

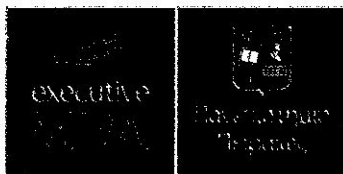


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (EMBA)

Διπλωματική Εργασία
“ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ
ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΥΧΕΡΩΝ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ”

Όνοματεπώνυμο: Λεμονίδου Σοφία
Αρ.Μητρώου: EMBA 1323

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : Ε-MBA» με τίτλο

" ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ
ΕΥΧΑΙΡΕΙΑΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΩΝ ΠΑΙΔΝΙΩΝ "

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο..... ΛΕΥΘΟΝΙΔΟΥ ΣΟΦΙΑ.....

Ημερομηνία..... 24/06/2024.....

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη και η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων συγκεκριμένης εταιρείας τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα, για την χρονική διάρκεια **2013 - 2017**. Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί σημαντικό εργαλείο για τις επιχειρήσεις, καθώς μπορεί να παρέχει αξιολόγηση αποτελεσμάτων διαχρονικά, παράλληλα με προβλέψεις για το μέλλον.

Αρχικά θα περιγραφεί η έννοια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης καθώς και οι σημαντικότεροι παράγοντες που θα ληφθούν υπόψη στην παρούσα διπλωματική εργασία. Αναλυτικότερα, θα παρατεθούν εισαγωγικές έννοιες οι οποίες είναι απαραίτητες προκειμένου ο αναγνώστης της παρούσας διπλωματικής εργασίας, να είναι σε θέση να μπορεί να καταλάβει σε μεγάλο βαθμό τα στοιχεία τα οποία θα παρουσιαστούν στα επόμενα στάδια της εργασίας.

Με την ολοκλήρωση της περιγραφής των μεθόδων ανάλυσης χρηματοοικονομικών δεδομένων και τη σύγκριση των αριθμοδεικτών, θα γίνει αξιολόγηση ως προς τη βιωσιμότητα της εταιρείας τυχερών παγνίων ΟΠΑΠ.

Τέλος, με τη χρήση όρων αποτίμησης **P/E (χρηματιστηριακή αξία/κέρδη)** για την πενταετία 2013-2017, θα γίνει αποτίμηση της εταιρείας ΟΠΑΠ Α.Ε. συγκριτικά με τον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|--|-----------|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 5 |
| 1.1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ..... | 5 |
| 1.2. ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ | 5 |
| 1.3. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ | 6 |
| 1.4. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ | 6 |
| 1.4.1. Κατάσταση Κοινών Μεγεθών (Κάθετη ανάλυση) | 7 |
| 1.4.2. Οριζόντια ανάλυση..... | 8 |
| 1.4.3. Ανάλυση με αριθμοδείκτες τάσης ή Χρηματοοικονομικές καταστάσεις τάσης | 9 |
| 1.4.4. Ανάλυση με αριθμοδείκτες | 10 |
| 1.4.5. Ανάλυση του Νεκρού Σημείου των συναλλαγών | 10 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ..... | 12 |
| 2.1. ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ | 12 |
| 2.2. ΕΙΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗΣ..... | 13 |
| 2.2.1. Τεχνική Ανάλυση | 13 |
| 2.2.2. Θεμελιώδης Ανάλυση | 16 |
| 2.2.3. Σύγκριση Τεχνικής και Θεμελιώδους Ανάλυσης | 18 |
| 2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ..... | 21 |
| 2.3.1. Ισολογισμός..... | 21 |
| 2.3.2. Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης | 22 |
| 2.3.3. Κατάσταση Χρηματοροών..... | 22 |
| 2.4. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ | 23 |
| 2.4.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας..... | 23 |
| 2.4.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας..... | 26 |
| 2.4.3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας | 28 |
| 2.4.4. Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας..... | 30 |
| 2.4.5. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες..... | 32 |
| 2.5. ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ | 33 |

| | |
|--|-----------|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ | 35 |
| 3.1. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2013 | 35 |
| 3.2. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2014 | 41 |
| 3.3. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2015 | 49 |
| 3.4. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2016 | 56 |
| 3.5. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2017 | 61 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΛΑΔΟΥ ΤΥΧΕΡΩΝ ΠΑΙΓΝΙΩΝ | 67 |
| 4.1. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΠΑΠ Α.Ε. | 67 |
| 4.1.1. Δημοσιευμένες Καταστάσεις 2016-2017 | 69 |
| 4.1.2. Δημοσιευμένες Καταστάσεις 2014-2015 | 73 |
| 4.1.3. Δημοσιευμένες Καταστάσεις 2013-2014 | 76 |
| 4.1.4 Ανάλυση εγχώριας αγοράς | 79 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΕΣ | 81 |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 84 |

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως στόχο την ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών συγκεκριμένης εταιρείας, η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών πραγματοποιείται για να διαπιστωθεί κατά πόσο η χρηματοοικονομική θέση της συγκεκριμένης εταιρείας βελτιώνεται ή έχει αρνητική πορεία διαχρονικά.

Η χρηματοοικονομική θέση κάθε εταιρείας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το εξωτερικό περιβάλλον της και πιο συγκεκριμένα για την εργασία μας, σημαντικό παράγοντα της διαχρονικής εξέλιξης αποτελεί αναπόφευκτα η οικονομική κρίση στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια.

Η αξιολόγηση λοιπόν της εξεταζόμενης επιχείρησης ως προς τη βιωσιμότητα της αλλά και ως προς την επενδυτική της αξία, πρέπει να λάβει υπόψη κατά πόσο η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει τη χρηματοοικονομική της θέση.

1.2. ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

Οι λογιστικές καταστάσεις αποτελούν προϊόν της λογιστικής εργασίας και έχουν ως σκοπό την όσο το δυνατόν ακριβέστερη αποτύπωση της πραγματικής εικόνας της κατάστασης της εταιρείας όσον αφορά τη χρηματοοικονομική της θέση, όπως και των αποτελεσμάτων χρήσης της. Η ορθή ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να παράγει πληροφορίες οι οποίες είναι σημαντικές απαραίτητες και αξιόπιστες και μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές και γενικότερα από όσους έχουν «κέρδος» από την εταιρεία, ώστε να λάβουν ορθές αποφάσεις όσον αφορά στην παρούσα θέση της εταιρείας αλλά και την μελλοντική της εξέλιξη.

Με την ανάλυση των στοιχείων, οι αποφάσεις που πρόκειται να ληφθούν στο μέλλον δεν αποτελούν προϊόν τυχαίας επιλογής ή διαίσθησης ή κάποιας υπόθεσης δίχως βάση, αλλά σε πραγματικά πορίσματα, τα οποία μειώνουν την αβεβαιότητα λήψης αποφάσεων. Η ανάλυση που θα κάνουμε στην παρούσα εργασία είναι διαχρονική και όχι διαστρωματική.

Από τα τέλη του 19^{ου} αιώνα η χρηματοοικονομική ανάλυση με αριθμοδείκτες αποτελεί το βασικότερο εργαλείο για την ερμηνεία των λογιστικών καταστάσεων και τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Αυτή η ανάλυση περιλαμβάνει τον διαχωρισμό, την ταξινόμηση και την σύγκριση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων με μέθοδο ώστε να προκύπτει συσχέτιση μεταξύ τους. Οι αριθμοδείκτες βασίζονται ουσιαστικά στην σύγκριση των παρεχόμενων στοιχείων αποτελεσμάτων στις οικονομικές καταστάσεις, γεγονός που τους κάνει πολύ πιο αποδοτικούς από την απλή παράθεση αριθμών και μεγεθών στις οικονομικές καταστάσεις. Οι αριθμοδείκτες ουσιαστικά «κατατάσσουν», βρίσκουν αναλογίες, ρυθμούς μεταβολής μεγεθών και ποσοστά.

1.3. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η εργασία θα χωριστεί σε πέντε στάδια. Στα πρώτα δυο στάδια της παρούσας εργασίας θα αναλυθούν λεπτομερώς οι βασικές θεωρητικές έννοιες, οι οποίες χρησιμοποιούνται στην επενδυτική επιχειρηματικότητα και αποτελούν απαραίτητο εργαλείο για την κατανόηση και εμπέδωση των αποτελεσμάτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των εταιρειών.

Στο τρίτο στάδιο, θα παρουσιαστούν αναλυτικά αποσπάσματα από την έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 2013-2017, τα οποία δείχνουν την επιρροή του εξωτερικού περιβάλλοντος στα αποτελέσματα δραστηριότητας της εξεταζόμενης εταιρείας και θα ληφθούν υπόψη στην αξιολόγηση της.

Στο τέταρτο στάδιο θα παρουσιαστεί αναλυτικά το προφίλ συγκεκριμένης εταιρείας τυχερών παιγνίων, καθώς και ο στόχος και το όραμα της με μία σύντομη ιστορική αναδρομή. Παράλληλα, θα γίνει παράθεση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των κοινοποιημένων ισολογισμών και σχετικών εγγράφων της εταιρείας, καθώς και ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών αντίστοιχα για τα έτη 2013-2017.

Στο πέμπτο και τελευταίο στάδιο, θα παρουσιαστούν τα συμπεράσματα που έχουν προκύψει για την εξεταζόμενη εταιρεία τυχερών παιγνίων, σε σχέση με τη βιωσιμότητα αλλά και την επενδυτική της αξία, συγκριτικά με άλλες εταιρείες του κλάδου τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα για την ίδια περίοδο (2013 - 2017).

1.4. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η πιο σημαντική «πηγή» πληροφοριών για έναν εξωτερικό αναλυτή, αποτελούν οι δημοσιευόμενες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών. Παρόλα αυτά, δεν παρέχουν

έτοιμες πληροφορίες, αλλά την «πρώτη ύλη», με τη μορφή απόλυτων χρηματοοικονομικών στοιχείων, τα οποία εάν δεν αναλυθούν δεν έχουν καμία σημασία από μόνα τους. Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να πραγματοποιηθεί με έναν αριθμό διαφορετικών μεθόδων, από τις οποίες ο αναλυτής μπορεί να επιλέξει όποια εξυπηρετεί καλύτερα τον επιδιωκόμενο σκοπό του.

Στο σημείο αυτό, θα προχωρήσουμε σε ανάλυση των πιο βασικών μεθόδων ανάλυσης:

- Καταστάσεις κοινών μεγεθών
- Οριζόντια ανάλυση ή Συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις
- Χρηματοοικονομικές καταστάσεις τάσης
- Χρήση αριθμοδεικτών
- Ανάλυση του Νεκρού Σημείου των συναλλαγών

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, η κάθε μέθοδος ανάλυσης από αυτές έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, γι' αυτό συνηθίζεται οι αναλυτές να επιλέγουν ένα κύριο μέσο και να χρησιμοποιούν επικουρικά και κάποιο άλλο. Η πλειοψηφία των αναλυτών παρόλα αυτά, προτιμάει την επιλογή της ανάλυσης με αριθμοδείκτες διότι η τεχνική αυτή προσφέρεται περισσότερο από τις άλλες μεθόδους στην ερμηνεία χρηματοοικονομικών δεδομένων. Ακολουθεί ανάλυση των μεθόδων ξεχωριστά.

1.4.1. Κατάσταση Κοινών Μεγεθών (Κάθετη ανάλυση)

Στη μέθοδο της κάθετης ανάλυσης, ένα σημαντικό μέγεθος ή στοιχείο μιας συγκεκριμένης οικονομικής κατάστασης (π.χ. για τον ισολογισμό το άθροισμά του, για τα αποτελέσματα χρήσης οι πωλήσεις), χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού και όλα τα άλλα στοιχεία της οικονομικής κατάστασης συγκρίνονται με αυτό. Με αυτή τη σύγκριση που πραγματοποιείται, έχει ως αποτέλεσμα όλα τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης, να εκφράζονται ως ποσοστά του ποσού του μεγέθους που λήφθηκε ως βάση υπολογισμού και το οποίο παριστάνεται με το 100%. Αυτές οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που παρουσιάζονται τα στοιχεία τους ως απόλυτοι αριθμοί και σε ποσοστά, λέγονται καταστάσεις «κοινού μεγέθους», γιατί τα ποσοστά υπολογίζονται πάνω σε κοινή βάση ή καταστάσεις του «100%», είτε ακόμα και καταστάσεις «συστατικού ποσοστού», γιατί κάθε κατάσταση ανάγεται στο σύνολο του 100 και κάθε στοιχείο της εκφράζεται ως ποσοστό στο σύνολο του 100. Η κάθετη ανάλυση μπορεί να περιγραφεί ως μέσο ανάλυσης της εσωτερικής δομής των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η ονομασία της μεθόδου οφείλεται στο γεγονός ότι εφαρμόζεται σε οικονομικές καταστάσεις κάθετης

παράθεσης και η μελέτη των ποσοστών που εμφανίζονται σ' αυτές γίνεται κατά κάθετο τρόπο. Η επιτυχία και η σημασία της κάθετης ανάλυσης ή των καταστάσεων «κοινού μεγέθους» ανάγεται στους εξής λόγους:

- Τα μεγέθη των οικονομικών στοιχείων μιας χρηματοοικονομικής κατάστασης, παρουσιάζονται ως ποσοστό του απόλυτου στοιχείου που λήφθηκε ως βάση υπολογισμού, με άμεσο αποτέλεσμα να μπορεί να παρασταθεί η βαρύτητα κάθε στοιχείου συγκριτικά με το ποσό της βάσης υπολογισμού. Με τον τρόπο αυτό, η ανάγνωση και η αντίληψη των δεδομένων γίνεται ταχύτερη και ακριβέστερη. Καθίσταται δυνατή η παρακολούθηση των μεταβολών των επιμέρους στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων από έτος σε έτος, σε σχέση με το εκάστοτε ποσό της βάσης υπολογισμού. Κάτι τέτοιο είναι πάρα πολύ δύσκολο, αν όχι αδύνατο, στην περίπτωση που οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν τα οικονομικά τους στοιχεία μόνο ως απόλυτα μεγέθη.

- Η κάθετη ανάλυση ευνοεί τη σύγκριση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους, γιατί η αναπαράσταση των στοιχείων τους γίνεται σε ποσοστά των συνολικών τους μεγεθών, όπως πχ. σε ποσοστά του συνολικού ενεργητικού ή παθητικού, αν πρόκειται για ισολογισμούς, ή των συνολικών πωλήσεων, αν πρόκειται για αποτελέσματα χρήσης, δημιουργείται μια κοινή βάση σύγκρισης μεταξύ τους.

1.4.2. Οριζόντια ανάλυση

Στην Οριζόντια Ανάλυση, τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων χωρίζονται σε ομάδες όπου στη συνέχεια συγκρίνονται και αξιολογούνται. Αφότου αναπαραχθούν και ομαδοποιηθούν με σωστό τρόπο, αναλύονται και μελετώνται οι διάφορες μεταβολές της χρηματοοικονομικής θέσης μιας εταιρείας για 2 ή περισσότερα έτη. Στη μέθοδο αυτή αντιπαρατίθενται τα κονδύλια διαδοχικών ισολογισμών ή αποτελεσμάτων χρήσης, δύο ή και περισσότερων χρήσεων και παρακολουθείται και μελετάται η διαχρονική εξέλιξή τους. Με τον τρόπο αυτό οι πληροφορίες που προκύπτουν είναι πιο αποκαλυπτικές για τον αναλυτή.

