονικά είναι η χρησιμοποίηση όλο και περισσότερο ξένων κεφαλαίων λόγω μη σταθερής και ικανοποιητικής ροής χρηματοδότησης η οποία επηρεάζεται και από τα ασφαλιστικά ταμεία. Μια τάση που γίνεται εντονότερη την περίοδο 2010-2013 με τις διαρθρωτικές αλλαγές που συντελέστηκαν στην υγεία λόγω των προγραμμάτων δημόσιας προσαρμογής. Επίσης από την πορεία του αριθμοδείκτη Κυκλ. Εν./Συν.Υπ. φανερώνεται ότι οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, εξοφλούνται σε μικρότερη έκταση από το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης, αν αυτό ρευστοποιηθεί. Ενώ εξαιτίας της μικρής μεταβολής των τιμών του δείκτη Ι.Κ./Πάγια καταλαβαίνουμε ότι η πολιτική της εταιρείας όσο αφορά τον τρόπο χρηματοδότησης των παγίων στοιχείων της είναι σταθερή σε όλη την περίοδο και αρκετά επηρεασμένη από τα δανειακά κεφάλαιά της.

7.4.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΙΑΣΩ Α.Ε.	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Κέρδη ανά Μετοχή	0,50	0,47	0,32	0,16	0,16	-0,07	-0,08
Εσωτερική Αξία Μετοχής	3,47	3,06	3,17	3,41	3,57	3,15	3,00

www.iaso.gr



Από τους πιο σημαντικούς επενδυτικούς αριθμοδείκτες αλλά και ο πιο παραπλανητικός είναι το ύψος των κερδών ανά μετοχή, ο οποίος αντανάκλα την κερδοφόρα δυναμικότητα της οικονομικής μονάδας με βάση την μια μετοχή της. Είναι φανερό ότι η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τις τιμές του εν λόγω δείκτη. Συγκεκριμένα τα έτη 2012, 2013, όπου ο αριθμοδείκτης λαμβάνει αρνητικό πρόσημο εξαιτίας ζημιών, οι μετοχές έχουν υποτιμηθεί και δεν παρουσιάζονται κέρδη.

Η εσωτερική αξία Μετοχής μας δείχνει το κατώτατο αποδεκτό επίπεδο της αξίας της μετοχής, γιατί η αξία των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται σε ιστορικές τιμές και δεν ανταποκρίνονται στις τρέχουσες τιμές τους. Επιπλέον, η συνολική αξία της εταιρείας προσδιορίζεται όχι μόνο από τα υλικά περιουσιακά της στοιχεία αλλά και από τα άυλα ή αφανή περιουσιακά της στοιχεία (όπως είναι η φήμη και πελατεία, η τεχνογνωσία κ.λπ.), τα οποία καθορίζουν και τη μελλοντική της κερδοφορία. Το μόνο

που μπορεί να αναφερθεί την παρούσα στιγμή είναι ότι το 2008 έως το 2011 ο δείκτης ακολουθεί ανοδική πορεία ενώ μετά το 2011 ακολουθεί πτωτική πορεία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2007-2013

8.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας των Εταιρειών

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Γενικής Ρευστότητας ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	0,42	0,64	0,60	0,64	0,70	1,92	1,54
Αριθμ. Ειδικής Ρευστότητας ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	0,39	0,63	0,59	0,62	0,69	1,89	1,51
Αριθμ. Μετρητών ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	0,11	0,81	0,26	0,23	0,31	0,20	0,25
Αριθμ. Γενικής Ρευστότητας ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	1,60	1,55	1,48	0,72	0,73	1,25	0,53
Αριθμ. Ειδικής Ρευστότητας ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	1,55	1,50	1,44	0,71	0,71	1,22	0,52
Αριθμ. Μετρητών ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	0,10	0,12	0,08	0,08	0,06	0,28	0,10
Αριθμ. Γενικής Ρευστότητας EUROMEDICA Α.Ε.	1,15	1,17	0,99	0,41	0,32	0,35	0,26
Αριθμ. Ειδικής Ρευστότητας EUROMEDICA Α.Ε.	1,13	1,14	0,95	0,40	0,31	0,34	0,26
Αριθμ. Μετρητών EUROMEDICA Α.Ε.	0,07	0,11	0,05	0,04	0,01	0,02	0,01
Αριθμ. Γενικής Ρευστότητας ΙΑΣΩ Α.Ε.	1,41	0,87	0,90	0,94	0,50	1,16	1,15
Αριθμ. Ειδικής Ρευστότητας ΙΑΣΩ Α.Ε.	1,34	0,79	0,83	0,89	0,47	1,12	1,11
Αριθμ. Μετρητών ΙΑΣΩ Α.Ε.	0,33	0,20	0,20	0,17	0,16	0,12	0,31

Παρατηρώντας το δείκτη γενικής ρευστότητας του πίνακα την περίοδο 2007-2009 το ΙΑΤΡΙΚΟ Ε.Α.Ε. παρουσιάζει τις υψηλότερες τιμές, σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Οι τιμές που λαμβάνει είναι σταθερά μεγαλύτερες της μονάδος γεγονός που σημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό της είναι 'υγιές' και ικανό να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Σε αντίθεση η εταιρεία ΥΓΕΙΑ λαμβάνει τιμές, μικρότερες της μονάδας και χαμηλότερες όλων των υπολοίπων εταιρειών γεγονός που την καθιστά την επιχείρηση με την μεγαλύτερη ανεπάρκεια ρευστότητας για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων.

Όμως την περίοδο 2010-2013, η βραχυχρόνια φερεγγυότητα του ΥΓΕΙΑ Α.Ε., εξαιτίας των πολιτικών της διοικήσεως (σύναψη κοινών ομολογιακών δανείων και ανακατατάξεις των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων της σε μακροπρόθεσμες) μπορεί να θεωρηθεί αρκετά ικανοποιητική αφού παρουσιάζει τις υψηλότερες τιμές του εν λόγω αριθμοδείκτη, οι οποίες τα τελευταία χρόνια ξεπερνούν τη μονάδα. Παρόμοια πορεία ακολουθεί και το ΙΑΣΩ Α.Ε. ,ενώ το EUROMEDICA Α.Ε. έχει τη μικρότερη ρευστότητα για την εξεταζόμενη περίοδο.

