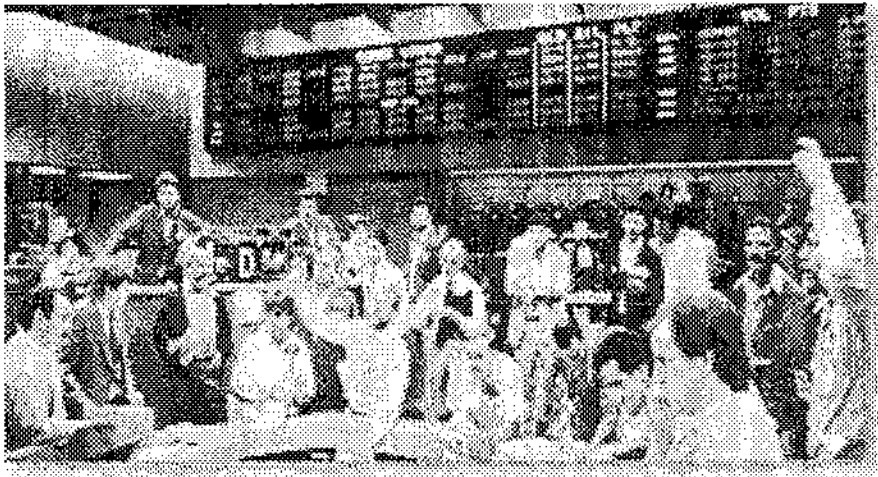




ΤΕΙ ΠΑΤΡΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ
ΣΔΟ



ΘΕΜΑ: "ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΚΑΙ Η ΠΟΡΕΙΑ
ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ"

ΣΤΑΘΗΣ ΖΑΛΑΧΩΡΗΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΑΔΑΜΟΠΟΥΛΟΣ



ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	6420
----------------------	------

Περιεχόμενα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ I

1. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (σελ . 1)
2. Το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ (σελ . 3)
3. Εποπτικά όργανα του ΧΑΑ (σελ . 4)
4. Ιστορική εξέλιξη του νομικού και κανονιστικού πλαισίου του ΧΑΑ (σελ . 5)
5. Κατηγορίες χρηματιστηριακών εταιριών – προϋποθέσεις εισαγωγής Αξιογράφων στο ΧΑΑ (σελ . 7)
6. Προϋποθέσεις εισαγωγής στην παράλληλη αγορά – διενέργεια συναλλαγών στο ΧΑΑ (σελ . 8)
7. Δείκτες που τηρούνται απο το ΧΑΑ (σελ . 10)
8. Παράγοντες που επηρεάζουν το χρηματιστήριο (σελ . 12)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ II

1. Ο κλάδος των κατασκευών
 - Γενικά στοιχεία του κλάδου (σελ . 14)
 - Ο αριθμοδείκτης έμμεσης ρευστότητας (σελ . 15)
 - Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας των ΙΚ (σελ . 16)
 - Ο αριθμοδείκτης δανειακής επιβάρυνσης (σελ . 17)
2. Ισολογισμοί Προοδευτικής 1997-2000 (σελ . 18)
Ισολογισμοί Ελλ. Τεχνοδομικής 1997-2000
3. Διαχρονική ανάλυση της Προοδευτικής (σελ . 20)
4. Διαχρονική ανάλυση της Ελλ. Τεχνοδομικής (σελ . 21)
5. Χρησιμοποίηση του δείκτη P/E (σελ . 22)
6. Ερμηνεία του δείκτη Pn/B (σελ . 23)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ III

1. Ο κλάδος της πληροφορικής

- Γενικά στοιχεία του κλάδου (σελ .26)

2. Ισολογισμοί Singular 1998-2000 (σελ .27)

3. Ισολογισμοί Forthnet 1998-2000 (σελ .28)

4. Διαχρονική ανάλυση της Singular (σελ .30)

5. Διαχρονική ανάλυση της Forthnet (σελ .31)

6. Ο δείκτης P/E (σελ .32)

7. Ο δείκτης Pn/B (σελ .33)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV

1. Ο κλάδος των τραπεζών

- Γενικά στοιχεία του κλάδου (σελ .34)

2. Ισολογισμοί Εθνικής 1998-2000 (σελ .35)

3. Ισολογισμοί Alpha 1998-2000 (σελ .37)

4. Διαχρονική ανάλυση της Εθνικής (σελ .40)

5. Διαχρονική ανάλυση της Alpha (σελ .41)

6. Ο δείκτης P/E (σελ .43)

7. Ο δείκτης Pn/B (σελ .44)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

1. Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών

- Γενικά στοιχεία του κλάδου (σελ .45)

2. Ισολογισμοί Cosmote (σελ .46)

3. Ισολογισμοί Panafon (σελ .48)

4. Διαχρονική ανάλυση της Cosmote (σελ .50)

5. Διαχρονική ανάλυση της Panafon (σελ .52)

6. Ο δείκτης P/E (σελ .54)

7. Ο δείκτης Pn/B

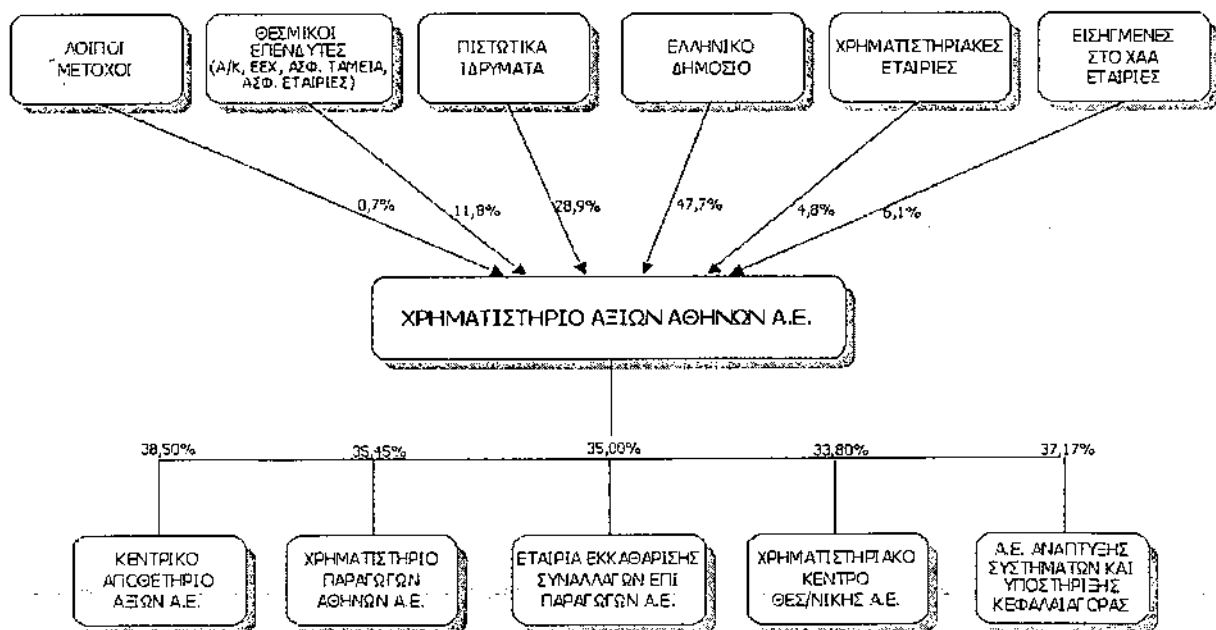
ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών είναι μια οργανωμένη και ελεγχόμενη αγορά κινητών αξιών (αξιογράφων) οι τιμές των οποίων προσδιορίζονται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών αντικείμενο συναλλαγής είναι κυρίως οι μετοχές, τα ομόλογα, και οι ομολογίες. Το χρηματιστήριο αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Το χρηματιστήριο είναι η επίσημη δευτερογενής αγορά για τα αξιόγραφα των εταιριών που είναι ήδη εισαγμένες σ' αυτό.

Μέχρι το 1995 το "ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕ" ήταν Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Με το Ν. 2324/95, το ΧΑΑ μετετρέπεται σε ανώνυμη εταιρία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο. Το Δεκέμβριο του 1997 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε μέσω Ιδιωτικής Τοποθέτησης 1.983.270 μετοχές του ΧΑΑ κυριότητάς του (39,67% του Μετοχικού Κεφαλαίου) σε επιλεγμένους επενδυτές (πιστωτικά ιδρύματα, χρηματιστηριακές εταιρίες, θεσμικοί επενδυτές κ.α.). Το Δεκέμβριο του 1998 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε μέσω Ιδιωτικής Τοποθέτησης επιπλέον 600.000 μετοχές του ΧΑΑ (12% του μετοχικού Κεφαλαίου) σε επιλεγμένους επενδυτές. Τον Ιούλιο του 1999 μεταβιβάστηκαν από το Ελληνικό Δημόσιο στο προσωπικό του ΧΑΑ επιπλέον 32.470 μετοχές κυριότητάς του, δυνάμει της από 13/5/1999 απόφασης της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποίησης και της υπ' αριθμών 2/47663/0025/13.7.99 απόφασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας.

Μετά από τις τρεις παραπάνω ιδιωτικές τοποθετήσεις η μετοχική σύνθεση και ο όμιλος εταιριών του ΧΑΑ είχε ως ακολούθως:

Σχεδιαγράμμα 1

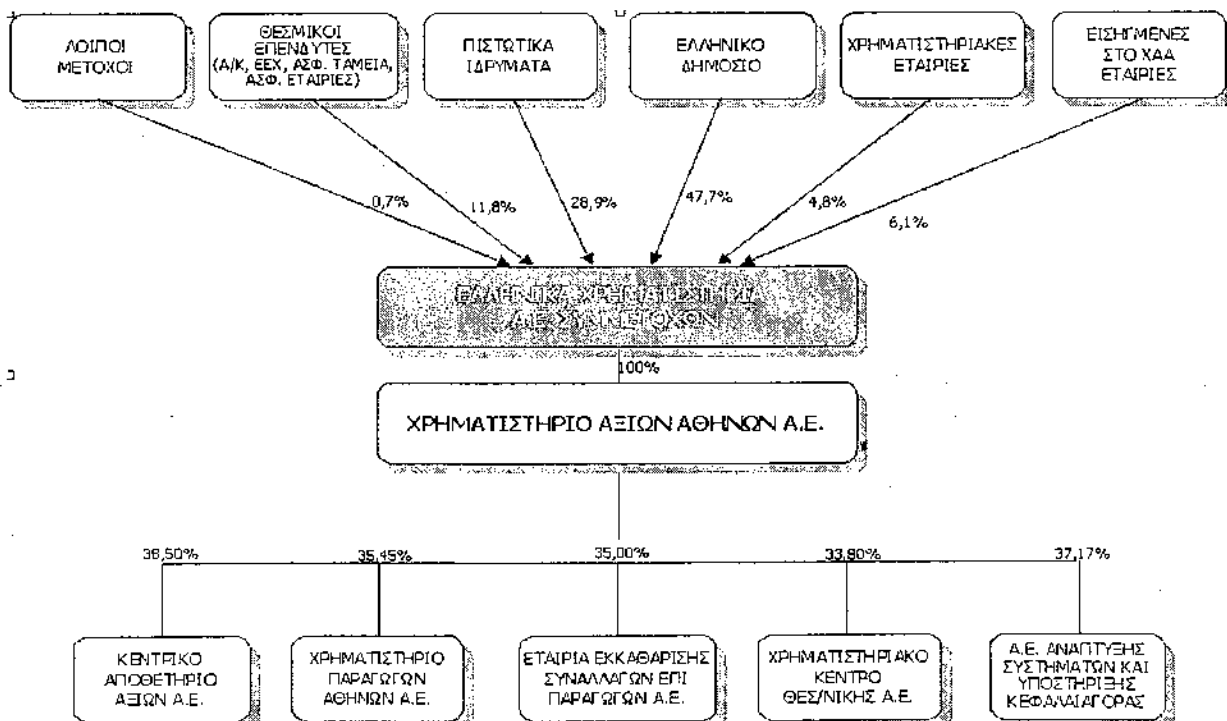


Κατα την δεύτερη Ιδιωτική Τοποθέτηση το Ελληνικό Δημόσιο ως κύριος μέτοχος είχε δηλώσει ότι θα συναινούσε προκειμένου οι μετοχές του ΧΑΑ να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στην κύρια αγορά του ΧΑΑ με οποιοδήποτε σχήμα τελικά επιλεγόταν. Στο πλαίσιο αυτής της δέσμευσης, αποφασίσθηκε ίδρυση μιας εταιρίας συμμετοχών.

Η διαδικασία ίδρυσης αυτής της εταιρίας συμμετοχών προβλέφθηκε στο άρθρο 51 του Ν. 2778/99. Σύμφωνα με αυτή τη διαδικασία, τον Ιανουάριο του 2000 απευθύνθηκαν προσκλήσεις σε όλους τους μετόχους του ΧΑΑ για να συμμετάσχουν στο ιδρυτικό κεφάλαιο της εκδότριας εταιρίας "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" εισφέροντας τις μετοχές ΧΑΑ κυριότητάς τους καθώς και μετρητά. Την πρόσκληση αποδέχτηκαν όλοι οι μέτοχοι του ΧΑΑ και την 14/2/2000 υπογράφηκε το καταστατικό της εκδότριας εταιρίας. Η "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" συστάθηκε με την υπ. αριθμ. Κ2-3040/29-3-2000 εγκριτική πράξη του Υφυπουργού Ανάπτυξης και καταχωρήθηκε στο Μ.Α.Ε με αριθμό μητρώου 45688/06/Β/00/30.

Με την ολοκλήρωση της παραπάνω διαδικασίας η εκδότρια εταιρία κατέστη ο μοναδικός μέτοχος του ΧΑΑ. Η μετοχική σύνθεσή της και ο όμιλος εταιριών τους έχουν σήμερα ως ακολούθως:

Σχεδιάγραμμα 2



Ως αποτέλεσμα της ίδρυσής της η εκδότρια εταιρία συγκεντρώνει κατά το ποσοστό συμμετοχής της, το οικονομικό όφελος της δραστηριότητας του ΧΑΑ και των εταιριών συμμετοχής του. Η νομοθετική διάταξη για την ίδρυση της εκδότριας εταιρίας προβλέπει επίσης τα ακόλουθα:

1. Δεν ανήκει στο δημόσιο τομέα και δεν υπάγεται στις διατάξεις που προβλέπουν οποιουσδήποτε περιορισμούς για τα νομικά πρόσωπα του δημόσιου τομέα.
2. Το Διοικητικό Συμβούλιο της "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" απαγορεύεται να αναμιγνύεται με οποιονδήποτε τρόπο στις εποπτικές αρμοδιότητες του ΧΑΑ και στην τιμολογιακή πολιτική για τις παρεχόμενες από αυτό υπηρεσίες.
3. Η εποπτεία και ο έλεγχος της "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" ως προς την τήρηση των πάσης φύσης υποχρεώσεων της ως εκδότριας εταιρίας μετοχών εισηγμένων σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά ανήκει αποκλειστικά στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Με τις παραπάνω ρυθμίσεις διασφαλίζεται ο διαχωρισμός μεταξύ της λειτουργικής δραστηριότητας και του εποπτικού ρόλου του ΧΑΑ και της δραστηριότητας της "ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" ως εισηγμένης εταιρίας.

ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΟΥ ΧΑΑ

Το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ αποτελείται από 9 μέλη τριετούς θητείας. Το αντικείμενο του είναι η ενασχόληση με όλα τα διοικητικά θέματα, η διαχείριση της περιουσίας καθώς η επίτευξη των αντικειμενικών στόχων του ΧΑΑ. Μία εκ των σημαντικότερων αρμοδιοτήτων του είναι η εποπτεία της εύρυθμης λειτουργίας των συναλλαγών. Επίσης το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ εκπροσωπεί το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενώπιον των ελληνικών και ξένων δικαστηρίων.

Η σύνθεση του Δ.Σ εξασφαλίζει την συμμετοχή όλων των παραγόντων της αγοράς στην διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ορίζονται ως εξής:

- 3 μέλη από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας
- 1 μέλος από την Τράπεζα της Ελλάδος
- 2 μέλη από Χρηματιστηριακές Εταιρίες, μέλη του ΧΑΑ
- 1 μέλος από το Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο
- 1 μέλος από τους εργαζόμενους του ΧΑΑ

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ ΧΑΑ

Ο πρόεδρος του ΧΑΑ ορίζεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Αποτελεί το ανώτατο εκτελεστικό όργανο της εταιρίας, αρμόδιο για κάθε θέμα που αφορά την λειτουργία της και έχει την γενική εποπτεία των εργασιών της. Ο πρόεδρος του ΧΑΑ έχει την δυνατότητα να επιβάλλει την αναστολή των διαπραγματεύσεων εάν διαπιστωθεί ότι διακυβεύονται τα συμφέροντα των επενδυτών.

Ο ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΧΑΑ

Ο όμιλος εταιριών του ΧΑΑ αποτελείται από τις ακόλουθες εταιρίες:

1. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ΑΕ
2. Το Κεντρικό Αποθετήριο ΑΕ
3. Το Χρηματιστήριο Παραγώγων ΑΕ
4. Την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων
5. Το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης ΑΕ
6. Το Περιφερειακό Κέντρο Επαγγελματικής Κατάρτισης
7. Την Εταιρία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς

ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ ΤΟΥ ΧΑΑ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Το χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύεται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Παράλληλα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύει την ελληνική αγορά κεφαλαίου έχοντας ως αντικειμενικό σκοπό της την προστασία των επενδυτικών και την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς αξιογράφων. Τα όργανα εποπτείας της αγοράς κεφαλαίου, έχουν το δικαίωμα να ελέγχουν τα στοιχεία που τηρούν το Χρηματιστήριο Αξιών, τα μέλη του Χρηματιστηρίου και οι εισαγμένες σ' αυτό εταιρίες. Πιο συγκεκριμένα η επιτροπή κεφαλαιαγοράς αποτελείται από επτά μέλη και έχει τις εξής αρμοδιότητες:

- Εκδίδει πράξεις κανονιστικού χαρακτήρα όπου προβλέπεται από το Νόμο, όπως για θέματα σχετικά με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των Ανώνυμων Χρηματιστηριακών Εταιριών, των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των ΑΕ διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, για καθορισμό νέων χρηματιστηριακών πραγμάτων και χρηματιστηριακών συναλλαγών, τα όρια της επενδυτικής πολιτικής των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των ΑΕ διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, τις μεθόδους αποτίμησης μη εισαγμένων εταιριών σε χρηματιστήριο κινητών αξιών, τον ανώτατο αριθμό μελών του ΧΑΑ, τον καθορισμό των κριτηρίων άσκησης του λειτουργήματος αυτών, εξειδίκευση των κριτηρίων χορήγησης άδειας λειτουργίας των ΑΧΕ, Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και ΑΕ διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και αναπροσαρμογής του ελάχιστου ύψους του μετοχικού κεφαλαίου των ππσ πάνω εταιριών.

- Χορηγεί και ανακαλεί άδειες ΑΧΕ, Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και ΑΕ διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και τηρεί μητρώο των εταιριών αυτών, αποφασίζει για την εισαγωγή εταιριών στο ΧΑΑ στις περιπτώσεις του άρθρου 3 του Π.Δ 350\1985, προβαίνει σε αναστολή της διαπραγμάτευσης των μετοχών, διαγραφή αυτών, διορίζει επιτρόπους όπου προβλέπεται από το Νόμο, χορηγεί άδειες έκδοσης τίτλων σταθερού εισοδήματος και αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου δια δημόσιας εγγραφής, άδειες μεταβίβασης μετοχών ΑΧΕ και Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, εγκρίνει και τροποποιεί κανονισμούς και καταστατικά αυτών και διορίζει χρηματιστηριακούς εκπροσώπους και χρηματιστές.

- Γνωμοδοτεί προς τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας επί θεμάτων κεφαλαιαγοράς.

Διενεργεί ελέγχους σε εταιρίες, των οποίων οι μετοχές είναι εισαγμένες στο ΧΑΑ, σε ΑΕ, σε συμβούλους χρηματιστηριακών επενδύσεων, σε Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, στην ΑΕ Αποθετηρίων Τίτλων, σχετικά με την εφαρμογή των διατάξεων της υπάρχουσας νομοθεσίας, ελέγχει την τήρηση των κανόνων δεοντολογίας από τα στελέχη αυτών των εταιριών και προβαίνει σε ανακοινώσεις επί των αποτελεσμάτων των ελέγχων.

- Επιβάλλει τις απο το Νόμο προβλεπόμενες κυρώσεις και πειθαρχικές ποινές. Επιλαμβάνεται των περιπτώσεων που συνδέονται με την εκμετάλλευση εσωτερικών πληροφοριών, σύμφωνα με τις υπάρχουσες διατάξεις.
- Ρυθμίζει κάθε θέμα που έχει σχέση με την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, την τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και κάθε άλλο θέμα που απορρέει απο άλλες διατάξεις.
- Εποπτεύει την τήρηση των διατάξεων των Νόμων και δικαιούται να ζητά κάθε πληροφορία αναγκαία για την άσκηση του έργου της.
- Συνεργάζεται με τις άλλες αρμόδιες αρχές για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα καθώς και με τις αντίστοιχες αρμόδιες αρχές των άλλων Κρατών-Μελών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

Αποτιμά την αξία των κινητών και ακινήτων πραγμάτων που εξυπηρετούν άμεσες λειτουργικές ανάγκες των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΝΟΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΟΥ ΧΑΑ

1876: Ιδρύεται το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και αποτυπώνεται το πρώτο νομικό πλαίσιο το οποίο στηρίζεται στο γαλλικό κώδικα. Το χρηματιστήριο ξεκίνησε τη λειτουργία του ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας.

1909: Τροποποιείται το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του ΧΑΑ.

1918: Το ΧΑΑ μετατρέπεται σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου (Νόμος 1308)

1928: Αποσαφηνίζεται ο ρόλος και οι υπευθυνότητες των χρηματιστών και των εν γένει μεσαζόντων.

1985: Προεδρικό Διάταγμα 350/24.5.1985. Προσδιορίζονται τα δικαιολογικά εισαγωγής των μετοχών στο ΧΑΑ.

1988: Εισαγάγεται νέα αντίληψη στη λειτουργία του χρηματιστηρίου. Ορίζεται το νομικό πλαίσιο της παράλληλης αγοράς και του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (ΚΑΑ). Εκσυγχρονίζεται το ΧΑΑ και διευρύνεται το Δ.Σ. (Νόμος 1806)

1989: Υπουργική απόφαση 6280/Β 508. Προσδιορίζονται οι νομικές και χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των μελών του χρηματιστηρίου. Προσδιορίζεται το είδος της πληροφόρησης που πρέπει να εμφανίζεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του ΧΑΑ.

1990: Ιδρύεται το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ως πολυμετοχική εταιρία (Νόμος 1892).

1991: Ιδρύεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εποπτική αρχή και τίθεται το νομικό πλαίσιο των εταιριών επενδύσεων και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Διαπραγμάτευση ομολόγων χωρίς τους δεδουλευμένους τόκους στην καθαρή τιμή τους (Νόμος 1969).

1992: Προεδρικό Διάταγμα 50. Προσδιορίζεται το είδος της πληροφόρησης που θα πρέπει να περιέχεται στο ενημερωτικό δελτίο των εταιριών, καθώς και τη διαδικασία που θα πρέπει να ακολουθηθεί προκειμένου να εγκριθούν. Αναγνωρίζεται αμοιβαία το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών σε συμμόρφωση προς την Κοινοτική οδηγία 88/627.

Προεδρικό Διάταγμα 51. Πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ σε συμμόρφωση προς την οδηγία 88/627.

Προεδρικό Διάταγμα 53. Πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/298.

1993: Ενισχύθηκε ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Νόμος 2166).

1994: Εισάγεται η αποϋλοποίηση των εντόκων γραμματίων του δημοσίου (Νόμος 2198)

1995: Μετατροπή του ΧΑΑ από Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου σε ΑΕ. Προβλέπονται οι εκτός κύκλου συναλλαγές, ορίζονται οι συνθήκες ιδιωτικής τοποθέτησης μετοχών και διευρύνεται το φάσμα των δραστηριοτήτων των χρηματιστηριακών εταιριών (Νόμος 2324). Υποχρέωση όλων των Ανώνυμων Κατασκευαστικών Εταιριών οι οποίες αναλαμβάνουν έργα του δημοσίου αξίας 1 δις δρχ. και άνω να ονομαστικοποιήσουν τις μετοχές τους σε επίπεδο φυσικού προσώπου ως επίσης και οι ανώνυμες εταιρίες συμμετοχών οι οποίες διατηρούν στο χαρτοφυλάκιο τους μετοχές των ως άνω περιγραφόμενων εταιριών (Νόμος 2328).

1996: Προβλέπονται οι επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ενεργοποίηση των διαδικασιών αποϋλοποίησης των μετοχών (Νόμος 2396).

Τροποποιείται το άρθρο 15 του Ν. 2328 και η υποχρέωση ονομαστικοποίησης των εισηγμένων κατασκευαστικών εταιριών, μέχρι φυσικού προσώπου δεν ισχύει για τις μετοχές που κατέχονται από Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες, Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου του Ν. 1969/1991, Τράπεζες, Ασφαλιστικά Ταμεία, Ασφαλιστικές Εταιρίες, Χρηματιστηριακές Εταιρίες και Εταιρίες Επιχειρηματικού Κεφαλαίου και μέχρι ποσοστού 5%. Σε κάθε περίπτωση ο περιορισμός του ποσοστού 5% δεν ισχύει για τις τράπεζες εφόσον έχουν περιέλθει στη κυριότητά τους περισσότερες μετοχές, είτε λόγω αναδοχής είτε λόγω αναγκαστικής εκτελέσεως (Νόμος 2414).

Ρυθμίζονται θέματα σχετικά με τη μη συμμόρφωση των εταιριών στην ονομαστικοποίηση των μετοχών τους μέχρι φυσικού προσώπου σε προκαθορισμένο χρόνο. Οι επιπτώσεις διαφοροποιούνται αναλόγως του χρόνου καθυστέρησης (Νόμος 2372).

1997: Τίθεται το νομικό πλαίσιο ιδιωτικοποίησης του ΧΑΑ. Ιδρύονται τρεις νέες αγορές, η αγορά παραγώγων, η παράλληλη αγορά των αναδυόμενων αγορών, και η αγορά χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Αναδιάρθρωθηκε το Συνεγγυητικό Ταμείο των μελών του ΧΑΑ και προβλέφθηκε η πρακτική του δανεισμού μετοχών (Νόμος 2533).

1998: Αναθεωρούνται επί το αυστηρότερο τα απαιτούμενα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Απόφαση Δ.Σ του ΧΑΑ Αρ. 13/19-2-98. Διαδικασία προσφοράς προς πώληση πακέτου μετοχών μέσω χρηματιστηρίου (Ν. 2651).

1999: Σύσταση Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (Ν.Ε.Χ.Α) στην οποία εισάγονται μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιριών που δεν έχουν εισαχθεί στην κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ (Νόμος 2733).

Αναθεωρούνται επί το αυστηρότερο οι υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιριών, των μετοχών, των διευθυντικών στελεχών ως επίσης και των χρηματιστηριακών εταιριών για την παροχή πληροφοριών σχετικών με θέματα διαφάνειας (Νόμος 2744).

Απόφαση ΔΣ του ΧΑΑ της 24/5/99. Απαιτούμενα δικαιολογητικά εισαγωγής των μετοχών κατασκευαστικών εταιριών στο ΧΑΑ.

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Νο 13/174/26-10-99. Τροποποίηση διαδικασίας δημόσιας εγγραφής.

Αποφάσεις ΔΣ του ΧΑΑ Νο 18,19,20,32,33,#18. Μέθοδοι και διαδικασίες διαπραγμάτευσης μετοχών και ρύθμιση τεχνικής φύσεως θεμάτων για τη σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών μέσω του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.).

19. Υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων-εξαγορών, αλλαγής της κύριας δραστηριότητας απόσχισης κλάδου.

20. Διαδικασίες και δικαιολογητικά εισαγωγής μετοχών στο ΧΑΑ.

32,33. Δημιουργία αγορών ειδικής κατηγορίας "ΥΠΟ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ" και "ΧΑΜΗΛΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ".

2000: Υπουργικές Αποφάσεις 3444/Β.253, 3445/ΖΒ.254. Ορίζεται νέο ελάχιστο μέγεθος εταιρίας για την εισαγωγή μετοχών της στην κύρια και στην παράλληλη αγορά του ΧΑΑ. Κύρια αγορά απαιτούμενο ποσό ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον 4 δις δρχ. παράλληλη αγορά απαιτούμενο ποσό ιδίων κεφαλαίων τουλάχιστον 1 δις.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Υπάρχουν τρεις κατηγορίες χρηματιστηριακών εταιριών:

α) Εταιρίες με ελάχιστο Μετοχικό Κεφάλαιο 100.000.000 δρχ. Αυτές οι εταιρίες έχουν δικαίωμα να συνάπτουν χρηματιστηριακές συναλλαγές μόνο εντός του χρηματιστηρίου κατα τη διάρκεια της συνεδρίασης και μόνο για λογαριασμό πελατών τους.

β) Εταιρίες με ελάχιστο Μετοχικό Κεφάλαιο 200.000.000 δρχ. Αυτές έχουν το δικαίωμα να συνάπτουν συναλλαγές και εντός και εκτός κύκλου, για λογαριασμό των πελατών τους και για δικό τους.

γ) Εταιρίες με ελάχιστο Μετοχικό Κεφάλαιο 1 δις δρχ. Οι εταιρίες αυτές εκτός απο το είδος των συναλλαγών που ήδη αναφέραμε έχουν το δικαίωμα να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου έκδοσης νέων αξιογράφων.

ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

Υπο την αιγίδα του ΧΑΑ λειτουργούν δυο αγορές αξιογράφων. Η κύρια ή επίσημη αγορά και η παράλληλη αγορά. Η πρώτη αγορά είναι κυρίως για τις μεγάλες εταιρίες ενώ η παράλληλη είναι για τις μεσαίες εταιρίες. Για να εισαχθεί μια εταιρία στην κύρια αγορά θα πρέπει:

1) Να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 1 δις δρχ.