Η ονομασία της οριζόντιας ανάλυσης οφείλεται στο γεγονός ότι προσδιορίζονται και μελετώνται οι οριζόντιες μεταβολές στα στοιχεία των διαδοχικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Χάρη στη μέθοδο αυτή, τα ετήσια ή εξαμηνιαία ή τριμηνιαία ή και μηνιαία στοιχεία, μπορούν να συγκριθούν εύκολα με τα αντίστοιχα προηγούμενων χρήσεων και

να οδηγήσουν σε συμπεράσματα, σχετικά με την τάση και το ρυθμό τους διαχρονικά. Ένα ζήτημα που προκύπτει είναι η σύγκριση των λογιστικών στοιχείων σε διαχρονική βάση. Για να καταστεί εφικτή η σύγκριση, προϋποτίθεται ότι οι συγκριτικές καταστάσεις πληρούν τις εξής προϋποθέσεις:

- Η ταξινόμηση των στοιχείων να είναι ομοιόμορφη σε όλες τις περιόδους, στις οποίες αναφέρονται
- Τα στοιχεία να είναι ενταγμένα στις ίδιες επί μέρους ομάδες στοιχείων
- Να τηρούνται οι λογιστικές αρχές, για όλη τη περίοδο που εξετάζεται

Υπάρχουν κάποιες περιπτώσεις στις οποίες θα υπάρξουν ενδεχόμενες αλλαγές σε αυτά, στις οποίες περιπτώσεις θα πρέπει να σημειώνεται, ώστε να λαμβάνεται υπόψη από τον αναλυτή. Σε περιπτώσεις που οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν τηρούνται, οι συγκρίσεις μπορεί να δώσουν παραπλανητική εικόνα με αποτέλεσμα την εξαγωγή εσφαλμένων συμπερασμάτων.

1.4.3. Ανάλυση με αριθμοδείκτες τάσης ή Χρηματοοικονομικές καταστάσεις τάσης

Ο υπολογισμός αριθμοδεικτών τάσης ακολουθεί μια σχετικά εύκολη μεθοδολογία. Αρχικά, επιλέγεται ένα έτος (ή κάποιο άλλο χρονικό σημείο), το οποίο τίθεται ως βάση των υπολογισμών, για αυτό λέγεται και έτος βάσης. Με το έτος αυτό για βάση, τα ποσά των στοιχείων των επόμενων ετών υπολογίζονται ως ποσοστά πάνω στο ποσό του έτους της βάσης. Το έτος της βάσης είναι ίσο με 100%. Ο υπολογισμός της σειράς των αριθμοδεικτών τάσης ενός οικονομικού στοιχείου, για καθένα από τα επόμενα έτη της υπό εξέταση χρονικής περιόδου, βασίζεται στον εξής τύπο:

Αριθμοδείκτης τάσης έτους (v) = Αξία μεγέθους έτους (v) x 100 / Αξία μεγέθους έτους βάσης.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να αναφερθεί πως επειδή το έτος βάσης αποτελεί την αφετηρία για όλους τους υπολογισμούς και όλες τις συγκρίσεις που θα πραγματοποιηθούν, θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο τυπικό ή κανονικό, από την άποψη των συνθηκών λειτουργίας και των αποτελεσμάτων της εταιρείας ή αλλιώς να αντιπροσωπεύει την καλούμενη «τυπική» ή «ομαλή» δραστηριότητα της εταιρείας. Αυτό δηλαδή σημαίνει πως θα πρέπει να ληφθεί ως βάση ένα έτος το οποίο κυμαίνεται κοντά στον μέσο όρο της «κανονικής κατανομής» της εταιρείας, αποφεύγοντας με άλλα λόγια ακραίες τιμές είτε θετικά είτε αρνητικά, είτε τιμές οι οποίες προκύπτουν λόγω εκτάκτων ή ειδικών παραγόντων που μπορούν να επηρεάσουν τα αποτελέσματα χρήσης ενός έτους.

Γενικά, κατά την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες τάσης, ως έτος βάσης λαμβάνεται το πρώτο έτος της χρονικής περιόδου που μελετά η ανάλυση, εκτός και αν το έτος αυτό δεν εκπληρώνει τις προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν πιο πάνω, οπότε θα πρέπει να επιλεγεί από τον αναλυτή ένα άλλο, πιο αντιπροσωπευτικό έτος.

1.4.4. Ανάλυση με αριθμοδείκτες

Η μέθοδος ανάλυσης με αριθμοδείκτες χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της απόδοσης των επιχειρήσεων σχεδόν από την αρχή της ύπαρξης του χρηματιστηρίου. Η μέθοδος είναι βασισμένη σε λογιστικούς αριθμοδείκτες, οι οποίοι έχουν υπόσταση στον «χρηματοοικονομικό» κόσμο αρκετό καιρό πριν την εμφάνιση του Χρηματιστηρίου. Η μέθοδος αυτή έγινε γνωστή από τον Benjamin Graham ο οποίος θεωρείται από τους «πατέρες» της πιο θεμελιώδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Η ανάλυση με αριθμοδείκτες θεωρείται ένα από τα πιο γνωστά μέσα ανάλυσης, αξιολόγησης και ερμηνείας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι αριθμοδείκτες εκφράζουν λογικές σχέσεις των οικονομικών μεγεθών, ενδεικτικές της αξίας των δύο βασικών επιχειρηματικών λειτουργιών: της διαχείρισης και της εκμετάλλευσης. Η σύγκριση των μεγεθών γίνεται αναλογικά, με μορφή ποσοστού κλάσματος και εκφράζεται με τη λατινική λέξη «Ratio» που σημαίνει σχέση-λόγος. Στη χρηματοοικονομική ανάλυση, αριθμοδείκτης θεωρείται η απλή μαθηματική έκφραση της σχέσης ανάμεσα σε δύο λογιστικά μεγέθη, που λαμβάνονται από την ίδια ή από διαφορετικές οικονομικές καταστάσεις (π.χ. τον ισολογισμό και τα αποτελέσματα χρήσης).

Ο αριθμοδείκτης, λοιπόν, δεν είναι παρά ένα κλάσμα και μπορεί να εκφραστεί, είτε ως πηλίκιο, είτε ως λόγος ή ως ποσοστό επί τοις εκατό. Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως η διαφορά της μεθόδου αυτής συγκριτικά με τις υπόλοιπες μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης, έγκειται στο γεγονός ότι αναλύει από κάτω προς τα πάνω αντί γι' αντίστροφα –στην περίπτωση τεχνικής ανάλυσης- απ' ότι αναπαρίσταται στα διαγράμματα

1.4.5. Ανάλυση του Νεκρού Σημείου των συναλλαγών

Νεκρό Σημείο μίας Εταιρείας, είναι το σημείο εκείνο όπου το ύψος των πωλήσεων της εταιρείας ισούται με το ύψος του ποσού το οποίο καλύπτει όλα της τα έξοδα, δηλαδή αποτελεί το σημείο στο οποίο η εταιρεία δεν πραγματοποιεί ούτε κέρδος αλλά ούτε ζημία. Με άλλα λόγια είναι το σημείο όπου τα έξοδα ισοσταθμίζονται ακριβώς με τα έσοδα μίας Εταιρείας. Η ανάλυση του Νεκρού Σημείου είναι ένα πολύ σημαντικό χρηματοοικονομικό

μέσο και αποτελεί μια αναλυτική τεχνική για μελέτη, έρευνα και συμπεράσματα αναφορικά με τη σχέση των σταθερών εξόδων, των μεταβλητών εξόδων, των εισπράξεων και των κερδών οποιασδήποτε εκμετάλλευσης. Η ανάλυση «νεκρού σημείου» θεωρείται σαν οδηγός λήψης ορθολογικών επιχειρηματικών αποφάσεων.

Κάθε εταιρεία θα πρέπει να μελετάει με προσοχή τις σχέσεις μεταξύ κόστους, όγκου παραγωγής, εσόδων και κέρδους. Στόχος της Εταιρείας είναι να εντοπίσει τους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν το κέρδος, καθώς και τον τρόπο και το βαθμό που οι διαφορετικές συνθήκες του περιβάλλοντος στο οποίο αναπτύσσεται η Εταιρεία, το επηρεάζουν. Κάθε εταιρεία έχει το δικό της «νεκρό σημείο» και είναι το σημείο εκείνο στο οποίο οι πωλήσεις της αντισταθμίζουν στον ίδιο ακριβώς βαθμό το κόστος παραγωγής των προϊόντων της με συνέπεια το οικονομικό της αποτέλεσμα να είναι ίσο με μηδέν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

2.1. ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Χρηματοοικονομική ανάλυση είναι η διαδικασία αξιολόγησης της εταιρείας, των επιχειρησιακών σχεδίων (projects), των budget και άλλων οικονομικών μεγεθών με στόχο τον υπολογισμό της απόδοσης και της καταλληλότητάς τους. Η χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιείται συνήθως για να διαπιστωθεί εάν μία εταιρεία είναι ευσταθής οικονομικά ή εάν είναι ρευστή ή αρκετά κερδοφόρα ώστε να είναι σε θέση να εγγυηθεί μια οικονομική επένδυση. Όταν λοιπόν γίνεται ανάλυση σε κάποια συγκεκριμένη εταιρεία, ο αναλυτής δίνει μεγαλύτερη έμφαση στις καταστάσεις που δημοσιεύονται και επίσημα με βασικό επίκεντρο τον ισολογισμό της εξεταζόμενης εταιρείας.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιείται με στόχο την αξιολόγηση των οικονομικών τάσεων, την στοχοθεσία της οικονομικής πολιτικής μίας εταιρείας, τη δημιουργία μακροπρόθεσμων σχεδίων της εταιρικής δραστηριότητας και για να ανακαλύψει πιθανά επιχειρησιακά σχέδια (projects) ή επιχειρήσεις αξιόλογες για επένδυση.

Ένας από τους πιο συνήθεις τρόπους ανάλυσης οικονομικών δεδομένων είναι ο υπολογισμός αριθμοδεικτών με σκοπό τη σύγκριση είτε μεταξύ τους είτε με δείκτες άλλων επιχειρήσεων είτε ακόμα και με τους δείκτες της ίδιας εταιρείας στο παρελθόν. Για παράδειγμα ο δείκτης ROA (return on assets) είναι ένας δείκτης ο οποίος αποτυπώνει το βαθμό επάρκειας μίας εταιρείας όσον αφορά τη χρήση των περιουσιακών στοιχείων της αλλά και ως μέτρο κερδοφορίας. Ο δείκτης αυτός θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για πολλές όμοιες επιχειρήσεις και να συγκριθεί ως μέρος μεγαλύτερης ανάλυσης.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση μπορεί να διεξαχθεί μέσα σε μία εταιρεία στο τμήμα του Corporate Finance (Εταιρική) αλλά και στις επενδυτικές δραστηριότητες της. Στην πρώτη περίπτωση η ανάλυση διεξάγεται εσωτερικά, χρησιμοποιώντας δείκτες όπως είναι η παρούσα αξία (NPV = Net Present Value) και ο εσωτερικός δείκτης απόδοσης (IRR = Internal Rate of Return) ώστε να βρεθούν projects τα οποία αξίζει να ακολουθηθούν. Μία κομβική περιοχή της χρηματοοικονομικής ανάλυσης σε Corporate επίπεδο είναι η εκτίμηση της απόδοσης μίας εταιρείας στο παρελθόν σε τομείς όπως τα Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (ΚΠΦΤ) ή το περιθώριο κέρδους, σε σχέση με την απόδοση της εταιρείας στο μέλλον. Αυτό δίνει ένα χρήσιμο και απαραίτητο εργαλείο στην εταιρεία ώστε

να μπορεί να προβλέψει μελλοντικά budget και να λάβει αποφάσεις βασισμένες σε τάσεις του παρελθόντος.

Στην επενδυτική επιχειρηματικότητα, ένας εξωτερικός χρηματοοικονομικός αναλυτής, διεξάγει την ανάλυση για επενδυτικούς στόχους. Η μέθοδος που ακολουθείται σε αυτές τις περιπτώσεις ονομάζεται «top-down» (από επάνω προς τα κάτω). Η top-down μέθοδος είναι η μέθοδος κατά την οποία η προσέγγιση της ανάλυσης ξεκινάει από τα μακροοικονομικά στοιχεία της οικονομίας και στη συνέχεια επικεντρώνεται στους μικρότερους τομείς με περισσότερη λεπτομέρεια. Με πιο απλά λόγια, θα λέγαμε πως ο αναλυτής ρίχνει το βάρος της ανάλυσής του στη μεγαλύτερη εικόνα πρώτα, στις συνθήκες που επικρατούν στο ευρύτερο περιβάλλον και στη συνέχεια αφού έχει γίνει αυτό, επικεντρώνεται στις λεπτομέρειες των επί μέρους τομέων. Έτσι λοιπόν αφού έχει εξετασθεί το ευρύτερο περιβάλλον, στη συνέχεια εντοπίζοντας περιοχές υψηλής απόδοσης, η ανάλυση στοχεύει στην εύρεση των καλύτερων επιχειρήσεων στις αντίστοιχες περιοχές. Στην αντίστροφη μέθοδο, δηλαδή στην «bottom-up», ο αναλυτής εξετάζει μία συγκεκριμένη εταιρεία και διεξάγει παρόμοια ανάλυση με αριθμοδείκτες όπως και στην εταιρική ανάλυση που αναφέρθηκε ακριβώς πιο πάνω, λαμβάνοντας ως δείκτες επένδυσης τους παρελθοντικούς αλλά και τους προβλεπόμενους μελλοντικούς δείκτες της εταιρείας.

2.2. ΕΙΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Υπάρχουν δύο μέθοδοι ανάλυσης, η τεχνική ανάλυση και η θεμελιώδης ανάλυση.

2.2.1. Τεχνική Ανάλυση

Τεχνική ανάλυση είναι η συστηματική μελέτη και επεξεργασία ιστορικών δεδομένων της μετοχής (market data) ούτως ώστε να επιτυγχάνουμε ασφαλή και ακριβή πρόβλεψη των τιμών των μετοχών. Η τεχνική ανάλυση έχει τις εξής παραδοχές:

Η δραστηριότητα της αγοράς προεξοφλεί τα πάντα, κάθε επίδραση στην αγορά έχει ήδη ληφθεί υπόψη στα τρέχοντα επίπεδα τιμών. Τυχόν μεταβολές που θα δημιουργηθούν στην προσφορά και στη ζήτηση, θα μεταβάλλουν αντίστοιχα τις τιμές των μετοχών και θα δημιουργήσουν τάσεις καθοδικές-ανοδικές ανάλογα αν υπερτερεί η προσφορά ή η ζήτηση. Ο αναλυτής δεν ενδιαφέρεται για τα αίτια που προκαλούν τις διάφορες μεταβολές στη προσφορά και τη ζήτηση. Ο αναλυτής έχει τη δυνατότητα μέσω των αντιδράσεων της αγοράς να προβλέψει τις μεταβολές που θα προκαλούν τα αίτια.

Οι τιμές των μετοχών διαχρονικά ακολουθούν τάσεις (trends), οι οποίες συνήθως έχουν μεγάλη διάρκεια μέχρι το σημείο όπου θα συμβεί κάποιος γεγονός το οποίο θα αλλάξει την τάση τους. Ο λόγος που οι τιμές μεταβάλλονται σταδιακά και δημιουργούν τάσεις αποτελεί το γεγονός πως η πληροφόρηση που έχουν οι επενδυτές όσον αφορά ειδήσεις που θα αλλάξουν την τάση της μετοχής. Υπάρχουν οι επενδυτές που έχουν εσωτερική πληροφόρηση για παράδειγμα, οι οποίοι ενημερώνονται νωρίτερα από το ευρύ επενδυτικό κοινό που περιμένει να ενημερωθεί από τον έντυπο ή ηλεκτρονικό τύπο.