Όσον αφορά τους αριθμοδείκτες άμεσης ρευστότητας των εξεταζόμενων εταιρειών παρατηρούμε ότι οι τιμές τους δε διαφέρουν από τις αντίστοιχες του αριθμοδείκτη έμμεσης ρευστότητας και ότι η διαχρονική πορεία τους παρουσιάζει τις ίδιες αυξομειωτικές τάσεις. Συνεπώς οδηγούμαστε στα ίδια συμπεράσματα με τα παραπάνω που σχετίζονται όμως με την ικανότητα των επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στα άμεσα χρέη χρησιμοποιώντας τα ευχερώς ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Επιπλέον οι αυξομειώσεις που παρατηρούνται σε αριθμοδείκτες άμεσης και έμμεσης ρευστότητας, για όλες τις εταιρείες κατά την διάρκεια της επταετίας υποδηλώνουν την αστάθεια που παρατηρείται σε όλο τον κλάδο εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης.

Ωστόσο, ο Α.Γ.Ρ. καθώς και ο Α.Ε.Ρ., θα πρέπει να εξετάζονται σε συνδυασμό με τον Α.Κ.Τ.Β.Υ., ώστε να διερευνούμε παράλληλα το χρόνο που απαιτείται ώστε η επιχείρηση να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αν το διάστημα αυτό είναι αρκετά μεγάλο, τότε πιθανόν η οικονομική μονάδα να μην έχει ανάγκη να κατέχει πλεόνασμα ταμειακών διαθέσιμων. Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η διακράτηση

ταμειακών διαθέσιμων αποτελεί κόστος για την επιχείρηση, καθώς δεν προσφέρονται ούτε για επενδύσεις ούτε για παραγωγική δραστηριότητα, αλλά μόνο για την κάλυψη των τρεχουσών αναγκών. Έτσι λοιπόν κάθε επιχείρηση πρέπει να αναζητεί, κατά το μέγιστο δυνατό, το άριστο ύψος διακράτησης διαθέσιμων, ώστε το υπόλοιπο κεφάλαιο να το αξιοποιεί σε επενδυτικές/ χρηματοοικονομικές/ παραγωγικές δραστηριότητες. Παρακάτω θα εξετάσουμε και τον δείκτη Κ.Τ.Β.Υ. ώστε να έχουμε πληρέστερη εικόνα.

Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο παρατηρούμε από την πορεία του δείκτη μετρητών ότι το ΥΓΕΙΑ Α.Ε. διαθέτει την καλύτερη ταμειακή ρευστότητα από τις υπόλοιπες εταιρείες. Ενώ στην χαμηλότερη θέση βρίσκεται το EUROMEDICA Α.Ε. γεγονός που σημαίνει ότι κρατούσε τα χαμηλότερα πόσα στα ταμειακά διαθέσιμα, ένδειξη όχι ιδιαίτερα αποδοτική. Επειδή όλοι οι δείκτες κυμαίνονται κάτω από τη μονάδα, στόχος όλων των εταιρειών πρέπει να αποτελέσει η καλύτερη αξιοποίηση και ανακύκλωση των ταμειακών διαθέσιμων, ώστε να καταφέρουν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους εγκαίρως.

8.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας των Εταιρειών

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	32,55	43,39	56,55	54,12	56,32	68,80	65,22
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	11	8	6	7	6	5	6
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	3,78	3,65	2,82	2,01	2,03	2,00	1,83
Μέση Διάρκεια Εισπρ.Απαιτ. ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	96	100	130	182	180	183	200
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	0,34	0,23	0,22	0,26	0,27	0,30	0,31

Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	1,29	0,47	0,46	0,74	0,76	1,28	2,13
Μέση Διάρκεια Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	282	772	801	490	479	286	171
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	-2,18	-0,998	-2,57	-2,04	-3,56	2,64	4,14
Α.Κ.Τ. Παγίων ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	0,386	0,303	0,298	0,319	0,339	0,384	0,417
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	38,90	36,00	38,14	37,81	34,21	30,84	29,09
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	9	10	10	10	11	12	13
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	1,81	1,69	1,58	1,17	1,09	1,25	0,92
Μέση Διάρκεια Εισπρ.Απαιτ. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	202	216	230	312	335	292	396
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	0,58	0,57	0,56	0,44	0,42	0,44	0,29
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	1,34	1,92	1,75	0,88	0,58	0,67	0,58
Μέση Διάρκεια Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	271	190	209	415	630	544	630
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	3,83	3,96	4,04	-2,72	-2,66	4,63	-1,03

A.K.T. Παγίων ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	0,91	0,94	0,95	0,76	0,73	0,81	0,50
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων EUROMEDICA Α.Ε.	46,01	34,14	32,89	30,05	32,95	43,03	44,23
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων EUROMEDICA Α.Ε.	8	11	11	12	11	8	8
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων EUROMEDICA Α.Ε.	1,99	1,33	1,26	1,02	0,91	1,04	0,62
Μέση Διάρκεια Εισπρ.Απαιτ. EUROMEDICA Α.Ε.	183	274	289	359	402	350	589
Αριθμ. Κυκλοφ. Ταχύτητας Ενεργητικού EUROMEDICA Α.Ε.	0,46	0,33	0,32	0,26	0,24	0,32	0,20
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων EUROMEDICA Α.Ε.	0,99	0,94	1,05	0,50	0,30	0,27	0,21
Μέση Διάρκεια Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων EUROMEDICA Α.Ε.	369	388	348	725	1222	1355	1745
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθ. Κεφ. Κίνησης EUROMEDICA Α.Ε.	6,22	7,03	-82,04	-0,66	-0,46	-0,48	-0,25
A.K.T. Παγίων EUROMEDICA Α.Ε.	0,73	0,51	0,44	0,37	0,34	0,47	0,31
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων ΙΑΣΩ Α.Ε.	29,73	29,56	28,52	33,55	33,43	39,30	41,93
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων ΙΑΣΩ Α.Ε.	12	12	13	11	11	9	9
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων ΙΑΣΩ Α.Ε.	6,24	6,20	6,03	4,33	3,65	3,20	2,52
Μέση Διάρκεια Εισπρ.Απαιτ. ΙΑΣΩ Α.Ε.	58	59	61	84	100	114	145
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας	0,43	0,41	0,37	0,29	0,23	0,23	0,21