2) Να έχει επιτύχει ικανοποιητικά κέρδη κατα την τελευταία διετία. Εξαιρέση αποτελούν νεοσύστατες εταιρίες για τις οποίες απαιτείται έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

3) Να προβεί σε ενέργειες έτσι ώστε οι δυο τελευταίες λογιστικές καταστάσεις να έχουν ελεγχεί απο ορκωτούς λογιστές.

- 4) Να προβεί σε αύξηση ίση με το 25% τουλάχιστον του Μετοχικού Κεφαλαίου. Οι νέες μετοχές πρέπει να διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή.
- 5) Να εκδόσει ενημερωτικό φυλλάδιο το περιεχόμενο του οποίου υπόκειται στην έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου.
- 6) Να υπάρχει ανάδοχος έκδοσης, ο οποίος είναι υποχρεωμένος να απορροφήσει τις μετοχές που δεν αγοράστηκαν από το κοινό.
- 7) Οι μετοχές της εταιρίας να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.

ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

Η ενδιαφερόμενη εταιρία πρέπει:

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους 200.000.000 δρχ.
- Να έχει επιτύχει ικανοποιητικά κέρδη κατά τα τελευταία 3 χρόνια για τα οποία να έχει δημοσιεύσει λογιστικές καταστάσεις. Εξαιρούνται οι νεοσύστατες εταιρίες με διάρκεια ζωής μικρότερη από 3 χρόνια καθώς επίσης και όλες εκείνες οι εταιρίες που για ειδικούς λόγους παρουσιάζουν ζημιές σε ένα από τα τελευταία 3 χρόνια πριν από την αίτηση εισαγωγής.
- Να προβεί σε ενέργειες έτσι ώστε οι τελευταίες λογιστικές καταστάσεις να ελεγχθούν από ορκωτό λογιστή.
- Να προβεί σε αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου κατά 15% τουλάχιστον, με έκδοση νέων μετοχών οι οποίες θα διατεθούν στο επενδυτικό κοινό με δημόσια εγγραφή.
- Να ορισθεί ανάδοχος για την έκδοση ο οποίος εκτός των άλλων υποχρεώσεων του, πρέπει να αγοράσει τις μετοχές που τυχόν δεν αγοράστηκαν από το επενδυτικό κοινό.
- Οι μετοχές της εταιρίας να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Η απόφαση εισαγωγής μιας εταιρίας στο ΧΑΑ λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο του χρηματιστηρίου. Να σημειωθεί ότι εταιρίες εισαγμένες στην παράλληλη αγορά, εφόσον πληρούν τις προϋποθέσεις μπορούν, μετά από σχετική αίτηση, να μεταφερθούν στην κύρια αγορά. Η απόφαση λαμβάνεται από το ΔΣ του χρηματιστηρίου μετά από θετική γνωμάτευση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

Ο ημερήσιος χρόνος λειτουργίας (συνεδρίαση) του ΧΑΑ είναι 3 ώρες και 45 λεπτά, και ξεκινά από τις 10:30 π.μ. έως τις 14:15 μ.μ. ενώ προηγείται περίοδος ανοίγματος διάρκειας μισής ώρας. Οι συνεδριάσεις του χρηματιστηρίου διενεργούνται από τα μέλη του, ήτοι τις χρηματιστηριακές εταιρίες οι οποίες αποκτούν την ιδιότητα του μέλους κατόπιν σχετικής απόφασης του ΔΣ του ΧΑΑ. Όλες οι συναλλαγές γίνονται στις μετρητοίς και διεξάγονται κατά κανόνα εντός χρηματιστηρίου.

ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η απόφαση 18 του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑΑ αποτελεί το κυρίως νομικό-κανονιστικό πλαίσιο διεξαγωγής των συναλλαγών του ΧΑΑ μέσω του Ο.Α.Σ.Η.Σ. Οι εντολές εισάγονται στο σύστημα από τους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους και τους αντικριστές με τη βοήθεια μοναδικών κωδικών. Οι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι διαβιβάζουν τις εντολές είτε από τους τερματικούς σταθμούς που βρίσκονται στην αίθουσα του χρηματιστηρίου είτε από τους εγκατεστημένους στην έδρα των εταιριών τους. Κάθε μέλος μπορεί να χρησιμοποιεί έως και 9 τερματικούς σταθμούς για την

διεξαγωγή συναλλαγών κατά τη διάρκεια του χρονικού περιθωρίου των ημερήσιων συνεδριάσεων και μόνο.

Την περίοδο που προηγείται της έναρξης της ημερήσιας συνεδρίασης εισάγονται στο σύστημα (Ο.Α.Σ.Η.Σ) εντολές **ελάχιστης** και **μέγιστης επιτρεπόμενης τιμής** (limit orders), **εντολές ανοίγματος** (at the open), **stop εντολές** και **εντολές με ελεύθερες τιμές** (market-orders). Οι "ελεύθερες" και οι εντολές ανοίγματος αποκτούν προτεραιότητα εκτέλεσης, σύμφωνα με το χρόνο εισαγωγής τους, με την έναρξη της συνεδρίασης ενώ από τις εντολές που εισάγονται στο σύστημα τη περίοδο της μισής ώρας που προηγείται της συνεδρίασης οι εντολές (limit), (market), και (at the open) συμμετέχουν στο υπολογισμό της τιμής ανοίγματος, οι εντολές stop δεν συμμετέχουν. Σε περίπτωση δε που δεν υφίστανται τέτοιες εντολές η τιμή ανοίγματος θα συμπίπτει με τη τιμή κλεισίματος της προηγούμενης συνεδρίασης. Το κριτήριο για το προσδιορισμό της τιμής ανοίγματος είναι η μεγιστοποίηση του όγκου συναλλαγών. Στην περίπτωση κατά την οποία υπάρχουν δυο τέτοιες τιμές θα επιλεγεί η πλησιέστερη στη τιμή κλεισίματος της προηγούμενης συνεδρίασης και αν αυτό δεν είναι εφικτό τότε επιλέγεται η προηγούμενη τιμή κλεισίματος. Ως τιμή κλεισίματος νοείται ο σταθμισμένος μέσος όρος των τιμών ως προς τα τεμάχια συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν τα τελευταία 10 λεπτά πριν από τη λήξη της συνεδρίασης.

ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Τα μέλη έχουν τη δυνατότητα συνεχούς διαβίβασης εντολών στο σύστημα συναλλαγών. Οι εντολές συνάπτονται αυτόματα από το σύστημα Ο.Α.Σ.Η.Σ σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή εφόσον ικανοποιείται το κριτήριο ταύτισης αντίθετων εντολών. Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης οι εντολές ταυτίζονται με βάση τις προσφερόμενες/ζητούμενες τιμές (οι εντολές αγοράς με τις υψηλότερες τιμές ταυτίζονται με τις εντολές πώλησης με τις χαμηλότερες τιμές) και το χρόνο εισαγωγής τους.

Όλες οι υλοποιημένες συναλλαγές επιβεβαιώνονται από εκδιδόμενα έντυπα (πινακίδια) στα οποία αναφέρονται επακριβώς οι εντολές, ήτοι η τιμή που πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή, ο ακριβής χρόνος συναλλαγής, τα τεμάχια και κωδικός του μέλους. Άπαξ και η συναλλαγή εκτελείται, επιβεβαιώνεται από τα δυο συμβαλλόμενα μέρη και η καταχωρηθείσα εντολή μεταφέρεται από το πεδίο "ανακοίνωσιμα τεμάχια" στο κεντρικό βιβλίο κύριων εντολών το οποίο αναφέρει το χρόνο υλοποίησης της συναλλαγής, τους κωδικούς του επενδυτή και του μέλους διασφαλίζοντας πλήρη διαφάνεια.

ΠΑΥΣΕΙΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ

Στο Ο.Α.Σ.Η.Σ υποστηρίζονται παύσεις σε τρία επίπεδα και η εφαρμογή τους ομαδοποιείται σε δύο περιπτώσεις. Πιο συγκεκριμένα οι παύσεις εφαρμόζονται σε επίπεδο Συστήματος, Αγοράς και Μετοχής. Στο πρώτο επίπεδο οι παύσεις επιβάλλονται με απόφαση του προέδρου του χρηματιστηρίου σε εξαιρετικές περιπτώσεις (π.χ όταν πλήττονται τα συμφέροντα των επενδυτών, ή όταν υφίστανται κίνδυνος τρομοκρατικών ενεργειών κλπ), ενώ στο δεύτερο επίπεδο η διαπραγμάτευση των μετοχών διακόπτεται αυτόματα από το σύστημα όταν οι τιμές τους υπερβούν κατά $\pm 12\%$ τη τιμή ανοίγματος. Διευκρινίζεται ότι η εν λόγω παύση δεν εφαρμόζεται τις 3 πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης της μετοχής.

ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΤΗΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Το άρθρο 11 του Π.Δ 350/85 προβλέπει την για λόγους διασφάλισης της ομαλής λειτουργίας της αγοράς και διασφάλισης των συμφερόντων των επενδυτών την αναστολή της διαπραγμάτευσης εταιριών.

Η υπ' αριθμών 99/18.2.97 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προβλέπει την διαγραφή εταιριών η διαπραγμάτευση των οποίων έχει ανασταλεί επι μακρό χρονικό διάστημα.

ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΟΥ ΤΗΡΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΟ ΧΑΑ

Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ είναι ένας μέσος σταθμικός, ως προς την κεφαλαιοποίηση αγοράς, δείκτης. Αποτελείται απο μετοχές εισηγμένες στην κύρια αγορά, οι οποίες συμμετέχουν και στους κλαδικούς δείκτες, καθώς και απο τη μετοχή του ΟΤΕ η οποία δεν συμμετέχει σε κανένα επιμέρους δείκτη. Το σύνολο των μετοχών που συνθέτουν το δείκτη είναι και υπολογίζεται ημερησίως απο τον ακόλουθο τύπο:

$$\begin{aligned} & \text{Τρέχουσα Συνολική Κεφαλαιοποίηση} \\ & \Sigma \{ (\text{Αρ. μετοχών}) * (\text{Τρέχουσες Τιμές}) \} \\ \text{Τιμή Δείκτη} = & 100 * \\ & \frac{\text{Τρέχουσα Συνολική Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Συνολική Κεφαλαιοποίηση το Έτος Βάσης (31/12/1980)}} \\ & \Sigma \{ (\text{Αρ. μετοχών 31/12/80}) * (\text{Τρέχουσες Τιμές 1/12/80}) \} \end{aligned}$$

Όλες οι μετοχές συμμετέχουν στο δείκτη με το 100% της κεφαλαιοποίησής τους εκτός του ΟΤΕ, ο οποίος συμμετέχει με το 25% της τρέχουσας αξίας του. Ο δείκτης δεν προσαρμόζεται σύμφωνα με τις καταβολές μερισμάτων. Τα κριτήρια σύνθεσης του γενικού δείκτη του ΧΑΑ είναι η κεφαλαιοποίηση και η εμπορευσιμότητα των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, όλες οι μετοχές ιεραρχούνται με κριτήρια την κεφαλαιοποίηση και την εμπορευσιμότητα τους το τελευταίο εξάμηνο πριν την περίοδο αναθεώρησης του δείκτη. Τα δύο νούμερα της ιεράρχησης έκαστης μετοχής αθροίζονται και διαιρούνται δια του δύο. Αν το πηλίκο είναι μικρότερο του αριθμού 59, τότε η συγκεκριμένη μετοχή συμμετέχει στο δείκτη. Αν το αποτέλεσμα του ως άνω υπολογισμού συμπίπτει για δύο μετοχές τότε η επιλογή γίνεται με κριτήριο το κλάδο στον οποίο συμμετέχει η συγκεκριμένη μετοχή. Μέχρι σήμερα δεν έχει οριστεί συγκεκριμένη περίοδος αναθεώρησης του δείκτη. Η τελευταία αναθεώρηση του έγινε τον Αύγουστο του 1996.

• FTSE-ASE 20

Ο δείκτης FTSE/ASE 20 είναι δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης και περιλαμβάνει τις είκοσι μεγαλύτερες εταιρίες της αγοράς. Το μέγεθος των εταιριών αποτιμάται με βάση τη προσαρμοσμένη κεφαλαιοποίησή τους καθώς και τη διασπορά τους. Σχεδιάστηκε από το ΧΑΑ σε συνεργασία με το χρηματιστήριο αξιών του Λονδίνου και την FTSE International Limited και τέθηκε σε ισχύ απο το Σεπτέμβριο του 1997.

Ο δείκτης ελέγχεται απο ανεξάρτητη συμβουλευτική επιτροπή, η οποία συστάθηκε απο το ΧΑΑ το χρηματιστήριο αξιών του Λονδίνου (LSE) καθώς και απο εκπροσώπους θεσμικών επενδυτών της αλλοδαπής και της ημεδαπής. Ως εκ τούτου, για τον σχεδιασμό του δείκτη έχουν υιοθετηθεί σταθεροί κανόνες. Η επιτροπή αποφασίζει την αναπροσαρμογή του δείκτη κάθε εξάμηνο, το ΧΑΑ είναι υπεύθυνο για τον καθημερινό υπολογισμό του τον οποίο έχει αναλάβει η ΑΣΥΚ ΑΕ, θυγατρική του ΧΑΑ, ενώ ελέγχεται σε πραγματικό χρόνο απο την FTSE International.

• FTSE-ASE Mid40

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid40, επικεντρώνεται στις εταιρίες μεσαίου μεγέθους, κάτω απο τον FTSE/ASE 20, όπως συμφωνήθηκε απο την επιτροπή που επιβλέπει και τον FTSE/ASE 20. Ο FTSE/ASE Mid40 τέθηκε σε ισχύ το 1999 και μαζί με τον FTSE/ASE 20, καλύπτουν το 67,42% της κύριας αγοράς του ΧΑΑ. Υπολογίζεται απο το ΧΑΑ με την υποστήριξη της ΑΣΥΚ ΑΕ. Η χρήση του αναμένεται να βελτιώσει τη θέση του ΧΑΑ διεθνώς, καθώς λόγω της αυξημένης ρευστότητάς του αποδεικνύεται πολύ χρήσιμο

εργαλείο για την ανάπτυξη των παραγώγων και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων έλκοντας τη προσοχή των επενδυτών θεσμικών και ιδιωτών στην ελληνική αγορά.

• ΔΕΙΚΤΗΣ Dow Jones Greece

Ο δείκτης τέθηκε σε ισχύ τον Οκτώβριο του 1997 και παρακολουθείται από την Dow Jones Co. Αποτελείται από 32 μεγάλου μεγέθους μετοχές και καλύπτει το 80% του εισηγμένου στο ΧΑΑ μετοχικού κεφαλαίου. Τα δεδομένα για τον υπολογισμό του δείκτη αντλούνται από τη θυγατρική στην Ελλάδα Dow Jones Markets η οποία με τη σειρά της εξουσιοδοτείται από το ΧΑΑ να αντλεί δεδομένα σε πραγματικό χρόνο. Ο εν λόγω Δείκτης αναθεωρείται σε τακτά χρονικά διαστήματα. Όλες οι μετοχές του δείκτη συμμετείχαν στις αρχές του Οκτωβρίου 1998 με ποσοστό 1,23% στον Ευρωπαϊκό δείκτη DJ STOXX, ο οποίος αποτελείται από 600 μετοχές 16 διαφορετικών ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Όλες οι συμμετέχουσες στο δείκτη μετοχές έχουν επιλεγεί με κριτήρια εισαγωγής στην κύρια αγορά, ρευστότητας, κεφαλαιοποίησης, και διασποράς.

• MSCI GREECE

Πρόκειται για ένα δείκτη ο οποίος τηρείται από την Morgan Stanley Capital International. Τα συνθετικά μέρη επιλέγονται από όλα τα διαθέσιμα στην αγορά χρεόγραφα εξαιρουμένων των αλλοδαπών μετοχών καθώς και εκείνων των οποίων την πλειοψηφία έχουν άλλες εταιρίες. Επίσης οι επιλεγείσες μετοχές θα πρέπει να είναι υψηλής ρευστότητας, επαρκούς διασποράς ως και να ανήκουν στην συντριπτική πλειοψηφία τους σε συγκεκριμένη εταιρία. Ο δείκτης αποτιμάται σε εγχώριο νόμισμα και σε δολάρια Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, αποτελείται από 34 μετοχές του ΧΑΑ και η ημερομηνία βάσης είναι η 31η Δεκεμβρίου 1987. Ο δείκτης αναθεωρείται ανά τρίμηνο χωρίς να γίνονται απαραίτητες αλλαγές ενώ οι εταιρικές πράξεις εκλαμβάνονται ως θετική ενέργεια για την αγορά.

• IFC Global and Investable Indices

Η ελληνική έκδοση του δείκτη IFC Global Index καλύπτει το 66,5% της κεφαλαιοποίησης της ελληνικής αγοράς. Η ημερομηνία βάσης είναι ο Δεκέμβριος 1984, αποτελείται από 56 ελληνικές μετοχές και είναι ένας δείκτης τιμών. Ο δείκτης IFC Investable Index for Greece σχεδιάστηκε έτσι ώστε να υπολογίζει το είδος της απόδοσης, οι επενδυτές ξένων χαρτοφυλακίων δυνητικά επιτυγχάνουν επενδύοντας στην ελληνική αγορά. Η ημερομηνία βάσης είναι ο Δεκέμβριος 1988.

• Bloomberg Europe 500 IDX

Ο δείκτης Bloomberg European 500 Index είναι σταθμικός και περιλαμβάνει τις 526 υψηλότερες κεφαλαιοποίησης ευρωπαϊκές εταιρίες. Η ημερομηνία βάσης είναι ο Δεκέμβριος 1996, αποτελείται από 11 ελληνικές εταιρίες και περιλαμβάνει όλες τις κατηγορίες των διαπραγματευόμενων μετοχών.

• ING Barings Emerging Markets-Extend Greece

Ο "ώς άνω" δείκτης αποτελείται από τα εθνικά μέρη αγορών με διεθνή δραστηριότητα. Η επιλογή των μετοχών γίνεται λαμβάνοντας υπόψιν τις παραμέτρους ρευστότητα και κεφαλαιοποίηση.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1. Οικονομικά δεδομένα της χώρας

Αναφορικά με τα χρηματιστήρια και ειδικότερα το Χ.Α.Α σημαντικό ρόλο παίζουν οι παράγοντες εκείνοι που άμεσα ή έμμεσα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών ή την οικονομική πορεία των εισηγμένων εταιριών.

Αναλυτικότερα:

α) Τα μακροοικονομικά μεγέθη μιας χώρας είναι ο κυριότερος παράγοντας που επηρεάζει τις τιμές των μετοχών, κατα συνέπεια και την πορεία ενός χρηματιστηρίου. Για παράδειγμα το υψηλό δημόσιο χρέος και ο πληθωρισμός που πάντως βαίνουν μειούμενα είναι παράγοντες που αναγκάζουν το Υπουργείο Οικονομικών να εκδίδει ομολογιακούς τίτλους με υψηλά επιτόκια ώστε να είναι ελκυστικότεροι ως προς τις αποδόσεις τους από αυτές που μπορεί να προσφέρει το χρηματιστήριο.

β) Τα υψηλά επιτόκια χορηγήσεων που επιβαρύνουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα μιας εταιρίας είναι επίσης σημαντικός παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την πορεία της τιμής μιας μετοχής. Τα υψηλά επιτόκια βέβαια από την άλλη πλευρά είναι ένας λόγος ώστε οι εταιρίες να στραφούν πιο έντονα στο χρηματιστήριο για να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου.

γ) Ο πληθωρισμός με τη μείωση των εισοδημάτων που έχει ως συνέπεια να οδηγεί σε μείωση της κατανάλωσης και επομένως και των κινήτρων για νέες επενδύσεις.

δ) Η έλλειψη κρατικών πόρων είναι ανασταλτικός παράγοντας για τη δημιουργία έργων υποδομής και την ανάπτυξη του δημόσιου τομέα. Στην περίπτωση της Ελλάδας ο παράγοντας αυτός τα τελευταία χρόνια δεν υφίσταται σε έντονο βαθμό αφού είναι συνεχείς η εισροή πόρων από τα οικονομικά πακέτα της Ε.Ε και αναμένεται αυτή η εισροή να συνεχιστεί και για τα προσεχή έτη.

ε) Η νομισματική πολιτική που μπορεί να οδηγεί σε υπερτιμημένο νόμισμα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων προϊόντων με συνέπεια την άσχημη πορεία των επιχειρήσεων.

2. Πολιτικά γεγονότα

Ένας σημαντικός παράγοντας που μπορεί να διαμορφώσει τις τιμές των μετοχών είναι οι πολιτικές εξελίξεις που συμβαίνουν τόσο στο εσωτερικό της χώρας όσο και σε διεθνές επίπεδο. Τέτοιες εξελίξεις μπορεί να είναι:

α) Απεργειακές κινητοποιήσεις

β) Η προκήρυξη εκλογών

γ) Πολιτικές αποφάσεις που αντιβαίνουν στο λαϊκό αίσθημα

δ) Πολιτικές εξελίξεις σε γειτονικές χώρες

ε) Διεθνείς οικονομικές συγκυρίες

3. Γεγονότα που αφορούν το συγκεκριμένο κλάδο

Οι μεταβολές που συμβαίνουν σε έναν κλάδο μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις τιμές των μετοχών των εταιριών που ανήκουν στον κλάδο αυτό. Τέτοιες μεταβολές είναι:

- α) Η μεταβολή των καταναλωτικών προτύπων. Μπορεί να επηρεάσουν σημαντικά είτε ανοδικά είτε πτωτικά τις τιμές των μετοχών ενός κλάδου.
- β) Η μεταβολή των διεθνών τιμών των προϊόντων του κλάδου
- γ) Σημαντικά γεγονότα όπως η διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών των εταιριών των κλάδων που θα δραστηριοποιηθούν ως αποτέλεσμα της έλευσης αυτού του γεγονότος
- δ) Η ανάπτυξη νέων προϊόντων
- ε) Μεταβολή των φορολογικών συντελεστών στο συγκεκριμένο κλάδο

4. Γεγονότα που αφορούν συγκεκριμένη εταιρία

Η πορεία της τιμής της μετοχής μιας συγκεκριμένης εταιρίας είναι πολύ εύκολο να επηρεαστεί από οτιδήποτε μπορεί να συμβάλει στην μεταβολή της κερδοφορίας της και στις προοπτικές της. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι:

- α) Η αύξηση του εγχώριου μεριδίου αγοράς
- β) Η αύξηση των εξαγωγών
- γ) Το άνοιγμα σε νέες αγορές
- δ) Η παραγωγή νέων προϊόντων
- ε) Φυσικές καταστροφές που επηρεάζουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας
- στ) Πολιτικά γεγονότα που επηρεάζουν λόγω τόπου εγκατάστασης
- ζ) Χρηματοοικονομική κατάσταση εταιρίας
- η) Εξαγορές ή συγχωνεύσεις
- θ) Μερισματική απόδοση εταιρίας. Η μερισματική απόδοση της μετοχής μιας εταιρίας δηλώνεται από το λόγο (μέρισμα / τιμή μετοχής) $\times 100$ και εξαρτάται από διάφορους παράγοντες όπως:
 - Το ύψος των κερδών
 - τη μερισματική πολιτική των διοικούντων την εταιρία
 - τη ρευστότητα της εταιρίας
 - το κόστος του χρήματος
 - την πρόβλεψη για τη μελλοντική πορεία των κερδών

Ο ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΗΜΕΡΑ

Γενικά στοιχεία του κλάδου

Ο κλάδος των κατασκευών αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους κλάδους της Ελληνικής οικονομίας. Η συμμετοχή του στο ΑΕΠ, σύμφωνα με σχετική μελέτη του IOBE, κυμαίνεται μεταξύ 10,8% - 15,2%. Στον κλάδο κατανέμεται περίπου το 7% του απασχολούμενου εργατικού δυναμικού (246.000 άτομα). Το σύνολο των κατασκευαστικών εταιριών που δραστηριοποιούνται στη χώρα μας ανέρχεται περίπου σε 2.500, οι περισσότερες από τις οποίες έχουν τη μορφή ΟΕ, ΕΕ, και ΕΠΕ. Οι ανώνυμες εταιρίες του κλάδου ανέρχονται σε 400.

Η συνολική κατασκευαστική δραστηριότητα μπορεί να αναλυθεί σε δύο επιμέρους κατηγορίες: α) την κατασκευή κατοικιών και λοιπών κτιρίων (σχολεία, νοσοκομεία, εμπορικά κέντρα κτλ) και β) την κατασκευή δημοσίων και ιδιωτικών τεχνικών έργων (δρόμοι, λιμάνια, αεροδρόμια, ενεργειακά έργα κτλ).

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 παρατηρείται σταθερή άνοδος της δημόσιας κατασκευαστικής δραστηριότητας με παράλληλη αύξηση της συμμετοχής της στο σύνολο της δραστηριότητας του κλάδου. Η εξέλιξη αυτή, στο μεγαλύτερο ποσοστό, μπορεί να αποδοθεί στα υψηλά κοινοτικά κονδύλια του 1ου και 2ου Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης. Τα δημόσια έργα που εντάσσονται στο ΚΠΣ της περιόδου 1994-1999 ξεπερνούν σε αξία τα 8 τρισ. δρχ. ενώ έχουν αρχίσει οι διαδικασίες για την έγκριση χρηματοδότησης έργων βάσει του 1ου πακέτου Σαντέρ που προβλέπεται να ενεργοποιηθεί από το έτος 1999. Χαρακτηριστικό των ευκαιριών που παρουσιάζονται στο χώρο των δημοσίων έργων είναι το γεγονός ότι το πρόγραμμα του ΥΠΕΧΩΔΕ μόνο για το 1995 προσεγγίζει το 1,5 τρισ. δρχ., ενώ ο συνολικός προϋπολογισμός των έργων του υπουργείου για την περίοδο 1994-2000 αγγίζει τα 4,5 τρισ. δρχ., δηλαδή το 1/3 των έργων της περιόδου θα δημοπρατηθεί εντός του τρέχοντος έτους. Το 3ο Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης περιλαμβάνει ποσό ύψους 15,7 τρισ. δρχ. με το οποίο θα χρηματοδοθούν από το 2000 μέχρι και το 2006, όλα τα μεγάλα έργα, τα επενδυτικά προγράμματα των βιομηχανιών, καθώς και χιλιάδες άλλα μικρότερα προγράμματα στον τομέα της παραγωγής, των υπηρεσιών, της κατάρτισης, των εγγειοβελτιωτικών έργων και άλλων.

Ο τομέας "Εθνικές αναπτυξιακές υποδομές" που περιλαμβάνει τα έργα μεταφορών του ΥΠΕΧΩΔΕ και του υπουργείου Μεταφορών θα λάβει συνολικά 4,74 τρισ. δρχ., στα οποία αναμένεται να προστεθούν και 700 δισ. δρχ. ιδιωτικής συμμετοχής. Το ποσό είναι διπλάσιο σχεδόν από αυτό που αντιστοιχούσε στο τρέχον ΚΠΣ και τούτο λόγω των αυξημένων υποχρεώσεων που δημιουργούν τα έργα 'γέφυρες', αυτά δηλαδή που συνεχίζονται από το δεύτερο χρηματοδοτικό πακέτο. Η πρόταση του ΥΠΕΧΩΔΕ για τις μεταφορές προβλέπει ότι θα λειτουργούν 1.123 χιλιόμετρα αυτοκινητοδρόμων, 40 χιλιόμετρα νέων γραμμών μετρό, ενώ περιλαμβάνει και σημαντικές παρεμβάσεις σε λιμάνια και αεροδρόμια.

Όπως είναι φυσικό, οι μεγάλες δημόσιες επενδύσεις στις κατασκευές ευνόησαν τις μεγάλες κατασκευαστικές εταιρίες. Επιπλέον η κατάσταση των κατασκευαστικών εταιριών σε τάξεις περιορίσε τη δυνατότητα των μικρών εταιριών να συμμετέχουν σε διαγωνισμούς για μεγάλα δημόσια έργα. Η εκτέλεση όμως μεγάλων έργων απαιτεί υψηλές απαιτήσεις σε τεχνογνωσία, κεφάλαια και μηχανολογικό εξοπλισμό γεγονός που οδηγεί σε συγχωνεύσεις και συνεργασίες.

Σύμφωνα με το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο, η ανώτερη τάξη πτυχίου είναι η Η' η οποία επιτρέπει την ανάληψη δημοσίων έργων έως και 12 δισ. δρχ. Έργα με μεγαλύτερο προϋπολογισμό ανατίθενται μόνο σε κοινοπραξίες. Σήμερα πτυχίο Η' τάξης κατέχουν μόνο 39 εταιρίες. Ο συνολικός κύκλος εργασιών των κατασκευαστικών εταιριών των τάξεων Ε' έως Η' το 1997 έφθασε τα 721,4 δισ. δρχ. εκ' των οποίων το 47,5% αφορά την Η' τάξη. Σε μέσους όρους για την περίοδο 1993-1997, οι τεχνικές

εταιρίες Η' τάξης κατέχουν το 50% περίπου του συνολικού κύκλου εργασιών των προαναφερόμενων τάξεων και αποτελούν την αιχμή του δόρατος στον κλάδο, αφού εκτελούν το μεγαλύτερο σε μέγεθος και σημαντικότερο σε αξία τμήμα των μεγάλων έργων υποδομής. Ο συνολικός κύκλος εργασιών των τεχνικών εταιριών Η' τάξης το 1997 έφθασε τα 343 δισ. δρχ., ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησής του, την περίοδο 1993-1997, ήταν περίπου 14%. Οι τεχνικές εταιρίες Η' τάξης κατέχουν, σε μέσους όρους στην εξεταζόμενη περίοδο, το 9% των Ακαθάριστων Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου και τους αντιστοιχεί το 35% του προϋπολογισμού των δημοσίων έργων της χώρας. Τέλος, η σχέση ιδίων κεφαλαίων προς ξένα διατηρείται, το 1997, σε ικανοποιητικά επίπεδα στον κατασκευαστικό κλάδο, συγκρινόμενη με άλλους κλάδους.