Ανατρέχοντας σε ιστορικά δεδομένα, αποτελεί γεγονός ότι οι επενδυτές αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο σε δεδομένες καταστάσεις της αγοράς, ανεξαρτήτως περιόδου εμφάνισής των λόγω της ανθρώπινης ψυχολογίας. Οι πράξεις αγοράς και πώλησης στην αγορά λόγω της δεδομένης ανθρώπινης αντίδρασης δημιουργούν σχηματισμούς στα διαγράμματα που αποτυπώνονται οι τιμές που παρουσιάζουν επαναλαμβανόμενη τάση στο πέρασμα του χρόνου, γεγονός που τους καθιστά προβλέψιμους.

2.2.1.1. Βασικοί Δείκτες Τεχνικής Ανάλυσης

Ο πρώτος και πιο διαδεδομένος δείκτης της τεχνικής ανάλυσης είναι ο Κινητός Μέσος Όρος. Η εξέλιξη και διάδοση της πληροφορικής δημιούργησε τεχνικούς δείκτες που στηρίζονται στην μαθηματική και στατιστική ανάλυση και παράγουν σήματα για αγοραπωλησίες που δεν είναι δυνατόν να αμφισβητηθούν. Ο απλός κινητός μέσος όρος απεικονίζει την μέση τιμή μιας μετοχής για κάποια χρονική περίοδο. Για παράδειγμα ο κινητός μέσος όρος n ημερών την x ημέρα είναι ο αριθμητικός μέσος όρος των τιμών κλεισίματος των n ημερών που προηγούνται της x ημέρας.

Η χρησιμότητά του κινητού μέσου όρου είναι πολλαπλή. Αρχικά αποτυπώνει τις διαθέσεις της αγοράς. Εάν είναι ανοδικός τότε και η αγορά είναι θετική ενώ εάν είναι καθοδικός τότε μας δείχνει ότι η αγορά είναι αρνητική. Επιπλέον δημιουργεί σήμα αγοράς ή πώλησης όταν διασταυρώνεται με την καμπύλη των τιμών. Εάν η γραμμή τιμών διασπάσει ανοδικά την γραμμή του ΚΜΟ έχουμε ένδειξη για αγορά. Εάν η γραμμή τιμών διασπάσει καθοδικά την γραμμή του ΚΜΟ τότε έχουμε ένδειξη για πώληση. Τελευταία και σημαντική χρησιμότητα αποτελεί το γεγονός πως εξομαλύνει την καμπύλη των τιμών απαλλάσσοντας την από παροδικές εξάρσεις, δίνοντας έτσι στον ένα χρήσιμο εργαλείο πρόβλεψης των μελλοντικών τιμών.

Βασική παράμετρος του κινητού μέσου όρου είναι η χρονική περίοδος υπολογισμού του. Με βάση την περίοδο που λαμβάνεται ως βάση υπολογισμού διακρίνεται σε

βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο (τριάντα έως σαράντα ημερών) και μακροπρόθεσμο (ενενήντα έως διακοσίων ημερών). Ο απλός δείκτης έχει το μειονέκτημα ότι στον υπολογισμό του όλες οι μέρες έχουν το ίδιο ποσοστό συμμετοχής. Για να αντιμετωπιστεί το γεγονός, επινοήθηκαν και άλλοι κινητοί μέσοι όροι οι οποίοι αποδίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις τιμές των τελευταίων ημερών της χρονικής περιόδου και μικρότερη στις παλαιότερες τιμές. Ακολουθεί ανάλυση μερικών από τους δείκτες που αναφέρθηκαν:

- Σταθμισμένος κινητός μέσος όρος. Για τον υπολογισμό του πολλαπλασιάζεται η τιμή κάθε ημέρας με ένα ειδικό βάρος το οποίο είναι μεγαλύτερο όσο πιο κοντά βρισκόμαστε στην ημερομηνία υπολογισμού.
- Εκθετικός κινητός μέσος όρος. Είναι ένας σταθμισμένος κινητός μέσος όρος με τη διαφορά από τον σταθμισμένο πως δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα πιο πρόσφατα δεδομένα.
- Εξομαλυσμένος κινητός μέσος όρος. Είναι ίδιος με έναν απλό κινητό με την διαφορά ότι αντί δεν αφαιρείται η πιο παλιά τιμή αλλά η τιμή του προηγούμενου κινητού μέσου όρου από το προηγούμενο άθροισμα και προστίθεται η τιμή της νέας περιόδου.
- Κεντραρισμένος κινητός μέσος όρος. Η μόνη διαφορά του από τον απλό κινητό μέσο όρο είναι ότι το αποτέλεσμα του αντί να μεταφέρεται στη νιοστή περίοδο, τοποθετείται στο κέντρο των n περιόδων.
- Τριγωνικός κινητός μέσος όρος. Είναι παραπλήσιος με τον απλό κινητό μέσο όρο με τη διαφορά πως δίνει περισσότερη βαρύτητα στις τιμές που βρίσκονται στο μέσον της χρονικής περιόδου που ελέγχεται. Για να αποφευχθεί η δημιουργία λανθασμένων σημάτων, χρησιμοποιούνται «φίλτρα» τα οποία μπορεί να είναι ποσοστιαία, χρονικά ή ποσοστιαίες περιβάλλουσες. Οι κινητοί μέσοι όροι μπορεί να χρησιμοποιηθούν και σε συνδυασμό ενός βραχυπρόθεσμου με έναν μακροπρόθεσμο.
- Ο βραχυπρόθεσμος λόγω της μεγαλύτερης ευαισθησίας του ως προς τις τιμές, εμφανίζει πιο έντονες διακυμάνσεις από τον μακροχρόνιο και κινείται γύρω απ' αυτόν με ανοδικές και καθοδικές διασπάσεις.

Όταν ο βραχυπρόθεσμος διασπά τον μακροπρόθεσμο, παράγει σήματα αγοραπωλησίας με τον μακροπρόθεσμο δείκτη να αποτυπώνει την τάση. Αυτή η μέθοδος αγοραπωλησιών μέσω δύο κινητών μέσων όρων ονομάζεται «double

crossover» και μειώνει αισθητά τα λανθασμένα σήματα αγοράς και πώλησης. Οι κινητοί μέσοι όροι είναι αποτελεσματικοί στην λειτουργία τους και εύκολοι στον υπολογισμό. Το μειονέκτημα που έχουν είναι ότι παράγουν σήματα αγοραπωλησιών με καθυστέρηση.

Ο δείκτης κινητών μέσων όρων χρησιμοποιεί δύο κινητούς μέσους όρους με διαφορετικές περιόδους. Ο κινητός μέσος όρος είναι ένα χρήσιμο μαθηματικό εργαλείο το οποίο παρέχει τη δυνατότητα στον αναλυτή να δει την κύρια διάθεση των επενδυτών. Όταν ο κινητός μέσος όρος είναι ανοδικός σημαίνει πως η ψυχολογία των επενδυτών (άρα και της αγοράς) κρίνεται θετική, ενώ στην αντίθετη περίπτωση δείχνει πως το κλίμα που επικρατεί στην αγορά είναι αρνητικό.

Ο κινητός μέσος όρος αποτελεί το καλύτερο και ασφαλέστερο μαθηματικό εργαλείο που χρησιμοποιείται στην τεχνική ανάλυση για μακροπρόθεσμες προβλέψεις των τιμών των μετοχών. Έτσι μπορεί δικαίως να χαρακτηριστεί ο συγκεκριμένος δείκτης ως δείκτης ψυχολογίας των επενδυτών άρα και της αγοράς.

Οι κινητοί μέσοι όροι, χρησιμοποιούνται για τους ίδιους ακριβώς λόγους για τους οποίους χρησιμοποιείται και ο κινητός μέσος όρος. Δηλαδή οι δείχνουν την ψυχολογία των επενδυτών και της αγοράς σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, σε αντίθεση με τον κινητό μέσο όρο ο οποίος χρησιμοποιείται για μακροπρόθεσμα αποτελέσματα. Η διάκριση των σημαδιών σε αξιόπιστα ή λανθασμένα γίνεται με ένα σημαντικό εργαλείο της τεχνικής ανάλυσης που ονομάζεται φίλτρο. Η ιδιότητα του φίλτρου είναι να «φιλτράρει» τις ταλαντώσεις των τιμών των μετοχών με σκοπό να είναι ευκολότερη η διαδικασία ελέγχου από μεριάς αναλυτή. Το φίλτρο μπορεί να τοποθετηθεί με βάση το ποσοστό που έχει ορίσει ο αναλυτής. Το ποσοστό αυτό δεν είναι μεγάλο έτσι ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος απώλειας πληροφοριών. Το σημαντικότερο μειονέκτημα που προκύπτει από τη χρήση φίλτρου είναι η καθυστέρηση λήψης αποφάσεων. Παρόλα αυτά βεβαίως η διαδικασία του διαχωρισμού των ταλαντώσεων των τιμών μίας μετοχής είναι εξαιρετικής σημασίας κυρίως στις αγορές συναλλάγματος.

2.2.2. Θεμελιώδης Ανάλυση

Ο Benjamin Graham θεωρούσε ότι το νόημα της θεμελιώδους ανάλυσης είναι ο αναλυτής να μπορεί να βρίσκει την πραγματική αξία των μετοχών. Με βάση αυτό, ο αναλυτής αρχικά πρέπει να εντοπίσει και να λάβει υπ' όψιν τους παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάσουν την εταιρεία ή τον κλάδο της εταιρείας στο μέλλον. Τα στάδια μιας επιτυχημένης θεμελιώδους ανάλυσης είναι τα εξής τρία: 1) Η κατάσταση που επικρατεί

στην οικονομία, 2) η κατάσταση που επικρατεί στον κλάδο της εταιρείας και 3) η κατάσταση που επικρατεί στην ίδια την εταιρεία.

Η θεμελιώδης ανάλυση είναι μια μέθοδος αποτίμησης και επιλογής μετοχών με στόχο τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου το οποίο θα καλύπτει τους επενδυτικούς σκοπούς ενός επενδυτή. Η τελική επιλογή μίας μετοχής και η διαχείρισή της, γίνεται μετά από λεπτομερή μελέτη όλων των οικονομικών δεδομένων, αλλά και των οικονομικών μεταβλητών που δύναται να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής. Τα πρώτα στοιχεία, που εξετάζει ο αναλυτής είναι τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Βάση νόμου, όλες οι επιχειρήσεις οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν περιοδικά τους ισολογισμούς τους ώστε να υπάρχει η δυνατότητα για τους επενδυτές να παρακολουθούν την πορεία τους και να μπορούν να κάνουν σωστή αποτίμηση των μετοχών τους.

Οι δημοσιευμένες πληροφορίες πέραν των ισολογισμών περιλαμβάνουν και άλλα δεδομένα, όπως για παράδειγμα είναι οι ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων, οι δείκτες της τιμής της μετοχής προς κέρδη (P/E), ανακοινώσεις διάσπασης μετοχών, αλλαγές στα διοικητικά συμβούλια, προβλήματα χρηματοδοτήσεων, πιθανή ανάπτυξη νέων προϊόντων κ.λπ. Λαμβάνοντας όλα αυτά τα στοιχεία ο αναλυτής υπ' όψιν του, μπορεί πλέον να σχηματίσει μια εικόνα της κατάστασης στην οποία βρίσκεται η εταιρεία και κατ' επέκταση για την πορεία της μετοχής της στο μέλλον. Μέσω της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών που διεξάγει, προσπαθεί να προσδιορίσει αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη με βάση τα κέρδη, τις πωλήσεις και τις υποχρεώσεις.

Ο αναλυτής ενημερώνεται συνεχώς για τα νέα της χρηματιστηριακής αγοράς, τις οποίες εξελίξεις πιθανόν υπάρχουν στον οικονομικό κλάδο, κάποιες πιθανές προοπτικές, αλλά και της οικονομίας της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία γενικότερα. Μερικά στοιχεία τα οποία μπορεί να έχουν επίπτωση στην αγορά είναι η μεταβολή προς τα επάνω ή προς τα κάτω του πληθωρισμού, κάποια μείωση των επιτοκίων, αλλαγή φορολογικού καθεστώτος, ιδιωτικοποιήσεις επιχειρήσεων, ανακοινώσεις δημοσιονομικού ελλείμματος από την κυβέρνηση. Δε θα μπορούσαν φυσικά να μη ληφθούν υπ' όψιν οι διεθνείς εξελίξεις, γιατί σημαντικά διεθνή γεγονότα μπορούν να έχουν επίπτωση και στην οικονομία της χώρας. Για παράδειγμα ένας πόλεμος σε μια γειτονική χώρα ή η αύξηση της τιμής του πετρελαίου κ.λπ.

Λαμβάνοντας λοιπόν υπ' όψιν όλα τα παραπάνω στη θεμελιώδη ανάλυση, ο αναλυτής μπορεί να οδηγηθεί σε μία αντικειμενική εκτίμηση της συγκεκριμένης μετοχής και η

σύγκριση μετοχών διαφόρων επιχειρήσεων, με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη τους, μπορεί να υποδείξει μετοχές, των οποίων την αξία για τον ένα ή για τον άλλο λόγο δεν εκτιμά σωστά η αγορά.

2.2.3. Σύγκριση Τεχνικής και Θεμελιώδους Ανάλυσης

Στόχος της τεχνικής ανάλυσης είναι η πρόβλεψη της πορείας των μετοχών μέσα από τη μελέτη των διαγραμμάτων των τιμών των μετοχών. Η θεμελιώδης ανάλυση έχει στόχο την πρόβλεψη της κίνησης των τιμών μέσα από τη μελέτη των λογιστικών και οικονομικών δεδομένων και προσδοκιών. Υπάρχει μια «σύγκρουση» μεταξύ των υποστηρικτών της κάθε μεθόδου. Παλαιότερα, η τακτική της αγοράς και διακράτησης των μετοχών, απέδιδε και την προτιμούσαν οι επενδυτές. Οι οικονομίες όμως άρχισαν να γίνονται πιο πολύπλοκες με αποτέλεσμα να επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες και έτσι η τακτική της διακράτησης άρχισε να χάνει έδαφος. Η ανάπτυξη της τεχνολογίας και το ενδιαφέρον που υπήρξε προς τα διαγράμματα, βοήθησε στη διάδοση της τεχνικής ανάλυσης και στη δημιουργία νέων τεχνικών δεικτών.

Με άλλα λόγια, η θεμελιώδης ανάλυση μας παρέχει σημαντικές πληροφορίες για την αξιολόγηση μιας εταιρείας ενώ η τεχνική ανάλυση λαμβάνοντας υπόψιν άλλους παράγοντες, παρέχει συγκεκριμένα σήματα αγοράς και πώλησης. Στο σημείο αυτό θα αναλυθούν τα πλεονεκτήματα της τεχνικής ανάλυσης σε σχέση με τη θεμελιώδη.

Οι τεχνικοί αναλυτές υποστηρίζουν πως η επιλογή του χρονικού σημείου αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής γίνεται πιο καλά. Στη θεμελιώδη ανάλυση για παράδειγμα, ο αναλυτής μπορεί να βρει μια υποτιμημένη μετοχή, αλλά δε βρίσκεται σε θέση να γνωρίζει πότε είναι η κατάλληλη στιγμή για να προτείνει την αγορά της. Οι τεχνικοί αναλυτές έχουν περισσότερες πιθανότητες να επιλέξουν την κατάλληλη χρονική στιγμή, καθώς δε προβαίνουν σε συναλλαγές μέχρι να εκδηλωθεί η τάση ανόδου της μετοχής.