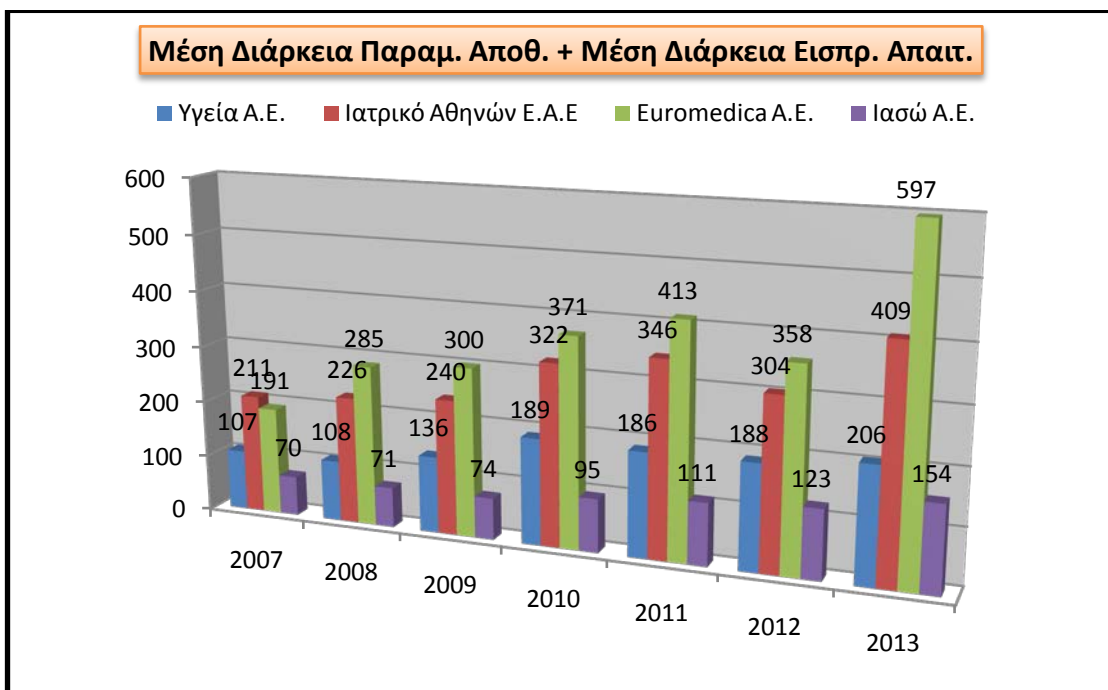
Ενεργητικού ΙΑΣΩ Α.Ε.							
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων ΙΑΣΩ Α.Ε.	2,56	2,27	2,08	1,94	1,26	1,26	1,59
Μέση Διάρκεια Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων ΙΑΣΩ Α.Ε.	142	161	176	188	289	290	230
Αριθμ. Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης ΙΑΣΩ Α.Ε.	9,12	-25,05	-28,42	-38,85	-2,67	13,92	12,92
Α.Κ.Τ. Παγίων ΙΑΣΩ Α.Ε.	0,50	0,48	0,41	0,33	0,25	0,26	0,24

Την περίοδο 2007-2009, διακρίνουμε ότι η εταιρεία ΥΓΕΙΑ Α.Ε. ανανεώνει γρηγορότερα τα αποθέματά της και επομένως δεσμεύει λιγότερα κεφάλαια σε σχέση με τα άλλα τρία νοσοκομεία. Η εταιρεία ΙΑΣΩ, τη συγκεκριμένη περίοδο φαίνεται να αντιμετωπίζει το μεγαλύτερο πρόβλημα στην ανανέωση των αποθεμάτων δεδομένου ότι παρουσιάζει τις χαμηλότερες τιμές. Την περίοδο 2010-2013 το ΥΓΕΙΑ Α.Ε. συνεχίζει να παρουσιάζει τους υψηλότερους δείκτες, γεγονός που υποδηλώνει ότι κατέχει την αρτιότερη διαχείριση αποθεμάτων σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Επίσης παρατηρούμε ότι ανοδική πορεία καταγράφουν και οι αριθμοδείκτες των εταιρειών ΙΑΣΩ και EUROMEDICA σε αντίθεση με την καθοδική πορεία του ΙΑΤΡΙΚΟ Ε.Α.Ε.. Επομένως το τελευταίο μπορεί να θεωρηθεί η εταιρεία με την χειρότερη πολιτική αποθεματοποίησης την περίοδο 2010-2013.

Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο 2007-2013 οι τιμές των αριθμοδεικτών Κ.Τ. Απαιτήσεων όλων των νοσοκομείων καταγράφουν πτωτική πορεία γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εταιρείες αντιμετωπίζουν προβλήματα στην είσπραξη των απαιτήσεων από πελάτες. Η καλύτερη χρονιά από απόψεως αριθμοδεικτών για τις εταιρείες είναι το 2007 ενώ η χειρότερη το 2013, ενδείξεις πλήρως εναρμονισμένες με τη χρηματοοικονομική κρίση που έχει πλήξει και την εγχώρια αγορά. Οι χαμηλές τιμές που παρουσιάζονται τα τελευταία έτη αντανακλούν το μεγάλο χρονικό διάστημα μεταξύ των εισπράξεων της επιχείρησης, πράγμα το οποίο έχει οδηγήσει τις εταιρείες

σε δανεισμό προκειμένου να εξοφλούν τις υποχρεώσεις τους. Διαστρωματικά η πολιτική που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρείας ΙΑΣΩ όσον αφορά την είσπραξη των απαιτήσεων είναι ικανοποιητικότερη σε σχέση με τις υπόλοιπες ενώ τα μεγαλύτερα εισπρακτικά προβλήματα παρουσιάζεται να τα έχει το EUROMEDICA A.E.

Αθροίζοντας για όλες τις εταιρίες τις ημέρες της Κυκλοφοριακής ταχύτητας Αποθεμάτων με τις ημέρες της Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων προκύπτει το παρακάτω διάγραμμα.