Αξιοσημείωτη αλλαγή στη λειτουργία των τεχνικών επιχειρήσεων αποτελεί ο καινούργιος τρόπος υπολογισμού του φόρου. Μέχρι το 1997 ο νόμος προέβλεπε ότι τα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων που ασχολούνται με κατασκευή δημοσίων και ιδιωτικών τεχνικών έργων, υπολογίζονται τεκμαρτά, με βάση τον κύκλο εργασιών τους. Ο συντελεστής υπολογισμού του καθαρού κέρδους για τα δημόσια έργα ήταν 10% και για τα ιδιωτικά 12%. Από τη χρήση όμως του 1998 και έπειτα, σε περίπτωση που τα κέρδη χρήσης μιας τεχνικής εταιρίας είναι μεγαλύτερα από τα υπολογιζόμενα με βάση τους πιο πάνω συντελεστές κέρδη, τότε το 40% της διαφοράς των δύο ποσών προστίθεται στα τεκμαρτά υπολογιζόμενα καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Ο φορολογικός συντελεστής για τα κέρδη των τεχνικών εταιριών που υπολογίζονται με τον πιο πάνω τρόπο ανέρχεται σε 35%.

Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε τους αριθμοδείκτες έμμεσης ρευστότητας, αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και δανειακής επιβάρυνσης, οι οποίοι θα μας βοηθήσουν να αναλύσουμε τις οικονομικές καταστάσεις δυο εταιριών του κλάδου των κατασκευών.

Ο Αριθμοδείκτης Έμμεσης Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης έμμεσης ρευστότητας, ο οποίος είναι γνωστός και ως αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας ή κυκλοφοριακής ρευστότητας ή κεφαλαίου κίνησης υπολογίζεται ως εξής:

$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} + \text{Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις} + \text{Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού}}$$

Ο αριθμοδείκτης έμμεσης ρευστότητας δείχνει εάν το κυκλοφορούν ενεργητικό και οι μεταβατικοί λογαριασμοί του ενεργητικού αρκούν για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τους μεταβατικούς λογαριασμούς του παθητικού. Υψηλότερα ποσά του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των μεταβατικών λογαριασμών του ενεργητικού σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τους μεταβατικούς λογαριασμούς του παθητικού παρέχουν αυξημένη βεβαιότητα ότι οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις μπορούν να ικανοποιηθούν από τη ρευστοποίηση στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των μεταβατικών λογαριασμών του ενεργητικού. Επειδή κατά τη διάρκεια αυτής της ρευστοποίησης ενδέχεται να προκύψουν ζημιές, δηλαδή να ρευστοποιηθούν στοιχεία του ενεργητικού σε τιμές μικρότερες των λογιστικών αξιών, η παρουσία υψηλότερου κυκλοφορούντος ενεργητικού για την κάλυψη των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων παρέχει αυξημένη προστασία στους πιστωτές για την κάλυψη αυτών των ζημιών. Ο αριθμοδείκτης έμμεσης ρευστότητας επίσης δείχνει εάν υπάρχει κάποιο περιθώριο ασφαλείας με τη μορφή επιπλέον στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού για την κάλυψη των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων σε περίπτωση εκτάκτων αναγκών, όπως απεργιών, θεομηνιών κ.λ.π., οπότε και παρατηρείται μια διακοπή των δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

Η ευκολία υπολογισμού του δείκτη έμμεσης ρευστότητας έχει συντελέσει στην ευρύτατη χρήση του, ιδιαίτερα σε αποφάσεις χορήγησης πιστώσεων και σε δανειακές συμφωνίες. Η άποψη η οποία υιοθετείται σε αυτές τις περιπτώσεις είναι μια άποψη

ρευστοποίησης της επιχείρησης, ενώ η συνήθης υπόθεση η οποία γίνεται στη χρηματοοικονομική λογιστική είναι ότι η επιχείρηση θα λειτουργεί στο προβλεπόμενο μέλλον. Συνεπώς στις λογιστικές καταστάσεις τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτιμώνται στο κόστος κτήσης τους ή στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ κόστους κτήσης και τρέχουσας τιμής αντικατάστασης, ενώ οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις εμφανίζονται στην τιμή πληρωμής τους, η οποία πιθανόν να περιλαμβάνει τόκους και συναλλαγματικές διαφορές. Αντίθετα, η υπόθεση της ρευστοποίησης απαιτεί να γίνει αποτίμηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού στην τρέχουσα τιμή πώλησης, κάτω από συνθήκες αναγκαστικής ρευστοποίησης και όχι κάτω από ομαλές συνθήκες λειτουργίας της επιχείρησης, και των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων στην παρούσα αξία τους λαμβάνοντας υπόψη το επιτόκιο της αγοράς.

Το κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνει τις εξής κατηγορίες λογαριασμών:

1. Διαθέσιμα
2. Χρεόγραφα
3. Απαιτήσεις
4. Αποθέματα

Στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις περιέχονται οι εξής λογαριασμοί:

1. Προμηθευτές
2. Επιταγές Πληρωτέες
3. Γραμμάτια Πληρωτέα
4. Βραχυχρόνια Τραπεζικά Δάνεια
5. Η δόση των Μακροχρόνιων Υποχρεώσεων που είναι πληρωτέα στην επόμενη χρήση
6. Διάφορα Έξοδα Πληρωτέα
7. Τα Έσοδα Επομένων Χρήσεων ή προϋσπραχθέντα έσοδα καθώς και τα δεδουλευμένα έξοδα, δηλαδή έξοδα πληρωτέα τα οποία περιέχονται στους Μεταβατικούς Λογαριασμούς του Παθητικού.

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων

Ο όρος αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αναφέρεται κυρίως στην αποδοτικότητα των κεφαλαίων τα οποία ανήκουν στους κοινούς και όχι στους προνομιούχους μετόχους, ο δε υπολογισμός της γίνεται ως εξής:

Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρά κέρδη - Μερίσματα Προνομιούχων Μετοχών / Μέσος Όρος Ιδίων Κεφαλαίων

Τα καθαρά κέρδη υπολογίζονται ως εξής, από το αποτέλεσμα της εκμετάλλευσης θα πρέπει να αφαιρεθούν ή προστεθούν οι φόροι, οι αμοιβές των διοικητικών στελεχών, οι ζημιές ή τα κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές, οι προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις καθώς και οποιεσδήποτε άλλες ζημιές ή κέρδη σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης και υπάρχει για αυτές επαρκής πληροφόρηση στο προσάρτημα. Τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών αφαιρούνται από τα καθαρά κέρδη, για να παρουσιάσει ο αναλυτής τα κέρδη που είναι διαθέσιμα στους κοινούς μετόχους.

Τα ίδια κεφάλαια περιλαμβάνουν το σύνολο των κεφαλαίων τα οποία εμφανίζονται στην καθαρή θέση μειωμένα κατά το ποσό το οποίο έχουν συνεισφέρει οι προνομιούχοι μέτοχοι, και το οποίο είναι συνήθως ίδιο με την ονομαστική αξία των προνομιούχων μετοχών, καθώς σπάνια εκδίδονται προνομιούχες μετοχές με κάποια διαφορά υπέρ το άρτιο. Τα ίδια κεφάλαια ως γνωστό προκύπτουν μετά την αφαίρεση του συνόλου των υποχρεώσεων από το σύνολο του ενεργητικού. Επειδή τόσο το ενεργητικό όσο και οι υποχρεώσεις που εμφανίζονται στον ισολογισμό δεν περιλαμβάνουν ορισμένα στοιχεία, έχει προταθεί η χρήση της χρηματιστηριακής αξίας των ιδίων κεφαλαίων στο σχετικό δείκτη αποδοτικότητας. Στοιχεία τα οποία δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό είναι η φήμη και η πελατεία την οποία έχει αναπτύξει η

ίδια η επιχείρηση, τα έξοδα διαφήμισης, τα έξοδα εκπαίδευσης του προσωπικού, πάγια τα οποία χρησιμοποιεί η επιχείρηση αλλά προέρχονται από χρηματοοικονομικές μισθώσεις, πιθανές υποχρεώσεις από δυσμενείς εξελίξεις δικών, υποχρεώσεις από την ενδεχόμενη συνταξιοδότηση προσωπικού ή υποχρεώσεις από χρηματοοικονομικές μισθώσεις. Τα στοιχεία αυτά αναμένεται να επηρεάσουν τόσο τις μελλοντικές ταμειακές εισροές όσο και τις εκροές της επιχείρησης, πληροφορίες τις οποίες θα μπορούσε να είχε ενσωματώσει η τιμή της μετοχής σε μια αποτελεσματική αγορά, εάν αυτές είχαν εμφανιστεί στον Τύπο.

Δανειακή Επιβάρυνση

Ο αριθμοδείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Δανειακή Επιβάρυνση} = \frac{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει τι ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων αποτελούν τα ξένα κεφάλαια και είναι ενδεικτικός του βαθμού προστασίας των πιστωτών με ίδια κεφάλαια. Καθώς όμως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων αντανάκλα τη διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας του συνόλου του ενεργητικού και της λογιστικής αξίας του συνόλου των υποχρεώσεων, οι δε λογιστικές αξίες συχνά δεν έχουν σχέση με τις τρέχουσες αξίες παγίων ή τις τρέχουσες ταμειακές εκροές για την ικανοποίηση των υποχρεώσεων, μπορεί να χρησιμοποιηθεί αντί του ανωτέρω αριθμοδείκτη ο εξής:

$$\text{Δανειακή Επιβάρυνση} = \frac{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}}{\text{Χρηματιστηριακή Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

εφόσον, βέβαια, πρόκειται για επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο ο αριθμοδείκτης αυτός θεωρείται ότι παρέχει μια πιο ρεαλιστική ένδειξη του βαθμού προστασίας των πιστωτών, γιατί οι χρηματιστηριακές αξίες περιλαμβάνουν πληροφορίες τόσο για τα στοιχεία του ενεργητικού, μείον τις υποχρεώσεις, που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση όσο και για την ικανότητα παραγωγής κερδών στο μέλλον, με τα οποία θα ικανοποιηθούν σε μεγάλο βαθμό οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις.

Αφού γνωρίσαμε τους αριθμοδείκτες θα παρουσιάσουμε τις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών (ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ και ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ) για την περίοδο 1997-2000.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗΣ ΑΤΕ	1997	1998	1999	2000(Α' εξαμ)
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε εκατ. Δρχ)				
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΑ ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	0	109	-81	176
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	4.387	5.011	5.542	6.160
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	1.512	1.857	2.064	2.527
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	2.875	3.154	3.478	3.633
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	1.053	1.184	1.305	1.778
ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	8	8	10	6
ΣΥΝ. ΜΑΚΡ. ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	1.060	1.192	1.315	1.784
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	3.935	4.346	4.793	5.417
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ				
ΕΡΓΑ ΥΠΟ ΕΚΤΕΛΕΣΗ	39	539	638	630
ΑΝΤ/ΚΑ ΠΑΓΙΩΝ	299	196	149	514
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ ΓΙΑ ΑΓΟΡΕΣ ΑΠΟΘ/ΤΩΝ	173	246	322	621
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ				
ΠΕΛΑΤΕΣ	685	354	390	440
ΕΠΙΤΑΓΕΣ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΕΣ	0	0	0	0
ΒΡΑΧ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΛΟΙΠΩΝ ΣΥΜ. ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ	3.083	4.342	0	10.945

ΧΡΕΩΣΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ	80	16	4.878	0
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ				
ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.719	0	0	0
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ				
ΤΑΜΕΙΟ	75	259	69	4.030
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΦΕΩΣ-ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ	68	1.096	40	2.046
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	6.221	7.048	6.487	19.227
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	829	0	1.274	250
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	10.985	11.503	12.636	25.071
ΠΑΘΗΤΙΚΟ				
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	2.873	2.873	2.873	8.065
ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	1.880	1.880	1.880	8.065
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	2.894	1.998	3.376	2.620
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΕ ΝΕΟ	590	1.378	506	601
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	8.238	8.130	8.636	19.351
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2.744	3.368	3.961	4.893
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	2.744	3.368	3.961	4.893
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	3	5	38	819
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	10.985	11.503	12.636	25.071

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗΣ	1997	1998	1999	2000 (Α' εξαμ)
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε εκατ. Δρχ.)				
ΑΝΑΠ/ΣΤΑ ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	256	396	439	500
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	4.791	5.576	6.895	7.428
ΜΕΙΟΝ: ΣΥΣΣΩΡΕΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-1.263	-1.757	-2.402	-2.774
ΑΝΑΠ/ΣΤΑ ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	3.528	3.819	4.493	4.654
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΣΥΝΔΕΔΕΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ	1.601	12.039	69.784	107.395
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	2.237	3.280	8.808	0
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	8	6	6	0
ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΜΜ. ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΜΑΚΡ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	3.846	15.325	78.598	107.395
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	7.374	19.144	83.091	112.050
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	37	240	49	201
ΠΕΛΑΤΕΣ-ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΑ	5.929	5.590	8.572	7.621
ΒΡΑΧ. ΑΠΑΙΤ. ΚΑΤΑ ΣΥΝΔΕΔΕΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ	315	298	345	0
ΒΡΑΧ. ΑΠΑΙΤ. ΚΑΤΑ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΩΝ	2.781	3.718	5.948	6.326
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	235	284	420	999
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	4.588	10.771	12.625	651
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	4.588	10.771	12.625	3.870
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	13.885	20.904	28.584	19.667
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	485	145	187	4.419
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	22.000	40.589	112.301	136.636
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ	19.143	30.624	52.803	52.940
ΠΑΘΗΤΙΚΟ				
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	2.200	4.620	8.400	8.400
ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	11.100	24.190	78.910	78.910
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ	78	8	8	8
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	4.090	4.227	10.806	10.806
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	17.468	33.045	98.124	98.124
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	28	26	26	26

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	4.495	7.518	14.151	37.974
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	4.495	7.518	14.151	37.974
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ. ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	9	0	0	0
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	22.000	40.589	112.301	136.636
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ	19.143	30.624	52.803	52.940

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗΣ	1997	1998	1999	2000 (Α' εξαμ)
ΑΜΙΓΗΣ ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	4.857	2.310	6.408	3.306
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΚΟΙΝ/ΣΙΩΝ	3.515	3.871	5.522	4.072
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	8.372	6.181	11.930	7.378
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΕΚΜ/ΣΗΣ ΑΜ. ΚΥΚ. ΕΡΓ.	4.032	2.936	5.852	2.733
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	824	-626	556	573
ΠΛΕΟΝ: ΑΛΛΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜ/ΣΗΣ	7	12	6	4
ΣΥΝΟΛΟ	831	-614	562	577
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚ. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	178	203	409	268
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	56	79	0	0
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	597	-896	153	309
ΕΣΟΔΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	778	1.674	1.670	546
ΚΕΡΔΗ ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΕΙΣ				
ΣΥΜ/ΧΩΝ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	186	90	0	0
ΜΕΙΟΝ: ΖΗΜΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	397	50	60	0
ΠΛΕΟΝ Η ΜΕΙΟΝ ΕΚΤ. ΑΝΟΡΓ. ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜ.	-17	-130	-82	-113
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	1.147	688	1.528	742
ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΛΟΙΠΑ ΕΣΟΔΑ	38	141	56	11
ΜΕΙΟΝ: ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΣΥΝ. ΕΞΟΔΑ	186	233	294	141
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΦΟΡΩΝ	1.000	596	1.290	612
ΜΕΙΟΝ: ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	254	344	432	239
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	746	252	858	373

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗΣ	1997	1998	1999	2000 (Α' εξαμ)
ΑΜΙΓΗΣ ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	22.720	16.793	30.033	16.665
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΠΟ ΚΟΙΝ/ΣΙΕΣ	9.758	17.630	22.497	16.277
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	32.478	34.423	52.530	32.942
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΕΡΓΩΝ	21.473	14.883	26.211	15.773
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	1.247	1.910	3.822	892
ΠΛΕΟΝ: ΑΛΛΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜ/ΣΗΣ	15	23	36	24
ΣΥΝΟΛΟ	1.262	1.933	3.858	916
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΚ. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	631	730	961	775
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ	631	1.203	2.897	141
ΠΛΕΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	1.921	1.897	4.044	3.019
ΠΛΕΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	331	198	435	315
ΠΛΕΟΝ: ΚΕΡΔΗ ΠΩΛΗΣΕΩΣ ΣΥΜΜ. & ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0	0	6.572	485
ΠΛΕΟΝ: ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓ. ΕΣΟΔΑ & ΚΕΡΔΗ	6	173	60	0
ΜΕΙΟΝ: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΥΠΟΤΙΜ. ΣΥΜΜ. & ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0	0	19	0
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ & ΖΗΜΙΕΣ ΣΥΜΜ. ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	152	81	1.503	328
ΜΕΙΟΝ: ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΞΟΔΑ & ΖΗΜΙΕΣ	38	147	32	6

ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ, ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ & ΦΟΡΩΝ	2.699	3.243	12.454	3626
ΠΛΕΟΝ: ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ & ΣΥΝΑΦΗ ΕΣΟΔΑ	178	143	453	0
ΜΕΙΟΝ: ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ & ΣΥΝΑΦΗ ΕΞΟΔΑ	65	85	174	113
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ & ΦΟΡΩΝ	2.812	3.301	12.733	3513
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	445	689	817	480
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	2.367	2.612	11.916	3.033

Αφού πλέον έχουμε στη διάθεσή μας όλα τα στοιχεία που θα μας βοηθήσουν να αναπτύξουμε τους αριθμοδείκτες, παρακάτω φαίνεται πώς διαμορφώθηκαν αυτοί κατά τη διάρκεια της 4ετίας.

ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	1997	1998	1999	2000(Α'εξαμ)
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	2,3	2,1	1,6	3,4
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	9%	3%	9%	3,10%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,3	0,4	0,5	0,2

ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	1997	1998	1999	2000(Α'εξαμ)
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	3,1	2,8	2	0,6
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	17,60%	10,30%	12%	3,50%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,26	0,23	0,14	0,5

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗΣ

Απο τον πιο πάνω πίνακα βλέπουμε ότι η Προοδευτική διατήρησε κατά τη διάρκεια της 4ετίας μια ρευστότητα κατά μέσο όρο 2,35. Είναι αποδεδειγμένο ότι μια καλή ρευστότητα κυμαίνεται στο 2, δηλαδή ότι κάθε 1 δραχμή Βραχυπρόθεσμης Υποχρέωσης καλύπτεται από 2 δραχμές Κυκλοφοριακών Στοιχείων της επιχείρησης. Ωστόσο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι ασφαλέστερο θα ήταν να εξετάζουμε και την τιμή της ρευστότητας του κλάδου αντί να παίρνουμε ως μοναδικό κριτήριο την τιμή 2.

Αναλυτικότερα την διετία 1997-1998 η εταιρία είχε μια καλή ρευστότητα με τα κυκλοφοριακά της στοιχεία να αποτελούν, για το 1997 το 57% του Συνόλου του Ενεργητικού και το 1998 το 61%. Η απόκλιση αυτή οφείλεται τόσο από την σημαντική αύξηση των αποθεμάτων (539 εκατ. το '98 έναντι 39 εκατ. το '97), όσο και από την επίσης σημαντική αύξηση των διαθεσίμων (1.355 εκατ. το '98 έναντι 143 εκατ. το '97). Οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της το 1997 αποτέλεσαν το 25% του Συνολικού Παθητικού, ενώ το 1998 το 29% του Συνολικού Παθητικού. Η απόκλιση αυτή ήταν δικαιολογημένη λόγω της σημαντικής αύξησης των επιταγών πληρωτέων καθώς επίσης της σημαντικής αύξησης των υποχρεώσεων προς λοιπές συμμ. ενδιαφέροντος επιχειρήσεις. Το έτος 1999 το Κυκλοφοριακό Ενεργητικό της Προοδευτικής αποτέλεσε το 51% του Συνολικού Ενεργητικού της, ενώ οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις το 31% του Συνολικού Παθητικού. Η μείωση αυτή του κυκλοφοριακού ενεργητικού της κατά -10% σε σχέση με το κυκλοφοριακό ενεργητικό του 1998 και η αύξηση των Βραχυχρόνιων Υποχρεώσεων είχε αρνητική επίδραση στην ρευστότητα. Το Α' εξάμηνο του 2000 η εταιρία διατηρεί ένα μεγάλο ποσοστό του συνολικού Ενεργητικού της σε κυκλοφοριακά στοιχεία (76%) και ένα μικρό ποσοστό του συνολικού Παθητικού της σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (20%) με αποτέλεσμα ο δείκτης της ρευστότητας να είναι αρκετά αυξημένος σε σχέση με τις άλλες χρονιές. Εδώ θα πρέπει να πούμε για

τους κινδύνους που παρουσιάζονται όταν μια εταιρία παρουσιάζει αυξημένη ρευστότητα οι οποίοι κίνδυνοι εντοπίζονται κυρίως στις απαιτήσεις που κάποιες από αυτές μπορεί στη πορεία να γίνουν επισφαλείς.

Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων μετρά την ικανότητα της επιχείρησης να χρησιμοποιεί αλλά και να χρηματοδοτεί τα στοιχεία του Ενεργητικού αποδοτικά, παράγοντας κέρδη. Οπότε η υψηλή τιμή του δείκτη αυτού σημαίνει ότι τα επενδεδυμένα κεφάλαια των μετόχων είναι σε θέση να παράγουν υψηλά κέρδη. Το αντίστροφο ισχύει όταν η τιμή του δείκτη της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι χαμηλή. Η Προοδευτική κατά τη διάρκεια της 4ετίας όπως βλέπουμε στον πίνακα των χρηματοοικονομικών δεικτών δεν κυμάνθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα. Μεταξύ της διετίας 1997-1998 υπάρχει μια αισθητή μείωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων κατά 6% (9%-3%) δηλαδή υποτριπλασιάστηκε. Η διαφορά αυτή προήλθε από την μείωση του αμιγούς κύκλου εργασιών από 4.857 εκατ. δρχ. το 1997 σε 2.310 εκατ. δρχ. το 1998, καθώς επίσης από την αύξηση των λειτουργικών εξόδων (Διοίκησης και Διάθεσης). Το 1999 είχαμε ανάκαμψη του δείκτη, στο ίδιο επίπεδο με αυτόν του 1997 και αυτό αποδίδεται στην σημαντική αύξηση των λειτουργικών αποτελεσμάτων. Το Α' εξάμηνο του 2000 μειώθηκε ξανά ο δείκτης λόγω της μείωσης του κύκλου εργασιών της εταιρίας και την ταυτόχρονη αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων της.

Ο αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης, γενικά, πρέπει να είναι μικρότερος από τη μονάδα, γεγονός που σημαίνει ότι τα Ίδια Κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από τα Ξένα Κεφάλαια. Όσο δε μικρότερος είναι από την μονάδα τόσο το καλύτερο και για την ίδια την επιχείρηση και για τους δανειστές της. Γενικά, μια χαμηλή τιμή του δείχνει αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα, εύκολη επιστροφή δανείων, εξασφάλιση των δανειστών, χρηματοοικονομική ευελιξία και για τη διοίκηση της επιχείρησης σημαίνει ανεξαρτησία στη λήψη αποφάσεων. Πάντως μια πολύ χαμηλή τιμή του δείκτη μπορεί να συνεπάγεται απώλεια αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων, λόγω μη χρησιμοποίησης φτηνού ξένου κεφαλαίου, κάτι που δε συμφέρει τους μετόχους. Η συγκεκριμένη εταιρία έχει οικονομική σταθερότητα αφού και χαμηλή δανειακή επιβάρυνση έχει και εξασφαλίζει τους υποψήφιους δανειστές μέσω των πάγιων στοιχείων της και των κερδών της όσο αφορά τους καταλλόμενους τόκους. Κατά την όλη διάρκεια της 4ετίας η τιμή του δείκτη δεν ξεπέρασε τη μονάδα οπότε η εταιρία έχει περιθώρια για να προσφύγει σε ξένη χρηματοδότηση αν χρειαστεί. Βέβαια το συμπέρασμα θα ήταν πιο έγκυρο αν είχαμε όμοιους κλαδικούς δείκτες που θα μας επέτρεπαν να αξιολογήσουμε τη θέση της επιχείρησης μέσα στον κλάδο που ανήκει.

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗΣ

Η Γενική Ρευστότητα της Ελλ. Τεχνοδομικής το 1997 κυμαινόταν σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με την πρότυπη τιμή του δείκτη. Οι απαιτήσεις της εταιρίας προς τους Πελάτες της αλλά και προς των Κοινοπραξιών της αποτέλεσαν το 63% του Συνολικού Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και αυτό είναι επικίνδυνο διότι αυτές οι απαιτήσεις μπορεί μακροπρόθεσμα να φανούν επισφαλείς. Το 1998 κατάφερε να μειώσει την ρευστότητα της αν και το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της αυξήθηκε. Όμως κοιτάζοντας τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις βλέπουμε ότι δικαιολογημένα μειώθηκε ο δείκτης αφού και αυτές αυξήθηκαν σε σχέση με το 1997 από 4.495 εκατ. δρχ. σε 7.518 εκατ. δρχ. Το 1999 θα λέγαμε ότι η Ελλ. Τεχνοδομική κατόρθωσε να επιτύχει την ελκυστικότερη τιμή ρευστότητας καθ' όλη τη διάρκεια της 4ετίας. Μειώθηκε αρκετά εξαιτίας της αύξησης των Βραχυχρόνιων Υποχρεώσεων της, συγκεκριμένα οι υποχρεώσεις προς τους Προμηθευτές, φόρους-τέλη, Κοινοπραξίες, μερίσματα πληρωτέα και λοιπές υποχρεώσεις αυξήθηκαν στο διπλάσιο από ότι ήταν το 1998. Το Α' εξάμηνο του 2000 βλέπουμε τη γενική ρευστότητα να πέφτει σε χαμηλά επίπεδα (0,6). Ο αριθμητής του δείκτη μειώθηκε κυρίως από την ελάττωση των διαθεσίμων και ο παρανομαστής του αυξήθηκε λόγω της ανοδικής πορείας των υποχρεώσεων της εταιρίας προς τις τράπεζες.

Η **Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων** της ΕΛΛ. Τεχνοδομικής βρίσκεται σε ικανοποιητικότερα επίπεδα από την αποδοτικότητα της Προοδευτικής. Το 1997 ο κύκλος εργασιών της εταιρίας ήταν 22.720 εκατ. δρχ. ενώ το 1998 ήταν 16.793 εκατ. δρχ., ωστόσο το έτος 1998 παρουσίασε περισσότερα κέρδη προ φόρων διότι το κόστος εκτέλεσης έργων το 1997 αποτελούσε το 95% του Μικτού Κέρδους ενώ το 1998 αποτελούσε το 89% του Μικτού Κέρδους. Το 1998 η εταιρία κάνει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα Ίδια Κεφάλαιά της και να μειωθεί η τιμή του δείκτη. Αν και το 1999 η εταιρία είχε την μεγαλύτερη κερδοφορία δεν κατάφερε να βελτιώσει τον δείκτη αρκετά λόγω της δεύτερης συνεχόμενης αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου. Το Α' εξάμηνο του 2000 ο δείκτης είναι αρκετά αποθαρρυντικός και σ' αυτό συνέβαλαν αφ' ενός οι χαμηλές πωλήσεις της εταιρίας και αφ' ετέρου το αυξημένο λειτουργικό κόστος και λειτουργικές δαπάνες της.

Η **Δανειακή Επιβάρυνση** της εταιρίας κυμάνθηκε σε χαμηλά επίπεδα, γεγονός που ευνοεί τους πιστωτές της, διότι όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι η εξασφάλισή τους από δημιουργία ζημιών σε περίπτωση ρευστοποίησης της επιχείρησης. Αντίθετα οι ιδιοκτήτες μπορεί να προτιμούν υψηλή δανειακή επιβάρυνση, είτε για να διογκώσουν τα κέρδη τους, είτε επειδή η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων συνεπάγεται κάποια μείωση του δικού τους ελέγχου. Όταν ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης είναι πολύ υψηλός υπάρχει κίνδυνος οι ιδιοκτήτες να παρασυρθούν σε ανεύθυνες ενέργειες. Το μερίδιο των ιδιοκτητών μπορεί να γίνει τόσο μικρό, ώστε τυχόν επιτυχείς κερδοσκοπικές δραστηριότητες εκ μέρους τους να αποφέρουν σημαντικές ποσοστιαίες αποδόσεις, ενώ σε περίπτωση αποτυχίας η ζημιά τους είναι περιορισμένη, αφού η επένδυσή τους θα είναι πολύ μικρή.

Στη συνέχεια θα υπολογίσουμε και θα συγκρίνουμε τους αριθμοδείκτες αποτίμησης των δυο κατασκευαστικών εταιριών. Οι δείκτες αποτίμησης αποτελούν το πιο ολοκληρωμένο μέτρο της επίδοσης μιας επιχείρησης, επειδή αντικατοπτρίζουν τη συνδυασμένη επίδραση των δεικτών μέτρησης του κινδύνου και των δεικτών απόδοσης. Οι δείκτες αυτοί είναι, το P/E (Τιμή/Κέρδη ανα μετοχή) και το P/Bv (Αγοραία Αξία/Λογιστική Αξία).

Χρησιμοποίηση του Δείκτη P/E

Ο δείκτης χρηματιστηριακή τιμή/κέρδη ανα μετοχή γνωστός ως δείκτης P/E χρησιμοποιείται συχνά από τους επενδυτές όταν αναζητούν πιθανές επενδυτικές ευκαιρίες. Όμως υπάρχουν πολλά προβλήματα όταν επιχειρείται αποτίμηση μιας μετοχής βάσει του δείκτη P/E. Η συνήθης ερμηνεία του δείκτη P/E από το επενδυτικό κοινό περιγράφεται ως το πόσες δραχμές αξίζει στην αγορά μια δραχμή κέρδους της εταιρίας ή πόσες φορές καλύπτει η τιμή πώλησης της μετοχής τα κέρδη της εταιρίας. Έτσι αν έχουμε δυο ανταγωνιστικές εταιρίες Α και Β με δείκτες P/E 10 και 15 αντίστοιχα, οι επενδυτές θα δώσουν την ερμηνεία ότι η μετοχή της εταιρίας Α είναι πιο φθηνή γιατί κοστίζει λιγότερο για κάθε δραχμή κέρδους και συνεπώς δίνει μεγαλύτερες αποδόσεις. Βέβαια κάποιοι άλλοι επενδυτές μπορεί να πιστέψουν ότι τα κέρδη της μετοχής Β αξίζουν περισσότερο, γιατί η ίδια η εταιρία Β έχει μεγαλύτερη αξία και συνεπώς αγοράζουν μετοχές της Β γιατί περιμένουν ότι θα ανέβει η τιμή τους. Σύμφωνα με μια έρευνα σε εταιρίες του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης τη περίοδο 1986-1996, οι εταιρίες με χαμηλούς δείκτες P/E παρουσίασαν κατά κανόνα υψηλές αποδόσεις που συχνά ξεπερνούσαν την απόδοση του γενικού δείκτη S & P 500. Πολλοί επενδυτές ακολουθούν τη στρατηγική αγοράς μετοχών με χαμηλούς δείκτες P/E, γιατί πιστεύουν ότι αποτελούν ένδειξη ότι αυτές είναι υποτιμημένες. Η υψηλή αποδοτικότητα αυτών των μετοχών κατά το παρελθόν έχει αποδοθεί από ορισμένους αναλυτές στην επίδραση του μικρού μεγέθους των εταιριών οι οποίες αναπτύσσονται με γρήγορους ρυθμούς ενώ έχουν χαμηλή αγοραία αξία.