Η τεχνική ανάλυση διακρίνεται από την αντικειμενικότητα. Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, ο θεμελιώδης αναλυτής αντιμετωπίζει προβλήματα στη μελέτη των οικονομικών καταστάσεων, λόγω του γεγονότος πως παρουσιάζεται διαφορετικά η κάθε μία. Στην τεχνική ανάλυση, η ανάλυση των δεικτών είναι καθαρά μαθηματική και η ερμηνεία τους συγκεκριμένη. Υπάρχουν σαφώς και περιπτώσεις όπου οι τεχνικοί αναλυτές σε ίδια διαγράμματα βλέπουν διαφορετικούς σχηματισμούς και καταλήγουν σε διαφορετική ερμηνεία και κατ' επέκταση συμπεράσματα. Αυτό περισσότερο οφείλεται στη διαφορετική εμπειρία που κατέχουν και όχι στην τεχνική ανάλυση. Για παράδειγμα, στους

ταλαντωτές RSI υπάρχει ξεκάθαρη εικόνα στα πράγματα. Αν η τιμή του RSI είναι μεγαλύτερη του 70 η μετοχή θεωρείται υπεραγορασμένη, ενώ αν είναι μικρότερη του 30 υπερπωλημένη.

Οι επενδυτές βραχυπρόθεσμων επενδύσεων χρησιμοποιούν κυρίως την τεχνική ανάλυση γιατί είναι το μόνο εργαλείο που μπορεί να κάνει ανάλυση βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Η τεχνική ανάλυση δεν απαιτεί χρόνο. Πλέον με την εξέλιξη της τεχνολογίας και τους υπολογιστές, δείχνει γρήγορα και άμεσα τα σημεία αντιστροφής στις βραχυπρόθεσμες πράξεις, οι οποίες σαφώς τους επιτρέπουν να έχουν γρήγορα και επαναλαμβανόμενα κέρδη. Σαφώς και η τεχνική ανάλυση μπορεί να χρησιμοποιηθεί και από μακροπρόθεσμους επενδυτές, δίνοντας τους ακριβή σημεία εισόδου και εξόδου από την αγορά. Από την άλλη πλευρά, η θεμελιώδης ανάλυση απευθύνεται κυρίως σε μακροπρόθεσμους επενδυτές. Ο χρόνος και ο κόπος που δαπανείται από αυτούς είναι πολύς ώστε να μελετηθούν όλα τα στοιχεία και να λάβουν αποφάσεις.

Επειδή η θεμελιώδης ανάλυση απαιτεί χρόνο και εξειδίκευση, για να μελετήσει ένας θεμελιώδης αναλυτής τα οικονομικά στοιχεία συνήθως στοχοποιεί και αναλύει συγκεκριμένους οικονομικούς κλάδους. Αντιθέτως ένας τεχνικός αναλυτής μπορεί να ασχοληθεί με οποιονδήποτε κλάδο. Καθότι για όλους τους κλάδους χρησιμοποιούνται τα ίδια εργαλεία και οι ίδιοι τεχνικοί δείκτες.

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της τεχνικής ανάλυσης συγκριτικά με την θεμελιώδη, είναι ότι μπορεί να ελεγχθεί η αποτελεσματικότητα των δεικτών της σε στοιχεία του παρελθόντος. Δηλαδή ένας επενδυτής μπορεί εύκολα να υπολογίσει την κερδοφορία και την ακρίβεια των σημάτων αγοράς και πώλησης, για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα του παρελθόντος, χρησιμοποιώντας έναν ηλεκτρονικό υπολογιστή. Βέβαια, ένα σύστημα που υπήρξε κερδοφόρο στο παρελθόν δε σημαίνει πως θα είναι απαραίτητα κερδοφόρο και στο μέλλον. Δεδομένου όμως πως η αγορά δεν αλλάζει εύκολα συμπεριφορά, είναι αρκετά πιθανό οι ίδιοι δείκτες να είναι κερδοφόροι και στο μέλλον. Σε περίπτωση που παρατηρηθούν αλλαγές στην αγορά, μπορούν να προσαρμοστούν οι παράμετροι του συστήματος.

Ο τεχνικός αναλυτής παίρνει ως παραδοχή πως στην τιμή της μετοχής υπάρχουν όλες οι απαραίτητες πληροφορίες για την αγορά όσον αφορά την κατάσταση και την πορεία της. Επομένως δε χρειάζεται η αναζήτηση άλλων πληροφοριών ή πηγών. Ο θεμελιώδης αναλυτής στην άλλη περίπτωση, έχει να αποφασίσει μέσα από τα στοιχεία που έχει

διαθέσιμα και μόνο από τα γεγονότα που έχουν πέσει στην αντίληψή του. Αυτό μπορεί να συνεπάγεται ελλιπή ενημέρωση και λάθος συμπεράσματα.

Το μεγάλο πλεονέκτημα της τεχνικής ανάλυσης είναι ότι μπορεί να «προλάβει» για επικείμενη πτώση πριν τα μεγέθη εμφανίσουν αρνητικά σημάδια. Παρέχει λοιπόν το πλεονέκτημα του κλειδώματος των κερδών και την έξοδο πριν την πτώση τους.

Ένα άλλο στοιχείο της τεχνικής ανάλυσης είναι ότι στα διαγράμματα της, δεν αποτυπώνονται μόνο μεταβολές στις τιμές μετοχών αλλά και η ψυχολογία του επενδυτικού κοινού η οποία αποτελεί την αιτία της ανοδικής ή καθοδικής κίνησης της αγοράς. Παρατηρώντας τις κινήσεις των επενδυτών, μπορεί να προβλεφθεί η κατεύθυνση της αγοράς. Η τεχνική ανάλυση έχει όμως και μειονεκτήματα τα οποία θα αναλυθούν στο σημείο αυτό.

Η τεχνική ανάλυση έχει ως παραδοχή πως η πληροφόρηση δε φτάνει ταυτόχρονα σε όλους επενδυτές. Επομένως οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται σταδιακά προς νέα επίπεδα ισορροπίας. Η προσαρμογή αυτή εκδηλώνεται ως μια τάση η οποία διαρκεί μέχρι η τιμή της μετοχής να φτάσει σε νέο επίπεδο ισορροπίας. Η ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών εκμηδενίζει τη χρησιμότητα της τεχνικής ανάλυσης. Αυτό συμβαίνει γιατί η αποτελεσματική αγορά έχει ως παραδοχή ότι οι τιμές των μετοχών εμπεριέχουν όλα τα στοιχεία που μπορούν να εξαχθούν από τη χρηματιστηριακή αγορά. Επομένως αν ισχύει αυτό δε μπορεί κανείς να προβλέψει μελλοντικές τιμές βασιζόμενος στις παρελθοντικές. Μόνο μη αναμενόμενες πληροφορίες μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές αλλά αυτές οι πληροφορίες δε μπορούν να προβλεφθούν και άρα οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών δε μπορούν να προβλεφθούν επίσης.

Μια τεχνική η οποία αποδείχθηκε κερδοφόρα στο παρελθόν χρησιμοποιώντας σχηματισμούς, δε σημαίνει πως θα είναι κερδοφόρα και στο μέλλον. Θα είναι κερδοφόρα στο μέλλον, συνήθως όταν οι συνθήκες της αγοράς δεν αλλάζουν τόσο ραγδαία. Ακόμα και σ αυτή τη περίπτωση όμως υπάρχει πιθανότητα η τιμή κάποιας μετοχής να ακολουθήσει διαφορετική πορεία από την προβλεπόμενη.

Όταν μια τεχνική αποδεικνύεται κερδοφόρα τείνουν να την υιοθετήσουν και άλλοι αναλυτές. Αυτό έχει αποτέλεσμα την απαξίωσή της κι έτσι μια στρατηγική που απέδιδε στο παρελθόν να μην αποδίδει πια. Η τεχνική ανάλυση και ιδιαίτερα η αποτύπωση σε διαγράμματα μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά συμπεράσματα δύο διαφορετικούς αναλυτές. Αυτό όπως είπαμε και παραπάνω μπορεί να οφείλεται και στη διαφορά εμπειρίας των δύο αναλυτών.

Οι δύο μέθοδοι αποτίμησης των μετοχών έχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Έπειτα από όσα αναφέραμε, πρέπει να γίνει αντιληπτό πως οι δύο μέθοδοι δεν είναι αντικρουόμενες αλλά συμπληρωματικές η μία με την άλλη. Δεν υπάρχει μέθοδος πρόβλεψης η οποία να μην οδηγεί σε λάθη των μελλοντικών τιμών, αλλά μπορεί να ωφεληθεί ο αναλυτής εκμεταλλευόμενος τα πλεονεκτήματα και των δύο μεθόδων. Η θεμελιώδης ανάλυση μπορεί να ερμηνεύσει τους λόγους για τους οποίους μια μετοχή θα τείνει να κινηθεί ανοδικά ή καθοδικά ενώ η τεχνική ανάλυση μπορεί να βρει και να ερμηνεύσει το αποτέλεσμα. Για παράδειγμα, στην περίπτωση μίας εταιρείας η οποία παρουσιάζει συνεχώς αυξανόμενα κέρδη, αυτό αποτελεί ένα θεμελιώδη λόγο ώστε η τιμή της μετοχής να κινηθεί σε υψηλότερα επίπεδα. Το εύρος των τιμών όμως μέσα στο οποίο θα κινηθεί η μετοχή και τα επίπεδα στήριξης και αντίστασης που θα αναπτυχθούν, είναι το τελικό αποτέλεσμα το οποίο μπορεί να εντοπίσει η τεχνική ανάλυση. Συνδυάζοντας λοιπόν τις δύο μεθόδους, με τη θεμελιώδη ανάλυση επιλέγονται μετοχές με ισχυρά οικονομικά στοιχεία, ενώ με την τεχνική ανάλυση επιλέγεται η χρονική στιγμή που είναι κατάλληλη για την αγορά ή την πώλησή της.

2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

2.3.1. Ισολογισμός

Ο ισολογισμός είναι ένα μέσο μελέτης της χρηματοοικονομικής ισορροπίας της εταιρείας. Με τον όρο της χρηματοοικονομικής ισορροπίας εννοούμε τη συσχέτιση της ρευστότητας των ενεργητικών στοιχείων της εταιρείας (ο χρόνος που απαιτείται για τη μετατροπή τους σε μετρητά) σε σχέση με την απαιτητικότητα των πηγών κεφαλαίων.

Ο ισολογισμός απεικονίζει σε μια δεδομένη στιγμή, όλα τα περιουσιακά στοιχεία υλικά ή άυλα και όλες τις υποχρεώσεις της εταιρείας. Είναι δηλαδή ένας πίνακας που παρουσιάζει την περιουσία της εταιρείας. Η ανάλυσή του επιτρέπει να γίνει γνωστή η σύνθεση του κεφαλαίου της εταιρείας. Μέσα από τον ισολογισμό και τη διεξαγωγή ανάλυσης των στοιχείων του, προσδιορίζεται η αξία της εταιρείας. Εξετάζοντας το από χρηματοοικονομικής πλευράς, ο ισολογισμός παρουσιάζει, σε μια δεδομένη χρονική στιγμή τα περιουσιακά στοιχεία, φυσικά και χρηματοοικονομικά, που κατέχει η εταιρεία, όπως και τις πηγές κεφαλαίων που της επιτρέπουν να χρηματοδοτήσει την απόκτησή τους. Στο σημείο αυτό, κρίνεται απαραίτητο να αναφερθεί τι είναι ενεργητικό και τι είναι παθητικό μίας εταιρείας:

Ενεργητικό: είναι το σύνολο των οικονομικών πόρων μίας εταιρείας, οι οποίοι έχουν χρηματική αξία και η εταιρεία τους εκμεταλλεύεται με σκοπό την παραγωγή και τη διάθεση αγαθών και υπηρεσιών. Το ενεργητικό δηλαδή στον ισολογισμό, αντιπροσωπεύει το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας (συνήθως σε τιμές κόστους), καθώς και το σύνολο των απαιτήσεων της εταιρείας απέναντι σε δανειστές. Υπάρχουν κάποια στοιχεία σε μια εταιρεία, τα οποία η αντικειμενική τους αξία δε μπορεί να καταγραφεί, επομένως δεν συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό της και δεν καταγράφονται στον ισολογισμό.

Παθητικό: Παθητικό είναι το σύνολο των υποχρεώσεων μίας εταιρείας απέναντι στους μετόχους και τους δανειστές της. Είναι το σύνολο της καθαρής θέσης και των υποχρεώσεων μιας εταιρείας.

2.3.2. Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (ΚΑΧ) αποτυπώνει δεδομένα μίας οικονομικής χρήσης. Πιο συγκεκριμένα, περιέχει συνοπτικές πληροφορίες σχετικά με τα έσοδα, τα έξοδα και τα κέρδη ή τις ζημιές που είχε η εταιρεία για τη δεδομένη χρήση. Συνοδεύει τον ισολογισμό και μας παρέχει τα αποτελέσματα χρήσης της λειτουργίας της εταιρείας για την αντίστοιχη περίοδο. Με πιο απλά λόγια, δείχνει τι αποτέλεσμα είχε η εταιρεία, κέρδος ή ζημιά. Το περιεχόμενο της ΚΑΧ αποτελείται από δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος παραθέτονται τα στοιχεία των λειτουργικών εσόδων και εξόδων της εταιρείας, δηλαδή τα στοιχεία που προσδιορίζουν το αποτέλεσμα εκμετάλλευσης της. Στο δεύτερο μέρος παραθέτονται οι λογαριασμοί των μη-λειτουργικών εσόδων και κερδών της εταιρείας και στη συνέχεια αυτοί των αντίστοιχων μη λειτουργικών εξόδων και ζημιών. Η κατάταξη των λογαριασμών στην ΚΑΧ ποικίλει ανάλογα με το εάν πρέπει να παρουσιασθούν κατά είδος ή κατά λειτουργία.

2.3.3. Κατάσταση Χρηματοροών

Η Κατάσταση χρηματοροών ή Κατάσταση ταμειακών ροών παραθέτει τις εισπράξεις και τις πληρωμές της εταιρείας για τη διάρκεια της περιόδου που αναφέρεται. Παρέχει στον αναλυτή τη δυνατότητα να εκτιμήσει τη δυνατότητα της εταιρείας να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα, όπως και τις ανάγκες για τις οποίες τα χρησιμοποιεί η εταιρεία.

Με τον όρο ταμειακά διαθέσιμα ορίζονται τα μετρητά και οι καταθέσεις της εταιρείας, τα οποία είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν άμεσα. Ταμειακά ισοδύναμα είναι οι

βραχυπρόθεσμες επενδύσεις της εταιρείας (δηλαδή οι επενδύσεις που έχουν ημερομηνία λήξης εντός τριμήνου) και δεν υπόκεινται σε κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους. Η ανάλυση της κατάστασης χρηματοροών της οντότητας, παρέχει στον αναλυτή τις εξής δυνατότητες υπολογισμού: της χρηματοοικονομικής συγκρότησης της, των μεταβολών της καθαρής περιουσιακής θέσης της, της δυναμικής της να επηρεάζει τις ταμειακές ροές και το χρόνο είσπραξης τους. Η κατάσταση χρηματοροών αποτυπώνει επίσης τις αλλαγές κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, και δεν είναι μία εικόνα μίας καθορισμένης χρονικής στιγμής όπως είναι ο ισολογισμός.