Σύμφωνα με το διάγραμμα η εταιρεία Ιάσω έναντι των άλλων εταιρειών του κλάδου εισπράττει πιο γρήγορα και δεν ανανεώνει γρηγορότερα τα αποθέματα της. Οι μικρότερες τιμές του Ιάσω Α.Ε σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο (2007-2013), υποδηλώνουν ότι η εταιρεία έχει καλύτερο λειτουργικό κύκλο και δεν θα έχει πρόβλημα ρευστότητας στο μέλλον. Μετά ακολουθεί η εταιρεία Υγεία με τις μικρότερες τιμές ενώ στον αντίποδα, πρόβλημα ρευστότητας φαίνεται να έχει η Euromedica Α.Ε. όπως και το Ιατρικό Αθηνών Ε.Α.Ε..

Κατά την περίοδο 2007-2013 οι τιμές του αριθμοδείκτη Κ.Τ. Ενεργ. κινούνται σε χαμηλά επίπεδα, μικρότερα της μονάδος και αυτό σημαίνει πως τα περιουσιακά

στοιχεία των εταιρειών δε χρησιμοποιούνται εντατικά. Στην περίπτωση αυτή καλό θα ήταν οι επιχειρήσεις είτε να αυξήσουν το βαθμό αξιοποίησης των περιουσιακών τους στοιχείων είτε να ρευστοποιήσουν κάποια από τα περιουσιακά τους στοιχεία αφού είναι πιθανό να μη χρησιμοποιούνται παραγωγικά. Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο παρόλο που το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. παρουσιάζει καθοδική πορεία των τιμών του, καταγράφει τις υψηλότερες τιμές του εν λόγω αριθμοδείκτη. Την περίοδο 2007-2009 το ΥΓΕΙΑ Α.Ε. βρίσκεται σε εμφανώς δυσχερέστατη θέση συγκριτικά με τα υπόλοιπα ενώ την περίοδο 2010-2013 τόσο το EUROMEDICA όσο και το ΙΑΣΩ καταγράφουν τις χαμηλότερες τιμές τους.

Από τη σύγκριση των τιμών του αριθμοδείκτη Κ.Τ.Β.Υ. για όλες τις εταιρείες την περίοδο 2007-2009 προκύπτει ότι η εταιρεία ΥΓΕΙΑ Α.Ε. εκπληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με βραδύτερο ρυθμό από ότι οι υπόλοιπες, αξιοσημείωτη είναι και η μεταβολή στον αριθμό των ημερών παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της το 2007 από 282 ημέρες σε 801 ημέρες το 2009. Ο υψηλός δείκτης δείχνει ότι οι πιστωτές παρέχουν διευκολύνσεις και περισσότερες πιστώσεις στην συγκεκριμένη εταιρία σε σχέση με κάποια άλλη. Ενώ σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο 2007-2013 η μέση διάρκεια παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας ΙΑΣΩ παραμένει συγκριτικά η μικρότερη.

Την περίοδο 2010-2013 η Κ.Τ.Β.Υ. του EUROMEDICA Α.Ε. καταγράφει τις χαμηλότερες τιμές. Ελέγχοντας παράλληλα τον Α.Γ.Ρ. και Α.Ε.Ρ., συμπεραίνουμε ότι η εταιρεία έχει χαμηλή ρευστότητα (κάτω από τη μονάδα), εξαιτίας του γεγονότος ότι μεσολαβεί αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα για την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων της. Συνεπώς, δεν χρειάζεται μεγάλο ύψος χρηματικών διαθέσιμων και ταμειακών ισοδύναμων. Βεβαίως, πρέπει να σημειώσουμε ότι ο δείκτης αυτός επηρεάζεται σημαντικά από τη διαπραγματευτική ικανότητα των διοικούντων, γεγονός που επιβεβαιώνεται για την εταιρεία δεδομένου ότι την περίοδο αυτή η διοίκησή της βρίσκεται σε συνεχείς διαδικασίες συζητήσεων για επαναδιαπραγμάτευση των όρων σημαντικού μέρους των υφιστάμενων τραπεζικών υποχρεώσεων με σκοπό την παράταση του χρόνου αποπληρωμής αυτών.

Όσον αφορά τον αριθμοδείκτη Κ.Τ. Καθ. Κεφ. Κιν. σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, για όλες τις εταιρείες παρουσιάζει αυξομειώσεις, λαμβάνοντας και αρνητικές

τιμές οι οποίες μπορούν να ερμηνευτούν μερικώς από την ύφεση στην οποία βρίσκεται η οικονομία της χώρας και έχει αντίκτυπο στον κλάδο των ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας. Την περίοδο 2007-2009 τη μεγαλύτερη ταχύτητα κυκλοφορίας κίνησης των κεφαλαίων την έχει το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. ενώ την περίοδο 2010-2013 το ΙΑΣΩ Α.Ε. Οι μικρότερες τιμές παρουσιάζονται στο EUROMEDICA, σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, το οποίο διατηρεί μικρά κεφάλαια κίνησης σε σχέση με τις πωλήσεις του.

Σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο η εταιρεία ΙΑΤΡΙΚΟ παρουσιάζει σταθερά τις υψηλότερες τιμές του αριθμοδείκτη Κ.Τ. Παγίων και αυτό δείχνει ότι ο βαθμός αξιοποίησης και απασχόλησης του παραγωγικού δυναμικού (παγίων εγκαταστάσεων) και κατά συνέπεια η παραγωγικότητα της επιχείρησης κινούνται σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Οι χαμηλότερες τιμές του αριθμοδείκτη την περίοδο 2007-2009 καταγράφονται από την εταιρεία ΥΓΕΙΑ ενώ την περίοδο 2010-2013 από το ΙΑΣΩ. Οι τιμές των αριθμοδεικτών της τελευταίας εταιρείας σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο παρουσιάζουν καθοδική πορεία κάτι που αντανακλά την ασθενή χρησιμοποίηση των πάγιων στοιχείων σε σχέση με τις πωλήσεις της.