Αντίθετα οι εταιρίες με υψηλό δείκτη P/E εμφάνισαν χαμηλότερες αποδόσεις, οι οποίες σε λίγες περιπτώσεις ξεπέρασαν την απόδοση του δείκτη. Αυτό σημαίνει ότι πιθανώς οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές με υψηλά P/E, αγοράζουν γοητευτικές

μετοχές που αντιμετωπίζουν υψηλή ζήτηση σήμερα, αλλά είναι πιθανόν να μην είναι τόσο γοητευτικές και στο μέλλον. Επίσης αγοράζοντας στο ύψιστο σημείο της τιμής της μετοχής αυξάνει τον κίνδυνο αγοράς υπερτιμημένων μετοχών. Είναι λοιπόν σαφές ότι οι επενδυτικές επιλογές δεν πρέπει να γίνονται με την αποκλειστική χρήση του δείκτη P/E.

Μπορούμε τώρα να επισημάνουμε τρία σημαντικά συμπεράσματα που πρέπει να απασχολούν τους επενδυτές, όταν αξιολογούν τον δείκτη P/E:

1. Είναι επικίνδυνο να συγκρίνουμε το δείκτη P/E δύο εταιριών, γιατί πιθανώς αγνοούμε σημαντικές διαφορές που υπάρχουν μεταξύ τους. Είναι προτιμότερο να συγκρίνουμε την εσωτερική αξία της επιχείρησης με την αγοραία αξία.
2. Ορισμένοι επενδυτές αποφεύγουν μετοχές με υψηλό δείκτη P/E γιατί τις θεωρούν ακριβές. Ένα υψηλό P/E δε σημαίνει πάντα ότι η μετοχή είναι ακριβή και υπερτιμημένη. Θα πρέπει να συγκρίνουμε το P/E που προκύπτει από την αγοραία αξία της εταιρίας με το αντίστοιχο που προκύπτει από την εσωτερική της αξία.
3. Με την ίδια λογική, ορισμένοι επενδυτές πιστεύουν ότι όλες οι εταιρίες με χαμηλό δείκτη P/E είναι φθηνές, υποτιμημένες και αποτελούν σπουδαία επενδυτική ευκαιρία. Αυτό φυσικά δεν ισχύει και θα πρέπει και πάλι να συνυπολογίσουμε τον παράγοντα εσωτερική αξία.

Ερμηνεία του Δείκτη Mv/Bv

Μια άλλη εναλλακτική μέθοδος που χρησιμοποιείται για την αρχική αναγνώριση μετοχών που πιθανώς είναι υποτιμημένες, στηρίζεται στο δείκτη της αγοραίας αξίας (Mv) της εταιρίας προς τη λογιστική της αξία (Bv).

Η αγοραία αξία της εταιρίας ισούται με το γινόμενο του αριθμού των μετοχών που διαπραγματεύονται επί της τιμής της μετοχής στην αγορά, ενώ η λογιστική της αξία με το σύνολο του ενεργητικού μείον τα ξένα κεφάλαια μείον τις προνομιούχες μετοχές. Αν η εταιρία δεν κάνει τίποτα για να δημιουργήσει πωλήσεις και κέρδη, η αγοραία τιμή της μετοχής θα πρέπει να ισούται κατα προσέγγιση με τη λογιστική της αξία. Η λογιστική αξία μιας επιχείρησης μετράει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της, αν αυτή πουλήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της και αποπληρώσει τα χρέη της και το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο στις αξίες που αναγράφονται στον ισολογισμό. Ουσιαστικά μετράει την αξία της εταιρίας αν αυτή σταματήσει να λειτουργεί και ρευστοποιηθεί. Όταν η εταιρία δε δραστηριοποιείται καθόλου τότε η αγοραία αξία ισούται με τη λογιστική αξία και είναι $Mv/Bv = 1$.

Αυτό σημαίνει ότι αν αυτός ο λόγος είναι μικρότερος της μονάδας κάποιος επενδυτής μπορεί να επωφεληθεί αγοράζοντας μετοχές της εταιρίας και αποκτώντας τον έλεγχο της και εν συνεχεία να πουλήσει τα στοιχεία του ενεργητικού στη λογιστική τους αξία, εξασφαλίζοντας κάποιο κέρδος. Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 που οι εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων ήταν ιδιαίτερα δημοφιλής, πολλοί επενδυτές και επιχειρήσεις αξιοποίησαν τέτοιες ευκαιρίες.

Ένας μικρός επενδυτής μπορεί βάσιμα να εκτιμήσει ότι μια μετοχή με $Mv/Bv < 1$ είναι υποτιμημένη γιατί θα έπρεπε να έχει αποτιμηθεί τουλάχιστον στο ύψος της λογιστικής της αξίας. Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι επενδυτές θα πιέσουν τη διοίκηση να αναλάβει δράση ώστε ο δείκτης αυτός να φθάσει τουλάχιστον στη μονάδα. Οι μέτοχοι πιθανότατα θα προχωρήσουν σε αντικατάσταση της διοίκησης με κάποια περισσότερο αποτελεσματική και θα δώσει κίνητρα για λήψη ορθότερων επενδυτικών αποφάσεων. Με βάση αυτό το σενάριο, η συγκεκριμένη στρατηγική προτρέπει τους επενδυτές να αγοράζουν μετοχές με χαμηλό δείκτη Mv/Bv, καθώς αναμένεται ότι αυτές σύντομα θα πλησιάσουν τουλάχιστον τη λογιστική τους αξία. Ασφαλώς υπάρχουν μετοχές που οι δείκτες Mv/Bv είναι πολύ υψηλότεροι της μονάδας και ανήκουν σε

εταιρίες που αναπτύσσονται ραγδαία. Οι επενδυτές πιέζουν τις τιμές αυτών των μετοχών προς ανώτερα επίπεδα, γιατί η αξία που δημιουργείται από τις επενδυτικές της δραστηριότητες είναι υψηλότερη από την αξία ρευστοποίησης. Η εταιρία με δείκτη $Mv/Bv > 1$ κερδίζει θετικές αποδόσεις στις επενδύσεις της και συνεπώς αυξάνει την αξία της.

Δυστυχώς ο δείκτης Mv/Bv δεν μπορεί να ξεχωρίσει ποιές μετοχές είναι υπερτιμημένες και ποιές υποτιμημένες από αυτές που έχουν δείκτη $Mv/Bv > 1$. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο αριθμητής περιλαμβάνει την αγοραία και όχι την εσωτερική αξία της επιχείρησης. Αν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας και η εσωτερική αξία είναι μεγαλύτερη της λογιστικής τότε η μετοχή είναι υποτιμημένη, ενώ στην αντίθετη περίπτωση είναι υπερτιμημένη.

Ένας άλλος κίνδυνος είναι η πιθανότητα η λογιστική αξία να διαφέρει από την αξία ρευστοποίησης της επιχείρησης. Η λογιστική αξία είναι ένα απλό λογιστικό μέγεθος και συχνά δεν αντανακλά όλες τις δυνάμεις της αγοράς που αποφασίζουν τη λογιστική αξία της επιχείρησης. Γίνεται λοιπόν σαφές ότι ο δείκτης Mv/Bv μπορεί να αποτελέσει απλά ένα αρχικό κριτήριο για να ξεχωριστούν πιθανές επενδυτικές ευκαιρίες. Από εκεί και πέρα, ο επενδυτής οφείλει να εξετάσει ποιά είναι η εσωτερική αξία της επιχείρησης για να φθάσει σε σχετικά ασφαλή συμπεράσματα.

Παρακάτω φαίνεται πώς διαμορφώθηκαν οι δείκτες αποτίμησης στο Α' εξάμηνο του 2000.

ΗΜΕΡ/ΝΑΙ	ΜΕΤΟΧΕΣ	P/Bv	P/E	P/E ΚΛΑΔΟΥ	ΚΕΡ. / ΜΕΤ.	ΑΡ.ΜΕΤ.	ΚΛΕΙΣΙΜΟ
4-Ιαν	ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔ.	5,2	112,5	80,6	105	40.000.000	11.805
	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	9	118,2		62	10.081.500	7.275
1-Φεβ	ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔ.	4,4	96,4	79,64	105	40.000.000	10.120
	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	8,3	108,9		62	10.081.500	6.700
1-Μαρ	ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔ.	3,6	79	67,83	105	40.000.000	8.290
	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	4,5	133		15	40.326.000	2.045
1-Απρ	ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔ.	3,5	27,2	38,46	296	40.000.000	8.055
	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	3,1	90,4		15	40.326.000	1.390
1-Μαί	ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔ.	3,9	29,9	33,8	296	40.000.000	8.835
	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	2,7	39,6		33	40.326.000	1.305

Το Α' εξάμηνο του 2000 οι μετοχές και των δύο εταιρειών ήταν υπερτιμημένες αφού η χρηματιστηριακή τους αξία ξεπερνούσε κατά πολύ την εσωτερική τους αξία. Ωστόσο οι μετοχές της Ελληνικής Τεχνοδομικής φαίνεται να είναι ελκυστικότερες από αυτές της Προοδευτικής από το γεγονός ότι διατήρησε χαμηλότερο δείκτη Χρηματιστηριακής Τιμής προς Κέρδη Ανα Μετοχή. Επίσης συγκρίνοντας τα P/E των δυο εταιρειών με αυτό του κλάδου βλέπουμε ότι η Ελληνική Τεχνοδομική κατάφερε κατά την διάρκεια του εξαμήνου να έχει μικρότερη απόκλιση απ' ότι είχε η Προοδευτική. Ειδικότερα θα μπορούσαμε να πούμε ότι σημαντικό ρόλο στη διαφορά αυτή έπαιξαν τα Λειτουργικά Κέρδη τους τα οποία διαμορφώθηκαν στα 3.512 εκατ. δρχ. για την Ελληνική Τεχνοδομική και 612 εκατ. δρχ. για την Προοδευτική αντίστοιχα. Στα μέσα του εξαμήνου η Προοδευτική μείωσε τον αριθμό των μετοχών της με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα Κέρδη Ανα Μετοχή της και το P/E να πλησιάσει το P/E της Ελληνικής Τεχνοδομικής. Όμως στα τέλη του εξαμήνου η διαφορά τους μεγάλωσε πάλι λόγω της ξανά αύξησης του αριθμού μετοχών της Προοδευτικής.

Οι επενδυτές θα πρέπει να λάβουν σοβαρά υπόψη τους εκτιμήσεις τόσο για τα μελλοντικά κέρδη των εταιρειών και την πιθανή επίδρασή τους στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής όσο και για τις καταβολές μερισμάτων.

Ο δείκτης της **Αγοραίας Αξίας** προς τη **Λογιστική Αξία** αποτελεί και αυτός σημαντικό δείκτη αποτίμησης. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο δείκτης αυτός αντικατοπτρίζει την αξία που προσδίδουν οι χρηματιστικές αγορές στη διοίκηση και στην οργάνωση της εταιρείας σαν μια ζωντανή, ενεργή οικονομική μονάδα. Κατα μια έννοια η λογιστική αξία αντιπροσωπεύει το απολογιστικό κόστος των φυσικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Μια εταιρεία που διοικείται σωστά απο μια έμπειρη διοίκηση και που η οργάνωσή της λειτουργεί αποτελεσματικά, πρέπει να έχει αγοραία αξία μεγαλύτερη ή τουλάχιστον ίση με τη λογιστική αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

Ωστόσο η χαμηλή τιμή του δείκτη συνηθίζεται να ερμηνεύεται απο έναν επενδυτή ως κίνητρο για αγορά της μετοχής. Η αναγνώριση της πραγματικότητας αυτής απο πολλούς επενδυτές αναμένεται ότι θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης της μετοχής και θα πιέσει την τιμή της προς τα πάνω.

Παρ' όλα αυτά, η επιλογή μιας μετοχής αποκλειστικά με το κριτήριο του "χαμηλού δείκτη τιμή/λογιστική αξία" ενέχει σημαντικό επενδυτικό κίνδυνο. Στην προσπάθεια να περιοριστεί ο επενδυτικός κίνδυνος προτείνεται να αξιολογείται ο δείκτης τιμή/λογιστική αξία σε συνδυασμό με τον δείκτη αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς η αξιολόγηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων μαζί με τον δείκτη P/Bn απο έναν επενδυτή περιορίζει τον κίνδυνο αγοράς της μετοχής μιας ζημιογόνου εταιρείας απο την οποία δεν αναμένονται καλές αποδόσεις στο μέλλον.

Στην περίπτωση των δύο εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου θα μπορούσαμε να πούμε ότι αφ' ενός οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες αφού η εσωτερική τους αξία είναι μικρότερη της αγοραίας αξίας, αφ' ετέρου οι δείκτες της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων παρουσίασαν χαμηλή τάση κατα τη διάρκεια του εξαμήνου που σημαίνει ότι αυτή η δεδομένη χρονική στιγμή δεν είναι κατάλληλη για αγορά.

Ο ΚΛΑΔΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

Ο κλάδος της πληροφορικής αναδύεται κατά τα τελευταία χρόνια ως ένας από τους πιο δυναμικά αναπτυσσόμενους επιχειρηματικούς κλάδους σε παγκόσμιο επίπεδο. Αυτό φαίνεται τόσο από την ανάπτυξη των θεμελιωδών μεγεθών του όσο και από την συνεχώς διευρυνόμενη οικιακή και εργασιακή χρήση των προϊόντων του. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις η παγκόσμια αγορά πληροφορικής αποτιμάται σχεδόν σε 2 δισ. δολ., περίπου το 6% του παγκόσμιου ΑΕΠ, και παρουσιάζει ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης από το ρυθμό ανάπτυξης του παγκοσμίου ΑΕΠ. Οι σημαντικότεροι λόγοι στους οποίους οφείλεται η ραγδαία ανάπτυξη του κλάδου της πληροφορικής σε παγκόσμιο επίπεδο εντοπίζονται, τόσο στην προσφορά νέων καινοτόμων τεχνολογιών που δημιουργούν πληθώρα προϊόντων με αυξημένες δυνατότητες και εφαρμογές σε όλο και πιο προσιτές τιμές, όσο και στην ζήτηση νέων αυτοματοποιημένων υπηρεσιών που να καλύπτουν τις αυξημένες ανάγκες των σημερινών κοινωνιών και οικονομικών για σύγχρονη οργάνωση και πληροφόρηση.

Στην Ελλάδα η αγορά πληροφορικής έχει ακολουθήσει, με αρκετή καθυστέρηση και με χαμηλότερη ένταση, τις τάσεις που επικρατούν στη διεθνή αγορά. Σήμερα στον κλάδο της πληροφορικής, στην Ελλάδα, δραστηριοποιούνται περίπου 350 επιχειρήσεις στις οποίες ανήκουν ορισμένες από τις μεγαλύτερες της Ελληνικής οικονομίας αλλά και πλήθος μικρών παραγωγικών και εμπορικών μονάδων. Παρά την σημαντική ανάπτυξη του κλάδου η κάλυψη της αγοράς σε υπηρεσίες και προϊόντα πληροφορικής, σε σύγκριση με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά δεδομένα, δεν ξεπερνά το 20% των σημερινών αναγκών. Η κάλυψη της αγοράς στον τομέα των υπηρεσιών είναι ακόμα μικρότερη. Παρ' όλα αυτά ο κλάδος της πληροφορικής αποτελεί έναν από τους πιο δυναμικά αναπτυσσόμενους κλάδους της ελληνικής οικονομίας.

Οι δυνάμεις που οδηγούν την ραγδαία ανάπτυξη του κλάδου εντοπίζονται κατά κύριο λόγο:

- Στις αυξημένες πωλήσεις τόσο προς τον βιομηχανικό / εμπορικό όσο και προς τον τραπεζικό τομέα
- Στην αυξημένη ζήτηση από τον δημόσιο τομέα η οποία είναι απόρροια της προσπάθειας εκσυγχρονισμού που γίνεται σε αυτό τον τομέα τα τελευταία χρόνια.
- Στην εισροή κεφαλαίων από την Ευρωπαϊκή Κοινότητα και πιο συγκεκριμένα από το 3ο Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης.
- Στις μεγάλες τεχνολογικές εξελίξεις που έχουν επιτευχθεί.
- Στην βιομηχανοποίηση της παραγωγής Η/Υ και στον ανταγωνισμό του κλάδου.
- Στην παγκοσμιοποίηση και τις αυξημένες ανάγκες επικοινωνίας που έχουν δημιουργηθεί.
- Στις αυξημένες ανάγκες για αποδοτικότερη οργάνωση και επεξεργασία μεγάλου όγκου πληροφοριών.

Η SINGULAR και η FORTHNET είναι δύο μεγάλες εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο της πληροφορικής και οι οποίες συμβάλουν σημαντικά στην ανάπτυξή του. Η SINGULAR ειδικεύεται κυρίως σε θέματα μηχανογράφησης γραφείων και λογιστικών πακέτων, ενώ η FORTHNET ασχολείται κυρίως με θέματα παροχής υπηρεσιών μέσω Internet.

Οι εταιρείες διαμόρφωσαν τα οικονομικά τους στοιχεία κατά το διάστημα 1998-2000 ως εξής:

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ SINGULAR	1998	1999	2000
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε εκατ. Δρχ.)			
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΑ ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	78	495	884
ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	1.608	3.280	8.131
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	604	1.013	1.922
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΟ ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1.004	2.267	6.209
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	143	4.121	9.422
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	24	28	55
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1.171	6.416	15.686
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	123	446	591
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	6.933	4.854	12.535
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	0	7.850	3.530
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	195	1.488	1.257
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	7.251	14.638	17.913
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	57	172	355
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	8.557	21.721	34.838
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ	713	2.152	3.195
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	990	2.970	4.965
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΑΙ ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟ	5.385	15.607	14.194
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	6.375	18.577	19.159
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	73	117	159
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	111	86	49
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ-ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ	386	791	2.529
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	886	81	8.774
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ	149	864	1.599
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ-ΤΕΛΗ	456	1.139	1.992
ΛΟΙΠΕΣ ΒΡΑΧ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	103	59	424
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	1.980	2.934	15.318
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ. ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	19	7	153
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	8.558	21.721	34.838
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ	713	2.152	3.195

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ FORTHNET	1998	1999	2000
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε εκατ. Δρχ.)			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	220	735	986
ΜΕΙΟΝ: ΣΥΣΣΩΡΕΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-105	-253	-393
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΑ ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	115	481	593
ΑΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	238	415	865
ΜΕΙΟΝ: ΣΥΣΣΩΡΕΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0	-28	-50
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΑ ΑΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	238	386	815
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	912	3.617	5.053
ΜΕΙΟΝ: ΣΥΣΣΩΡΕΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-292	-516	-829
ΑΝΑΠΟΣΒΕΣΤΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ	620	3.101	4.224
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΣΥΝΔΕΔΕΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧ.	0	860	1.235
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	5	6	7
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	864	4.353	6.875
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	2	7	26
ΠΕΛΑΤΕΣ-ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ & ΕΠΙΤΑΓΕΣ ΕΙΣΠΡ.	804	1.388	1.138
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΙΣΠΡ. ΣΤΗΝ ΕΠΟΜ. ΧΡΗΣΗ	0	1.481	0
ΧΡΕΩΣΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ	10	251	594
ΛΟΓ. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΠΡΟΚΑΤ. ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ	20	51	116
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	0	240	228
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	99	838	15.728
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	936	4.256	17.830
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	24	160	522
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.939	9.251	25.227
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΚΑΤΑΒΕΒΛΗΜΕΝΟ)	1.025	4.442	5.922
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΟΦΕΙΛΟΜΕΝΟ)	0	1.481	0
ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤ. ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	38	141	14.946
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ	0	0	0
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	271	379	476
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	67	103	86
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ	22	99	398
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.423	6.644	21.828
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	23	32	47
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0	0	1
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ- ΓΡΑΜΜ. ΕΠΙΤΑΓΕΣ ΠΛΗΡΩΤ.	192	683	2.005
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	44	0	75
ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ ΠΕΛΑΤΩΝ	13	12	27
ΦΟΡΟΙ-ΤΕΛΗ	48	178	11
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ	25	37	29
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ	0	0	0
ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ	34	1.332	915
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	354	2.241	3.063
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	354	2.241	3.064
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ. ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	138	334	289
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	1.939	9.251	25.228

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ SINGULAR	1998	1999	2000
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ (σε εκατ. Δρχ.)	4.074	7.238	16.056
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	1.835	3.224	7.718
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	2.239	4.014	8.338
ΆΛΛΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	191	257	74
ΣΥΝΟΛΟ	2.430	4.271	8.412
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	527	761	1.823
ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	153	423	759
ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΚΑΙ ΜΑΡΚΕΤΙΝΓ	829	1.424	2.046
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ	921	1.663	3.784
ΠΛΕΟΝ ΕΣΟΔΑ ΑΠΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	0	1	80
ΠΛΕΟΝ ΕΣΟΔΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0	340	222
ΠΛΕΟΝ ΚΕΡΔΗ ΠΩΛ. ΣΥΜΜΕΤ ΚΑΙ ΧΡΕΟΓΡ.	0	0	311
ΠΛΕΟΝ ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΣΟΔΑ	84	128	245
ΜΕΙΟΝ ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΞΟΔΑ	36	104	269
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ, ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ, ΦΟΡΩΝ	969	2.028	4.373
ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ	10	47	96
ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ	154	93	470
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ & ΦΟΡΩΝ	825	1.982	3.999
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	158	448	1.079
ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	667	1.534	2.920

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ FORTHNET	1998	1999	2000
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΠΟ Π.Υ	1.863	3.327	3.700
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΠΟ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΔΡΑΣΤ.	28	69	35
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	1.891	3.396	3.735
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	-976	-1.999	-2.617
ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ	916	1.397	1.118
ΠΛΕΟΝ: ΛΟΙΠΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΗΣ	26	57	115
ΣΥΝΟΛΟ	942	1.454	1.233
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	-226	-261	-455
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΩΝ & ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	-5	-21	-23
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ	-474	-649	-541
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ	-705	-931	-1.019
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ	236	522	215
ΠΛΕΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	0	0	0
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΧΡΕΟΓ., ΤΟΚΩΝ, ΑΠΟΣΒ., ΦΟΡΩΝ	236	522	215
ΠΛΕΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0	0	0
ΠΛΕΟΝ: ΚΕΡΔΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΣΥΜΜ. & ΧΡΕΟΓΡ.	0	5	6
ΜΕΙΟΝ: ΠΡΟΒΛ. ΥΠΟΤΙΜ. ΣΥΜΜ. & ΧΡΕΟΓΡ.		-28	-23
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ & ΖΗΜΙΕΣ ΣΥΜΜ. & ΧΡΕΟΓΡ.		-1	0
ΠΛΕΟΝ: ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΣΟΔΑ	71	99	142
ΜΕΙΟΝ: ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΞΟΔΑ	-16	-18	-48
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ, ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ & ΦΟΡΩΝ	291	579	282
ΠΛΕΟΝ: ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ & ΣΥΝΑΦΗ ΕΣΟΔΑ	6	94	14
ΜΕΙΟΝ: ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ & ΣΥΝΑΦΗ ΕΞΟΔΑ	-13	-14	-23
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ & ΦΟΡΩΝ	284	658	282
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-202	-401	0
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	82	257	282

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ SINGULAR

Η SINGULAR κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσίασε τους εξής χρηματοοικονομικούς δείκτες:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	1998	1999	2000
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	3,6	4,9	1,1
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	10%	8%	15%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,3	0,1	0,8

Ως προς τη Γενική Ρευστότητα βλέπουμε ότι η SINGULAR την περίοδο 1998-1999 διατήρησε μια υψηλή τιμή του δείκτη, γεγονός που δείχνει ότι διαθέτει επαρκή ρευστότητα και έχει, συνεπώς, την ικανότητα να πληρώσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Η εταιρεία δηλαδή παρέχει μεγάλο βαθμό προστασίας ως προς τους πιστωτές της με αποτέλεσμα να αυξάνεται η φερεγγυότητά της. Ωστόσο ασφαλέστερο θα ήταν να συγκρίνουμε τις τιμές του συγκεκριμένου δείκτη με τις αντίστοιχες τιμές του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία. Αν η τιμή του δείκτη της γενικής ρευστότητας του κλάδου ήταν 4 για το 1998, τότε θα συμπεραίναμε ότι η εταιρεία διαθέτει χαμηλή τιμή του δείκτη και πιθανώς θα αντιμετωπίσει δυσκολίες στην εξόφληση των τρέχουσων υποχρεώσεών της. Επίσης άλλα κριτήρια που θα πρέπει να εξετάσουμε προκειμένου να βγάλουμε σωστά συμπεράσματα για τον δείκτη είναι η φύση της δραστηριότητας της επιχείρησης καθώς επίσης η σύνθεση του κυκλοφοριακού ενεργητικού της. Για παράδειγμα τα μετρητά είναι πιο ρευστοποιήσιμα απ'ότι οι απαιτήσεις και τα γραμμάτια εισπρακτέα.

Η SINGULAR μέσα στην 3ετία διατηρούσε ένα μεγάλο ποσοστό των κυκλοφοριακών της στοιχείων σε απαιτήσεις αφού αυτές το 1998 αποτελούσαν το 95,6% του κυκλοφορούν ενεργητικού, το 1999 το 33% του κυκλοφορούντος ενεργητικού και το 2000 το 70%. Αυτή η μεγάλη συμμετοχή των απαιτήσεων στο σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού εγκυμονεί κινδύνους διότι μπορεί κάποιες από αυτές τις απαιτήσεις να φανούν στην πορεία επισφαλείς. Το 2000 η τιμή του δείκτη μειώθηκε αρκετά σε σχέση με τις άλλες δύο προηγούμενες χρονιές (1,1) αν και το κυκλοφορούν ενεργητικό αυξήθηκε. Όμως παράλληλα με το κυκλοφορούν ενεργητικό αυξήθηκαν σημαντικά και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αφού από 2.970 εκατ. δρχ. που ήταν το 1999 έφτασαν στα 15.318 εκατ. δρχ. το 2000. Η τιμή αυτή του δείκτη διατρέχει πολλούς κινδύνους κυρίως προς τους πιστωτές αφού οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις καλύπτονται μία φορά από τα κυκλοφοριακά της στοιχεία.

Ο κύκλος εργασιών της SINGULAR το 1998 ήταν 4.074 εκατ. δρχ. ενώ το κόστος πωληθέντων αποτέλεσε το 50% των πωλήσεων, με αποτέλεσμα το μικτό αποτέλεσμα να διαμορφωθεί στα 2.239 εκατ. δρχ. Επίσης λόγω της μεγάλης συμμετοχής των λειτουργικών εξόδων στις πωλήσεις το λειτουργικό αποτέλεσμα διαμορφώθηκε στα 921 εκατ. δρχ. Το 2000 οι πωλήσεις της SINGULAR αυξήθηκαν από 7.238 εκατ. δρχ. τη χρήση 1999 σε 16.056 εκατ. δρχ., ήτοι συνολική αύξηση 122%. Το κόστος πωληθέντων κατά τη χρήση 2000 διαμορφώθηκε στα 7.718 εκατ. δρχ. από 3.224 εκατ. δρχ. που ήταν στη χρήση 1999 παρουσιάζοντας αύξηση 139%. Ωστόσο το σύνολο των εξόδων διάθεσης, διοίκησης, έρευνας & ανάπτυξης διαμορφώθηκε στη χρήση 2000 σε 4.627 εκατ. δρχ. αυξημένο κατά 77,4% σε σχέση με τα 2.608 εκατ. δρχ. που ήταν τη χρήση 1999. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι το σύνολο του κόστους πωληθέντων και των εξόδων λειτουργίας να παρουσιάζει αύξηση κατά τη διάρκεια της τελευταίας χρήσης αναλογικά μικρότερη (111,6%) απ' αυτή των πωλήσεων που ήταν 122%. Η βελτίωση αυτή του λειτουργικού αποτελέσματος είναι απόρροια αφενός των ακινητοποιήσεων εξόδων έρευνας και ανάπτυξης που αφορούσαν την ανάπτυξη νέων προϊόντων και αφετέρου

των οικονομιών κλίμακας που επιτεύχθηκαν από τις εταιρείες του Ομίλου. Τα κέρδη προ φόρων παρουσίασαν σημαντική αύξηση της τάξης του 70% κατά την τελευταία χρήση, διαμορφούμενα σε 2.920 εκατ. δρχ. από 1.534 εκατ. δρχ. τη χρήση 1999.

Από την παραπάνω ανάλυση μπορούμε να βγάλουμε τα συμπεράσματά μας για τον δείκτη **Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων**. Αν και το 1999 παρουσίασε περισσότερα κέρδη προ φόρων απ' ό,τι το 1998, ωστόσο η τιμή του δείκτη μειώθηκε από 10% σε 8%. Τα ίδια κεφάλαια όμως της SINGULAR αυξήθηκαν το 1999 με αποτέλεσμα να επιρρεάσουν την τιμή του δείκτη προς τα κάτω. Το 2000 ο δείκτης βελτιώθηκε αρκετά χάρις στην αύξηση του κύκλου εργασιών της εταιρείας καθώς επίσης και την σταθερή συμμετοχή των λειτουργικών εξόδων προς τις πωλήσεις.