2.4. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι αριθμοδείκτες ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες. Η ταξινόμησή τους βασίζεται στα κριτήρια τα οποία λαμβάνονται υπόψη στην κατάρτισή τους, στον τύπο της επιχειρηματικής έρευνας και της ανάλυσης επιδιώκεται. Ανατρέχοντας στην υφιστάμενη βιβλιογραφία περί αριθμοδεικτών, προκύπτει ένας μεγάλος αριθμός αυτών. Οι περισσότεροι από τους αριθμοδείκτες βασίζονται σε λογιστικές πληροφορίες, γεγονός που δημιουργεί μεγάλη συσχέτιση μεταξύ τους. Συνεπώς, στη χρηματοοικονομική ανάλυση δεν είναι απαραίτητο να υπολογισθούν όλοι οι δυνατοί αριθμοδείκτες. Αρκεί ο υπολογισμός μίας αντιπροσωπευτικής ομάδας αυτών για την εξαγωγή κατάλληλων και επαρκών αποτελεσμάτων. Οι κατηγορίες που ταξινομούνται είναι οι εξής:

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity ratios)
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity ratios)
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability ratios)
- Αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας (Financial structure and viability ratios)
- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων (Investment ratios)

Για τους αντικειμενικούς σκοπούς της εργασίας, θα χρησιμοποιηθούν οι τρεις πρώτες κατηγορίες αριθμοδεικτών, δηλαδή οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας και αποδοτικότητας.

2.4.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας της εταιρείας είναι οι περισσότερο διαδεδομένοι και χρησιμοποιούμενοι για τον υπολογισμό της θέσης της εταιρείας στο βραχυπρόθεσμο μέλλον. Μια επιχείρηση οφείλει να διατηρεί επαρκείς χρηματικούς πόρους ώστε να βρίσκεται σε θέση να μπορεί να πληρώνει όλους τους νόμιμους λογαριασμούς που οφείλει. Η ρευστότητά της εξαντλείται όταν δεν τα καταφέρνει με αποτέλεσμα να

βρίσκεται σε πολύ σοβαρή χρηματοοικονομική κατάσταση. Οι δείκτες αυτοί παρέχουν μια σειρά από πολύ χρήσιμα και αξιοποιήσιμα στοιχεία όσον αφορά την οικονομική κατάσταση της εταιρείας, για την επάρκεια των κεφαλαίων που διαθέτει στην κατοχή της καθώς και για τον τρόπο που τα διαχειρίζεται και επίσης παρέχει μία πολύ καλή εκτίμηση του βαθμού στον οποίο η εταιρεία μπορεί να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της. Σε περίπτωση που η ρευστότητα της εταιρείας υπολογιστεί ίση με μηδέν, τότε η εταιρεία βρίσκεται στα πρόθυρα της χρεοκοπίας, εάν δεν έχει χρεοκοπήσει ήδη. Με άλλα λόγια μιλώντας «λογιστικά», η εταιρεία δε βρίσκεται σε θέση να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει εντός των καταλλήλων χρονικών περιόδων (deadlines ή συμφωνηθέντων ημερομηνιών κ.λπ.).

Υπολογίζοντας λοιπόν τους δείκτες ρευστότητας της εταιρείας, μπορεί να προβλεφθεί και να προληφθεί η χρεοκοπία της εταιρείας στο μέλλον. Για να γίνει αυτό, οι δείκτες αποτελούν κομμάτι συγκεκριμένων στατιστικών μεθόδων οι οποίες χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των εταιρειών και θα πρέπει οι δείκτες αυτοί να είναι ορθά σταθμισμένοι. Τα μέσα που χρησιμοποιεί η εταιρεία για τη μέτρηση όλων των χρηματοοικονομικών μεγεθών της, είναι τα μετρητά, οι καταθέσεις σε τράπεζες, οι επιταγές και οι απαιτήσεις από λογαριασμούς χρεωστών, πελατών και εισπρακτέων γραμματίων.

Οι δείκτες ρευστότητας είναι οι εξής:

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (ΓΡ)} = \frac{\text{κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας εκτιμά και δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να αντιμετωπίζει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που έχει αναλάβει. Με άλλα λόγια ο δείκτης αυτός, χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του βαθμού ασφαλείας των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων που έχει αναλάβει η εταιρεία. Ο αριθμητής του δείκτη αποτελείται από το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας, δηλαδή το άθροισμα των διαθέσιμων και των απαιτήσεων της μείον τα αποθέματα της, το οποίο κυκλοφορούν ενεργητικό διαιρείται με το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας. Η πρακτική εφαρμογή της εκτίμησης του δείκτη είναι ο υπολογισμός της δυνατότητας της εταιρείας να εξοφλήσει σε μια διαδεδομένη χρονική στιγμή τις υποχρεώσεις της, μέσω της ρευστοποίησης των κυκλοφορούντων περιουσιακών της στοιχείων. Στο σημείο αυτό

πρέπει να σημειωθεί, πως έχει αποδειχθεί πρακτικά πως υπάρχουν περιπτώσεις εταιρειών οι οποίες παρουσίαζαν ισχυρό δείκτη όμως τελικά παρουσίαζαν και ταμειακά Προβλήματα. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται από διαφορετικούς τύπους, επομένως ορισμένοι τύποι έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από άλλους. Επίσης ένας παράγοντας ο οποίος μπορεί να επηρεάσει σημαντικά είναι πιθανές ζημιές οι οποίες προκύπτουν στην εταιρεία κατά την διάρκεια ρευστοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού της. Ένα παράδειγμα ζημιάς είναι η ρευστοποίηση στοιχείων του ενεργητικού της σε τιμές μικρότερες των λογιστικών αξιών. Σε αυτήν την περίπτωση, η παρουσία υψηλού κυκλοφορούντος ενεργητικού παρέχει εγγύηση στους πιστωτές για την κάλυψη αυτών των ζημιών. Επομένως είναι προφανές το γεγονός πως μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, τόσο καλύτερη είναι η θέση της εταιρείας από άποψη ρευστότητας.

$$\text{Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας (EP)} = \frac{\text{διαθέσιμα} + \text{απαιτήσεις}}{\text{βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Στον εν λόγω δείκτη, δεν περιλαμβάνονται τα αποθέματα πρώτων και βοηθητικών υλών, τα ημικατεργασμένα και έτοιμα προϊόντα και οι προκαταβληθείσες δαπάνες. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας είναι ένα αυστηρότερο κριτήριο ρευστότητας της επιχείρησης συγκριτικά με τον προαναφερθέντα δείκτη γενικής ρευστότητας. Η διαφοροποίηση προκύπτει από την «απαίτηση» του δείκτη, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας να πρέπει να καλύπτονται εξ ολοκλήρου από τα εύκολα ρευστοποιημένα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού που έχει στη διάθεση της, ή με άλλα λόγια τα ταμειακά διαθέσιμα και οι απαιτήσεις. Ο δείκτης δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας είναι επαρκή ώστε να καλύψουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας προκύπτει από τη διαίρεση της διαφοράς του κυκλοφορούν ενεργητικού από τα αποθέματα, με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Γίνεται εύκολα αντιληπτό πως εάν ο δείκτης κυμαίνεται γύρω από τη μονάδα, είναι μία καλή ένδειξη για την εταιρεία και είναι επιθυμητό. Αυτό όμως προϋποθέτει πως η εταιρεία δεν κατέχει επισφαλείς ή ανεπίδεκτες εισπράξεις στις απαιτήσεις της και η περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων της να είναι περίπου ίσος με την αντίστοιχη εξόφλησης των

υποχρεώσεων της. Αυτό είναι πρακτικά δύσκολο να επιτευχθεί στην πράξη, επομένως κρίνεται σκόπιμο οι απαιτήσεις να παρουσιάζονται μειωμένες ώστε να υπολογιστεί ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας.

Αντίστοιχα με την περίπτωση αυτή, σε περίπτωση που ο δείκτης ειδικής ρευστότητας κυμαίνεται σε τιμές μικρότερες της μονάδας, προκύπτει το συμπέρασμα πως τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας δεν επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Πρακτικά λοιπόν η εταιρεία βασίζεται στις μελλοντικές της πωλήσεις ώστε να μπορεί να έχει έναν καλό βαθμό ρευστότητας. Στις περιπτώσεις που υπάρχει πρόβλεψη μείωσης των μελλοντικών της πωλήσεων, συνήθως η εταιρεία ακολουθεί την επιλογή του δανεισμού ή της έκδοσης μετοχών.

$$\text{Δείκτης ταμειακής Ρευστότητας (TP)} = \frac{\text{διαθέσιμο ενεργητικό}}{\text{ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας προσδιορίζει την ικανότητα της εταιρείας να καλύπτει τις υποχρεώσεις της μέσω των διαθεσίμων της. Πιο συγκεκριμένα, υπολογίζει την ικανότητα της εταιρείας να εξοφλεί με μετρητά τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει. Μέσα στα ταμειακά διαθέσιμα συμπεριλαμβάνονται οι καταθέσεις όψεως της εταιρείας, τα τοκομερίδια που έληξαν, οι επιταγές της και το συνάλλαγμα. Ο δείκτης αυτός εκτιμά πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης μπορούν να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Πρακτικά η χρησιμότητα του δείκτη είναι να υπολογιστεί εάν οι τρέχουσες και ληξιπρόθεσμες ανάγκες της εταιρείας, μπορούν να καλυφθούν με μετρητά τα οποία είναι διαθέσιμα. Στην πράξη ο δείκτης θεωρείται επαρκής για μία εταιρεία όταν οι τιμές του κυμαίνονται μεταξύ 35% και 45%. Πολύ χαμηλές τιμές του δείκτη δε σημαίνουν απαραίτητα πρόβλημα ρευστότητας, καθότι μπορεί να σχετίζεται με κάποιο επενδυτικό πρόγραμμα με εξαιρετικά οφέλη για την εταιρεία. Μπορεί επίσης να αποτελέσει μία ένδειξη προεγκριθείσας δυνατότητας δανεισμού της επιχείρησης ανά πάσα στιγμή.

2.4.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του βαθμού αξιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Όσο πιο εντατική είναι η χρήση των διαθέσιμων επιχειρηματικών πόρων, τόσο πιο κερδοφόρα αποβαίνει η εκμετάλλευση της εταιρείας

Οι δείκτες δραστηριότητας παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τον αριθμό των περιστροφών των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας εντός μίας οικονομικής χρήσης. Αυτό πραγματοποιείται είτε στο σύνολο τους (σύνολο ενεργητικού) ή σε ομάδες (συνολικό παγίου, κυκλοφορούντος, συνόλου αποθεμάτων και απαιτήσεων) ή και μεμονωμένα (πελάτες, χρεώστες, επισφαλείς πελάτες, γραμμάτια είσπραξης κ.λπ.) Η σημασία των δεικτών αυτών είναι μεγάλη, καθότι μετρούν την ταχύτητα με την οποία κινείται η εταιρεία συνολικά (παραγωγικά – συναλλακτικά). Αυτό αποτελεί και τον κύριο αντικειμενικό σκοπό της εταιρείας για τη μεγιστοποίηση του κέρδους της. Η ταχύτητα ολοκλήρωσης του κυκλώματος ρευστά διαθέσιμα → αγορά πρώτων υλών → παραγωγή προϊόντων → απαιτήσεις → διαθέσιμα, συνδέεται στενά με την αποδοτικότητα της εταιρείας, καθώς είναι το αποτέλεσμα της ταχύτητας επανεισροής των επενδυμένων κεφαλαίων επί το περιθώριο κέρδους. Επομένως ο μόνιμος στόχος της εταιρείας θα πρέπει να είναι η αύξηση της ταχύτητας περιστροφής των κυκλοφοριακών της στοιχείων, καθότι σε κάθε τους κύκλο, μαζί με τα διατεθέντα κεφάλαια, επανεισρέουν και τα συντελεσθέντα μέσα στον κύκλο κέρδη.

Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας είναι οι εξής:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων (ΔΤΕΑ)} = \frac{\text{κύκλος εργασιών}}{\text{απαιτήσεις από πελάτες}}$$

Οι εταιρείες με πολιτική είσπραξης απαιτήσεων με μεγάλες προθεσμίες έχουν μεγαλύτερες προοπτικές προσέλκυσης πελατών καθότι ευνοούνται από τη μη υποχρέωση άμεσης καταβολής του χρέους τους. Από την άλλη πλευρά όμως, μια τέτοια αρκετά χαλαρή πολιτική είσπραξης απαιτήσεων μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα ρευστότητας. Όσο μεγαλύτερη είναι η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτεροι οι κίνδυνοι για τη δημιουργία επισφαλών απαιτήσεων. Διαχρονική αύξηση του δείκτη, φανερώνει είτε αλλαγή πολιτικής της επιχείρησης απέναντι στους πελάτες της είτε αναποτελεσματικότητα του τμήματος πιστώσεων της επιχείρησης.

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού} = \frac{\text{πωλήσεις (κύκλος εργασιών)}}{\text{γενικό σύνολο ενεργητικού}}$$

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού είναι το κριτήριο που μετρά την κυκλοφοριακή ταχύτητα όλων των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας, δηλαδή την κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνόλου των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί. Ο αριθμοδείκτης αυτός παρέχει ενδείξεις για το βαθμό που η εταιρεία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία, ώστε να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της.

Μπορεί λοιπόν μέσω του δείκτη να φανεί εύκολα εάν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην εταιρεία σε σχέση με το ύψος των πωλήσεών της. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο αποτελεσματικά σημαίνει ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία, όπως είναι ο παραγωγικός εξοπλισμός & οι εγκαταστάσεις.

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{καθαρές πωλήσεις}}{\text{σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων υποδηλώνει το βαθμό στον οποίο χρησιμοποιούνται τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιεί. Δείχνει με άλλα λόγια το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποίησε η εταιρεία με κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων σε μια οικονομική χρήση.

Όταν ο δείκτης παίρνει τιμές υψηλές υποδηλώνεται πως υπάρχει ευνοϊκή κατάσταση για την οικονομική μονάδα, καθώς σημαίνει ότι πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις με σχετικά μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων, πράγμα που ενδέχεται να την οδηγήσει σε υψηλά κέρδη. Από την άλλη πλευρά όμως, οι υψηλές τιμές του δείκτη υποδηλώνουν πως η εταιρεία βρίσκεται σε χαμηλό επίπεδο ασφάλειας, καθότι όσο πιο μεγάλος είναι ο δείκτης τόσο πιο δυσμενής είναι η θέση της εταιρείας, αφού λειτουργεί βασιζόμενη στο ξένο δανεισμό.

2.4.3. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Αποδοτικότητα, ορίζεται ως η δυνατότητα μίας επιχείρησης να παράγει κέρδη. Ο υπολογισμός της γίνεται με την ανάλυση και σύγκριση των στοιχείων της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως. Μέσα από την ανάλυση, η αποδοτικότητα προκύπτει μέσω της σύγκρισης των χρημάτων που κερδίζει μια εταιρεία με αυτά που έχουν επενδυθεί σε αυτήν. Η πραγματοποίηση κέρδους από την εταιρεία κάνει απόλυτα αναγκαία την ανάλυση της αποδοτικότητας της, με σκοπό να διαπιστωθεί εάν είναι σωστή η συνέχιση της παραπέρα δέσμευσης των ήδη επενδυθέντων κεφαλαίων ή δέσμευση νέων κεφαλαίων στην εταιρεία από τους επιχειρηματίες ή τους επενδυτές γενικότερα. Η αποδοτικότητα την οποία φτάνει η κάθε εταιρεία είναι το αποτέλεσμα ενός μεγάλου

αριθμού επιχειρηματικών αποφάσεων. Με πιο απλά λόγια η αποδοτικότητα δείχνει πόσο αποτελεσματικά διοικείται η εταιρεία.