8.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας των Εταιρειών

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Μ.Π.Κ (%) ΥΓΕΙΑ Α.Ε	16,79%	19,17%	18,37 %	12,94%	13,58%	12,06%	3,11%
Κ.Π.Κ. (%) ΥΓΕΙΑ Α.Ε	9,96%	8,72%	9,59%	-46,10%	-8,75 %	-101,07%	- 15,72%
Α.Ι.Κ. (%) ΥΓΕΙΑ Α.Ε	5,01%	3,54%	3,76%	-17,95%	-3,58%	-46,36%	-8,60%
Α.Σ.Κ. (%) ΥΓΕΙΑ Α.Ε	4,17%	2,74%	2,68%	1,44%	2,45 %	1,83%	-1,27%
Μ.Π.Κ (%) ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	17,87%	15,52%	15,61%	13,23%	18,72%	27,69%	-1,34%
Κ.Π.Κ. (%) ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	5,82%	3,16%	1,88%	-2,82%	-5,47%	-6,58%	- 35,32%
Α.Ι.Κ. (%) ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	9,51%	4,98%	2,94%	-3,52%	-6,76%	-9,49%	-

E.A.E							38,99%
A.Σ.Κ. (%) ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ E.A.E	5,29%	3,69%	3,70%	0,25%	1,39%	3,68%	-4,75%
M.Π.Κ (%) EUROMEDICA A.E	19,75%	12,55%	12,59%	8,04%	4,75%	20,04%	-
K.Π.Κ. (%) EUROMEDICA A.E	11,46%	-12,05%	-	-27,59%	-71,79%	-47,88%	-
A.I.Κ. (%) EUROMEDICA A.E	13,44%	-11,57%	-	-30,59%	-146,00%	334,04%	51,16%
A.Σ.Κ. (%) EUROMEDICA A.E	4,04%	2,02%	1,96%	-1,36%	-5,04%	1,26%	-5,54%
M.Π.Κ (%) ΙΑΣΩ A.E	37,52%	36,06%	31,40%	20,13%	19,47%	22,65%	15,58%
K.Π.Κ. (%) ΙΑΣΩ A.E	21,71%	22,81%	16,18%	9,84%	12,21%	-5,88%	-7,34%
A.I.Κ. (%) ΙΑΣΩ A.E	12,86%	15,76%	10,38%	4,90%	4,53%	-2,22%	-2,53%
A.Σ.Κ. (%) ΙΑΣΩ A.E	14,06%	13,50%	9,29%	4,96%	4,25%	4,37%	1,91%

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα την περίοδο 2010-2013 και κυρίως το έτος 2013 οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες μειώσεις λόγω της επιβράδυνσης της οικονομίας και της γενικότερης αβεβαιότητας που επικρατούσε. Από τα αποτελέσματα των παραπάνω αριθμοδεικτών είναι εμφανές ότι η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει την αποδοτικότητα των εταιρειών.

Συγκεκριμένα τα υψηλότερα ποσοστά τόσο του αριθμοδείκτη M.Π.Κ. όσο και του K.Π.Κ. τα εμφανίζει η εταιρεία ΙΑΣΩ σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Ενώ τα χαμηλότερα, λόγω της μεγαλύτερης μείωσης των κερδών και των πωλήσεών της, η EUROMEDICA. Όσο αφορά τους αριθμοδείκτες A.I.Κ. και A.Σ.Κ. είναι ξεκάθαρη η υπεροχή του ΙΑΣΩ A.E. την περίοδο 2007-2013 ενώ στον αντίποδα βρίσκεται η εταιρεία EUROMEDICA σημειώνοντας εξαιρετικά χαμηλές επιδόσεις.

8.4 Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας των Εταιρειών

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I.K./Ξ.Κ. ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	3,13	0,84	2,53	1,56	2,47	1,37	1,32
Μ.Ο.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρημ. Μόχλ.) ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	1,47	1,75	1,75	1,50	1,51	1,53	1,74
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ. ΥΓΕΙΑ Α.Ε	0,35	0,61	0,53	0,58	0,62	0,64	0,52
I.K./ΠΑΓΙΑ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	0,83	0,68	0,84	0,79	0,87	0,79	0,73
I.K./Ξ.Κ. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	0,56	0,57	0,55	0,53	0,49	0,40	0,31
Μ.Ο.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρημ. Μόχλ.) ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	2,81	2,77	2,78	2,85	2,96	3,25	3,77
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	0,60	0,63	0,65	0,64	0,65	0,65	0,48
I.K./ΠΑΓΙΑ ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	0,58	0,61	0,61	0,59	0,58	0,54	0,38
I.K./Ξ.Κ. EUROMEDICA Α.Ε.	0,68	0,39	0,38	0,25	0,03	-0,11	-0,20
Μ.Ο.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρημ. Μόχλ.) EUROMEDICA Α.Ε.	2,55	2,93	3,59	4,21	8,31	-21,64	-5,47
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ. EUROMEDICA Α.Ε.	0,69	0,42	0,37	0,37	0,28	0,33	0,24
I.K./ΠΑΓΙΑ EUROMEDICA Α.Ε.	0,69	0,41	0,37	0,28	0,04	-0,20	-0,36
I.K./Ξ.Κ. ΙΑΣΩ Α.Ε.	1,67	1,36	1,32	1,46	1,68	1,58	1,53
Μ.Ο.ΕΝΕΡΓ./Μ.Ο.Ι.Κ. (Αριθμ. Χρημ. Μόχλ.) ΙΑΣΩ Α.Ε.	1,38	1,67	1,75	1,72	1,64	1,61	1,64
ΚΥΚΛ.ΕΝ./ΣΥΝ.ΥΠ. ΙΑΣΩ Α.Ε.	0,42	0,25	0,25	0,27	0,23	0,34	0,32
I.K./ΠΑΓΙΑ ΙΑΣΩ Α.Ε.	0,74	0,64	0,64	0,68	0,69	0,71	0,69

Από την παρατήρηση των στοιχείων του παραπάνω πίνακα διαπιστώνουμε πως για την εξεταζόμενη περίοδο 2007-2013, οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης και βιωσιμότητας του EUROMEDICA Α.Ε. καταγράφουν τις χαμηλότερες τιμές σε δυο

από τους τέσσερις εξεταζόμενους δείκτες σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Αλλά για τον αριθμοδείκτη Μ.Ο. Ενεργ./Μ.Ο.Ι.Κ. σημειώνει τις υψηλότερες τιμές την περίοδο 2007-2013 ενώ επηρεασμένο από το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον την τελευταία διετία 2012-2013 καταγράφει τις χαμηλότερες τιμές, παίρνοντας και αρνητικό πρόσημο και αυτό αντανακλά την μειωμένη αποδοτικότητα των Ι.Κ. της σε σχέση με το στοιχείο του ενεργητικού της .Σε αντίθεση σταθερή ανοδική πορεία σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο καταγράφει το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε..