Στη συνέχεια θα ασχοληθούμε με τον δείκτη **Δανειακής Επιβάρυνσης** από τον οποίο θα μπορέσουμε να βγάλουμε συμπεράσματα για την δανειοληπτική ικανότητα της εταιρείας, την οικονομική της ανεξαρτησία, την μακροπρόθεσμη ρευστότητα της κ.α. Το 1998 ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης κυμαινόταν σε ικανοποιητικά επίπεδα αφού τα ίδια κεφάλαια κάλυπταν στο τριπλάσιο τα Ξένα κεφάλαια, οπότε οι πιστωτές δεν χρειάζεται να ανησυχούν για την δανειοληπτική ικανότητα της εταιρείας. Το 1999 ο δείκτης έφτασε σε πολύ χαμηλά επίπεδα που μπορεί να σημαίνει ότι η διοίκηση της επιχείρησης δε χρησιμοποιεί στο βαθμό που πρέπει φθηνά, ενδεχομένως, ξένα κεφάλαια, με συνέπεια μία σχετικά χαμηλή αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που δε συμφέρει τους μετόχους και γενικά τους ιδιοκτήτες της εταιρείας. Το 2000 πλησίασε τη μονάδα λόγω της σημαντικής αύξησης των ξένων κεφαλαίων. Αυτή η τιμή εγκυμονεί κινδύνους διότι δείχνει κορεσμό στη δανειοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και προφανώς τη δυσαρέσκεια των πιστωτών.

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ FORTHNET

Η εταιρεία FORTHNET κατά τη διάρκεια της 3ετίας 1998-2000 παρουσίασε τους εξής χρηματοοικονομικούς δείκτες:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	1998	1999	2000
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,9	1,7	5,4
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	6%	4%	1%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	0,2	0,3	0,1

Η FORTHNET την τελευταία 3ετία διαθέτει μια ικανοποιητική **Γενική Ρευστότητα** αφού τα κυκλοφοριακά της στοιχεία καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Οι πιστωτές της εταιρείας δεν διατρέχουν κίνδυνο ως προς την εξασφάλιση των απαιτήσεών τους και συνεπώς η αξιοπιστία της εταιρείας παραμένει ακλόνητη. Την πρώτη περίοδο της 3ετίας η τιμή του αριθμοδείκτη ήταν κοντά στο 2 όπου αυτή η τιμή σύμφωνα με έναν εμπειρικό κανόνα που είχαν εφαρμόσει οι τραπεζικοί κύκλοι είναι η επιθυμητή τιμή που θα πρέπει να έχει ένας δείκτης γενικής ρευστότητας μιας εταιρείας προκειμένου να εξασφαλισθούν οι πιστωτές της. Ο εμπειρικός αυτός κανόνας βασίζεται στη λογική ότι, στη χειρότερη περίπτωση, ακόμα και αν τα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού εισπραχθούν στο 50% της λογιστικής τους αξίας, η επιχείρηση θα είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Το 1999 η εταιρεία αν και είχε μία έντονη ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της ωστόσο ο δείκτης μειώθηκε σε σχέση με τη προηγούμενη χρονική περίοδο διότι το Κυκλοφορούν Ενεργητικό ως ποσοστό επί του Συνολικού Ενεργητικού μειώθηκε από 48% το 1998, σε 46% το 1999, ενώ παράλληλα οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις αυξήθηκαν ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού από 18% το 1998 σε 24% το 1999. Το 2000 ο δείκτης αυξήθηκε αρκετά και αυτό σαφώς ευνοεί τους πιστωτές της εταιρείας διότι εξασφαλίζονται οι απαιτήσεις τους.

Ως προς την **Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων** η εταιρεία, κατά τη διάρκεια της Ζετίας πραγματοποίησε πτωτική πορεία της τιμής του δείκτη που δείχνει ένα μειούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων σε καθαρά κέρδη, και συνεπώς μια τέτοια εξέλιξη κρίνεται αρνητική. Μία χαμηλή τιμή του δείκτη μπορεί να οφείλεται σε πολλούς παράγοντες όπως αναποτελεσματική διοίκηση, χαμηλή παραγωγικότητα, υπερεπένδυση κεφαλαίων που δεν απασχολούνται παραγωγικά κ.α. Συγκεκριμένα η εταιρεία δεν κατάφερε να αποφέρει ικανοποιητικές αποδόσεις των καθαρών της κερδών αφενός λόγω του υψηλού κόστους πωλήσεων και αφετέρου λόγω της υψηλής συμμετοχής των λειτουργικών εξόδων στον κύκλο εργασιών. Το 1998 αν και πραγματοποίησε λιγότερα καθαρά κέρδη απ' ότι το 1999 ωστόσο η τιμή του δείκτη μειώθηκε το 1999 διότι αυξήθηκαν τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας. Επίσης το 2000 παρ' όλη την αύξηση των καθαρών κερδών, η τιμή του δείκτη μειώθηκε ξανά λόγω της επανειλημμένης αύξησης των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Η FORTHNET θα πρέπει τα επόμενα έτη να χρησιμοποιήσει πιο αποδοτικά τα ίδια κεφάλαιά της προκειμένου να καταφέρει να βελτιώσει την τιμή του δείκτη.

Οι χαμηλές αυτές τιμές του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είχαν ως αποτέλεσμα να επιρρεάσουν και τις τιμές του δείκτη της **Δανειακής Επιβάρυνσης**. Οι τιμές του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης κυμάνθηκαν σε πολύ χαμηλά επίπεδα γεγονός που δείχνει ότι η διοίκηση δεν χρησιμοποιεί στον βαθμό που πρέπει τα ξένα κεφάλαιά της αλλά αντίθετα αντλεί τα περισσότερα κεφάλαια από τα ίδια κεφάλαιά της. Αυτό οπωσδήποτε δεν συμφέρει τους μετόχους και τους ιδιοκτήτες της εταιρείας διότι εκτίθενται σε μεγαλύτερο κίνδυνο τα κεφάλαιά τους. Αντίθετα οι πιστωτές δεν χρειάζεται να ανησυχούν διότι έχουν μικρότερο ποσοστό συμμετοχής στην επιχείρηση. Το 1999 είχαμε μια μικρή άνοδο του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης σε σχέση με τη τιμή του δείκτη το 1998 που οφείλεται στην αύξηση των ξένων κεφαλαίων από 354 εκατ. δρχ. σε 2.241 εκατ. δρχ., ενώ τα ίδια κεφάλαια μπορεί να αυξήθηκαν όμως ως ποσοστό επί του συνολικού παθητικού παρέμειναν στο ίδιο επίπεδο. Το 2000 όμως ο δείκτης μειώθηκε επειδή τα ξένα κεφάλαια μειώθηκαν ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού καθώς επίσης τα Ίδια Κεφάλαια αυξήθηκαν ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού.

Στη συνέχεια θα δούμε πώς διαμορφώθηκαν οι δείκτες αποτίμησης των δύο εταιρειών του κλάδου της πληροφορικής κατά το τελευταίο δίμηνο του 2000.

Ημερ/νία	Μετοχή	Pv/B	P/E	P/E Κλάδου	Κέρδη ανα Μετ.	Αρ. Μετ.	Κλείσιμο
7-11	SINGULAR	3,1	59,9	54,7	0,11	53525000	2215
	FORTHNET	9,7	251		0,05	14805000	4362
3-12	SINGULAR	3	57,5	52,42	0,11	53525000	2126
	FORTHNET	8,9	229,4		0,05	14805000	3980

Ο ΔΕΙΚΤΗΣ P/E

Εξετάζοντας τον δείκτη P/E των δύο εταιρειών παρατηρούμε ότι η τιμή του δείκτη της SINGULAR παρουσιάζει σαφώς μικρότερη απόκλιση προς την τιμή του κλάδου απ' ότι η τιμή της FORTHNET. Εδώ θα πρέπει να ξεχωρίσουμε δύο περιπτώσεις αξιολόγησης του δείκτη P/E. Η μία περίπτωση είναι ο βαθμός προστασίας ή ασφάλειας των επενδυτών, σύμφωνα με αυτή την περίπτωση όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη ασφάλεια νοιώθουν οι επενδυτές διότι ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος που περικλείει την μετοχή. Η άλλη περίπτωση συνίσταται στην επένδυση μιάς μετοχής δηλαδή οι επενδυτές που επιθυμούν να αγοράσουν μία μετοχή προτιμούν, σύμφωνα μ' έναν εμπειρικό κανόνα, μετοχές με χαμηλό P/E διότι πιστεύουν ότι έχουν περιθώριο ανάκαμψης. Έτσι μπορούμε να πούμε ότι η μετοχή της SINGULAR προτιμάται από επενδυτές που αναζητούν υψηλά κέρδη αλλά διατρέχουν υψηλό κίνδυνο ενώ η μετοχή της FORTHNET μπορεί να μην αποφέρει υψηλά κέρδη αλλά διασφαλίζει ως ένα μεγάλο ποσοστό τους επενδυτές της από τυχόν ζημιογόνο επένδυση.

Ωστόσο για να μην βγάζουν πρόωρα συμπεράσματα οι επενδυτές θα πρέπει να εξετάζουν κάποιες παραμέτρους όταν δίνουν έμφαση στο ύψος του δείκτη P/E όπως, τότε έγινε τελευταία αύξηση του κεφαλαίου. Σε περίπτωση που την προηγούμενη χρήση έλαβε χώρα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, με καταβολή νέων εισφορών, τότε το νέο κεφάλαιο δεν συνεισέφερε στην κερδοφορία της εταιρείας ολόκληρη τη χρήση, με άμεσο αποτέλεσμα τα κέρδη της χρήσης να είναι μειωμένα σε σχέση με το ύψος του νέου κεφαλαίου και η τιμή του δείκτη P/E να φαίνεται υψηλή. Επίσης άλλη παράμετρος είναι η ύπαρξη στο τέλος της χρήσης μεγάλων ημιτελών επενδύσεων. Οι ημιτελής επενδύσεις ενώ συνεπάγονται χρηματοοικονομικό κόστος εντούτοις δεν αποφέρουν αντίστοιχο κέρδος, με συνέπεια το P/E της εταιρείας να εμφανίζεται τεχνητά μεγαλύτερο.

Τέλος πρέπει να πούμε ότι επειδή ο δείκτης P/E επιτρέπει στους επενδυτές να επιλέξουν εκείνη τη μετοχή που η τιμή της είναι περισσότερο συμφέρουσα, με βάση τα κέρδη της, τότε εύκολα μπορούμε να πούμε ότι η μετοχή της SINGULAR είναι πιο ελκυστική απ' ότι της FORTHNET διότι και περισσότερα κέρδη παρουσιάζει και πιο φθηνή είναι η τιμή της μετοχής της.

Ο ΔΕΙΚΤΗΣ PvB

Απο αυτόν τον δείκτη μπορούμε να δούμε καθαρά πότε μια μετοχή είναι υποτιμημένη και πότε υπερτιμημένη. Ο αριθμητής του δείκτη αντανακλά τη κερδοφόρο δυναμικότητα της επιχείρησης όπως αυτή εκτιμάται από τους κατόχους των μετοχών και τους υποψήφιους αγοραστές ενώ ο παρανομαστής δείχνει την εσωτερική ή λογιστική αξία της εταιρείας. Έτσι όταν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας τότε λέμε ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη και άρα προσελκύει το ενδιαφέρον των επενδυτών διότι περιμένουν από τη διοίκηση της εταιρείας να πιέσει τη τιμή του δείκτη τουλάχιστον στην μονάδα. Ενώ στην αντίθετη περίπτωση όταν η τιμή του δείκτη ξεπερνά κατά πολύ την μονάδα τότε λέμε ότι πρόκειται για υπερτίμηση της μετοχής. Από αυτή την ανάλυση θα μπορούσαμε να πούμε ότι η τιμή του δείκτη της SINGULAR τραβάει περισσότερο το ενδιαφέρον των επενδυτών επειδή είναι πλησιέστερη στη μονάδα ενώ της FORTHNET η τιμή ξεπερνά κατά πολύ την μονάδα. Επίσης ένα άλλο κριτήριο αξιολόγησης του δείκτη είναι η σύγκρισή του με τον δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων. Ο καλύτερος συνδιασμός αυτής της σύγκρισης είναι η επίτευξη μεγάλου ποσοστού αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και χαμηλής τιμής του δείκτη PvB, οπότε και από αυτό το κριτήριο φαίνεται η υπεροχή της μετοχής της SINGULAR.

Ο ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα λειτουργεί με επιτυχία στις συνθήκες ελεύθερης παροχής υπηρεσιών στον ενιαίο ευρωπαϊκό χώρο και επεκτείνει σταδιακά τη διεθνή παρουσία του. Ο κλάδος των τραπεζών αναπτύσσεται συνεχώς και αποτελεί μια από τις κύριες προωθητικές δυνάμεις της οικονομίας. Είναι ενδεικτικό ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας, το προϊόν του τραπεζικού τομέα αυξήθηκε το 1998 κατά 8% έναντι αύξησης κατά 3,7% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Προς την ίδια κατεύθυνση, το σύνολο του μέσου ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος ως προς το ΑΕΠ υπολογίζεται ότι ανήλθε το 1998 σε 92,1% έναντι 89,8% το 1997. Στις ανωτέρω θετικές εξελίξεις συνέβαλε ουσιαστικά η απελευθέρωση του περιβάλλοντος λειτουργίας των τραπεζών και ο συνεπακόλουθος ανταγωνισμός, γεγονός που οδήγησε σε συνεχή βελτίωση των παρεχομένων υπηρεσιών και την επέκτασή του σε άλλους χώρους.

Οι ελληνικές τράπεζες ευρίσκονται ενώπιον νέων και σημαντικών προκλήσεων που απορρέουν από την διεθνοποίηση των αγορών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και τη λειτουργία τους στο περιβάλλον του εννιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος. Προ των νέων αυτών προκλήσεων απαιτείται η εφαρμογή νέας τεχνολογίας στα συστήματα πληρωμών και πληροφοριών, η παρουσία των τραπεζών στα κύρια χρηματοοικονομικά κέντρα του εξωτερικού και ο εξορθολογισμός του δικτύου τους. Αναγκαία είναι επίσης η μείωση των λειτουργικών δαπανών τους, καθώς ο διεθνής ανταγωνισμός συμπιέζει τα περιθώρια κέρδους. Τα νέα μεγέθη των αγορών και ο ευρωπαϊκός ανταγωνισμός επιβάλλουν την αύξηση του μέσου μεγέθους των ελληνικών τραπεζών ώστε να διασφαλισθεί η διεθνής τους ανταγωνιστικότητα.

Προς την κατεύθυνση αυτή έχουν γίνει τελευταίως σημαντικά βήματα μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων με αποκορύφωμα την πρόσφατη εξαγορά της Ιονικής Τράπεζας από την Alpha Τράπεζα. Η καθοριστικής σημασίας ιδιωτικοποίηση της Ιονικής Τράπεζας και η ένταξή της στον Όμιλο της Alpha Τράπεζας όχι μόνο συμβάλλει στην αναδιάρθρωση και στην εξυγίανση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, αλλά γενικότερα ανοίγει το δρόμο για την απρόσκοπτη εφαρμογή του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων της χώρας. Η διαρθρωτική αυτή πολιτική πρέπει να ενισχυθεί ώστε να πωληθούν και στη συνέχεια να συγχωνευθούν και άλλες υπό κρατικό έλεγχο τράπεζες. Στην αγορά εν τέλει προβλέπεται να μείνουν λίγοι σχετικά μεγάλοι τραπεζικοί όμοιοι, ικανοί να δραστηριοποιηθούν αποτελεσματικά στο ενιαίο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό χώρο και ορισμένες μικρές εξειδικευμένου προσανατολισμού τράπεζες.

Σημειώνεται επιπλέον ότι η αναβάθμιση του θεσμικού πλαισίου που διέπει τη λειτουργία της τραπεζικής αγοράς και η σταθερή εναρμόισή του προς αυτό των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θα δώσει τη δυνατότητα στις τράπεζες να εκμεταλλευθούν τα συγκριτικά τους πλεονεκτήματα. Ήδη το τραπεζικό σύστημα έχει θωρακισθεί με την ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία του συνόλου σχεδόν των εποπτικών οδηγιών της Ε.Ε, ενώ η θέσπιση της ανεξαρτησίας της Τράπεζας Ελλάδος θα ενισχύσει περαιτέρω το σύστημα εποπτείας.

Οι ανωτέρω εξελίξεις και τάσεις της τραπεζικής δραστηριότητας δημιουργούν ευοίωνες προοπτικές για το τραπεζικό σύστημα. Παράλληλα η οικονομική πολιτική που εφαρμόζεται συντελεί ώστε η ελληνική οικονομία να συγκλίνει προς τις οικονομίες των άλλων ευρωπαϊκών χωρών και να είναι ορατή πλέον η ένταξη στη ζώνη του Ευρώ από 1.1.2001, πράγμα που θα δώσει νέα ώθηση στην ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα. Ήδη ο πληθωρισμός έχει υποχωρήσει στο 3,4% στο τέλος του Μαρτίου 1999, έναντι 4,6% το Μάρτιο του 1998, ενώ σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των Νομισματικών Αρχών θεωρείται πιθανή η υποχώρηση του στο 2% από τα μέσα του έτους. Παράλληλα τα δημοσιονομικά κριτήρια της Συνθήκης του Maastricht έχουν από τώρα ικανοποιηθεί, δοθέντος ότι το έλλειμμα του ευρύτερου κυβερνητικού τομέα περιορίστηκε το 1998 στο 2,4% του ΑΕΠ και το 1999 μειώθηκε στο 1,9%, ενώ συγχρόνως υπάρχει σαφής τάση μείωσης του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (από 109,4% το 1997 σε 106,1% το 1998 και σε 105,1% και 102,6% το 1999 και 2000 αντίστοιχα).

Ο τραπεζικός κλάδος είναι αναμφισβήτητα ένας από τους κυριότερους κλάδους του ελληνικού χρηματιστηρίου και ο γενικός δείκτης επηρεάζεται κυρίως απ' αυτόν. Η Εθνική Τράπεζα και η Alpha Τράπεζα είναι οι τράπεζες που ξεχωρίζουν στον κλάδο αυτόν και οι οποίες θα αποτελέσουν αντικείμενο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης.

Παρακάτω φαίνεται πώς διαμόρφωσαν τις οικονομικές τους καταστάσεις κατά την διάρκεια της 3ετίας 1998 - 2000.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ ΕΘΝΙΚΗΣ	1998	1999	2000
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε χιλ. δρχ)			
ΤΑΜΕΙΟ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΣΤΗΝ ΚΕΝΤΡ. ΤΡΑΠ.	1.833.826.431	2.665.655.663	2.457.305.317
ΚΡΑΤΙΚΑ ΚΑΙ ΑΛΛΑ ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΔΕΚΤΑ ΓΙΑ			
ΕΠΑΝΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΕΝΤΡ. ΤΡΑΠΕΖΑ	48.450.341	51.969.216	26.305.287
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ			
α. ΟΦΕΩΣ	22.574.341	25.588.336	12.359.297
β. ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	1.703.844.667	680.956.062	1.513.527.004
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΠΕΛΑΤΩΝ	4.092.100.212	5.028.273.073	6.112.958.519
ΜΕΙΟΝ: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	-225.470.569	-258.799.474	-328.033.973
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΤΙΤΛΟΙ ΣΤΑΘ. ΑΠΟΔ.			
α. ΕΚΔΟΣΕΩΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ	4.571.830.500	4.908.181.503	4.692.225.011
β. ΑΛΛΩΝ ΕΚΔΟΤΩΝ	204.948.615	235.356.620	407.437.237
ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΟΙ ΤΙΤΛΟΙ ΜΕΤΑΒ. ΑΠΟΔ.	104.858.325	215.020.716	362.446.595
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΑΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	12.356.962.863	13.552.201.715	15.256.530.294
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΜΗ ΣΥΝΔΕΔ/ΝΕΣ ΕΠΙΧ.	97.639.622	100.125.518	108.049.147
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΣΥΝΔΕΔ/ΝΕΣ ΕΠΙΧ.	100.162.374	114.494.487	278.010.595
ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ			
α. ΕΞ. ΙΔΡΥΣΕΩΣ & ΠΡΩΤΗΣ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	816.902	2.893.059	1.802.737
β. ΦΗΜΗ & ΠΕΛΑΤΕΙΑ	855.640	2.012.180	1.499.903
γ. ΛΟΙΠΑ ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	30.976.387	44.690.042	62.300.633
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΑΥΛΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧ.	-7.462.876	-15.446.432	-27.759.558
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ			
α. ΓΗΠΕΔΑ - ΟΙΚΟΠΕΔΑ	64.699.576	63.337.987	73.301.963
β. ΚΤΙΡΙΑ - ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΤΙΡΙΩΝ	89.067.443	98.834.616	119.034.663
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΚΤΙΡΙΩΝ-ΕΓΚΑΤ. ΚΤΙΡ.	-59.402.706	-65.870.183	-72.040.847
γ. ΕΠΙΠΛΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	66.755.350	85.595.875	109.303.253
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΕΠΙΠΛΩΝ & ΛΟΙΠ. ΕΞ.	-41.297.025	-51.588.766	-66.938.448
δ. ΛΟΙΠΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	39.485.730	42.207.944	51.147.389
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΛΟΙΠΩΝ ΕΝΣ. ΠΑΓΙΩΝ	-16.191.835	-17.669.850	-24.943.127
ε. ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΥΠΟ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ	3.555.148	2.233.034	10.548.048
ΙΔΙΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	54.945.021	52.843.422	242.752.513
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	424.604.751	458.692.933	866.068.864
ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	154.847.556	276.477.419	221.217.171
ΠΡΟΠΛΗΡΩΜΕΝΑ ΕΞΟΔΑ & ΕΞΟΔΑ ΕΙΣΠΡΑΚ	272.097.171	245.219.422	174.109.171
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	13.208.512.341	14.532.591.489	16.517.925.500
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ			
α. ΟΦΕΩΣ	647.116	159.219.852	87.045.943
β. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΚΑΙ ΜΕ ΠΡΟΕΙΔΟΠΟΙΗΣΗ	495.331.093	605.207.673	641.708.436
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΕΛΑΤΕΣ			
α. ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ	11.128.820.318	11.350.548.838	12.451.743.706
β. ΆΛΛΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			

βα. ΟΦΕΩΣ	71.342.606	69.219.656	99.305.049
ββ. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΚΑΙ ΜΕ ΠΡΟΕΙΔΟΠΟΙΗΣΗ	27.807.802	19.328.788	20.435.448
γ. ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΡΟΣΩΡΙΝΗΣ ΕΚΧΩΡ. ΧΡΕΟΓΡ.	270.982.381	751.816.961	1.349.525.249
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥΣ ΤΙΤΛΟΥΣ			
α. ΟΜΟΛΟΓΕΣ	794.264	2.172.217	589.444
β. ΛΟΙΠΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΙΤΛΟΙ	110.365.747	58.416.916	38.431.862
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧ/ΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	12.106.091.327	13.015.930.901	14.688.785.137
ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	389.720.934	430.000.765	576.267.463
ΠΡΟΕΙΣΠΡΑΓΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡ ΕΣΟΔΑ	122.863.096	92.457.064	78.678.326
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΒΑΡΗ			
α. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΣΥΝΤΑΞΕΙΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚ.	5.397.512	5.964.760	6.945.050
β. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΦΟΡΟΥΣ	2.071.822	1.344.085	2.757.727
γ. ΆΛΛΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	3.204.026	4.945.587	9.954.294
ΚΡΑΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΚΕΦΑΛ. ΓΕΝ. ΤΡΑΠ. ΚΙΝΔΥΝ.	3.035.785	2.966.207	3.095.231
ΜΕΙΩΜΕΝΗΣ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΑΘ.	50.835.587	59.447.640	66.177.220
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	205.330.116	236.226.182	340.085.245
ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤ. ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	87.541.341	247.781.467	164.357.235
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ			
α. ΤΑΚΤΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ	25.914.144	37.199.502	51.118.770
β. ΕΙΔΙΚΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	47.416.656	61.204.860	48.993.275
γ. ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	62.801.340	199.605.810	303.346.153
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟ ΑΝΑΠΡΟΣ. ΑΞΙΑΣ ΠΕΡ. ΣΤΟΙΧ.	3.504.570	5.464.835	42.527.251
ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	477.073	332.701	358.630
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ			
α. ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΕΡΔΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	18.761.474	36.268.745	81.251.426
β. ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΑΠΟ ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΕΙΣ	125.894	120.105	85.869
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	451.872.608	824.204.207	1.032.123.854
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ	-23.662.773	-32.963.523	-95.411.313
ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΜΕΙΟΨΗΦΙΑΣ	35.777.910	87.424.121	128.117.667
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΔΑΝΕΙΟ ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΑ ΜΕΤ.	61.304.507	40.869.675	20.434.844
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	13.208.512.341	14.532.591.489	16.517.925.500

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ ΕΘΝΙΚΗΣ (σε χιλ)	1998	1999	2000
ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΕΞΟΜΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ			
-ΤΟΚΟΙ ΤΙΤΛΩΝ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	512.667.960	542.842.771	526.375.277
-ΛΟΙΠΟΙ ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΕΞΟΜΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ	910.164.278	937.160.845	1.059.639.491
ΜΕΙΟΝ: ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΕΞΟΜΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ	-1.147.455.979	-1.150.703.136	-1.191.527.160
ΠΛΕΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΑΠΟ ΤΙΤΛΟΥΣ			
α. ΕΣ. ΑΠΟ ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΆΛΛΟΥΣ ΤΙΤΛΟΥΣ	4.958.642	4.495.831	11.026.682
β. ΕΣ. ΑΠΟ ΣΥΜΜ. ΣΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧ. ΕΝΔΙΑΦ. ΕΠΙΧ.	630.148	1.034.869	3.992.259
γ. ΕΣ. ΑΠΟ ΣΥΜΜ. ΣΕ ΣΥΝΔΕΔΕΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧ.	2.424.412	2.858.107	1.224.751
ΕΣΟΔΑ ΠΡΟΜΗΘΕΙΩΝ	121.618.256	132.301.698	140.207.620
ΜΕΙΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΠΡΟΜΗΘΕΙΩΝ	-12.358.261	-4.425.448	-13.580.225
ΠΛΕΟΝ: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤ/ΚΩΝ ΠΡΑΞΕΩΝ	97.571.331	240.201.500	176.937.975
ΛΟΙΠΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	29.929.445	53.000.600	20.198.208
ΜΕΙΟΝ: ΓΕΝΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ			
α. ΔΑΠΑΝΕΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ			
-ΜΙΣΘΟΙ ΚΑΙ ΗΜΕΡΟΜΙΣΘΙΑ	-129.653.862	-145.293.948	-157.160.180

-ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΕΙΣ ΚΟΙΝ. ΦΥΣΕΩΣ ΓΙΑ ΣΥΝΤΑΞΕΙΣ	-46.319.487	-50.071.680	-52.204.568
-ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΕΙΣ	-21.138.196	-22.805.897	-23.711.847
β. ΆΛΛΑ ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ			
-ΦΟΡΟΙ - ΤΕΛΗ	-9.422.050	-13.654.608	-15.425.407
-ΠΑΡΟΧΕΣ ΤΡΙΤΩΝ	-24.204.890	-24.950.736	-35.843.770
-ΛΟΙΠΑ ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΞΟΔΑ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΕΣ ΤΡΙΤΩΝ	-23.768.603	-45.529.879	-30.294.559
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	-28.889.366	-36.182.837	-40.388.419
ΛΟΙΠΑ ΕΞΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	-8.168.724	-7.812.953	-11.250.727
ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	-62.775.567	-70.198.857	-48.865.073
ΠΛΕΟΝ: ΕΚΤΑΚΤΑ ΕΞΟΔΑ	17.467.920	11.880.769	21.932.793
ΕΚΤΑΚΤΑ ΕΞΟΔΑ	-4.317.162	-6.299.768	-6.507.723
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	2.941.013	13.666.723	12.307.600
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	181.901.258	361.513.966	347.082.998

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ ΑΛΦΗΑ	1998	1999	2000
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε χιλ. δρχ)			
ΤΑΜΕΙΟ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΣΤΗΝ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠ			
α. ΤΑΜΕΙΟ	39.902.991	85.212.384	92.324.469
β. ΕΠΙΤΑΓΕΣ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΕΣ	14.450.491	30.133.859	37.107.174
γ. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΣΤΗΝ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	732.336.406	975.659.564	728.007.030
ΚΡΑΤΙΚΑ ΚΑΙ ΆΛΛΑ ΔΕΙΟΓΡΑΦΑ ΔΕΚΤΑ ΓΙΑ ΕΠΑΝΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ			
α. ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ	1.197.416.321	2.091.632.872	2.377.394.160
β. ΛΟΙΠΑ	12.700.505	48.308	67.300
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ			
α. ΟΥΦΕΩΣ	3.971.226	18.421.843	14.896.064
β. ΛΟΙΠΕΣ	135.225.430	398.165.763	1.210.918.136
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΠΕΛΑΤΩΝ			
ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ			
α. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ	1.555.154.917	2.541.367.271	3.085.863.759
β. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ	317.218.661	962.640.673	1.395.511.879
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	48.452.382	63.210.848	44.015.779
ΜΕΟΝ: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	-28.456.854	-54.371.046	-73.109.002
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ			
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΚΑΙ ΆΛΛΟΙ ΤΙΤΛΟΙ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΑΠΟΔ			
α. ΕΚΔΟΣΕΩΣ ΕΛΛ. ΔΗΜΟΣΙΟΥ	90.966.416	198.979.718	156.812.319
β. ΆΛΛΩΝ ΕΚΔΟΤΩΝ	94.724.930	116.495.978	184.542.751
ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΆΛΛΟΙ ΤΙΤΛΟΙ ΜΕΤΑΒ. ΑΠΟΔΟΣΗΣ	73.096.670	247.222.969	245.414.934
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	4.287.160.492	7.674.821.004	9.499.766.752
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	10.508.507	35.620.938	53.022.792
ΆΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ			
α. ΕΞ. ΙΔΡΥΣΕΩΣ ΚΑΙ ΠΡΩΤΗΣ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	6.706.848	12.901.671	8.833.073
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-4.009.918	-7.995.780	-5.732.254
β. ΛΟΙΠΑ ΆΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	20.371.883	297.227.010	290.816.185
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-14.588.542	-58.927.951	-53.445.587
ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ			
α. ΓΗΠΕΔΑ - ΟΙΚΟΠΕΔΑ	14.758.126	28.093.838	37.603.975
β. ΚΤΗΡΙΑ - ΕΓΚΑΤ. ΚΤΗΡΙΩΝ	55.156.865	90.180.311	123.704.977
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-25.122.423	-37.376.608	-46.416.252

γ. ΕΠΙΠΛΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	21.369.853	36.718.269	34.583.084
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-10.730.047	-17.708.126	-20.423.356
δ. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	53.638.064	67.327.270	93.111.198
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-32.348.426	-48.651.493	-59.998.578
ε. ΛΟΙΠΑ ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	65.731.988	111.096.679	119.081.265
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	-28.583.173	-51.103.844	58.519.581
στ. ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΥΠΟ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ	6.559.112	6.803.246	3.874.896
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	139.418.717	464.205.430	637.134.999
ΠΡΟΠΛΗΡΩΘΕΝΤΑ ΕΞΟΔΑ ΚΑΙ ΕΣΟΔΑ ΕΙΣΠΡΑΚ	83.012.493	122.371.957	165.918.140
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	4.509.591.703	8.261.398.391	10.302.819.891
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ			
α. ΟΦΕΩΣ	74.100.134	131.794.655	622.498.720
β. ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ	394.237.688	637.342.810	1.075.408.605
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΕΛΑΤΕΣ			
α. ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ			
ΟΦΕΩΣ	596.577.623	1.193.156.483	1.094.996.635
ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟΥ	1.129.115.204	2.164.687.419	2.324.648.388
ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ	1.585.895.524	2.004.816.489	2.419.555.133
β. ΆΛΛΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
ΕΠΙΤΑΓΕΣ ΚΑΙ ΕΝΤΟΛΕΣ ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ	31.137.573	93.049.898	64.950.560
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΡΟΣΩΡ. ΕΚΧΩΡ.	174.049.678	900.023.740	1.496.218.449
ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			
α. ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ	35.200.000	43.560.000	50.288.684
β. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΓΙΑ ΦΟΡΟ ΕΙΣ. ΚΑΙ ΛΟΙΠΟΥΣ	43.170.940	88.908.624	64.388.910
γ. ΚΡΑΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΙΣΦΟΡΕΣ ΥΠΕΡ ΤΡΙΤΩΝ	21.056.692	28.924.999	50.812.982
δ. ΛΟΙΠΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	29.272.723	95.314.816	77.804.288
ΠΡΟΕΙΣΠΡΑΧΘΕΝΤΑ ΕΣΟΔΑ ΚΑΙ ΕΣΟΔΑ ΠΛΗΡ.			
α. ΕΣΟΔΑ ΕΠΟΜΕΝΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ	2.523.532	2.095.106	2.517.766
β. ΤΟΚΟΙ ΠΡΟΘΕΣΜ. ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜ.	9.535.071	15.690.666	17.123.998
γ. ΛΟΙΠΑ ΕΣΟΔΑ ΧΡΗΣΕΩΝ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ	28.246.882	55.342.391	47.001.651
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΒΑΡΗ			
α. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΑΠΟΖΗΜ. ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ	2.092.048	4.376.267	5.745.576
β. ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	3.181.545	24.186.553	21.546.498
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	88.000.000	148.500.000	253.714.520
ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧ. ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ	138.600.000	210.100.000	130.551.955
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	137.604.135	227.206.567	272.136.730
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ			
ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΕΡΔΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	15.394.336	27.391.486	30.185.138
ΜΕΙΟΝ: ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΕΝΟΠΟΙΗΣΕΩΣ	-64.867.864	-86.020.433	-147.810.564
ΑΝΑΛΟΓΙΑ ΤΡΙΤΩΝ	80.402.050	288.963.509	216.756.787
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	4.509.591.703	8.261.398.391	10.302.819.891

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ ΑΛΦΗΑ (σε χιλ)	1998	1999	2000
ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΕΞΟΜΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ			
-ΤΟΚΟΙ ΤΙΤΛΩΝ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΣ	126.546.251	216.485.893	227.944.632
-ΛΟΙΠΟΙ ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΕΞΟΜΩΝΑ ΕΣΟΔΑ	170.378.680	302.540.206	422.001.404
ΜΕΙΟΝ: ΤΟΚΟΙ ΚΑΙ ΕΞΟΜΟΙΟΥΜΕΝΑ ΕΣΟΔΑ	-191.293.320	-370.870.297	462.512.604
ΠΛΕΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΑΠΟ ΤΙΤΛΟΥΣ			
α. ΕΣ. ΑΠΟ ΜΕΤ. ΚΑΙ ΑΛΛΟΥΣ ΤΙΤΛ.ΜΕΤ.ΑΠΟΔ.	2.108.286	3.421.781	5.737.484
β. ΕΣ. ΑΠΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΣΥΝΔΕΔ.ΕΠΙΧ.	133.781	330.871	1.273.040
ΕΣΟΔΑ ΠΡΟΜΗΘΕΙΩΝ	57.160.327	144.153.477	114.131.037
ΜΕΙΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΠΡΟΜΗΘΕΙΩΝ	-7.538.371	-15.908.921	-12.958.216
ΠΛΕΟΝ: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΠΡΑΞ.	60.976.653	204.731.643	99.417.192
ΠΛΕΟΝ: ΛΟΙΠΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΕΩΣ	42.341.419	60.212.431	84.090.837
ΥΠΕΡΑΞΙΑ ΧΡΗΣΕΩΣ ΑΠΟ ΣΥΜΜ.ΣΕ ΣΥΓΓ.ΕΤ.	33.712	3.678.778	194.492
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΕΩΣ	260.847.418	548.775.862	479.319.298
ΜΕΙΟΝ: ΓΕΝΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ			
α. ΔΑΠΑΝΕΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ			
-ΜΙΣΘΟΙ ΚΑΙ ΗΜΕΡΟΜΙΣΘΙΑ	40.266.296	74.652.927	88.308.378
-ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΕΙΣ ΑΠΟ ΕΙΣΦ.ΓΙΑ ΣΥΝΤΑΞ.ΠΡΟΣ.	11.087.460	20.468.119	44.687.373
-ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΕΙΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ	3.812.392	10.041.713	10.645.454
β. ΑΛΛΑ ΕΣΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ			
-ΓΕΝΙΚΑ ΕΣΟΔΑ	26.582.906	47.432.040	57.801.770
-ΦΟΡΟΙ	3.183.464	4.727.180	9.924.456
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	31.199.347	63.010.905	67.871.780
ΔΙΑΦ.ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ			
-ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΕΠΙΣΦΑΛΕΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	14.930.187	26.151.705	37.612.880
-ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΓΙΑ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ	847.032	895.827	930.479
-ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	530.042	16.591.905	3.939.525
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	128.408.292	284.803.541	157.597.203
ΕΚΤΑΚΤΑ ΕΣΟΔΑ	489.100	2.127.243	5.215.300
ΕΚΤΑΚΤΑ ΕΞΟΔΑ	-1.086.872	-3.056.785	-1.940.440
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	-2.065.685	-2.081.077	1.268.838
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	125.744.835	281.792.922	162.140.901

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Με βάση τις πιο πάνω χρηματοοικονομικές καταστάσεις η Εθνική Τράπεζα παρουσίασε τους εξής χρηματοοικονομικούς δείκτες:

ΧΡΗΜΑΤ/ΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΘΝΙΚΗΣ	1998	1999	2000
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,02	1,04	1,03
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	40%	44%	34%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	28	16	15

Η Γενική Ρευστότητα της Εθνικής Τράπεζας κυμάνθηκε στη μονάδα κατά την διάρκεια της Ζετίας δηλαδή ευνοϊκά, αφού η τιμή του κλάδου του συγκεκριμένου δείκτη είναι η μονάδα. Το 1998 το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της τράπεζας αποτελούσε το 93,5% του συνολικού ενεργητικού λόγω της υψηλής συμμετοχής των τίτλων σταθερής απόδοσης και των απαιτήσεων κατά πελατών, ενώ η συμμετοχή των τίτλων μεταβλητής απόδοσης διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα. Οι δε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της τράπεζας αποτελούν το 91% του συνόλου του παθητικού. Η διάθρωση των υποχρεώσεων της χαρακτηρίζεται από το υψηλό ποσοστό των υποχρεώσεων προς πελάτες, ενώ η συμμετοχή των υποχρεώσεων προς πιστωτικά ιδρύματα, των υποχρεώσεων από πιστωτικούς τίτλους και των μειωμένης εξασφάλισης στοιχείων παθητικού διατηρήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα. Είναι επίσης αξιοσημείωτη η σύγκριση των υποχρεώσεων προς πιστωτικά ιδρύματα και των απαιτήσεων κατά πιστωτικών ιδρυμάτων η οποία δείχνει την ισχυρή θέση της τράπεζας από άποψη ρευστότητας. Συγκεκριμένα, οι απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων προς τις υποχρεώσεις από πιστωτικά ιδρύματα ανέρχονται σε 522%, καθιστώντας την βασικό δανειστή στη διατραπεζική αγορά. Το 1999 αν και το κυκλοφορούν ενεργητικό της Εθνικής αυξήθηκε σε σχέση με αυτό του 1998, ωστόσο έμεινε σταθερό ως ποσοστό επί του συνόλου του ενεργητικού. Η διάρθρωσή του χαρακτηρίζεται από την υψηλή συμμετοχή των τίτλων σταθερής απόδοσης καθώς και των απαιτήσεων κατά πελατών. Το υπόλοιπο των απαιτήσεων κατά πελατών (μείον προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις) στο τέλος του 1999 ανέρχόταν σε 4.727.473 εκατ. δρχ., παρουσιάζοντας αύξηση κατά 18,4% έναντι της αρχής του έτους. Το χαρτοφυλάκιο τίτλων σταθερής απόδοσης ανήλθε σε 5.143.538 εκατ. δρχ. στο τέλος του 1999, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 6,4% έναντι της αρχής του έτους. Το χαρτοφυλάκιο τίτλων μεταβλητής απόδοσης, ανήλθε σε 215.020 εκατ. δρχ., παρουσιάζοντας αύξηση κατά 6% έναντι της αρχής του έτους. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της τράπεζας ανέρχονταν στο τέλος του 1999 σε 13.015.930 εκατ. δρχ., παρουσιάζοντας αύξηση 7,3% έναντι του προηγούμενου έτους. Οι υποχρεώσεις προς πελάτες κάλυπταν το 89,5% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων έναντι 90,6% το 1998, ενώ αύξηση σημείωσε η συμμετοχή των υποχρεώσεων προς πιστωτικά ιδρύματα (1999: 5,61%, 1998: 3,91%). Η διεύρυνση του ενεργητικού κατά 2 τρισ. δρχ. το 2000 συνοδεύτηκε με αύξηση του κυκλοφορειακού ενεργητικού αλλά όμως αυτό μειώθηκε ως ποσοστό επί του συνόλου του ενεργητικού από 93% το 1999 σε 92% το 2000. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του συνόλου του παθητικού αποτέλεσαν το 89%, δηλαδή παρέμειναν στο ίδιο επίπεδο του 1999 με αποτέλεσμα ο δείκτης της ρευστότητας να μειωθεί από 1,04 το 1999 σε 1,03 το 2000.

Η Εθνική Τράπεζα ως προς την Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων σημείωσε ικανοποιητικά αποτελέσματα αφού κατάφερε να διατηρήσει τον δείκτη σε υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα το 1998 τα καθαρά κέρδη (προ φόρων) ανήλθαν σε 181.901 εκατ. δρχ. παρουσιάζοντας αύξηση κατά 104,2% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, ενώ παράλληλα αυξήθηκαν τα ίδια κεφάλαιά της κατά 21,8% δηλαδή σε 451.872 εκατ. δρχ. Επισημαίνεται ότι το μέγεθος των άλλων εξόδων Διοίκησης που μαζί με τις δαπάνες προσωπικού αποτελούν τα γενικά έξοδα Διοίκησης, παρουσίασε αύξηση μόνον

κατά 2% το 1998 γεγονός που αντανακλά τη διαχρονική προσπάθεια της τράπεζας να μειώσει τις λειτουργικές της δαπάνες. Τέλος, αρνητικά επέδρασε η μείωση των καθαρών εσόδων από προμήθειες και η αύξηση των αποσβέσεων. Το 1999 τα καθαρά κέρδη πρό φόρων ως ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας αυξήθηκαν από 40% το 1998 σε 44% το 1999. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο δείκτης διαμορφώθηκε το 1999 στα υψηλότερα επίπεδα της τελευταίας τριετίας αντικατοπτρίζοντας τη δυναμική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών της ΕΤΕ. Ειδικότερα το 1999 οι δαπάνες προσωπικού της ΕΤΕ αποτέλεσαν το υψηλότερο έξοδο, το οποίο αντιπροσώπευε το 63% του συνόλου των λειτουργικών εξόδων. Επιπλέον, αύξηση παρουσίασαν και τα άλλα έξοδα διοίκησης τα οποία διαμορφώθηκαν σε 254.686 εκατ. δρχ. Η αύξηση των άλλων εξόδων διοίκησης κατά 46,59% ήταν αποτέλεσμα της επέκτασης και του συγχρονισμού της ΕΤΕ καθώς και της σημαντικής ενίσχυσης των εργασιών της. Η αύξηση των αποσβέσεων κατά 25,25% έναντι του προηγούμενου έτους προήλθε κυρίως από τον εκσυγχρονισμό των συστημάτων της τράπεζας. Τέλος, οι προβλέψεις για ενδεχόμενες υποχρεώσεις που αφορούν κυρίως προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις, ανήλθαν το 1999 σε 70.199 εκατ. δρχ. σημειώνοντας αύξηση 12% έναντι του 1998. Το 2000 είχαμε μία αρνητική πορεία του δείκτη αφού μειώθηκε κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες δηλαδή από 44% το 1999 σε 34% το 2000. Σε αυτό συνέβαλε η μείωση των καθαρών κερδών προ φόρων, από 361.513 εκατ. δρχ. που ήταν το 1999 μειώθηκαν σε 347.083 εκατ. δρχ. το 2000. Επίσης ρόλο στη μείωση του δείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων έπαιξε η αύξηση στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της ΕΤΕ διαμορφώνοντας τα ίδια κεφάλαια από 824.204 εκατ. δρχ. το 1999 σε 1.032.123 εκατ. δρχ. το 2000. Στη μείωση των καθαρών κερδών συνέβαλε τόσο η αύξηση στις δαπάνες του προσωπικού από 218.171 εκατ. δρχ. το 1999 σε 233.076 εκατ. δρχ. το 2000 όσο και των άλλων εξόδων διοίκησης από 70.443 εκατ. δρχ. το 1999 σε 81.563 εκατ. δρχ. το 2000.

Όσο αφορά τη Δανειακή Επιβάρυνση βλέπουμε υψηλές τιμές του δείκτη συγκριτικά με τον θεωρητικό ορισμό του δείκτη που θέλει τα Ίδια Κεφάλαια να ξεπερνούν τα Ξένα Κεφάλαια. Όμως επειδή οι κλάδοι παρουσιάζουν ορισμένες ιδιαιτερότητες θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη τις τιμές των κλάδων και στη συνέχεια να συγκρίνουμε αυτές με τις τιμές των εταιρειών που μας ενδιαφέρουν. Η πρότυπη τιμή του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του κλάδου των τραπεζών είναι ίση με 21 οπότε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι το 1998 η ΕΤΕ διατηρεί ένα μεγάλο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων, συγκεκριμένα τα Ξένα της Κεφάλαια αποτελούν το 97% του συνολικού παθητικού ενώ τα ίδια κεφάλαια αποτελούν μόλις το 3% του συνολικού παθητικού. Το 1999 η ΕΤΕ μείωσε το δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης και η τιμή του έφτασε στο 16 με τα ξένα κεφάλαιά της να αποτελούν το 94% του συνολικού παθητικού και τα ίδια της κεφάλαια να αποτελούν το υπόλοιπο 6% του συνολικού παθητικού. Επίσης ο δείκτης μειώθηκε και την επόμενη χρονιά με τιμή στο 15 και τα ξένα κεφάλαια να αποτελούν το 93% του συνολικού παθητικού και τα ίδια κεφάλαια το 7%.

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ALPHA

Η Alpha Τράπεζα εμφάνισε τους εξής χρηματοοικονομικούς δείκτες κατά τη διάρκεια της 3ετίας 1998 - 2000:

ΧΡΗΜΑΤ/ΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ALPHA	1998	1999	2000
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,04	1,04	1,02
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	40%	53%	30%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	13,3	14,6	18

Βλέπουμε ότι τη πρώτη διετία η τιμή της Γενικής Ρευστότητας της Alpha παρέμεινε σταθερή αν και τα ποσά των οικονομικών της στοιχείων μεταβλήθηκαν. Συγκεκριμένα το 1998 το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της ήταν 4.287.160 εκατ. δρχ. δηλαδή ως ποσοστό επί του Συνολικού Ενεργητικού αποτελούσε το 94%. Μεγάλη

συμμετοχή στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό είχαν οι απαιτήσεις κατά πελατών (μείον προβλέψεις) αφού αποτελούσαν το 44% του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού καθώς και τα κρατικά αξιόγραφα (ελληνικού δημοσίου και λοιπά) που αποτέλεσαν το 30%. Οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις για την Alpha το 1998 αποτέλεσαν το 90% του Συνολικού Παθητικού. Τον πρώτο λόγο στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είχαν οι υποχρεώσεις προς πελάτες και συγκεκριμένα οι καταθέσεις. Οι καταθέσεις αυξήθηκαν σε σχέση με την προηγούμενη οικονομική χρήση κατά 731 δισ. δρχ. λόγω του χαμηλότερου κόστους των καταθέσεων όψεως και ταμειυτηρίου. Το 1999 η γενική ρευστότητα παρουσίασε σταθερή τάση ενώ το Κυκλοφορούν Ενεργητικό μειώθηκε ως ποσοστό του Συνολικού Ενεργητικού από 94% το 1998 σε 92% το 1999, αυτό όπως θα δούμε οφείλεται στην αύξηση των παγίων στοιχείων διότι το κυκλοφορούν ενεργητικό ως ακέραιος αριθμός αυξήθηκε. Ειδικότερα οι απαιτήσεις κατά πελατών αυξήθηκαν από 1.892 εκατ. δρχ. σε 3.513 εκατ. δρχ. με τις χορηγήσεις να αποτελούν το 95% των απαιτήσεων. Οι χορηγήσεις σε δραχμές αυξήθηκαν κατά 45,6%, ενώ οι χορηγήσεις σε συνάλλαγμα κατά 72,2%. Η αύξηση αυτή των χορηγήσεων είχε ως αποτέλεσμα την περαιτέρω σύγκλιση των ποσοστών των χορηγήσεων σε δραχμές και σε συνάλλαγμα προς το 50%. Η τάση αυτή οδηγεί σε σταδιακή προσαρμογή στο νέο περιβάλλον του ενιαίου νομίσματος και των χαμηλών επιτοκίων. Όσο αφορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυτές μειώθηκαν από 90% το 1998 σε 88% το 1999 επί του συνολικού παθητικού εξ' αιτίας της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων. Το 2000 ήταν μία σημαντική χρονιά για την Alpha Τράπεζα λόγω της συγχώνευσης της Ιονικής και Λαϊκής Τράπεζας. Ο δείκτης της γενικής ρευστότητας τη χρονιά αυτή παρουσίασε κάμψη λόγω της μεγαλύτερης ποσοστιαίας αύξησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε σχέση με το κυκλοφορούν ενεργητικό. Συγκεκριμένα το κυκλοφορούν ενεργητικό αυξήθηκε κατά 1.824.946 εκατ. δρχ., ενώ οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξήθηκαν κατά 1.959.992 εκατ. δρχ.

Η κερδοφορία της τράπεζας το 1998 ενισχύθηκε κατά 31,2% σε σχέση με τη προηγούμενη χρονιά, με τα κέρδη πρό φόρων να διαμορφώνονται στα 125.744 εκατ. δρχ. Η βελτίωση των αποτελεσμάτων οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση του καθαρού εσόδου από τόκους, στα αυξημένα κέρδη από αγοραπωλησίες χρεογράφων και στον καλύτερο έλεγχο του λειτουργικού κόστους. Όσο αφορά τα κεφάλαια, άντλησε από την αγορά 117 δισ., με αποτέλεσμα το ύψος των ιδίων κεφαλαίων να φθάσει σε 314,7 εκατ. δρχ. και έτσι ο δείκτης της Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων διαμορφώθηκε στο 40%. Τα καθαρά κέρδη της τράπεζας το 1999 διπλασιάστηκαν και διαμορφώθηκαν από 125 δισ. το 1998 σε 281 δισ. Η αύξηση της κερδοφορίας της τράπεζας οφείλεται στη συγχώνευση των τραπεζών Ιονικής και Λαϊκής που λόγω αυτής της συγχώνευσης είχαμε σημαντική αύξηση στους τόκους και εξομοιούμενα έσοδα από 296.924 εκατ. δρχ. το 1998 σε 519.026 εκατ. δρχ. το 1999. Επίσης σημαντική αύξηση είχαμε στα ολικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως αφού αυτά διαμορφώθηκαν στα 284.803 εκατ. δρχ. από 128.408 εκατ. δρχ. το 1998. Τα ολικά αποτελέσματα θα μπορούσαν να παρουσίαζαν μεγαλύτερη αύξηση αλλά παράλληλα με αυτά αυξήθηκαν και τα γενικά έξοδα διοικήσεως καθώς και οι αποσβέσεις και προβλέψεις. Τα ίδια κεφάλαια δε αυξήθηκαν και αυτά αλλά σε μικρότερο ποσοστό απ' ό,τι τα καθαρά κέρδη με αποτέλεσμα ο δείκτης να παρουσιάσει σημαντική αύξηση από 40% το 1998 σε 53% το 1999. Όμως το 2000 η κερδοφορία της τράπεζας δεν συνέχισε την ανοδική πορεία αλλά αντίθετα παρουσίασε κάμψη. Μπορεί οι τόκοι και τα εξομοιούμενα έσοδα να παρουσίασαν αύξηση σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά όμως τα μικτά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως μειώθηκαν. Σ' αυτό συνέβαλαν τα έσοδα προμηθειών τα οποία παρά το γεγονός ότι κινούνται σε ικανοποιητικά επίπεδα, εμφανίζονται μειωμένα σε σχέση με το 1999 και αυτό οφείλεται αποκλειστικά στην ιδιαιτερότητα που χαρακτηρίζει το ΧΑΑ τόσο το 1999 όσο και το 2000. Οι ασυνήθιστα υψηλοί ημερήσιοι όγκοι συναλλαγών κατά το 1999 έδωσαν την ευκαιρία στην τράπεζα να πραγματοποιήσει υψηλές προμήθειες από αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακές πράξεις πελατών. Το 2000 αντίθετα χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλούς όγκους συναλλαγών, που δεν αντικατοπτρίζουν τόσο τη γενικότερη πορεία της οικονομίας, όσο τις πραγματικές δυνατότητες της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Τέλος στη μείωση των καθαρών κερδών συνέβαλε και η αύξηση των λειτουργικών εξόδων (έξοδα διοίκησης) τα οποία αυξήθηκαν κατά 38.479 εκατ. δρχ. Τα ίδια κεφάλαια

είχαν μικρή αύξηση με αποτέλεσμα ο δείκτης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων να μειωθεί από 53% σε 30%.

Η Δανειακή Επιβάρυνση της τράπεζας κυμάνθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα κατά τη διάρκεια της 3ετίας συγκρίνοντάς τη με τη τιμή του κλάδου που όπως αναφέραμε κυμαινόταν στο 21. Το 1998 τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας αποτελούσαν το 7% του συνολικού παθητικού ενώ τα ξένα κεφάλαια το 93% του συνολικού παθητικού. Επειδή η τιμή του δείκτη της τράπεζας είναι μικρότερη απ' αυτή του κλάδου, εξετάζοντας τη μακροχρόνια οικονομική κατάσταση της τράπεζας, αυτή εξελίσσεται ικανοποιητικά αφού διαθέτει οικονομική ανεξαρτησία, καλή δανειοληπτική ικανότητα, εξασφαλίζει τους δανειστές της και δεν πρόκειται να αντιμετωπίσει δυσκολίες στην εξόφληση των υποχρεώσεών της. Το επόμενο οικονομικό έτος τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας αυξήθηκαν με αποτέλεσμα να αποτελούν το 7,3% του συνολικού παθητικού, ενώ τα ξένα κεφάλαια αποτέλεσαν το 92,7%. Το 2000 είχαμε τη μεγαλύτερη άνοδο του δείκτη σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές αφού τα ίδια κεφάλαια μειώθηκαν από 7,3% το 1999 σε 6,6% το 2000.

ΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Οι διακύμανση των μετοχών του τραπεζικού κλάδου παίζουν τον πρωτεύοντα ρόλο στη πορεία και διαμόρφωση του γενικού δείκτη του ΧΑΑ αφού αυτός αποτελείται κατά ένα μεγάλο ποσοστό από μετοχές του συγκεκριμένου κλάδου. Παρακάτω φαίνεται πώς διακυμάνθηκαν οι μετοχές και οι δείκτες αποτίμησης της ΕΤΕ και της Alpha Τράπεζας κατά το Α' εξάμηνο του 2000.

Ημ/νία	Μετοχές	Pv/B	P/E	P/E κλάδου	Κέρδη/Μετ.	Αρ.Μετοχ.	Κλείσιμο
4-Ιαν	ΕΘΝΙΚΗ	10,1	53,8	32,5	460	156.450.000	24.760
	ALPHA	7,6	20,5		1.316	99.000.000	26.920
1-Φεβ	ΕΘΝΙΚΗ	8,8	47	27,6	460	156.450.000	21.610
	ALPHA	6,4	17,2		1.316	99.000.000	22.680
1-Μαρ	ΕΘΝΙΚΗ	5,6	16,8	22,46	1.404	156.453.512	23.520
	ALPHA	7	18,9		1.316	99.000.000	24.930
1-Απρ	ΕΘΝΙΚΗ	5,5	17,5	17,7	1.404	6.461.096	24.540
	ALPHA	6,7	17,9		1.316	99.000.000	23.580
1-Μαί	ΕΘΝΙΚΗ	4,9	15,7	17,9	1.032	221.619.356	16.210
	ALPHA	3,8	15,2		1.337	108.147.707	20.270

Ο ΔΕΙΚΤΗΣ P/E

Η σημασία του δείκτη P/E έγκειται στο γεγονός ότι μετράει το βαθμό κινδύνου που διατρέχουν οι μετοχές και συγκεκριμένα ο δείκτης P/E είναι αντιστρόφως ανάλογος με τον βαθμό κινδύνου των μετοχών, δηλαδή όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος και συνεπώς μεγαλύτερος ο βαθμός ασφάλειας των επενδυτών και αντίστοιχα. Παρ' όλα αυτά οι επενδυτές που ενδιαφέρονται για τη μεγιστοποίηση των κερδών τους προτιμούν να αγοράζουν μετοχές με μικρά P/E διότι έχουν μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους, αλλά ταυτόχρονα διατρέχουν και μεγαλύτερο κίνδυνο ζημιογόνου επένδυσης. Αν και ο δείκτης αυτός είναι από τους πιο βασικούς δείκτες αποτίμησης και χρησιμοποιείται συχνά ωστόσο παρουσιάζει μία βασική αδυναμία που εντοπίζεται στον παρονομαστή του. Ο παρονομαστής προϋποθέτει ότι τα κέρδη θα είναι τα ίδια και στο μέλλον όμως οι όροι του δεν αναφέρονται στην ίδια χρονική

περίοδο, γι' αυτό και ορισμένοι αναλυτές για τον υπολογισμό του δείκτη χρησιμοποιούν στον παρονομαστή τα προσδοκώμενα κέρδη της τρέχουσας ή και της επόμενης χρήσης.

Όσο αφορά τις δύο εξεταζόμενες τράπεζες, το πρώτο δίμηνο του 2000 η Alpha παρουσίασε μικρότερη τιμή και μικρότερη απόκλιση με τον κλαδικό δείκτη απ' ότι η Εθνική Τράπεζα. Δηλαδή οι επενδυτές θα πρέπει να διαθέσουν λιγότερες δραχμές για να αποκτήσουν μία δραχμή κέρδους της συγκεκριμένης μετοχής αλλά παράλληλα ίσως θέσουν σε μεγαλύτερο κίνδυνο την επένδυσή τους. Ενώ για τη μετοχή της Εθνικής θα διαθέσουν περισσότερες δραχμές για να αποκτήσουν μία δραχμή κέρδους αλλά η μετοχή αυτή τους παρέχει μεγαλύτερο βαθμό ασφάλειας. Ως προς τα κέρδη ανά μετοχή το πρώτο δίμηνο παρέμειναν αμετάβλητα και για τις δύο τράπεζες, και τα οποία αποτελούσαν για την Εθνική το 1,9% της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και για την Alpha το 4,9% της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Το επόμενο 3μηνο η Εθνική σημείωσε σημαντική αύξηση των Καθαρών Κερδών της με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα κέρδη ανά μετοχή της αφού ο μέσος σταθμικός όρος των μετοχών σε κυκλοφορία παρέμεινε αμετάβλητος. Με την αύξηση των κερδών μειώθηκε ο δείκτης P/E αφού οι δύο αυτοί δείκτες αλληλοεξαρτώνται με αποτέλεσμα να πλησιάσει τη τιμή του δείκτη P/E της Alpha διότι τα κέρδη ανά μετοχή της παρέμειναν σταθερά.

Ο ΔΕΙΚΤΗΣ Pv/B

Ο δείκτης αυτός είναι εξίσου σημαντικός διότι δείχνει αν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία και αποτελεί ένα μέτρο εκτίμησης της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τη διοίκηση μιας εταιρείας. Σε περίπτωση που η μετοχή πωλείται πιο πάνω από την εσωτερική αξία και επομένως ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας οι επενδυτές πιστεύουν ότι η διοίκηση είναι αποτελεσματική και κατόρθωσε να προσδώσει στην εταιρεία αξία πολύ μεγαλύτερη από την αξία της περιουσίας της εταιρείας. Ενώ σε περίπτωση που η μετοχή πωλείται σε μικρότερη τιμή από την εσωτερική αξία και συνεπώς ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας τότε οι επενδυτές πιστεύουν ότι η διοίκηση της εταιρείας είναι αναποτελεσματική.