Τα βασικά κριτήρια που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της απόδοσης είναι οι μεταβολές στα έσοδα πωλήσεων, των κερδών και οι μεταβολές σε διάφορα στοιχεία της παραγωγής. Τα κριτήρια αυτά πρέπει να συνδυασθούν μεταξύ τους ώστε να μπορέσουν να δώσουν επαρκείς απαντήσεις. Για παράδειγμα, μία αύξηση των εσόδων πωλήσεων είναι επιθυμητή μόνο εάν αυτή έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών. Η αύξηση κερδών μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν κριτήριο προσδιορισμού της αποδοτικότητας μόνο εάν συσχετισθεί με το κεφάλαιο που επενδύθηκε ώστε να πραγματοποιηθούν αυτά τα κέρδη.

Οι δείκτες αυτοί αναλύονται και ερμηνεύονται διαχρονικά, βάσει των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας για μια συγκεκριμένη περίοδο, ή ερμηνεύονται συγκριτικά με τους αντίστοιχους δείκτες του κλάδου ή άλλων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων του κλάδου για την ίδια χρονική περίοδο.

Ενδεχομένως, ο καλύτερος δείκτης για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας μιας εταιρείας είναι η ικανότητά της να παράγει κέρδη για μια μακρά χρονική περίοδο. Αυτό συνεπάγεται πως οι συγκεκριμένοι δείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για τον σκοπό αυτό.

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας είναι οι εξής:

$$\text{Δείκτης Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{πωλήσεις}} \times 100$$

Ο δείκτης καθαρού κέρδους υποδηλώνει το ποσοστό των εσόδων που αποτελούν κέρδος για την εταιρεία. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό αυτό, τόσο αποδοτικότερη θεωρείται η εταιρεία.

Ο δείκτης υπολογίζεται διαιρώντας τα καθαρά κέρδη της εταιρείας με το σύνολο των καθαρών πωλήσεων της ίδιας περιόδου. Με αυτόν τον αριθμοδείκτη φαίνεται πιο ξεκάθαρα η λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και η πολιτική των τιμών

της, αφού έχουν αφαιρεθεί τα λειτουργικά έξοδα, οι χρεωστικοί τόκοι και οι διοικητικές δαπάνες.

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{καθαρά κέρδη χρήσεως}}{\text{σύνολο ιδίων κεφαλαίων}}$$

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων απεικονίζει την αποτελεσματικότητα με την οποία χρησιμοποιούνται τα κεφάλαια των μετόχων της εταιρείας για την ικανοποίηση των δραστηριοτήτων της. Απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του βαθμού επίτευξης του στόχου πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από την αξιοποίηση των κεφαλαίων των μετόχων της εταιρείας. Αποτελεί τον βασικό δείκτη που η διοίκηση μιας εταιρείας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος (υψηλού δείκτη) τείνει να προβάλλει με τον πιο δυνατό τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης της.

Ο δείκτης υπολογίζεται από το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών κερδών της χρήσεως με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Χαμηλές τιμές του δείκτη υποδηλώνουν πως η εταιρεία πάσχει σε κάποιο τομέα της όπως πχ να δηλώνει ανεπαρκή διοίκηση, χαμηλή παραγωγικότητα, υπερεπένδυση κεφαλαίων τα οποία δεν απασχολούνται πλήρως παραγωγικά ή ακόμα και δυσμενείς οικονομικές συνθήκες.

2.4.4. Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

Οι δείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων εξετάζουν τη μακροπρόθεσμη πορεία της εταιρείας και αναλύουν τον τρόπο που χρηματοδοτείται. Οι διαθέσιμοι χρηματικοί πόροι μιας εταιρείας προέρχονται ένα μέρος από τους μετόχους και ένα μέρος από δανεισμό (στις περισσότερες περιπτώσεις). Σε μια δεδομένη στιγμή η σύνθεση αυτών των δύο πηγών χρηματοδότησης στο σύνολο του παθητικού αναφέρεται ως κεφαλαιακή διάρθρωση.

Η σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης για μία εταιρεία είναι οι μέτοχοι, ειδικά μέσω των συσσωρευμένων κερδών που δεν έχουν διανεμηθεί. Είναι προφανές πως οι διάφορες μορφές δανεισμού της εταιρείας περικλείουν και διαφορετικά ποσοστά κινδύνου για τους πιστωτές της. Επομένως η σπουδαιότητα της διάρθρωσης των κεφαλαίων απορρέει από την ουσιαστική διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ίδιων και των δανειακών κεφαλαίων της εταιρείας.

Υπάρχουν παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις μιας εταιρείας για τη διατήρηση μιας διαδεδομένης διαρθρώσεως κεφαλαίου. Παράδειγμα τέτοιων παραγόντων είναι οι εξής:

- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος
- Η φορολογική θέση της εταιρείας
- Η ικανότητα της να αντλεί κεφάλαια με επωφελείς όρους γι' αυτήν ακόμη και αν υπάρχουν δύσκολες συνθήκες

Οι δείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων είναι οι εξής:

$$\text{Δείκτης Οικονομικής Ανεξαρτησίας} = \frac{\text{ίδια κεφάλαια}}{\text{συνολικά κεφάλαια}}$$

Ο δείκτης αυτός αντιπροσωπεύει το ποσοστό του συνόλου των ενεργητικών στοιχείων μιας εταιρείας που έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της.

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{ίδια κεφάλαια}}{\text{ξένα κεφάλαια}} \times 100$$

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει η όχι υπερδανεισμός στην εταιρεία. Αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ των ίδιων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά) προς το σύνολο των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες + βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) που έχουν μπει στην εταιρεία.

Ουσιαστικά είναι ένας δείκτης της ασφάλειας που παρέχει η εταιρεία στους δανειστές της.

Τιμές του δείκτη μεγαλύτερες της μονάδας δείχνουν ότι οι φορείς της συμμετέχουν στην εταιρεία με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές. Σε αντίθετη περίπτωση ένας αριθμοδείκτης ίσος με 0,5 δείχνει ότι μια μονάδα υποχρεώσεων καλύπτεται από μισό

της μονάδας ίδιων κεφαλαίων και ως εκ τούτου υπάρχει πολύ περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της εταιρείας.

2.4.5. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές όταν πρόκειται να αποφασιστεί αν θα πρέπει να προχωρήσουν σε αγορά ή πώληση ή θα πρέπει να διατηρήσουν την επένδυσή τους σε μετοχικούς τίτλους μιας εταιρείας. Ουσιαστικά δηλαδή συσχετίζουν την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής με τα κατά μετοχή μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας.

Οι αριθμοδείκτες αυτοί, προέρχονται από τον υπολογισμό στοιχείων που υπάρχουν στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας που αναλύεται. Στις καταστάσεις αυτές τα στοιχεία που συγκεντρώνονται και μελετώνται εμφανίζονται σύμφωνα με τις γενικώς παραδεκτές λογιστικές αρχές (βασισμένες στα αντίστοιχα πρότυπα διεθνώς) και αφού πρώτα μετρηθούν και υπολογιστούν σαν μεγέθη από το λογιστικό τμήμα της εταιρείας. Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες όμως υπολογίζονται με μεγέθη τα οποία μετρούνται όχι από το λογιστήριο της αντίστοιχης εταιρείας και με βάση τις γενικώς παραδεχόμενες αρχές αλλά απευθείας από την αγορά. Με άλλα λόγια, η αγορά συνιστά από μόνη της ένα άλλο σύστημα μέτρησης των επιδόσεων μιας εταιρείας, αν και χρησιμοποιεί αρκετά βασικά στοιχεία όπως είναι για παράδειγμα τα κέρδη, κατ' ευθείαν από τις λογιστικές καταστάσεις της εκάστοτε εταιρείας.

Οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες είναι οι εξής:

$$\text{Κέρδη ανά Μετοχή} = \frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Ο δείκτης κερδών ανά μετοχή δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί ανά μετοχή. Όμως, δεν είναι συγκρίσιμος μεταξύ δύο ή περισσότερων εταιρειών διότι δεν έχουν τον ίδιο αριθμό μετοχών όλες οι εταιρείες.

$$\text{Εσωτερική Αξία Μετοχής} = \frac{\text{ίδια κεφάλαια}}{\text{αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Ο δείκτης αυτός αποτυπώνει το χαμηλότερο αποδεκτό επίπεδο της αξίας της μετοχής, λόγω του γεγονότος πως η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας αναφέρεται σε ιστορικές τιμές και κατά πάσα πιθανότητα δεν ανταποκρίνονται στις τρέχουσες τιμές. Επιπλέον η συνολική αξία της εταιρείας προσδιορίζεται όχι μόνο από τα υλικά περιουσιακά της στοιχεία αλλά και από τα άυλα, τα οποία παίζουν καθοριστικό ρόλο στη μελλοντική της κερδοφορία.

2.5. ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Παρόλη τη χρησιμότητα των αριθμοδεικτών, ο υπολογισμός τους ακολουθείται από ορισμένα προβλήματα συνήθως. Τα προβλήματα αυτά, πρέπει αρχικά να εντοπιστούν και εν συνεχεία να αντιμετωπιστούν κατάλληλα, σε διαφορετική περίπτωση μπορεί να οδηγούν στον προσδιορισμό παραπλανητικών τιμών, γεγονός που καθιστά την ανάλυση και αναξιόπιστη αλλά και μπορεί να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα και λήψη αποφάσεων. Οι βασικότερες αιτίες ύπαρξης των προβλημάτων αυτών είναι οι εξής:

- Ύπαρξη αρνητικών αριθμητών ή παρονομαστών
- Διαφοροποιήσεις που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ εταιρειών ή μεταξύ χρήσεων
- Λανθασμένες λογιστικές ταξινομήσεις
- Ύπαρξη ακραίων τιμών, που οφείλονται σε λανθασμένη καταχώρηση ή συγκυριακή επικράτηση ασυνήθιστων τιμών των αντίστοιχων παραμέτρων
- Η χρήση ως παρονομαστών, μεταβλητών οι οποίες τείνουν στο μηδέν

Στις περιπτώσεις αυτές, μπορούν να χρησιμοποιηθούν εναλλακτικοί δείκτες, ή να απαλειφθούν οι ακραίες τιμές των παραμέτρων ή οι δείκτες που παρουσιάζουν ακραίες τιμές. Για να μπορούν να είναι οι αριθμοδείκτες συγκρίσιμοι μεταξύ των εταιρειών, υπάρχουν κάποιες βασικοί παράμετροι οι οποίες πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν. Για παράδειγμα: να υπάρχει ένα ομοιόμορφο λογιστικό σύστημα, να είναι οι ίδιες μέθοδοι αποσβέσεων και αποτιμήσεων των περιουσιακών στοιχείων, η σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων να γίνεται με βάση τις ενιαίες λογιστικές αρχές και παραδοχές και τα Διεθνή λογιστικά πρότυπα, η επίδραση του πληθωρισμού, η παρούσα στην χρονική περίοδο που εξετάζεται, φάση του κύκλου του περιβάλλοντος (οικονομία επιχειρήσεις - ανταγωνιστές).

Υπάρχουν όμως και οι παράγοντες οι οποίοι συμβάλλουν θετικά στον υπολογισμό των αριθμοδεικτών. Τέτοιοι παράγοντες είναι: η κρίση του αναλυτή (φυσικά εξαρτάται από την δεδομένη εμπειρία που κατέχει) καθώς η ποιότητα μιας ληφθήσας απόφασης είναι

συνάρτηση του βαθμού πληροφόρησης του λήπτη της απόφασης, η ιστορία της εταιρείας, η θέση της στον κλάδο, η πολιτική της διοίκησης, οι τρέχουσες εμπορικές συνθήκες.

Συνοψίζοντας, μπορούμε να πούμε ότι η μέθοδος των αριθμοδεικτών προσδιορίζει τις σχέσεις μεταξύ των διαφόρων λογιστικών μεγεθών της εταιρείας. Για το λόγο αυτό αποτελούν απαραίτητο εργαλείο για τη Διοίκηση μιας εταιρείας, καθώς με την σωστή αξιολόγηση και ερμηνεία τους προσδιορίζεται ο βαθμός απόδοσης των δραστηριοτήτων της, και γενικά εξετάζονται οι δυνατότητες και οι προοπτικές της (αναπτυξιακά και επενδυτικά) με στόχο την καλύτερη εκμετάλλευση των μέσων δράσης της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Αποτελεί γεγονός πως κάθε εταιρεία η οποία δραστηριοποιείται σε μία χώρα, επηρεάζεται από το εξωτερικό περιβάλλον. Πολιτικές εξελίξεις, οικονομικές ή ακόμα και κοινωνικές, αποτελούν σημαντικούς παράγοντες οι οποίοι συντελούν στα αποτελέσματα δραστηριότητας της εταιρείας.

Στο σημείο αυτό λοιπόν κρίνεται σκόπιμο για τους στόχους της παρούσας εργασίας, να παρατεθούν αποσπάσματα από την έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 2013-2017, τα οποία θα αναλύσουμε παρακάτω:.

3.1. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2013

Στην προηγούμενη Γενική Συνέλευση της Τράπεζας της Ελλάδος, το Φεβρουάριο του 2013, διατυπώθηκε η εκτίμηση ότι η οικονομία είχε διανύσει μεγάλο τμήμα της διαδρομής προς τη σταθεροποίηση. Είχε επίσης προβλεφθεί τότε ότι η ύφεση θα περιορίζεται σταδιακά έως το τέλος του 2013 και ότι το **2014** θα αρχίσουν να καταγράφονται **θετικοί ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ**.

Οι εξελίξεις στο χρόνο που πέρασε επιβεβαίωσαν τις εκτιμήσεις και ισχυροποίησαν την πρόβλεψη ανάκαμψης το 2014. Συγκεκριμένα, στο διάστημα αυτό:

1. Η οικονομική πολιτική παρέμεινε προσηλωμένη στην εφαρμογή του προγράμματος σταθεροποίησης. Η συνέπεια στην εφαρμογή του προγράμματος τόνωσε την εμπιστοσύνη στο εσωτερικό και στις διεθνείς αγορές:
 - Ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος ήταν σημαντικά αυξημένος σε σχέση με το 2012 και τα τρία προηγούμενα χρόνια.
 - Ο δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών κινήθηκε σε επίπεδα αισθητά υψηλότερα από εκείνα του 2012, χάρη στη βελτίωση της εμπιστοσύνης στις προοπτικές της οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος.
 - Η διαφορά αποδόσεων μεταξύ του ελληνικού και του γερμανικού δεκαετούς κρατικού ομολόγου περιορίστηκε σε 655 μονάδες βάσης στο τέλος του 2013 (προσεγγίζοντας τα επίπεδα του Ιουνίου 2010), σε σύγκριση με 1.000 μονάδες βάσης στο τέλος του 2012.
2. Η βελτίωση της εμπιστοσύνης μεταφέρεται σταδιακά και στην πραγματική οικονομία:

- Ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών στη βιομηχανία (PMI) κατέγραψε ιστορικά υψηλά τετραετίας τους τελευταίους μήνες του 2013 και πρόσφατα ξεπέρασε το επίπεδο που σηματοδοτεί αύξηση της παραγωγής.
 - Επιταχύνθηκε ο ρυθμός προσλήψεων στην αγορά εργασίας και επιβραδύνθηκε ο ρυθμός απολύσεων, με αποτέλεσμα το ισοζύγιο προσλήψεων-απολύσεων να βελτιωθεί σημαντικά στη διάρκεια του έτους.
 - Η ύφεση εκτιμάται ότι ήταν σημαντικά βραδύτερη τόσο σε σχέση με το 2012 όσο και με την πρόβλεψη στις αρχές του έτους. Συγκεκριμένα, οι πρώτες εκτιμήσεις κάνουν λόγο για ετήσια μείωση του ΑΕΠ κατά 3,7% το 2013. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται κυρίως στην καλύτερη πορεία των εξαγωγών και ειδικά του τουρισμού, αλλά και στη βραδύτερη αποχώρηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων.
3. Στη διάρκεια του χρόνου αποσοβήθηκαν κίνδυνοι που θα μπορούσαν να ανατρέψουν την πορεία της σταθεροποίησης. Κορυφαίο γεγονός ήταν η κυπριακή κρίση, η οποία αντιμετωπίστηκε άμεσα και αποτελεσματικά, χωρίς να πλήξει την εμπιστοσύνη στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.
4. Ολοκληρώθηκε επιτυχώς η ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών και έγιναν μεγάλα βήματα στην αναδιάταξη και αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα. Η ριζική αυτή αλλαγή πραγματοποιήθηκε απολύτως ομαλά, χωρίς να θιγούν η ασφάλεια των καταθέσεων και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αυτό συνέβαλε καθοριστικά στη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και τη βελτίωση του κλίματος.