Τις μεγαλύτερες τιμές καταγράφει το ΥΓΕΙΑ Α.Ε. όσο αφορά τους αριθμοδείκτες Ι.Κ./Ξ.Κ. και Ι.Κ. / Πάγια .Αυτό σημαίνει ότι οι φορείς της εν λόγω επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες και επομένως παρέχουν μεγαλύτερη ασφάλεια στους πιστωτές της. Επίσης σε όλες τις εταιρείες παρουσιάζεται μια υπερεπένδυση των κεφαλαίων τους σε ακίνητα και λοιπά πάγια στοιχεία αλλά μπορούμε να πούμε ότι το ΥΓΕΙΑ Α.Ε. διαχειρίζεται καλύτερα τα πάγια περιουσιακά στοιχεία του σε σχέση πάντα με τις υπόλοιπες εταιρείες. Η εταιρεία Euromedica Α.Ε. καταγράφει τις μικρότερες τιμές.

Σχετικά με τον αριθμοδείκτη Κ.Ε./Σ.Υ. σε όλη την εξεταζόμενη πορεία το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. καταγράφει αν και μειούμενη την υψηλότερη δυνατή πορεία σε αντίθεση με την πορεία του ΙΑΣΩ Α.Ε. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία ΙΑΣΩ χρησιμοποιεί τα λιγότερα κεφάλαια κίνησης επομένως οι απαιτήσεις των πιστωτών της επιχειρήσεως προστατεύονται σε μικρότερη έκταση σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες.

8.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες των Εταιρειών

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Κέρδη ανά Μετοχή ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	0,155	0,092	0,123	-0,385	-0,064	-0,458	-0,063
Εσωτερική Αξία Μετοχής ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	4,758	2,582	3,608	1,911	1,905	0,760	0,697
Κέρδη ανά Μετοχή ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	0,19	0,10	0,06	-0,07	-0,13	-0,17	-0,56
Εσωτερική Αξία Μετοχής ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	2,04	2,06	2,07	2,00	1,87	1,72	1,15
Κέρδη ανά Μετοχή EUROMEDICA Α.Ε.	0,54	-0,46	-0,60	- 1,91	- 3,83	- 2,89	-1,58
Εσωτερική Αξία Μετοχής EUROMEDICA Α.Ε.	5,71	3,47	3,52	4,92	0,58	-2,29	-3,90
Κέρδη ανά Μετοχή ΙΑΣΩ Α.Ε.	0,50	0,47	0,32	0,16	0,16	-0,07	-0,08
Εσωτερική Αξία Μετοχής ΙΑΣΩ Α.Ε.	3,47	3,06	3,17	3,41	3,57	3,15	3,00

Στη συγκεκριμένη περίπτωση οι διαφορές στα κέρδη ανά μετοχή δεν είναι εύκολο να ερμηνευτούν, αφού δεν έχουν όλες οι εταιρείες τον ίδιο αριθμό μετοχών. Ο δείκτης κέρδη/μετοχή παρέχει πληροφορίες που έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα για τον εκάστοτε επενδύτη και είναι σχετικά εύκολη η πρόβλεψή του. Από τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι υψηλό EPS για την περίοδο 2007-2009 παρουσιάζουν το Ιασώ Α.Ε. και το Υγεία Α.Ε. έπειτα ακολουθεί το Ιατρικό Αθηνών Ε.Α.Ε και τέλος η Euromedica Α.Ε., ενώ την περίοδο 2010-2013 υπερτερεί το Ιασώ Α.Ε., έναντι των άλλων εταιρειών του κλάδου οι οποίες παρουσιάζουν όλα τα χρόνια ζημιές. Τις υψηλότερες τιμές του αριθμοδείκτη εσωτερική αξία μετοχής παρουσιάζουν οι εταιρείες Euromedica Α.Ε. και Ιασώ Α.Ε..

Αξίζει να αναφερθεί ότι όταν γίνονται συγκρίσεις στα ανά μετοχή κέρδη της ίδιας οικονομικής μονάδας, θα πρέπει να γίνονται με μεγάλη προσοχή αφού η τυχόν υπάρχουσα διαφορά είναι πολύ πιθανό να οφείλεται στη μεταβολή της μερισματικής

πολιτικής της οικονομικής μονάδας και όχι στη μείωση της κερδοφόρας δυναμικότητας της τελευταίας.

Ωστόσο, όπως έχουμε επισημάνει και σε προηγούμενη ενότητα, θα πρέπει πάντα να ελέγχουμε από πού έχει προέλθει η μεταβολή του δείκτη, η οποία μπορεί να οφείλεται είτε σε σημαντική μεταβολή των κερδών είτε σε μεταβολή του αριθμού των μετοχών. Πριν αποφασίσουμε λοιπόν σε ποια εταιρία θα επενδύσουμε θα πρέπει να εξετάζουμε αρχικά το δείκτη EPS, αλλά παράλληλα οφείλουμε να ελέγχουμε και το επενδυτικό πρόγραμμα της εταιρίας από το οποίο θα αντλήσουμε πληροφορίες για τη μελλοντική πορεία και κερδοφορία της.