Στη περίπτωση της ΕΤΕ και της Alpha Τράπεζας οι μετοχές τους αξίζουν περισσότερο απ' ότι η εσωτερική τους αξία αφού η χρηματιστηριακή τιμή τους για τον Μάιο ήταν 16.210 δρχ. και 20.270 αντίστοιχα, ενώ η εσωτερική τους αξία ήταν 4.910 δρχ. για την ΕΤΕ και 6.357 δρχ. για την Alpha. Ο δείκτης δε διαμορφώθηκε για την ΕΤΕ σε $4.910 \cdot 100 / 16.210 = 30,2\% < 1$ και για την Alpha $6.357 \cdot 100 / 20.270 = 31,3\% < 1$ οπότε οι διοικήσεις τους θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν αποτελεσματικές. Ένα άλλο κριτήριο αξιολόγησης του δείκτη Pv/B των δύο τραπεζών είναι η σύγκρισή του με τον δείκτη αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων όπου και εδώ φαίνεται η καλή πορεία του δείκτη αφού παρουσίασε χαμηλές τιμές και για τις δύο τράπεζες ενώ ταυτόχρονα οι τιμές του δείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών είχαν υψηλή τιμή δηλαδή ότι τα επενδεδυμένα κεφάλαια των μετόχων είναι σε θέση να παράγουν υψηλά κέρδη.

Ο ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ

Οι νέες τεχνολογίες, η πληροφορική και οι τηλεπικοινωνίες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη των επιχειρήσεων και των κοινωνιών, ρόλος που αναμένεται να γίνει ακόμα πιο ουσιαστικός στο άμεσο μέλλον. Τα τελευταία χρόνια η εξάπλωση των νέων τεχνολογιών στην Ελλάδα, σε όλες τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων και των πολιτών, υπήρξε ιδιαίτερα έντονη και αυτό αντικατοπτρίζεται και στη ραγδαία ανάπτυξη της κινητής τηλεφωνίας.

Ο εκσυγχρονισμός του ΟΤΕ και η σταδιακή επικράτηση της ψηφιακής τεχνολογίας στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, βελτίωσε την κατάσταση στις τηλεπικοινωνίες ποιοτικά και ποσοτικά. Σε αυτό το κλίμα αναδιοργάνωσης και επενδύσεων σε νέες τεχνολογίες αιχμής, από τον Ιούλιο του 1993 ξεκίνησε στην Ελλάδα η παροχή υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας. Οι πρώτες άδειες εκχωρήθηκαν το 1992 στις εταιρίες PANAΦON και STET Hellas (TELESTET) για την εγκατάσταση και την λειτουργία δικτύου GSM 900 με εικοσαετή διάρκεια. Το 1995 εκχωρήθηκε η τρίτη άδεια στον ΟΤΕ για την εγκατάσταση και την λειτουργία δικτύου DCS 1800 στην Ελλάδα. Το δικαίωμα παροχής υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας που δόθηκε, στον ΟΤΕ, μεταβιβάστηκε όσον αφορά το σύστημα DCS 1800 κινητών υπηρεσιών, στην COSMOTE το 1997. Η παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών στην Ελλάδα μπορεί να γίνει μόνο κατόπιν άδειας από τον Υπουργό Μεταφορών και Επικοινωνιών ή δήλωσης που υποβάλλεται και εγκρίνεται από την Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών.

Στο χρονικό διάστημα που μεσολάβησε, η αγορά κινητής τηλεφωνίας αναπτύχθηκε με ταχύτατους ρυθμούς, ώστε στις 30/6/2000 οι κάτοχοι κινητών τηλεφώνων στην Ελλάδα να ξεπερνούν τους 4.800.000, που αντιπροσωπεύει βαθμό διείσδυσης της τάξεως του 46%. Παράλληλα, κατά την περίοδο λειτουργίας της κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα (1993-2000), τα άλματα της τεχνολογίας ήταν τέτοια ώστε οι κάτοχοι κινητών τηλεφώνων σήμερα να έχουν κάλυψη στο μεγαλύτερο τμήμα της ελληνικής επικράτειας αλλά και διεθνώς, να διαθέτουν σύγχρονες συσκευές, και να μπορούν να χρησιμοποιήσουν πλήθος συμπληρωματικών υπηρεσιών που διαρκώς αυξάνονται και αναβαθμίζονται. Μερικά από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας είναι τα ακόλουθα:

- Η διείσδυση της κινητής τηλεφωνίας ενισχύθηκε σημαντικά από την τάση πολλών καταναλωτών να χρησιμοποιούν την κινητή τηλεφωνία αντί της σταθερής.
- Από την εισαγωγή της κινητής τηλεφωνίας στην ελληνική αγορά το 1993, οι ρυθμοί ανάπτυξης διατηρούνται υψηλοί και η διείσδυση στην αγορά έχει αυξηθεί σημαντικά, από 0,3% στο τέλος του 1993, σε 46% το πρώτο εξάμηνο του 2000, ρυθμός που είναι ένας από τους υψηλότερους στην Ευρώπη.
- Η καταβολή μετρητών είναι ο επικρατέστερος τρόπος πληρωμής των υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα, αλλά τείνει να αυξηθεί ο αριθμός των λογαριασμών που πληρώνονται με πιστωτική κάρτα, επιταγές και απευθείας χρέωση.
- Η Ελλάδα φιλοξενεί ετησίως περισσότερους από 10.000.000 ξένους τουρίστες και ταξιδιώτες για επαγγελματικούς λόγους, πολλοί από τους οποίους γίνονται πελάτες του δικτύου GSM, αποφέροντας σημαντικά κέρδη στα δίκτυα.
- Οι πελάτες κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα καταβάλλουν φόρο κινητής τηλεφωνίας, ο οποίος είναι κλιμακούμενος και καθορίζεται με βάση το μηνιαίο λογαριασμό τους.

Οι κυριότεροι παράγοντες που οδηγούν στην αυξανόμενη ζήτηση των υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας αναφέρονται παρακάτω:

- Τα κινητά τηλέφωνα θεωρούνται ολοένα και περισσότερο αναγκαία αγαθά, καθώς παρέχουν ευελιξία κινήσεων και επικοινωνίας.
- Η προώθηση της καρτοκινητής τηλεφωνίας με σημαντική απήχηση στους πελάτες χαμηλής χρήσης.

- Η κινητή τηλεφωνία γίνεται προσωπική τηλεφωνία, με αποτέλεσμα να υπάρχουν περισσότερα από ένα κινητά τηλέφωνα σε μια οικογένεια.
- Η απελευθέρωση των τηλεπικοινωνιών από το 2001, η οποία θα συνοδευτεί από περαιτέρω αύξηση της διαφημιστικής δαπάνης και διεύρυνση της αγοράς.
- Το κινητό τηλέφωνο τείνει να γίνει ένα μικρό φορητό computer, λαμβάνοντας και στέλνοντας e-mail, καθώς και εκτελώντας διάφορες άλλες εργασίες.

Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών παρουσιάζει ενδιαφέρον στους επενδυτές διότι αναπτύσσεται ραγδαία τα τελευταία χρόνια. Δύο εταιρείες που ξεχωρίζουν για την κερδοφορία τους στο κλάδο αυτόν, εκτός βέβαια από τον ΟΤΕ, είναι η Cosmote και η Panafon και τις οποίες θα αναλύσουμε αφού πρώτα δούμε πώς διαμορφώθηκαν οι οικονομικές τους καταστάσεις καθώς και τα αποτελέσματα χρήσεων κατά τη διάρκεια της περιόδου 1998-2000.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ COSMOTE	1998	1999	2000
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε χιλ. δρχ.)			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ			
-ΕΞ. ΙΔΡΥΣΕΩΣ & ΠΡΩΤΗΣ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	1.776.121	941.175	765.317
-ΣΥΝ/ΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΓΙΑ Κ.Π.Σ.	0	3.159.670	4.167.097
-ΛΟΙΠΑ ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	1.774.241	3.208.049	4.340.778
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
1. ΑΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ			
-ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	17.045	83.450	267.688
-ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΕΙΣ & ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΒΙΟΜ. ΙΔΙΟΚ.	15.082.124	14.392.286	14.047.368
2. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ			
-ΚΤΙΡΙΑ & ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ	7.529.872	21.270.981	24.859.096
-ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ/ΕΓΚΑΤΑΣΤ. & ΛΟΙΠΟΣ ΕΞΟΠ.	23.316.401	53.205.307	69.272.942
-ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕΣΑ	31.685	49.365	44.460
-ΕΠΙΠΛΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	1.774.049	2.736.475	5.150.500
-ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΥΠΟ ΕΚΤΕΛΕΣΗ	8.610.959	21.749.438	10.694.689
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	56.362.136	113.487.303	124.336.743
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ & ΑΛΛΕΣ ΜΑΚΡ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ			
-ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	115.447	153.216	198.480
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	56.477.583	113.640.518	124.535.222
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ			
-ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	859.077	1.919.528	1.841.414
-ΠΡΩΤΕΣ & ΒΟΗΘΗΤΙΚΕΣ ΥΛΕΣ	268.932	629.893	1.172.172
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ			
-ΠΕΛΑΤΕΣ	13.348.408	23.367.329	20.000.322
ΜΕΙΟΝ: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	-300.000	-3.100.000	-5.080.000
-ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤ. ΚΑΤΑ ΣΥΝΔ. ΕΠΙΧ	172.613	535.189	8.721
-ΧΡΕΩΣΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ	6.796.958	20.723	3.340.524
-ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡ. ΠΡΟΚΑΤ. ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΣ.	3.085		48.663
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ			
-ΛΟΙΠΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	0	0	460.000
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ			
-ΤΑΜΕΙΟ	20.570	28.460	20.303
-ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΦΕΛΩ	3.495.342	1.648.137	1.001.868
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	24.664.984	30.480.322	22.813.987
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			
-ΕΞΟΔΑ ΕΠΟΜΕΝΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ	4.740.009	5.013.834	4.116.744
-ΕΞΟΔΑ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΑ	591.212	1.780.311	14.405.839

ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	89.541.643	158.223.878	175.144.985
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (50.000.000 * 1000)	50.000.000	50.000.000	50.000.000
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ			
-ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΖΗΜΙΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	-13.644.849	-4.252.701	9.114.094
-ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΖΗΜΙΩΝ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΕΩΝ	-542.175	0	-4.252.701
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	35.812.976	45.747.299	54.861.393
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
-ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	31.524.676	43.878.070	26.512.149
-ΤΡΑΠΕΖΕΣ	5.400.332	0	76.321.321
-ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ-ΤΕΛΗ	493.665	1.996.984	1.582.844
-ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ	6.375	123.362	120.538
-ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΣΥΝΔΕΔ. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	13.661.707	0	0
-ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ	4.340	141.402	137.263
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	51.091.095	107.362.953	104.674.115
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			
-ΕΞΟΔΑ ΕΠΟΜΕΝΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ	1.079.296	3.183.850	4.437.299
-ΕΞΟΔΑ ΧΡΗΣΕΩΣ ΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ	1.558.276	1.871.313	11.172.178
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	89.541.643	158.223.878	175.144.985

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ COSMOTE	1998	1999	2000
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ			
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	16.428.207	117.374.495	88.813.861
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	10.951.758	50.359.782	36.241.178
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	5.476.449	67.014.713	52.572.683
ΜΕΙΟΝ: ΕΞ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	1.331.235	2.793.240	2.270.790
ΜΕΙΟΝ: ΕΞ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΕΡΕΥΝΩΝ	3.301	160.687	31.548
ΜΕΙΟΝ: ΕΞ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ	18.731.173	45.797.095	36.183.705
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	-14.589.261	18.263.693	14.249.961
ΠΛΕΟΝ: ΕΣΟΔΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	0	0	0
ΠΛΕΟΝ: ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ	1.262.869	164.471	80.979
ΜΕΙΟΝ: ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ	20.642	2.478.875	1.573.791
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	-13.347.035	15.949.289	12.757.148
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ			
ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΣΟΔΑ	40.444.371	624.310	161.485
ΕΚΤΑΚΤΑ & ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΞΟΔΑ	38.259	2.554.159	1.824.540
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΕΚΤΑΚΤΟΥΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ	300.000	3.100.000	1.980.000
ΟΡΓΑΝΙΚΑ & ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	-13.644.849	10.919.441	9.114.094
ΜΕΙΟΝ: ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧ.	4.050.048	10.122.859	8.525.172
ΜΕΙΟΝ: ΟΙ ΑΠΟ ΑΥΤΕΣ ΕΝΣΩΜ ΣΤΟ Δ.Κ	-4.050.048	-10.122.859	-8.525.172
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	-13.644.849	10.919.441	9.114.094

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΧΡΗΣΕΩΝ ΡΑΝΑΦΟΝ	1998	1999	2000
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ			
-ΛΟΙΠΑ ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	536.396	552.630	475.328
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
1. ΑΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ			
-ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΕΙΣ & ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΒΙΟΜ. ΙΔΙΟΚ.	23.162.093	21.204.022	22.792.510
-ΛΟΙΠΕΣ ΑΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	1.776.610	3.293.982	7.016.920
2. ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ			
-ΓΗΠΕΔΑ-ΟΙΚΟΠΕΔΑ	135.585	165.585	165.585
-ΚΤΙΡΙΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ	19.585.838	18.779.358	25.568.734
-ΜΗΧ/ΤΑ-ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ & ΛΟΙΠΟΣ ΕΞ.	57.160.686	82.315.952	102.969.460
-ΜΕΤΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕΣΑ	356.021	305.856	258.713
-ΕΠΙΠΛΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	5.832.220	8.434.389	13.171.021
-ΑΚΙΝ/ΣΕΙΣ ΥΠΟ ΕΚΤΕΛΕΣΗ	1.034.208	3.532.933	1.679.943
ΣΥΝΟΛΟ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΩΝ	109.043.261	138.032.075	173.622.887
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ			
-ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	853.115	8.333.348	11.219.492
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	109.896.376	146.365.424	184.842.379
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ			
-ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	795.457	2.646.210	3.040.088
-ΠΡΟΚΑΤΑΒΟΛΕΣ ΓΙΑ ΑΓΟΡΕΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	11.008	46.115	117.888
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ			
-ΠΕΛΑΤΕΣ	19.231.397	35.041.276	39.762.987
ΜΕΙΟΝ: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	884.429	1.685.067	3.013.724
-ΕΠΙΤΑΓΕΣ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΕΣ	1.001.844	202.994	1.145.567
-ΧΡΕΩΣΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ	9.866.316	15.898.862	18.873.228
-ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡ. ΠΡΟΚΑΤ. & ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ	39.835	538.583	106.968
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ			
-ΛΟΙΠΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	7.662.536	0	0
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ			
-ΤΑΜΕΙΟ	2.968	2.664	28.215
-ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΨΕΩΣ	1.721.281	25.366	664.546
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	39.448.212	52.717.003	60.725.763
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			
-ΕΞΟΔΑ ΕΠΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ	798.225	1.183.517	1.763.473
-ΕΞΟΔΑ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΑ	24.303	6.390.435	7.767.949
-ΛΟΙΠΟΙ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤ.	16.174	52.111	140.031
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	150.719.685	207.261.120	255.714.922
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	25.625.000	25.625.000	51.250.000
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
-ΤΑΚΤΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ	2.411.098	4.850.596	7.669.180
-ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	195.133	225.963	266.323
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ			
-ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΚΕΡΔΩΝ ΕΙΣ ΝΕΟ	84.873	28.197.363	37.122.602
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	28.316.104	58.898.922	96.308.105
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ			
-ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ ΠΡΟΣΩΠ.	218.689	395.925	486.267
-ΛΟΙΠΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	1.032.448	10.624	2.486.424

ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
-ΛΟΙΠΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	55.335.351	0	0
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
-ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	14.915.230	11.730.982	28.440.518
-ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ-ΤΕΛΗ	26.340.769	34.832.384	38.671.685
-ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ	202.351	140.670	180.031
-ΜΑΚΡ/ΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡ. ΠΛΗΡΩΤΕΕΣ	449.707	0	12.458
-ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΣΥΝΔΕΔ. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	0	79.860.520	63.919.589
-ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΤΕΑ	21.012.500	16.912.500	19.013.892
-ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ	1.721.295	589.759	703.283
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	119.977.203	144.066.815	150.941.454
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΙΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			
-ΕΞΟΔΑ ΧΡΗΣΕΩΣ ΔΟΥΛΕΥΜΕΝΑ	1.158.759	3.817.668	5.422.951
-ΛΟΙΠΟΙ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΙΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	16.482	71.166	69.721
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	150.719.685	207.261.120	255.714.922

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΝ ΡΑΝΑΦΟΝ	1998	1999	2000
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ			
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	120.105.959	240.733.354	259.224.219
ΜΕΙΟΝ: ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	39.794.296	96.499.675	100.513.825
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤ/ΣΕΩΣ	80.311.663	144.233.679	158.710.394
ΠΛΕΟΝ: ΑΛΛΑ ΕΣΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	191.791	2.258.742	311.428
ΣΥΝΟΛΟ	80.503.454	146.492.421	159.021.822
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚ. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	6.253.954	12.678.275	13.478.709
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ	24.261.263	49.104.843	49.019.365
ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	49.988.237	84.709.303	96.523.747
ΕΣΟΔΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	0	178.682	95.783
ΕΣΟΔΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	15.229	231.091	892
ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ	415.296	62.499	63.311
ΜΕΙΟΝ: ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΩΣ ΣΥΜΜΕΤ.	707.974	489.119	314.909
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ & ΖΗΜΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤ. & ΧΡΕΟΓΡ.	0	31.926	0
ΜΕΙΟΝ: ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ	8.095.700	10.830.413	7.679.015
ΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	41.615.087	73.830.117	88.689.808
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ			
-ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΣΟΔΑ	335.267	456.081	413.185
-ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΕΡΔΗ	560	20.785	13.844
-ΕΣΟΔΑ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ	16.850	832.653	33.182
-ΕΣΟΔΑ ΑΠΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΕΩΝ	8.918	1.117.184	1.002.603
ΜΕΙΟΝ: ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΑΙ ΑΝΟΡΓΑΝΑ ΕΞΟΔΑ	689.676	569.441	451.723
ΜΕΙΟΝ: ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΖΗΜΙΕΣ	154.343	281.773	82.606
ΜΕΙΟΝ: ΕΞΟΔΑ ΠΡΟΗΓ. ΧΡΗΣΕΩΝ	1.567.928	344.137	21.993
ΜΕΙΟΝ: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΕΚΤΑΚΤΟΥΣ-ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ	1.000.000	0	1.421.011
ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΚΑΙ ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	38.564.735	75.061.469	88.175.288
ΜΕΙΟΝ: ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	0	0	0
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	38.564.735	75.061.469	88.175.288

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ COSMOTE

Η COSMOTE παρουσίασε τους εξής χρηματοοικονομικούς δείκτες κατά τη διάρκεια της 3ετίας 1998-2000:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	1998	1999	2000
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	0,5	0,7	0,9
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	-38%	24%	17%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	1,4	2,3	1,9

Όπως βλέπουμε από τον πίνακα χρηματοοικονομικών δεικτών η COSMOTE, ως προς τη **Γενική Ρευστότητα** διατήρησε τιμές, κατά τη διάρκεια της 3ετίας, μικρότερες της μονάδας. Δεδομένου ότι η μονάδα αντιπροσωπεύει μια καλή τιμή του δείκτη τότε μπορούμε εύκολα να συμπεράνουμε ότι η εταιρεία τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο παρουσίασε χαμηλές τιμές. Συγκεκριμένα το 1998 η τιμή του δείκτη της γενικής ρευστότητας κυμάνθηκε στο 0,5 με το Κυκλοφορούν Ενεργητικό να αποτελεί το 27,5% του Γενικού Συνόλου του Ενεργητικού, ενώ οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις αποτέλεσαν ως ποσοστό επί του συνόλου του Παθητικού το 57%. Απο τα κυκλοφοριακά στοιχεία της εταιρείας το μεγαλύτερο ποσοστό το περιλάμβαναν οι απαιτήσεις και συγκεκριμένα ο λογαριασμός των πελατών, όμως ο λογαριασμός αυτός περιέχει ένα σημαντικό κίνδυνο που εντοπίζεται στην αξιοπιστία των πελατών της εταιρείας γι' αυτό ορθό είναι να σχηματίζονται προβλέψεις. Απο τους λογαριασμούς των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων μεγαλύτερη συμμετοχή είχε ο λογαριασμός Προμηθευτές και αξιοσημείωτο είναι ότι απο μόνος του υπερκάλυπτε τα κυκλοφοριακά στοιχεία της εταιρείας. Εδώ πρέπει να επισημάνουμε τη σοβαρότητα της κατάστασης και ότι η εταιρεία θα πρέπει να πάρει μέτρα ανάκαμψης της τιμής του δείκτη διότι μπορεί να χαθεί η φερεγγυότητά της.

Την επόμενη χρονιά η εταιρεία όντως βελτίωσε το δείκτη της γενικής ρευστότητας και συγκεκριμένα αύξησε το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της απο 24.665 εκατ. δρχ. το 1998 σε 30.480 εκατ. δρχ. το 1999, ενώ οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις τις μειώθηκαν απο 51.091 εκατ. δρχ. το 1998 σε 46.140 εκατ. δρχ. το 1999. Σημαντικά αυξήθηκαν τα αποθέματα όπως ήταν αναμενόμενο διότι το 1998 ήταν το πρώτο έτος λειτουργίας της εταιρείας καθώς σημαντικά αυξήθηκε και ο λογαριασμός των πελατών. Οι υποχρεώσεις της εταιρείας όπως είπαμε μειώθηκαν και αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση των υποχρεώσεων προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις καθώς και των υποχρεώσεων προς τις τράπεζες.

Το 2000 συνεχίστηκε η ανοδική πορεία του δείκτη της γενικής ρευστότητας πλησιάζοντας έτσι τη προσιτή τιμή. Πιθανή αιτία της ανάκαμψης του δείκτη είναι ίσως η μείωση του βαθμού χρηματοδότησης κεφαλαίων απο τα ξένα κεφάλαια και η προσπάθεια της εταιρείας βελτίωσης της αξιοπιστίας της προς τους πιστωτές της. Εξάλλου αυτό φαίνεται και στην αύξηση των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις ενώ ο λογαριασμός των πελατών μειώθηκε.

Δεδομένου ότι η COSMOTE ξεκίνησε την εμπορική της δραστηριότητα τον Απρίλιο του 1998, γίνεται αντιληπτό ότι οι οικονομικές καταστάσεις της χρήσης 1998 περιλαμβάνουν ουσιαστικά μόνο 9 μήνες επιχειρηματικής δραστηριότητας που απέφερε έσοδα, ενώ τα έξοδα πραγματοποιήθηκαν κατά το σύνολο των 12 μηνών της χρήσης. Ο χαμηλός κύκλος εργασιών το 1998 (σε σχέση με τις άλλες χρονιές), καθώς και το υψηλό κόστος πωληθέντων και εξόδων είχε ως συνέπεια η COSMOTE να κλείσει με ζημιές τη διαχειριστική περίοδο 1998. Η ζημιά αυτή επηρέασε το δείκτη της **Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων** ο οποίος παρουσίασε αρνητικό πρόσημο στη τιμή του και προκαλώντας έτσι την ανησυχία των επενδυτών της εταιρείας. Το 1999 όμως βλέπουμε μια σημαντική αύξηση των πωλήσεων και συγκεκριμένα οι πωλήσεις

της εταιρείας έφτασαν στα 117.088 εκατ. δρχ. Η αύξηση οφείλεται στη διεύρυνση της πελατειακής βάσης της COSMOTE και διαμέσου της εμπορικής πολιτικής που εφάρμοσε έκλεισε τη χρήση του 1999 με 1.048.352 συνδρομητές έναντι των 298.838 συνδρομητών που διέθετε η εταιρεία στο τέλος της προηγούμενης χρήσης. Η σημαντική αυτή αύξηση των συνδρομητών κατά 251% εξηγεί σε μεγάλο βαθμό την αύξηση του κύκλου εργασιών τόσο από πωλήσεις εμπορευμάτων (αύξηση 455% σε ετήσια βάση), όσο και από παροχή υπηρεσιών (αύξηση 646% σε ετήσια βάση). Τα έξοδα διοίκησης της εταιρείας ανήλθαν σε 2.793 εκτ. δρχ. σημειώνοντας αύξηση 118% έναντι της προηγούμενης χρήσης που κυμάνθηκαν στα 1.331 εκατ. δρχ. Τα έξοδα διάθεσης στις χρήσεις 1998 και 1999 αποτελούν βασική κατηγορία εξόδων για την εταιρεία, λόγω της φύσης των εργασιών της. Έτσι τα έξοδα διάθεσης αυξήθηκαν στη χρήση 1999 σε 45.797 εκατ. δρχ. σημειώνοντας αύξηση 146% έναντι της προηγούμενης χρήσης που ανήλθαν σε 18.731 εκατ. δρχ. Τα έξοδα ερευνών και ανάπτυξης που παρουσιάζει η εταιρεία, ανέρχονται σε 161 εκατ. δρχ. και αντιστοιχούν σε πολύ μικρό ποσοστό επί του κύκλου εργασιών (0,1%). Το λειτουργικό αποτέλεσμα για τη χρήση 1999 διαμορφώνεται σε 15.949 εκατ. δρχ. (14% επί του κύκλου εργασιών), έναντι του αρνητικού αποτελέσματος ύψους 13.347 εκατ. δρχ. στη χρήση 1998. Η εταιρεία παρουσίασε για πρώτη φορά κερδοφορία στη χρήση του 1999 και συγκεκριμένα τα κέρδη προ φόρων κυμάνθηκαν σε 10.919 εκατ. δρχ. έναντι ζημιών της τάξεως των 13.645 εκατ. δρχ. το 1998. Έτσι ο δείκτης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων παρουσίασε για πρώτη φορά θετική τιμή και διαμορφώθηκε στο 24%.

Τη χρήση του 2000 ο δείκτης μειώθηκε σε 17% και σ' αυτό συνέβαλε η μείωση του κύκλου εργασιών από 117.088 εκατ. δρχ. το 1999 σε 88.814 εκατ. δρχ. το 2000. Επίσης τη μείωση του δείκτη επηρέασε και η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας αφού από 45.747 εκατ. δρχ. που ήταν το 1999 μεταβλήθηκαν σε 54.861 εκατ. δρχ. το 2000.

Ο δείκτης της **Δανειακής Επιβάρυνσης** της εταιρείας κατά τη διάρκεια της 3ετίας παρουσίασε υψηλές τιμές δεδομένου ότι μια καλή τιμή του δείκτη επιβάλλεται να είναι μικρότερη της μονάδας. Αυτό εξηγείται διότι μία τιμή μεγαλύτερη της μονάδας σημαίνει ότι τα Ξένα Κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από τα Ίδια κεφάλαια ή αλλιώς ότι οι πιστωτές έχουν μεγαλύτερο χρηματοοικονομικό ενδιαφέρον ή συμμετοχή στην επιχείρηση. Έτσι μια τιμή του δείκτη μεγαλύτερη της μονάδας και σε συνδιασμό με χαμηλή τιμή του δείκτη της γενικής ρευστότητας εγκυμονεί σοβαρούς κινδύνους όπως αδυναμία καταβολής δόσεων και τόκων δανείων, αναδιοργάνωση, ανάληψη διαχείρισης από τους πιστωτές, χρεοκοπία, πτώχευση. Αυτόν τον επικίνδυνο συνδιασμό η COSMOTE τον προσέγγισε το 1998 αφού η τιμή του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης ήταν 1,4 και παράλληλα διέθετε μία τιμή της γενικής ρευστότητας της τάξεως του 0,5. Το 1998 τα ξένα κεφάλαια της εταιρείας αποτελούσαν το 57% του συνολικού παθητικού ενώ τα ίδια κεφάλαιά της το υπόλοιπο 43%. Το επόμενο έτος ο δείκτης αυξήθηκε, διαμορφώνοντας έτσι τα ξένα κεφάλαια σε 107.363 εκατ. δρχ. (68% επί του συνολικού παθητικού) και τα ίδια κεφάλαια σε 45.747 εκατ. δρχ. (32% επί του συνολικού παθητικού). Επίσης στην αύξηση του δείκτη συνέβαλε και η λήψη δανείου της εταιρείας για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιουχικών δαπανών σε πάγιο εξοπλισμό, του κόστους συντήρησης, των λειτουργικών ζημιών και άλλων γενικών εταιρικών αναγκών σχετικά με το σχεδιασμό, επέκταση, μάρκετινγκ, λειτουργία και συντήρηση του δικτύου GSM 1800 της εταιρείας. Τέλος το 2000 λόγω της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων, η COSMOTE κατάφερε να μειώσει το δείκτη στο 1,9.

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ PANAFON

Η PANAFON παρουσίασε τους εξής χρηματοοικονομικούς δείκτες μεταξύ των ετών 1998-2000:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	1998	1999	2000
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	0,6	0,4	0,4
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	136%	127%	92%
ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	4,2	2,4	1,6

Ως προς τη Γενική Ρευστότητα βλέπουμε ότι η PANAFON όπως και η COSMOTE έδειξε χαμηλές τιμές του δείκτη. Ωστόσο αντικειμενικότερη θα ήταν η άποψη σε περίπτωση που θα γνωρίζαμε και τη τιμή του δείκτη της γενικής ρευστότητας του κλάδου των επικοινωνιών. Δηλαδή αν η τιμή του κλάδου κυμαινόταν στο 0,5 τότε οι εταιρείες Cosmote και Panafon δεν θα αντιμετώπιζαν πρόβλημα ρευστότητας, αντιθέτως θα είχαν επάρκεια, εάν όμως η τιμή του κλάδου ήταν για παράδειγμα 2 τότε οι εταιρείες θα αντιμετώπιζαν σοβαρότατο πρόβλημα ανεπάρκειας της ρευστότητας και κατά συνέπεια δυσκολία αντιμετώπισης των υποχρεώσεών τους προς τους πιστωτές.

Το 1998 το κυκλοφορούν ενεργητικό της Panafon διαθρώθηκε στα 39.448 εκατ. δρχ. και αποτέλεσε ως ποσοστό επί του συνολικού ενεργητικού το 26%. Τη μεγαλύτερη συμμετοχή την είχαν οι απαιτήσεις και συγκεκριμένα ο λογαριασμός των πελατών (19.231 εκατ. δρχ.) όπως ήταν φυσικό λόγω της πιστωτικής πολιτικής που εφαρμόζουν οι εταιρείες των κινητών τηλεφώνων. Η εταιρεία για την εξασφάλιση των απαιτήσεών της από τυχόν επισφαλείς πελάτες διαμόρφωσε προβλέψεις ύψους 884 εκατ. δρχ. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας για το οικονομικό έτος 1998 έφτασαν τα 64.642 εκατ. δρχ. από τα οποία τα 26.341 εκατ. δρχ. αντιστοιχούσαν σε υποχρεώσεις της εταιρείας από φόρους και τέλη. Επίσης σημαντική συμμετοχή είχε και ο λογαριασμός των προμηθευτών (14.915 εκατ. δρχ.) καθώς και τα μερίσματα πληρωτέα (21.013 εκατ. δρχ.). Όπως προκύπτει από τη παραπάνω ανάλυση, η Panafon έχει περισσότερες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις απ' ό,τι κυκλοφοριακά στοιχεία διαμορφώνοντας έτσι, όπως φαίνεται και από τον παραπάνω πίνακα το δείκτη της γενικής ρευστότητας στο 0,6 και μεταφράζεται ως εξής: για κάθε 1 δρχ. βραχυπρόθεσμης υποχρέωσης η επιχείρηση διαθέτει για την εξόφλησή της 0,6 δρχ. κυκλοφοριακών στοιχείων.