*ΤΟ 2013 ΕΙΝΑΙ ΕΤΟΣ ΚΑΜΠΗΣ, ΚΑΘΩΣ ΕΞΑΛΕΙΦΘΗΚΑΝ ΤΑ
ΔΙΔΥΜΑ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΘΗΚΕ Η
ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ*

Οι συνθήκες που διαμορφώθηκαν στη διάρκεια του χρόνου εξασφάλισαν σταθερότητα και επέτρεψαν ορατές βελτιώσεις των δημοσιονομικών και μακροοικονομικών δεδομένων.

- Η πρώτη σημαντική εξέλιξη που πρέπει να τονιστεί είναι η εκτιμώμενη επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013 για πρώτη φορά μετά το 2002. Έπειτα από

μια δημοσιονομική προσαρμογή πρωτοφανή για τα διεθνή δεδομένα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης προβλέπεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα μεγαλύτερο από 0,4% του ΑΕΠ το 2013 και να βελτιωθεί κατά περισσότερο από 11 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ σε σύγκριση με το 2009. Αυτό αποτελεί σημαντικό επίτευγμα, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψη το μέγεθος της ύφεσης.

- Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι θα παρουσιάσει μικρό πλεόνασμα το 2013 για πρώτη φορά στη μεταπολεμική περίοδο. Η σημαντική βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά περίπου 16% του ΑΕΠ την τελευταία πενταετία οφείλεται τόσο στον περιορισμό των εισαγωγών, ως αποτέλεσμα της ύφεσης, όσο και στην αύξηση των εξαγωγών, ως αποτέλεσμα της αποκατάστασης της ανταγωνιστικότητας κόστους της οικονομίας. Ειδικότερα, την περίοδο 2010-2013 οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών συρρικνώθηκαν σε ονομαστικούς όρους κατά 15%, ενώ οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 21%.
- Έπειτα από περισσότερο από δύο δεκαετίες σχεδόν συνεχούς απώλειας διεθνούς ανταγωνιστικότητας έως το 2009, η Ελλάδα το 2013 ανέκτησε πλήρως την απώλεια της ανταγωνιστικότητας κόστους έναντι των εμπορικών της εταίρων. Η ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας κόστους επιτεύχθηκε κυρίως μέσω της μείωσης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, λόγω της βαθιάς ύφεσης και της αλματώδους αύξησης της ανεργίας, αλλά και της μεγαλύτερης ευελιξίας στην αγορά εργασίας. Ωστόσο, η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας σε όρους τιμών δεν έχει αποκατασταθεί πλήρως, καθώς το μέσο επίπεδο του πληθωρισμού άρχισε να ανταποκρίνεται στον περιορισμό της ζήτησης και στη μείωση του κόστους εργασίας μόλις το 2013.

Το γεγονός ότι ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα (-0,9%) το 2013 συμβάλλει στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας τιμών της οικονομίας και σε σχετική σταθεροποίηση του πραγματικού εισοδήματος.

*ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΝΑ ΕΠΑΛΗΘΕΥΘΕΙ Η ΠΡΟΒΛΕΨΗ
ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΤΟ 2014*

Συνεκτιμώντας όλα τα διαθέσιμα δεδομένα, μπορεί βάσιμα να προβλεφθεί ότι το 2013 ήταν ο τελευταίος χρόνος της ύφεσης. Για να επαληθευθεί όμως η παρούσα πρόβλεψη,

πρέπει όχι μόνο να μη διαταραχθούν οι συνθήκες που επέτρεψαν τις βελτιώσεις, αλλά αντίθετα να ισχυροποιηθούν καθ' οδόν. Απαιτούνται συνεπώς:

- Αποφασιστικότητα και συνέπεια στην εφαρμογή του προγράμματος σταθεροποίησης. Τα έως τώρα θετικά αποτελέσματα δεν αφήνουν περιθώρια εφησυχασμού, ο οποίος θα οδηγούσε σε χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής. Αντίθετα, επιτάσσουν συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής για να διατηρηθεί και να διευρυνθεί το πρωτογενές πλεόνασμα, να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του χρέους και να εμπεδωθεί κλίμα εμπιστοσύνης.
- Αποσόβηση ή έστω ελαχιστοποίηση των κινδύνων και των αβεβαιοτήτων που θα ήταν δυνατόν να προκύψουν από επιδείνωση του κοινωνικοπολιτικού κλίματος, λόγω των συνήθων αντιπαραθέσεων και της πόλωσης εν όψει των επικείμενων εκλογικών αναμετρήσεων για το Ευρωκοινοβούλιο και την τοπική αυτοδιοίκηση. Σήμερα, καθώς προσεγγίζουμε το τέλος μιας μακράς περιόδου ύφεσης, απαιτείται μια εθνική πολιτική που θα οδηγήσει οριστικά στην έξοδο από την κρίση και στη βιώσιμη ανάπτυξη. Η πολιτική αυτή, για να είναι αποτελεσματική, χρειάζεται συνεννόηση και συγκερασμό απόψεων, που είναι δύσκολο να επιτευχθούν μέσα σε κλίμα πόλωσης, το οποίο μεγεθύνει τις διαφορές και απαξιώνει τις συγκλίσεις.

Προαπαιτούμενο για την εφαρμογή μιας πολιτικής για την ανάπτυξη είναι η συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής και η αναδιάρθρωση του δημόσιου τομέα. Η επιτυχής υλοποίηση του Προϋπολογισμού το 2014 θα αποτελέσει ισχυρή ένδειξη ότι η δημοσιονομική προσαρμογή είναι διατηρήσιμη και ότι, σε συνδυασμό με την επανεκκίνηση της αναπτυξιακής πορείας της οικονομίας, μπορεί να οδηγήσει στην οριστική έξοδο της χώρας από την κρίση.

Βασικές προτεραιότητες για την επίτευξη των μελλοντικών δημοσιονομικών στόχων θα πρέπει να αποτελέσουν:

- η βελτίωση της φορολογικής διοίκησης και του φοροεισπρακτικού μηχανισμού
- η ταχύτερη διευθέτηση των φορολογικών υποθέσεων από τη δικαιοσύνη, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η φοροδιαφυγή
- η βελτίωση των βασικών υπηρεσιών που παρέχονται στους πολίτες
- η αξιολόγηση της αποδοτικότητας των δημοσίων υπηρεσιών και των δημοσίων υπαλλήλων μέσω διαφανών και αντικειμενικών κριτηρίων.

Απαιτούνται επίσης αποτελεσματικότερη παρακολούθηση και έλεγχος των δαπανών και

ενίσχυση των εσόδων μέσω καταπολέμησης της εισφοροδιαφυγής, προκειμένου να αποφευχθεί η συσσώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών, ειδικά των ασφαλιστικών ταμείων και του ΕΟΠΥΥ. Η συσσώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών της Γενικής Κυβέρνησης και η υστέρηση εσόδων έναντι των στόχων των ιδιωτικοποιήσεων αποτελούν παράγοντες κινδύνου για τη ρευστότητα της οικονομίας, την ανάπτυξη και την κάλυψη των μελλοντικών χρηματοδοτικών αναγκών του κράτους. Η περαιτέρω ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου κατάρτισης, εκτέλεσης και παρακολούθησης του προϋπολογισμού με τη δημιουργία ενός ανεξάρτητου δημοσιονομικού συμβουλίου θα διασφαλίσει περαιτέρω τη διατηρησιμότητα της βελτίωσης του δημοσιονομικού αποτελέσματος στη μετά το Μνημόνιο εποχή.

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ

Η ανεπάρκεια χρηματοδοτικών πόρων αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της οικονομίας σήμερα. Η ανεπάρκεια όμως αυτή δεν προέρχεται μόνον από τον περιορισμό της τραπεζικής χρηματοδότησης. Οφείλεται σε συνδυασμό παραγόντων, πολλοί από τους οποίους προϋπήρχαν της κρίσης και είχαν διαμορφώσει ένα πρότυπο ανάπτυξης που στηριζόταν σε υπέρμετρο βαθμό στον τραπεζικό δανεισμό. Το τραπεζικό σύστημα σε γενικές γραμμές ακολούθησε τις τάσεις που επικρατούσαν στην οικονομία και την κοινωνία για να ικανοποιήσει την αυξανόμενη ζήτηση δανειακών κεφαλαίων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις δεν εκμεταλλεύθηκαν τις συνθήκες επαναλαμβανόμενης κερδοφορίας για να βελτιώσουν τη χρηματοδοτική τους δομή και να μειώσουν την εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό. Άλλωστε, δεν είχαν και ισχυρό κίνητρο να το κάνουν, όσο διατηρούσαν πρόσβαση σε σχετικά φθηνό χρήμα.

Με την έναρξη της δημοσιονομικής κρίσης το 2009 και τη μεγάλη ύφεση που επακολούθησε, μειώθηκαν δραστικά τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά δανειακών κεφαλαίων. Μέσα στις συνθήκες αυτές η εξασθένηση της πιστοδοτικής ικανότητας των τραπεζών ήταν αναπόφευκτη, καθώς η δημοσιονομική κρίση επέδρασε έντονα στην πιστοληπτική ικανότητα της χώρας και κατ' επέκταση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Έτσι, η τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα και ειδικότερα προς τις επιχειρήσεις περιορίστηκε σταδιακά, με αποτέλεσμα ένας σημαντικός αριθμός επιχειρήσεων να αντιμετωπίζει δυσχέρειες στη χρηματοδότηση της παραγωγικής δραστηριότητας.

Σήμερα το τραπεζικό τοπίο στην Ελλάδα έχει πλέον αλλάξει. Η ανακεφαλαιοποίηση και η αναδιάταξη του τραπεζικού συστήματος αποκαθιστούν σταδιακά την εμπιστοσύνη και δημιουργούν τις προϋποθέσεις για να ενισχυθεί μεσοπρόθεσμα η χορήγηση νέων πιστώσεων στην οικονομία. Ωστόσο, εξακολουθούν να επιδρούν πολλοί παράγοντες ώστε οι χορηγήσεις νέων δανείων να παραμένουν, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, περιορισμένες. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι:

1. Οι καθαρές εισροές καταθέσεων, κρίσιμο μέγεθος για τη δυνατότητα των τραπεζών να διοχετεύουν πόρους στην οικονομία, παραμένουν χαμηλές.
2. Ο λόγος δανείων προς καταθέσεις είναι ανάγκη να διατηρείται σε συντηρητικό ύψος και ο λόγος αυτός έχει διαταραχθεί από την απώλεια καταθέσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης.
3. Συγκριτικά με άλλες χώρες η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση που λαμβάνουν οι ελληνικές τράπεζες από το Ευρωσύστημα παραμένει υψηλή και θα πρέπει σταδιακά να περιοριστεί σε πιο λογικά επίπεδα.
4. Η τόνωση της εμπιστοσύνης, την οποία πέτυχε η ανακεφαλαιοποίηση, αμβλύνεται από την ανησυχία που προκαλεί η συσσώρευση δανείων σε καθυστέρηση. Η εξέλιξη αυτή αποθαρρύνει τη χορήγηση νέων πιστώσεων, καθώς σηματοδοτεί ότι ο πιστωτικός κίνδυνος είναι πολύ αυξημένος, αποστειρεί τις τράπεζες από πόρους τους οποίους θα μπορούσαν να διοχετεύσουν σε νέα δάνεια και δημιουργεί το ενδεχόμενο μελλοντικών απομειώσεων της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, συντηρώντας έτσι την ανάγκη δέσμευσης κεφαλαίων για σχηματισμό προβλέψεων.

Το ζήτημα λοιπόν των προβληματικών δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά πρέπει τώρα να αντιμετωπιστεί συστηματικά. Ήδη γίνονται σημαντικές ενέργειες από την πλευρά των τραπεζών, αλλά και της χώρας προς την κατεύθυνση αυτή. Η βελτίωση των μακροοικονομικών συνθηκών, εφόσον συνεχιστεί, θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη προς τη χώρα και το τραπεζικό της σύστημα και θα επιτρέψει τη σταδιακή εξομάλυνση της πιστωτικής επέκτασης μεσοπρόθεσμα. Βραχυχρόνια ωστόσο, οι δυνατότητες για πιστωτική επέκταση θα παραμένουν περιορισμένες. Το έλλειμμα αυτό μπορεί να αντισταθμιστεί με την άντληση πόρων από άλλες πηγές, όπως είναι η εσωτερική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, οι αγορές ομολόγων, μετοχών, ιδιωτικών τοποθετήσεων και άλλων σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων, καθώς και η άντληση πόρων από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.

3.2. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2014

Τα κέρδη της Τράπεζας στη χρήση 2014 διαμορφώθηκαν σε 654,5 εκατ. ευρώ, έναντι 831,1 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Τα συνολικά καθαρά έσοδα της Τράπεζας για τη χρήση 2014 ανήλθαν σε 1.118,2 εκατ. ευρώ, έναντι 1.610,9 εκατ. ευρώ την προηγούμενη χρήση. Τα συνολικά έξοδα διαμορφώθηκαν σε 463,7 εκατ. ευρώ, έναντι 779,7 εκατ. ευρώ στη χρήση 2013. Σύμφωνα με το άρθρο 71 του Καταστατικού και μετά από σχετική απόφαση του Γενικού Συμβουλίου, προτείνεται στη Γενική Συνέλευση από τα κέρδη της χρήσεως 2014 να διατεθούν για καταβολή μερίσματος 13,3 εκατ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 12% του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας. Το υπόλοιπο των κερδών, ύψους 641,2 εκατ. ευρώ, περιέρχεται στο Ελληνικό Δημόσιο.

ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΟ 2014 ΣΕ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

Το έτος 2014 σηματοδοτεί την επιστροφή της οικονομικής δραστηριότητας σε θετικούς ρυθμούς μεταβολής μετά από έξι έτη συνεχούς και βαθιάς οικονομικής κρίσης, που αποτιμώνται σε σωρευτική υποχώρηση του ΑΕΠ πάνω από 25%. Τα δημοσιευμένα τριμηνιαία στοιχεία του ΑΕΠ δείχνουν σαφή αποκλιμάκωση της ύφεσης από το α' τρίμηνο του 2014, με αποτέλεσμα στο σύνολο του έτους να καταγράφεται θετικός ρυθμός μεγέθυνσης της τάξεως του 0,8%, για πρώτη φορά μετά το 2007. Κινητήριες δυνάμεις αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Συγκεκριμένα, στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2014:

Οι εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 8,4%, σε μεγάλο βαθμό λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας. Οι τουριστικές υπηρεσίες και η ναυτιλία είναι βασικοί τομείς που παρουσίασαν ισχυρή επεκτατική εξαγωγική δυναμική. Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 1,5%, υποστηριζόμενη από τη σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, τη μείωση του γενικού επιπέδου των τιμών, αλλά και τη μείωση της αβεβαιότητας.