Συμπεράσματα

Στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον οι εξελίξεις είναι ραγδαίες και ουσιαστικά είναι εκείνες που επηρεάζουν, τροφοδοτούν, ενισχύουν ή αποδυναμώνουν και σε έναν μεγάλο βαθμό δημιουργούν τις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις. Τόσο η πολιτική, η οικονομία όσο και οι χρηματοπιστωτικές αγορές λειτουργούν αλληλένδετα. Οι περισσότερες επιστήμες, οικονομικές, ιατρικές, φυσικές χρησιμοποιούν διαγραμματική ανάλυση κατά τη διαδικασία διεξαγωγής έρευνας και λήψης αποφάσεων. Η τεχνική ανάλυση γεννήθηκε από την ανάγκη των αναλυτών να μελετήσουν το φαινόμενο της τάσης προκειμένου να αντλήσουν σημαντικές πληροφορίες για πιθανές κινήσεις των αξιόγραφων. Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιεί διαγράμματα για να παρουσιάσει πως είχε κινηθεί στο παρελθόν και πως κινείται στο παρόν ένα αξιόγραφο, όχι τι θα έπρεπε, σύμφωνα με τα θεμελιώδη στοιχεία της, να είχε κινηθεί ή να κινηθεί τώρα, όπως επίσης και για τις μελλοντικές της πιθανές κινήσεις. Η χρησιμότητα της τεχνικής ανάλυσης στις χρηματιστηριακές συναλλαγές χρίζει μεγάλης σημασίας καθώς είναι η μόνη από τις μορφές ανάλυσης που θεωρείται απαραίτητη και χρησιμοποιείται από τις εναλλακτικές της μορφές. Τόσο η πολιτική όσο και κυρίως, η οικονομική ανάλυση χρειάζονται και χρησιμοποιούν την ανάλυση τάσης για την διεξαγωγή συμπερασμάτων και για την χάραξη στρατηγικής.

Από την άλλη πλευρά, η θεμελιώδης ανάλυση αποτελεί μια μέθοδο, μέσω της οποίας επιχειρείται η πρόβλεψη της εσωτερικής αξίας μιας επένδυσης. Βασίζεται στη θεωρία ότι η αγοραία τιμή ενός στοιχείου τείνει να μετακινείται προς την «πραγματική αξία» ή την «εσωτερική αξία». Η θεμελιώδης ανάλυση περιλαμβάνει πρόγνωση ως προς την εκτίμηση της τιμής ενός συναλλάγματος και των τάσεών του στην αγορά, αναλύοντας τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες, την κυβερνητική πολιτική και τους κοινωνικούς παράγοντες στα πλαίσια ενός κύκλου οικονομικής δραστηριότητας.

Από τη θεμελιώδη ανάλυση των επιχειρήσεων του ιδιωτικού κλάδου της υγείας διαπιστώνεται ότι η χρηματοπιστωτική κρίση έχει επηρεάσει την ελληνική οικονομία σε όλους τους τομείς της και είναι φυσικό επακόλουθο ο κλάδος της υγείας και συγκεκριμένα ο ιδιωτικός κλάδος υγείας να μην έχει μείνει ανεπηρέαστος.

Μέχρι το 2009 τα συνεχή προβλήματα του Ε.Σ.Υ. έφεραν ως αποτέλεσμα την αυξανόμενη μετακίνηση των πολιτών στις ιδιωτικές εταιρείες παροχής υπηρεσιών υγείας. Όμως μετά την υπογραφή του πρώτου Μνημονίου (2010), οι μη παραγωγικές πολιτικές μεταρρυθμίσεων που ακολουθήθηκαν οδήγησαν στη μείωση της ζήτησης των ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας και την εκ νέου μετακίνηση των πολιτών προς το δημόσιο τομέα υγείας.

Από τις πιο σημαντικές μεταρρυθμίσεις είναι η έναρξη της λειτουργίας του Ε.Ο.Π.Υ.Υ. (2012), η οποία αφενός συντελεί στη διεύρυνση της πελατειακής βάσης, όσον αφορά στον ιδιωτικό τομέα υγείας, αφετέρου όμως έχει δημιουργήσει αρκετά προβλήματα στη ρευστότητά του εξαιτίας των καθυστερήσεων των πληρωμών των ωφελουμένων από τον Ε.Ο.Π.Υ.Υ. Επίσης ο Ε.Ο.Π.Υ.Υ. συσχετίζεται άμεσα με την σύσταση των Κ.Ε.Ν., τα οποία αποτελούν έναν ενιαίο τιμοκατάλογο νοσηλείων, καθώς επίσης και με τη δημιουργία μιας νέας διοικητικής και οργανωτικής οντότητας το Π.Ε.Δ.Υ.. Ένα άλλο μεταρρυθμιστικό έργο αποτελεί και ο μηχανισμός ‘clawback - rebate’ (2013), ο οποίος από πολλούς έχει χαρακτηριστεί ως καθαρά εισπρακτικός και δεν έχει επιφέρει έως τώρα συντονισμένα αποτελέσματα, εφόσον η αρχική του εφαρμογή έχει εκτιμηθεί λανθασμένα.

Με την πραγματοποίηση των Μνημονίων Συνεργασίας η Ελλάδα υιοθετεί αλλαγές με πρωτεύον σκοπό τη μείωση των δαπανών υγείας, σε μια γενικότερη προσπάθειά της για μείωση του δημοσίου ελλείμματος. Είναι όμως αξιοσημείωτο ότι η αλλαγές αυτές μέχρι στιγμής δεν έχουν οδηγήσει στα επιθυμητά αποτελέσματα.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, το ποσοστό του Α.Ε.Π. μπορεί να συσχετιστεί με τις δαπάνες υγείας και να μας οδηγήσει σε εύλογα συμπεράσματα. Την περίοδο 2000-2009 η συνολική δαπάνη υγείας, παρουσίαζε ραγδαία ανάπτυξη της τάξης του 58% ετησίως, σε αντίθεση με την περίοδο 2009-2010, όπου έχει επέλθει η οικονομική κρίση και καταγράφεται πτωτική πορεία. Από στατιστικές αναλύσεις την τελευταία περίοδο παρουσιάζεται μείωση του ποσοστού συμμετοχής του δημοσίου τομέα στις συνολικές δαπάνες υγείας και αύξηση του ποσοστού συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα σε αυτές, γεγονός που υποδεικνύει ότι ο οικογενειακός προϋπολογισμός επιβαρύνεται περισσότερο σε αντίθεση με τους αρχικούς σκοπούς των μεταρρυθμιστικών αλλαγών της κυβέρνησης. Επίσης σε διεθνείς συγκρίσεις, συνδυάζοντας τις δαπάνες υγείας ως

ποσοστό του Α.Ε.Π., η Ελλάδα βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο των χωρών του Ο.Ο.Σ.Α..