Την επόμενη χρονιά όπως βλέπουμε από τον πίνακα των χρηματοοικονομικών δεικτών η γενική ρευστότητα της Panafon μειώθηκε στο 0,4. Το κυκλοφοριακό ενεργητικό αν και αυξήθηκε από 39.448 εκατ. δρχ. το 1998 σε 52.717 εκατ. δρχ. το 1999, ωστόσο ως ποσοστό επί του συνόλου του ενεργητικού μειώθηκε. Αναλυτικότερα είχαμε σημαντική άνοδο των αποθεμάτων διαμορφώνοντας τη τιμή τους στα 2.646 εκατ. δρχ. έναντι των 795 εκατ. δρχ. το 1998. Παράλληλα με τα αποθέματα, αύξηση παρουσίασε και ο λογαριασμός των πελατών κατά 15.810 εκατ. δρχ. προφανώς λόγω της πιστωτικής πολιτικής της εταιρείας για να ανταποκριθεί στον έντονο ανταγωνισμό που παρουσιάζει ο κλάδος των κινητών τηλεφώνων. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξήθηκαν κυρίως λόγω των υποχρεώσεων της εταιρείας προς τις συνδεδεμένες εταιρείες οι οποίες υποχρεώσεις περιλαμβάνουν το οφειλόμενο κεφάλαιο και τους δεδουλευμένους τόκους των δανείων με τη Vodafone. Το 2000 ο δείκτης παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο με αυτό του 1999 παρουσιάζοντας μικρή διακύμανση των λογαριασμών.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο δείκτης της Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων αφού παρουσίασε κατά τη διάρκεια της 3ετίας υψηλές τιμές. Το 1998 η τιμή του δείκτη έφτασε στο 136% όπου μεταφράζεται ότι σε 100 δρχ. Ιδίων Κεφαλαίων αντιστοιχεί Καθαρό Κέρδος 136 δρχ. Όμως χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία και αξιολόγηση του δείκτη διότι μία αρκετά υψηλή τιμή του δείκτη μπορεί να προκύπτει

λόγω υψηλής δανειακής επιβάρυνσης, η οποία εγκυμονεί υψηλούς κινδύνους για τη ρευστότητα της εταιρείας σε περίπτωση παρατεταμένης κάμψης της δραστηριότητάς της.

Ο κύκλος εργασιών της Ραφαφον το 1998 κυμάνθηκε στα 120.106 εκατ. δρχ. ενώ το κόστος πωληθέντων στα 39.794 εκατ. δρχ. με αποτέλεσμα το μικτό κέρδος να ανέλθει στα 80.312 εκατ. δρχ. Τα έξοδα διοίκησης και λειτουργίας διάθεσης ανήλθαν για την κλειόμενη χρήση σε 30.515 εκατ. δρχ. από τα οποία τα 3/4 των δαπανών αυτών αφορούν έξοδα προβολής-διαφήμισης και δαπάνες προς τους εμπορικούς συνεργάτες της Ραφαφον, ως προμήθεια για τη προσέλκυση πελατών. Ως αποτέλεσμα των λειτουργικών εξόδων που προαναφέρθηκαν, το αποτέλεσμα εκμεταλλεύσεως για την κλειόμενη χρήση ανήλθε σε 49.988 εκατ. δρχ. Μετά την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών και των έκτακτων/ανόργανων αποτελεσμάτων, τα κέρδη προ φόρων διαμορφώθηκαν σε 38.565 εκατ. δρχ. Το 1999 ο κύκλος εργασιών της εταιρείας παρουσιάζεται αυξημένος στο διπλάσιο σε σχέση με αυτόν του 1998. Η ιδιαίτερη αυτή μεγάλη αύξηση του κύκλου εργασιών είναι αποτέλεσμα της σημαντικής διεύρυνσης της πελατειακής βάσης της εταιρείας από 546.702 πελάτες που είχε το 1998 έφτασε να έχει 1.190.838 το 1999 παρουσιάζοντας έτσι αύξηση της τάξης του 117,8%. Το κόστος των πωλήσεων αυξήθηκε ως ποσοστό επί του κύκλου εργασιών από 33% το 1998 σε 40% διαμορφώνοντας έτσι τα μικτά αποτελέσματα στα 144.234 εκατ. δρχ. Επίσης οι λειτουργικές δαπάνες ακολούθησαν το ρυθμό του κύκλου εργασιών δηλαδή παρουσίασαν αύξηση 100% δίνοντας έτσι μεγαλύτερη έμφαση στο μάρκετινγκ και τη προώθηση των πωλήσεων. Τα έκτακτα έσοδα αυξήθηκαν τη οικονομική χρήση του 1999 κατά 2.065 εκατ. δρχ. έναντι των εσόδων του 1998 ενώ τα έκτακτα έξοδα μειώθηκαν κατά 2.217. Η αύξηση του κύκλου εργασιών είχε, ως συνέπεια την αύξηση της κερδοφορίας της Ραφαφον όπου διαμορφώθηκε στα 75.061 εκατ. δρχ. και με τη ταυτόχρονη αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της η τιμή του δείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε σε 127%. Τέλος τη κλειόμενη χρήση του 2000 η Ραφαφον παρουσίασε αύξηση των πωλήσεων κατά 21,8% έναντι της προηγούμενης δωδεκάμηνης περιόδου. Η αύξηση των πωλήσεων οφείλεται κυρίως στη συνεχόμενη αύξηση των πελατών της από 1.191.000 πελάτες το 1999 σε 1.773.000 πελάτες το 2000 (αύξηση 48,9%). Ο μικρότερος ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών έναντι της πελατειακής βάσης, οφείλεται αφ' ενός στην ολοένα και μεγαλύτερη συμμετοχή των πελατών της καρτοκινητής τηλεφωνίας, η οποία συμβάλει στη μείωση του συνολικού μέσου όρου των λεπτιών συνδιαλέξεων ανά πελάτη, και αφ' ετέρου στα μειωμένα τιμολόγια που εφαρμόστηκαν κατά την διαχειριστική περίοδο 2000. Το κόστος των πωλήσεων εξελίχθηκε ευνοϊκά αφού μειώθηκε ως ποσοστό επί των πωλήσεων από 40% το 1999 σε 38,7% το 2000. Τα έξοδα διοίκησης και λειτουργίας διάθεσης σημείωσαν μικρή αύξηση και αυτό λόγω της αύξησης στη μισθοδοσία και στα κόστη λειτουργίας και συντήρησης του δικτύου, που είναι αποτέλεσμα της επέκτασης της συνολικής επιχειρηματικής δραστηριότητας. Τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης εμφάνισαν αύξηση κατά 20% γεγονός που οφείλεται στην υγιή ανάπτυξη της εταιρείας, την αποδοτικότητα των λειτουργιών της και την εμπορική αποτελεσματικότητά της. Σαν ποσοστό του κύκλου εργασιών αυξήθηκε από 30,6% σε 34,2% κατά την εξεταζόμενη περίοδο, αντικατοπτρίζοντας τη δυναμική οικονομική απόδοση της εταιρείας. Τέλος τα κέρδη προ φόρων της Ραφαφον παρουσίασαν αύξηση κατά 17,4% έναντι της προηγούμενης διαχειριστικής περιόδου. Παρ' όλη την αύξηση των κερδών ο δείκτης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε λόγω της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων από 58.899 εκατ. δρχ. το 1999 σε 96.308 εκατ. δρχ. το 2000.

Το 1998 η Ραφαφον όπως μας δείχνει ο πίνακας των χρηματοοικονομικών δεικτών και συγκεκριμένα ο δείκτης της **Δανειακής Επιβάρυνσης** διαθέτει το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της σε ξένα κεφάλαια δηλαδή τη μεγαλύτερη συμμετοχή ή ενδιαφέρον την έχουν οι πιστωτές της. Αυτό και σε συνδιασμό με τη χαμηλή ρευστότητα που παρουσιάζει την ίδια χρονική στιγμή δημιουργεί επιφύλαξη από τη μεριά των δανειστών της οι οποίοι ή θα αποφύγουν τη χρηματοδότηση ή θα χρηματοδοτήσουν με πολύ σκληρούς όρους και πιθανότατα θα επέμβουν στις αποφάσεις της διοίκησης. Η συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων το 1998 στο σύνολο του παθητικού αποτελούσε το 79,6% ενώ τα ίδια κεφάλαια το 18,7%. Η εταιρεία προκειμένου να αποφύγει την επέμβαση των δανειστών της στις αποφάσεις της το 1999 μείωσε τη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων της στο σύνολο του παθητικού της

με αποτέλεσμα να αποτελεί το 69,5% και τα ίδια της κεφάλαια το 28,4%. Η προσπάθεια αυτοχρηματοδότησης συνεχίστηκε και την επόμενη χρονιά αφού μειώθηκε ακόμα περισσότερο η συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων της σε 59% επί του συνολικού παθητικού και παράλληλα αυξήθηκε η συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων της σε 37,6%.

ΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι δείκτες αποτίμησης των μετοχών διότι αποτελούν μέσα πρόβλεψης και αξιολόγησης των τιμών των μετοχών. Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται πώς διακυμάνθηκαν οι δείκτες αποτίμησης των δύο εταιρειών κατά το τελευταίο 3μηνο του 2000.

Ημ/νία	Μετοχές	Pv/B	P/E	P/E Κλάδου	Κέρδη/Μετ.	Αρ. Μετ.	Κλείσιμο
17-Οκτ	COSMOTE	22,4	93,7	27,3	33	330.000.000	3.100
	PANAFON	29	12,8		260	512.500.000	3.330
11-Νοε	COSMOTE	21,5	90,1	26,3	33	330.000.000	2.980
	PANAFON	27,3	12,1		260	512.500.000	3.140
14-Δεκ	COSMOTE	21,5	90,2	26,3	33	330.000.000	2.985
	PANAFON	25,3	11,2		260	512.500.000	2.905

Ο Δείκτης P/E

Ο δείκτης τιμή/κέρδη ανά μετοχή της Cosmote τον Οκτώβριο του 2000 παρουσίασε μεγάλη απόκλιση από τη τιμή του κλάδου ενώ αντίθετα η τιμή της Panafon κυμάνθηκε σε χαμηλά επίπεδα. Η μεγάλη τιμή του δείκτη της Cosmote ήταν απόρροια των χαμηλών κερδών που παρουσίασε σε σχέση με τα κέρδη της Panafon ενώ η χρηματιστηριακή τιμή τους κυμάνθηκε στα ίδια επίπεδα. Δεδομένου ότι ο δείκτης P/E είναι αντιστρόφως ανάλογος του κινδύνου που περικλείει μια μετοχή τότε γίνεται νοητό ότι οι επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μία μετοχή που τους παρέχει ασφάλεια θα προτιμήσουν τη μετοχή της Cosmote διότι περιέχει μικρότερο βαθμό κινδύνου. Όμως οι επενδυτές που ενδιαφέρονται περισσότερο για το κέρδος παρά για την ασφάλεια, θα επιλέξουν μία μετοχή με μικρή τιμή του δείκτη P/E που στη συγκεκριμένη περίπτωση τη διαθέτει η Panafon. Αυτό εξηγείται διότι μία χαμηλή τιμή του δείκτη συνεπάγεται, θεωρητικά τουλάχιστον, υψηλή τιμή του δείκτη κέρδη ανά μετοχή οπότε οι επενδυτές αναμένουν στο μέλλον ότι η εταιρεία στην οποία έχουν επενδύσει θα αυξήσει ακόμα περισσότερο τα κέρδη της. Τους επόμενους δύο μήνες οι τιμές του δείκτη τιμή/κέρδη ανά μετοχή και για τις δύο εταιρείες παρουσίασαν χαμηλή διακύμανση, αφ' ενός λόγω της μικρής μεταβολής των χρηματιστηριακών τους τιμών και αφ' ετέρου λόγω της σταθερότητας του δείκτη κέρδη ανά μετοχή. Οι χρηματιστηριακές τους τιμές κινήθηκαν ευνοϊκότερα για την Cosmote αφού παρουσίασε και τη μικρότερη διακύμανση κατά τη διάρκεια του 3μήνου.

Ο Δείκτης Pv/B

Ο δείκτης της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία αποτελεί και αυτός σημαντικό δείκτη αποτίμησης. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο δείκτης αυτός αντικατοπτρίζει την αξία που προσδίδουν οι χρηματιστικές αγορές στη διοίκηση και στην οργάνωση της εταιρείας σαν μια ζωντανή, ενεργή οικονομική μονάδα. Κατά μία έννοια η λογιστική αξία αντιπροσωπεύει το απολογιστικό κόστος των φυσικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Μία εταιρεία που διοικείται σωστά από μία έμπειρη διοίκηση και που η οργάνωση της λειτουργεί αποτελεσματικά, πρέπει να έχει αγοραία αξία μεγαλύτερη ή τουλάχιστον ίση με τη λογιστική αξία των φυσικών περιουσιακών της στοιχείων. Με άλλα λόγια ο δείκτης αυτός δείχνει αν η μετοχή είναι

υποτιμημένη ή υπεριμημένη στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία. Αν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, οι επενδυτές πιστεύουν ότι η διοίκηση ήταν αποτελεσματική και κατόρθωσε να προσδώσει στην εταιρεία αξία πολύ μεγαλύτερη από την αξία της περιουσίας, σε τιμές κόστους, που της εμπιστεύθηκαν οι μέτοχοι κατά την ίδρυσή της. Το γεγονός αυτό αποτελεί ένδειξη μίας επιτυχημένης εταιρείας. Αντίθετα, αν ο δείκτης έχει τιμή μεγαλύτερη από τη μονάδα, οι επενδυτές πιστεύουν ότι η διοίκηση ήταν αναποτελεσματική με συνέπεια τα περιουσιακά στοιχεία να αξίζουν λιγότερο από το κόστος τους, γεγονός που αποτελεί ένδειξη αποτυχημένης εταιρείας. Η αδυναμία του δείκτη έγκειται στο γεγονός ότι ο αριθμητής περιλαμβάνει την αγοραία και όχι την εσωτερική αξία της επιχείρησης. Οι δύο εταιρείες του κλάδου των τηλεπικοινωνιών εμφανίζουν τιμές του δείκτη μεγαλύτερες της μονάδας οπότε βάσιμα μπορούμε να πούμε ότι είναι υπεριμημένες και οι επενδυτές θα πρέπει να εξετάσουν κατά πόσο οι προοπτικές των εταιρειών δικαιολογούν πλήρως μία χρηματιστηριακή αξία τόσο πολύ μεγαλύτερη από τη λογιστική αξία της καθαρής περιουσίας των εταιρειών αυτών.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η χρησιμότητα των Δεικτών

Ως τώρα αναλύσαμε τους δείκτες μιάς επιχείρησης όσον αφορά τη ρευστότητά της, την αποδοτικότητα της, τη δανειακή της επιβάρυνση καθώς επίσης και τους δείκτες αποτίμησης των μετοχών τους. Αρκετές φορές δεν χρειάζεται να γίνουν πολλοί υπολογισμοί, για να προσδιορίσουμε αν μία επιχείρηση είναι σε καλή ή κακή κατάσταση, συχνά όμως, ένας δείκτης μπορεί να δείξει κάτι που δεν δείχνει κάποιος άλλος. Επιπλέον μία σχέση που διαφαίνεται αόριστη από κάποιο δείκτη μπορεί να επαληθευτεί από κάποιον άλλο. Για τους λόγους αυτούς είναι γενικά χρήσιμο να υπολογίζονται αρκετοί διαφορετικοί δείκτες.

Σε πολλές περιπτώσεις όμως, λίγοι δείκτες μπορούν να αποκαλύψουν την κατάσταση. Για παράδειγμα ο διευθυντής πιστώσεων που διεκπεραιώνει κάθε μέρα ένα μεγάλο αριθμό τιμολογίων μπορεί να περιοριστεί σε τρεις δείκτες, για να διαπιστώσει αν κάποιος πελάτης θα πληρώσει έγκαιρα. Μπορεί να χρησιμοποιήσει (1) είτε το δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας είτε το δείκτη άμεσης ρευστότητας για να προσδιορίσει την επιβάρυνση του πελάτη με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, (2) το δείκτη συνολικής δανειακής επιβάρυνσης, για να προσδιορίσει το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που έχει επενδύσει ο πελάτης στην επιχείρησή του και (3) έναν από τους δείκτες αποδοτικότητας, για να διαπιστώσει αν η επιχείρηση παρουσιάζει ευνοϊκές προοπτικές. Αν το περιθώριο καθαρού κέρδους είναι αρκετά μεγάλο, μπορεί ακόμα και να δικαιολογείται ο κίνδυνος της συναλλαγής με κάποιον πελάτη που αργεί να πληρώσει (οι αποδοτικές επιχειρήσεις συνήθως αναπτύσσονται ραγδαία συνεπώς— μπορεί να γίνουν καλύτεροι πελάτες στο μέλλον). Αν, όμως το περιθώριο κέρδους είναι χαμηλό σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου, αν ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι χαμηλός και ο δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης υψηλός, ένας διευθυντής πιστώσεων πιθανόν να μην εγκρίνει μία πώληση που συνεπάγεται επέκταση της πίστωσης. Κατ' επέκταση ο διευθυντής πιστώσεων κάνει κάτι περισσότερο από τον υπολογισμό και ανάγνωση χρηματοοικονομικών δεικτών.

Υπάρχουν ποιοτικοί παράγοντες οι οποίοι αναιρούν τις ποσοτικές αναλύσεις. Για παράδειγμα οι εταιρείες πετρελαιοειδών, που πουλούν στις επιχειρήσεις μεταφορών, συχνά βρίσκουν ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες των τελευταίων είναι δυσμενείς. Για να πάρουμε κάποιο άλλο παράδειγμα, μπορεί τα έσοδα κάποιου πελάτη να ήταν χαμηλά σε κάποια περίοδο, αν όμως ο πελάτης αυτός κατανοεί τα αίτια των δυσχερειών και μπορεί να τα απαλείψει ο διευθυντής πιστώσεων μπορεί να εγκρίνει την πώληση. Η απόφαση επηρεάζεται ακόμη και από το περιθώριο κέρδους του ίδιου του πωλητή. Αν αυτό είναι μεγάλο, τότε ο πωλητής είναι σε καλύτερη θέση να αναλάβει τον κίνδυνο που εγκειμονεί μία τέτοια πίστωση. Σε τελική ανάλυση ο διευθυντής πιστώσεων πρέπει να κρίνει κάθε πελάτη με βάση το χαρακτήρα και τις διοικητικές του ικανότητες και οι ορθές πιστωτικές αποφάσεις πρέπει να υπολογίζονται στην προσεκτική θεώρηση των συνθηκών τόσο στην επιχείρηση του πωλητή όσο και στην επιχείρηση του αγοραστή.

Παρ' όλο που οι δείκτες είναι εξαιρετικά χρήσιμα εργαλεία, δεν παύουν να υπόκεινται και σε περιορισμούς, που επιβάλλουν την προσεκτική χρησιμοποίησή τους. Οι δείκτες κατασκευάζονται με βάση λογιστικά στοιχεία τα οποία υπόκεινται σε διάφορες ερμηνείες, ακόμα και σε "μαγείρεμα". Για παράδειγμα δύο επιχειρήσεις μπορεί να χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθόδους απόσβεσης ή αποτίμησης των αποθεμάτων. Ανάλογα με τις διαδικασίες που ακολουθούνται, τα κέρδη που θα δηλωθούν μπορεί να παρουσιάζονται αυξημένα ή μειωμένα. Παρόμοιες διαφορές μπορούν να βρεθούν στο χειρισμό των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης, του κόστους των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, των συγχωνεύσεων εταιρειών, των εγγυήσεων των προϊόντων και των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις. Επίσης η συγκρισιμότητα των δεικτών μπορεί να επηρεαστεί και από διαφορές στο χρονικό διάστημα που καλύπτουν οι χρήσεις των επιχειρήσεων ή από το πόσο σημαντικό ρόλο παίζουν οι εποχιακοί παράγοντες.

Συνεπώς αν πρόκειται να συγκρίνουμε τους δείκτες δύο επιχειρήσεων, είναι απαραίτητο να αναλύσουμε τα βασικά λογιστικά στοιχεία πάνω στα οποία στηρίζονται οι δείκτες και να εξομαλύνουμε κάθε σημαντική διαφορά.

Ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος της επιχείρησης πρέπει επίσης να είναι προσεκτικός στη διατύπωση κρίσεων για τη ποιότητα ενός συγκεκριμένου δείκτη και στη διαμόρφωση συνολικών απόψεων για μία επιχείρηση με βάση κάποια ομάδα δεικτών. Για παράδειγμα ένας υψηλός δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων μπορεί να σημαίνει αποτελεσματική διαχείριση αποθεμάτων, θα μπορούσε όμως, να σημαίνει σοβαρή έλλειψη αποθεμάτων και να υποδείχνει την πιθανότητα εξάντλησής τους. Όταν η χρηματοοικονομική ανάλυση των δεικτών υποδηλώνει ότι η τάση μιας επιχείρησης αποκλίνει από τα πρότυπα του κλάδου, αυτό δεν αποτελεί και απόλυτα βέβαιη ένδειξη ότι κάτι δεν πάει καλά με την επιχείρηση. Τέτοιες αποκλίσεις οδηγούν στην ανάγκη για πρόσθετη έρευνα και ανάλυση. Οι πρόσθετες πληροφορίες και συζητήσεις μπορεί να μας δώσουν βάσιμες εξηγήσεις για τις διαφορές, που υπάρχουν μεταξύ των δεικτών του κλάδου και της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά οι διαφορές αυτές μπορούν να αποκαλύψουν μορφές κακοδιοίκησης που απαιτούν διορθωτικά μέτρα.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω, η συμφωνία με τους σύνθετους δείκτες του κλάδου δεν εδραϊώνει τη βεβαιότητα ότι η επίδοση της επιχείρησης είναι κανονική και η διοίκησή της καλή. Βραχυπρόθεσμα, μπορεί κανείς να χρησιμοποιήσει πολλούς συνδυασμούς για να πετύχει μία συμφωνία μεταξύ των δεικτών της επιχείρησης και των προτύπων του κλάδου. Ο αναλυτής πρέπει να αποκτήσει άμεση γνώση των λειτουργιών και της διοίκησης της επιχείρησης, για να μπορέσει να ελέγξει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Επιπλέον ο αναλυτής πρέπει να αναπτύξει μία έκρηξη αίσθησης, μια διαίσθηση για το τί συμβαίνει στην επιχείρηση. Πολλές φορές ο τρόπος αυτός κρίσης μιας επιχείρησης είναι εκείνος που αποκαλύπτει τις αδυναμίες της. Ο αναλυτής δεν πρέπει να μαγνητίζεται από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που φαινομενικά δείχνουν σύμφωνοι με τα κανονικά πρότυπα.

Οι δείκτες λοιπόν είναι πολύ χρήσιμα εργαλεία. Όπως όμως συμβαίνει και με τις άλλες αναλυτικές μεθόδους, πρέπει να χρησιμοποιούνται με κρίση και προσοχή και όχι απερίσκεπτα και με μηχανικό τρόπο. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών είναι ένα χρήσιμο τμήμα μιας ολόκληρης διερευνητικής διαδικασίας. Αλλά οι χρηματοοικονομικοί δείκτες από μόνοι τους δεν αποτελούν την πλήρη απάντηση σε ερωτήσεις γύρω από την επίδοση μιας επιχείρησης.

Βασικοί τύποι των Δεικτών

Κάθε τύπος ανάλυσης έχει ένα σκοπό ή μια χρήση που προσδιορίζει και τις διάφορες σχέσεις που συγκεντρώνουν και το ενδιαφέρον της ανάλυσης. Για παράδειγμα, ο αναλυτής μπορεί να είναι ένας τραπεζίτης που εξετάζει την περίπτωση χορήγησης ενός βραχυπρόθεσμου δανείου σε μια επιχείρηση. Οι τραπεζίτες ενδιαφέρονται κυρίως για τη βραχυπρόθεσμη κατάσταση ή τη ρευστότητα της επιχείρησης. Συνεπώς το ενδιαφέρον τους στρέφεται σε δείκτες που μετρούν τη ρευστότητα. Αντίθετα οι μακροπρόθεσμοι πιστωτές δίνουν πολύ μεγαλύτερη έμφαση στην ικανότητα πραγματοποίησης κερδών και στα λειτουργικά αποτελέσματα. Γνωρίζουν ότι οι μη κερδοφόρες δραστηριότητες διαβρώνουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων και ότι η σημερινή καλή κατάσταση της επιχείρησης δεν αποτελεί εγγύηση για τη μελλοντική διαθεσιμότητα κεφαλαίων για την εξόφληση ενός μακροπρόθεσμου ομολογιακού δανείου. Παρόμοια, το ενδιαφέρον των επενδυτών σε μετοχικούς τίτλους συγκεντρώνεται στη μακροχρόνια αποδοτικότητα. Φυσικά, το ενδιαφέρον της διοίκησης συγκεντρώνεται σε όλες τις πτυχές της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, αφού οφείλει να είναι σε θέση και να εξοφλεί τα χρέη της προς τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές και να πραγματοποιήσει κέρδη για τους μετόχους.

Είναι χρήσιμο να κατατάξουμε τους δείκτες σε έξη βασικούς τύπους:

1. Δείκτες ρευστότητας, μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
2. Δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων ή μόχλευσης, μετρούν το βαθμό στον οποίο η επιχείρηση έχει χρηματοδοτηθεί με δανειακά κεφάλαια.
3. Δείκτες δραστηριότητας, μετρούν το βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των πόρων της επιχείρησης.
4. Δείκτες αποδοτικότητας, μετρούν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης, όπως εμφανίζεται από τις αποδόσεις που αποφέρουν οι πωλήσεις και οι επενδύσεις.
5. Δείκτες μεγέθυνσης, μετρούν την ικανότητα της εταιρείας να διατηρήσει την οικονομική της θέση μέσα σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία και βιομηχανία.
6. Δείκτες αποτίμησης, μετρούν την ικανότητα της διοίκησης να δημιουργεί αγοραίες αξίες πέρα από τη δαπάνη των επενδύσεων. Οι δείκτες αποτίμησης είναι η πιο πλήρης μορφή μέτρησης της απόδοσης, επειδή αντισταθμίζουν και τους δείκτες κινδύνου και τους δείκτες απόδοσης. Οι δείκτες αποτίμησης έχουν μεγάλη σημασία, διότι συνδέονται άμεσα με το στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων και της αξίας της επιχείρησης.

Τελειώνοντας την εργασία θα ήθελα να μεταφέρω τις απόψεις του αείμνηστου δασκάλου Νικ. Πετρίδη για τη διαδικασία επιλογής και πώλησης μετοχών που θα πρέπει να έχει υπόψη του ο επενδυτής και οι οποίες είναι οι εξής:

- Να μην αγοράζει μετοχή στην ανώτατη τιμή ακόμα και καλής επιχείρησης, αν η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε περίοδο εξάρσης
- Η τιμή κάποιας μετοχής δεν καθορίζεται μόνο από την ποιότητά της, αλλά και από τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στη χρηματιστηριακή αγορά.
- Η απόφαση για επιλογή κάποιας μετοχής πρέπει, εκτός των άλλων, να βασίζεται στη μελέτη της πορείας της μετοχής και των διακυμάνσεών της, γιατί κάθε μετοχή ακολουθεί τη δική της πορεία. Η μελέτη αυτή θα βοηθήσει τον επενδυτή να κρίνει κατά πόσο η τρέχουσα τιμή της μετοχής βρίσκεται σε λογικά ή όχι επίπεδα και συνεπώς να κρίνει αν είναι συμφέρουσα ή όχι η αγορά της. Βέβαια, η τελική απόφαση του επενδυτή θα εξαρτηθεί και από την πρόβλεψη για τα μελλοντικά κέρδη και τη μελλοντική χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.
- Οι μετοχές που ανεβαίνουν θεαματικά, υποχωρούν εξίσου θεαματικά.
- Να μην αγοράζει μία μετοχή μετά από μία μεγάλη κάμψη στην τιμή της.
- Να μην επενδύει σε μετοχές πριν φανούν τα σημάδια για μια γενική ανοδική πορεία στην αγορά.
- Όταν έχει αμφιβολία να μη κάνει τίποτα.
- Να βάζει τα μισά του κεφάλαια σε σίγουρη επένδυση (π.χ. τράπεζα, έντοκα γραμμάτια και ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου).
- Να μη βιάζεται να πουλήσει μόλις βγει μια είδηση.
- Οι επενδυτές δεν πρέπει να περιμένουν να φθάσει πολύ υψηλά η τιμή κάποιας μετοχής για να την πωλήσουν. Είναι φρόνιμο να το κάνουν νωρίτερα γιατί ένας χρυσός κανόνας λέει: "Άσε και τους άλλους να κερδίσουν" ή "Κάλλιο πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρι".
- Να μη βάζει όλα τα αυγά στο ίδιο καλάθι, δηλαδή να μην αγοράζει μόνο μία συγκεκριμένη μετοχή, έτσι ώστε αν δεν τα πάει καλά αυτή να μετριασθεί η ζημιά από άλλες μετοχές που θα τα πάνε καλά.
- Να μη παρασύρεται από το εύκολο κέρδος, γιατί κοντά στο εύκολο κέρδος παραμονεύει και η εύκολη ζημιά.
- Να μη περιμένει να δει τι θα κάνουν οι άλλοι για να το κάνει και αυτός αλλά να τους προλαβαίνει.
- Να συμβουλευεται τον ή τους χρηματιστές του, ξέρουν καλύτερα από αυτόν.
- Να μειώσει τις τοποθετήσεις σε μετοχές σε σημείο που να μπορεί να κοιμάται ήσυχος.