Οι τέσσερις ισχυρότερες εταιρείες στον κλάδο ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και κατέχουν συνολικά το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς είναι οι εξής: ΥΓΕΙΑ Α.Ε. , ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε, EUROMEDICA Α.Ε. και ΙΑΣΩ Α.Ε.. Όσον αφορά στη γενική τους πορεία, πριν το έτος ορόσημο για την ελληνική οικονομία 2010 παρουσίαζαν στο σύνολό τους προβλήματα ρευστότητας και κατ' επέκταση δανειακής επιβάρυνσης, τα οποία μετά το 2010 εντείνονται σε μεγαλύτερο βαθμό. Σε ένα δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, κύριο μέλημα και των τεσσάρων εταιρειών για την εξασφάλιση της βιωσιμότητά τους ήταν η αποεπένδυσή τους από μη βασικές λειτουργικές δραστηριότητες, οι αλλαγές της κοστολογικής δομής (κυρίως από το 2011 και μετά), η διαπραγμάτευση των όρων των δανειακών υποχρεώσεων καθώς επίσης και η αναβολή του επενδυτικού τους προγράμματος.

Από τη διαχρονική και διαστρωματική μελέτη των εταιρειών κατά την περίοδο 2007-2013 προκύπτουν τα παρακάτω συμπεράσματα:

- ◆ Όσον αφορά τους αριθμοδείκτες ρευστότητας, η εταιρεία ΥΓΕΙΑ Α.Ε. παρουσιάζει καλύτερα αποτελέσματα σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Συγκεκριμένα στην αρχή της περιόδου καταγράφει τις μικρότερες τιμές αριθμοδεικτών, αλλά με την πάροδο του χρόνου, εξαιτίας των εύστοχων πολιτικών της διοικήσεως η ρευστότητά της κυμαίνεται σε ικανοποιητικότερα επίπεδα. Στην αντίθετη κατεύθυνση βρίσκεται η εταιρεία EUROMEDICA Α.Ε., η οποία κυρίως μετά το 2010 αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και έχει αναπτυχθεί η ανάγκη της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού της δανεισμού αλλά και της αναχρηματοδότησης υφιστάμενου δανεισμού των θυγατρικών εταιρειών της, με παράλληλη αύξηση των χρηματοδοτικών ορίων του βραχυπρόθεσμου δανεισμού της.
- ◆ Από τους αριθμοδείκτες δραστηριότητας, οι οποίοι στο σύνολό τους ακολουθούν πτωτική πορεία σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, προκύπτει ότι οι εταιρείες αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα στην είσπραξη των απαιτήσεων

από πελάτες επομένως αυξάνεται και το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί για την καταβολή των δικών τους υποχρεώσεων. Το παραπάνω γεγονός αντικατοπτρίζει τη διαμόρφωση μιας παρατεταμένης ύφεσης στην ελληνική κοινωνία η οποία διαφαίνεται εντονότερα από το 2010 και μετά. Συγκεκριμένα την περίοδο 2010-2013 οι εταιρείες διατηρούν μικρότερα κεφάλαια κίνησης σε σχέση με τις πωλήσεις τους και αξιοποιούν σε μικρότερο βαθμό τα περιουσιακά τους στοιχεία από ότι στο παρελθόν.

- ◆ Σχετικά με τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας είναι ξεκάθαρη η υπεροχή του ΙΑΣΩ Α.Ε. την περίοδο 2007-2013, ενώ στον αντίποδα βρίσκεται η εταιρεία EUROMEDICA Α.Ε. σημειώνοντας εξαιρετικά χαμηλές επιδόσεις. Σε γενικό όμως επίπεδο οι τιμές των αριθμοδεικτών καταγράφουν χαμηλές επιδόσεις μετά το 2010, επηρεασμένες και από τη γενική αβεβαιότητα που επικρατεί.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκης, Γ., (2010) Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Εκδ. Interbooks.
2. Γκίκας, Δ. Χ. (2002) *Ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου
3. Δημόπουλος, Δ., (2006) *Τεχνική ανάλυση-Συστήματα συναλλαγών*. Εκδ. Eurocapital.
4. Ευθύμογλου, Π. Γ., (1999), *ΘΕΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ*, Τεύχος Α, Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Πειραιά.
5. Νιάρχος, Ν. Α. (2004) *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη
6. Κάντζος, Κ. (2002) *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Interbooks
7. Kahn M., *Τεχνική ανάλυση γρήγορα και απλά για αποδοτικότερες επενδύσεις στο χρηματιστήριο*, εκδ. Κλειδάριθμος, Αθήνα 2000.
8. Κουρούκλης, Χ.,Ε. (1999) *Τεχνική ανάλυση. Θεωρία και πρακτικές εφαρμογές*. Metapublications.

ΑΡΘΡΑ ΚΑΙ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- ❖ Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Υγεία Α.Ε. Διαθέσιμες στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.hygeia.gr/>
- ❖ Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Ιατρικού Αθηνών Ε.Α.Ε. Διαθέσιμες στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.iatriko.gr/>
- ❖ Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Euromedica Α.Ε. Διαθέσιμες στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.euromedica.gr/>
- ❖ Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Ιασώ Α.Ε. Διαθέσιμες στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.iaso.gr/el/group/index.html>
- ❖ Μάθετε τα πάντα για την τεχνική ανάλυση: <http://www.markets.com/>.
- ❖ Τεχνική ανάλυση και οδηγίες χρήσης του Metastock: <http://www.in.gr/>.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

- ◆ Ευχαριστούμε τον κ. Λοΐσιο Νικόλαο Μαιευτήρα- Γυναικολόγο για την επίσκεψη, τις πληροφορίες και τις εμπειρίες που αντλήθηκαν από το ιατρείο του.
- ◆ Ευχαριστούμε τον κ. Μάμαλη Αθανάσιο οικονομολόγο για την βοήθειά του στην θεμελιώδη ανάλυση και τις χρήσιμες συμβουλές και πληροφορίες του.
- ◆ Ευχαριστούμε τον κ. Αλεξίου Ανδρέα δημοσιογράφο και το γραφείο Δούρειος Τύπος για την φιλοξενία των συζητήσεων που έλαβαν χώρα και βοήθησαν στα γενικότερα συμπεράσματα.
- ◆ Ευχαριστούμε θερμά την κ. Ειρήνη Τριάρχη καθηγήτρια οικονομικών της σχολής διοίκησης και οικονομίας Τ.Ε.Ι Ηπείρου και για την πολύτιμη καθοδήγηση της.