Σημαντικές θετικές εξελίξεις αποτελούν επίσης η ανάκαμψη της συνολικής απασχόλησης κατά 0,3% και της μισθωτής απασχόλησης κατά 2,3%, ενώ ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 3,3%, για πρώτη φορά μετά το 2008. Παρά ταύτα, το ποσοστό ανεργίας

παραμένει υψηλό και είναι το υψηλότερο στην ΕΕ. Επιπλέον, το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων συνεχίζει να αυξάνεται, με κίνδυνο να απαξιωθεί ένα μεγάλο μέρος των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού.

Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε περαιτέρω το 2014, λόγω της αύξησης της παραγωγικότητας και της μείωσης των εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών, συμβάλλοντας στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας παρουσιάζει ενδείξεις βελτίωσης από το 2013. Συγκεκριμένα, η Ελλάδα ανέβηκε στην 81η από την 91η θέση το 2012 στο δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum, ενώ σύμφωνα με το δείκτη “ευχέρειας του επιχειρείν” της Παγκόσμιας Τράπεζας η Ελλάδα ανέβηκε στην 61η από την 65η και 89η θέση αντιστοίχως τα δύο αμέσως προηγούμενα έτη. Ωστόσο, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση, η γραφειοκρατία και το συνεχώς μεταβαλλόμενο φορολογικό περιβάλλον παραμένουν πλέον τα σημαντικότερα εμπόδια στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

Η υπερκάλυψη του δημοσιονομικού στόχου (όσον αφορά την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος) του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής (ΠΟΠ) κατά 1,2% του ΑΕΠ το 2013 αποτέλεσε σημαντική παρακαταθήκη, θέτοντας στέρεες βάσεις για την εκπλήρωση του δημοσιονομικού στόχου το 2014 για τρίτο συναπτό έτος. Εντούτοις, το τελικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2014 υπόκειται σε επισφάλειες, που σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τις πολιτικές εξελίξεις σε συνδυασμό με την οπισθοβαρή κατανομή των εσόδων. Οι αβεβαιότητες αυτές έχουν ενταθεί μετά την ολοκλήρωση της εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού του 2014, η οποία κατέγραψε σημαντικές αποκλίσεις στο σκέλος των φορολογικών εσόδων, ειδικότερα κατά το μήνα Δεκέμβριο. Οι συνολικές επενδύσεις παραμένουν ιδιαίτερα χαμηλές, παρά την αύξηση των δημοσίων επενδύσεων, αντανακλώντας τη μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων κυρίως λόγω του περιορισμού της τραπεζικής χρηματοδότησης και του υψηλού κόστους δανεισμού. Η πτώση των ιδιωτικών επενδύσεων εντοπίζεται ιδίως στις επενδύσεις σε κατοικίες, ενώ οι παραγωγικές επιχειρηματικές επενδύσεις έχουν αρχίσει να δείχνουν σημάδια ανάκαμψης. Η αναιμική αύξηση των επενδύσεων κατά 1% το γ' τρίμηνο του 2014, που παρατηρήθηκε για πρώτη φορά μετά το 2008, πιθανώς σηματοδοτεί ανάκαμψη των επενδύσεων η οποία ενδέχεται να συνεχιστεί τα επόμενα έτη.

Το 2014 χαρακτηρίστηκε από αρνητικό πληθωρισμό, ως συνέπεια της πτώσης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, της χαμηλής συνολικής ζήτησης, της

μειωτικής επίδρασης των έμμεσων φόρων στις τιμές και ειδικά τους τελευταίους μήνες του έτους της πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Στην ίδια αποπληθωριστική κατεύθυνση εκτιμάται ότι συνέβαλαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας.

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης και της προ προβλέψεων κερδοφορίας, οι πρώτες ενέργειες στην κατεύθυνση της αντιμετώπισης του ζητήματος των δανείων σε καθυστέρηση και η ενεργοποίηση, από τις 4 Νοεμβρίου 2014, του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (ΕΕΜ) αποτέλεσαν τις βασικές εξελίξεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2014.

Ειδικότερα, στις αρχές του 2014 δημοσιεύθηκαν τα αποτελέσματα της προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που είχε διοργανωθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος, γεγονός που διευκόλυνε (παράλληλα με την αποκλιμάκωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων) τις τράπεζες να αντλήσουν πόρους από τις αγορές κεφαλαίων, ενώ προς τα τέλη του έτους ολοκληρώθηκε η Συνολική Αξιολόγηση της ΕΚΤ, η οποία επανεπιβεβαίωσε την επάρκεια της κεφαλαιακής βάσης των συστημικών ελληνικών τραπεζών.

Η οργανική κερδοφορία (λειτουργικά έσοδα μείον λειτουργικά έξοδα) των τραπεζών εμφανίζει σταθερή βελτίωση, λόγω αφενός της αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους και αφετέρου της περιστολής του κόστους λειτουργίας των τραπεζών στο πλαίσιο της υλοποίησης των σχεδίων αναδιάρθρωσής τους.

Στο μεγαλύτερο διάστημα του 2014, οι ελληνικές τράπεζες είχαν άνετη πρόσβαση στη διατραπεζική χρηματοδότηση και προέβησαν και στην έκδοση τραπεζικών ομολόγων στις διεθνείς αγορές. Επίσης, άντλησαν μεσοπρόθεσμη ρευστότητα με ευνοϊκούς όρους στο πλαίσιο των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (TLTROs).

Παρά τις θετικές εξελίξεις, το τραπεζικό σύστημα συνεχίζει να αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, με κυριότερη την ανάγκη αντιμετώπισης των προβληματικών δανείων. Ο

λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων διατηρήθηκε σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο (Σεπτέμβριος 2014: 34,2%, Δεκέμβριος 2013: 31,9%). Θετικές ωστόσο εξελίξεις αποτέλεσαν η αισθητή επιβράδυνση που παρατηρήθηκε στο ρυθμό δημιουργίας νέων δανείων σε καθυστέρηση και η σημαντική αύξηση του ποσοστού κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από συσσωρευμένες προβλέψεις.

Τέλος, από τις 4 Νοεμβρίου 2014 ενεργοποιήθηκε ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός (EEM), το νέο σύστημα τραπεζικής εποπτείας το οποίο αποτελείται από μία υπερεθνική αρχή, την ΕΚΤ, και τις αρμόδιες εθνικές αρχές των συμμετεχουσών χωρών. Οι φορείς αυτοί συνεργάζονται βάσει ενιαίας δέσμης κανόνων και στο πλαίσιο των Μικτών Εποπτικών Ομάδων, οι οποίες ορίζονται για κάθε συστημική τράπεζα και στις οποίες συμμετέχουν στελέχη της ΕΚΤ και των εθνικών αρμόδιων αρχών. Η ΕΚΤ ασκεί άμεση εποπτεία σε 120 σημαντικούς τραπεζικούς ομίλους, συμπεριλαμβανομένων και των τεσσάρων ελληνικών συστημικών τραπεζών. Η άμεση εποπτεία θα περιλαμβάνει εξέταση των δανειοδοτικών, δανειοληπτικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών και γενικότερα της συμμόρφωσής τους προς το ευρωπαϊκό και εθνικό εποπτικό δίκαιο.

Η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 4ης Φεβρουαρίου 2015 (για άρση της εξαίρεσης της χρεογράφων που έχει εκδώσει ή εγγυηθεί το Ελληνικό Δημόσιο από τις προϋποθέσεις ελάχιστης πιστωτικής διαβάθμισης για την αποδοχή τους ως εξασφαλίσεων κατά τις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος) δεν δημιουργεί προβλήματα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, καθώς το τραπεζικό σύστημα έχει ανασυγκροτηθεί σε νέες υγιείς βάσεις, έχει επαρκή κεφαλαιακή βάση και μπορεί να αντλήσει ρευστότητα από την Τράπεζα της Ελλάδος με το μηχανισμό της έκτακτης χρηματοδότησης (ELA), αν και με σημαντικά υψηλότερο κόστος. Αν εξάλλου υπάρξει σύντομα συμφωνία με τους εταίρους, η απόφαση αυτή θα ανακληθεί αμέσως, όπως συνέβη και σε προηγούμενες ανάλογες περιπτώσεις.

*ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ*

Το έτος 2014 σηματοδοτεί την επιστροφή της οικονομικής δραστηριότητας σε θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης μετά από έξι έτη βαθιάς οικονομικής κρίσης που αποτιμώνται σε σωρευτική υποχώρηση του ΑΕΠ πάνω από 25%. Κινητήριες δυνάμεις αυτής της εξέλιξης

είναι η αύξηση των εξαγωγών, ως αποτέλεσμα κυρίως της αύξησης των εξαγόμενων υπηρεσιών (τουρισμού και ναυτιλίας) λόγω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας, και η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η αύξηση του ΑΕΠ αντανακλάται και στην αγορά εργασίας, όπου παρατηρείται οριακή άνοδος της απασχόλησης και ελαφρά μείωση του ποσοστού ανεργίας, το οποίο όμως παραμένει υψηλό. Από την άλλη πλευρά, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και οι τιμές συνέχισαν να μειώνονται, αντανακλώντας εν μέρει συνθήκες ελλιπούς ζήτησης στην οικονομία. Οι θετικές εξελίξεις στην οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση πραγματοποιήθηκαν σε ένα περιβάλλον σχετικά χαμηλής εξωτερικής ζήτησης, που χαρακτηρίστηκε από ασθενή ανάπτυξη στην ευρωζώνη.

Για το 2015 αναμένεται θετικός ρυθμός μεγέθυνσης, ο οποίος εκτιμάται ότι επίσης θα βασιστεί στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των εξαγωγών. Οι θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας αναμένεται να συνεχιστούν, ακολουθώντας την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας, υποβοηθούμενες και από την συνέχιση της εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης. Οι τιμές εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν την πτωτική τους πορεία και το ίδιο ενδέχεται να συμβεί με το μοναδιαίο κόστος εργασίας. Επισημαίνεται ωστόσο ότι σημαντικές αβεβαιότητες που συνδέονται με τις εσωτερικές πολιτικές εξελίξεις στα τέλη του 2014 και στις αρχές του 2015, αλλά και με γεωπολιτικούς και διεθνείς κινδύνους, ενδέχεται να επιβραδύνουν τη μεγέθυνση της οικονομίας το 2015. Αντίθετα, η περαιτέρω μείωση των τιμών του πετρελαίου, η διευκολυντική νομισματική πολιτική που αναμένεται να βελτιώσει τις συνθήκες χρηματοδότησης, η πρόοδος που έχει επιτελεστεί ως προς τη δημοσιονομική προσαρμογή και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και η υποτίμηση του ευρώ αναμένεται να έχουν θετικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΩΝ

Η σταδιακή αποκατάσταση των δημοσιονομικών ανισορροπιών είναι εμφανής. Συγκεκριμένα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) με βάση το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής (ΠΟΠ) υπερέβη το στόχο του προγράμματος για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά το 2013, καταγράφοντας πλεόνασμα ίσο με 1,2% του ΑΕΠ, έναντι στόχου για ισοσκελισμένο πρωτογενές αποτέλεσμα. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σημαντικά βελτιωμένο και έναντι της εκτίμησης του Προσχεδίου του Προϋπολογισμού

του 2015 για πρωτογενές πλεόνασμα ίσο με 0,8% του ΑΕΠ, γεγονός που οφείλεται στην αναθεώρηση των δημοσιονομικών στοιχείων στη δεύτερη κοινοποίηση από την ΕΛΣΤΑΤ στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) τον Οκτώβριο του 2014 έναντι της πρώτης κοινοποίησης τον Απρίλιο του ίδιου έτους. Η αναθεώρηση ενσωματώνει μεταξύ άλλων τη μετάβαση στο εθνικολογιστικό πρότυπο ESA 2010.

Με βάση τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή στην Eurostat τον Οκτώβριο του 2014, το αποτέλεσμα της ΓΚ το 2013 βελτιώθηκε κατά 0,5% του ΑΕΠ έναντι της πρώτης κοινοποίησης του Απριλίου και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 12,2% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 8,6% του ΑΕΠ το 2012. Η διεύρυνση αυτή του ελλείμματος έναντι του 2012 οφείλεται αποκλειστικά στις δαπάνες για την υποστήριξη του τραπεζικού τομέα. Διορθωμένο ως προς την καθαρή κρατική υποστήριξη προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στα δύο έτη, το έλλειμμα παρουσιάζει σημαντική βελτίωση, αφού περιορίστηκε από 5,9% το 2012 σε 1,8% το 2013.

Επίσης, το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα² της ΓΚ την περίοδο 2010-2013 παρουσιάζει βελτίωση κατά 17 εκατοστιαίες μονάδες, καθώς για το 2013 καταγράφεται πλεόνασμα ίσο με 3,6% του δυνητικού ΑΕΠ και για το 2014 εκτιμάται περαιτέρω βελτίωσή του κατά περίπου μισή εκατοστιαία μονάδα (διαρθρωτικό πρωτογενές πλεόνασμα 4,0% του δυνητικού ΑΕΠ). Την ίδια περίοδο το ΔΝΤ³ εκτιμά ότι το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές πλεόνασμα στην Ελλάδα έχει βελτιωθεί κατά 19 εκατοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ, έναντι βελτίωσης 8,2 εκ. μον. στην Πορτογαλία, 7,8 εκ. μον. στην Ιρλανδία και 7,2 εκ. μον. στην Ισπανία. Όσον αφορά το 2014, για το οποίο δεν υπάρχουν ακόμη τελικά στοιχεία, η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια του έτους, με την εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) να υπερβαίνει σταθερά τους στόχους περιόδου έως το Νοέμβριο και το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ να εμφανίζεται βελτιωμένο έναντι του 2013. Οι εξελίξεις αυτές συνετέλεσαν στη δημιουργία κατάλληλων προϋποθέσεων για την έξοδο της Ελλάδος στις αγορές τον Απρίλιο και τον Ιούλιο του 2014, όταν άντλησε 4,5 δισεκ. Ευρώ με την έκδοση ομολόγων πενταετούς και τριετούς διάρκειας. Επίσης, αποφασίστηκαν η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3,9% από τον Ιούλιο και η μείωση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στο πετρέλαιο θέρμανσης κατά 30% από τις 15 Οκτωβρίου 2014. Η επίδραση των παραπάνω μέτρων ενσωματώθηκε στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2015, στην οποία εκτιμάται για το 2014 η υπέρβαση του στόχου του πρωτογενούς αποτελέσματος της ΓΚ σύμφωνα με το ΠΟΠ (1,5% του ΑΕΠ), για τρίτη συνεχή χρονιά, με την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος 1,8% του ΑΕΠ.

Αντίστοιχα για το 2015 προβλέπεται η επίτευξη του στόχου του προγράμματος για πρωτογενές πλεόνασμα 3,0% του ΑΕΠ.

Ωστόσο, η βελτίωση αυτή φαίνεται να έχει προσωρινά διακοπεί εξαιτίας της αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας στο τέλος του έτους αλλά και της μη ολοκλήρωσης της τελευταίας αξιολόγησης του προγράμματος που αναμενόταν τον Οκτώβριο, με αποτέλεσμα την αναβολή είσπραξης της τελευταίας δόσης από το EFSF ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ, της δόσης από το ΔΝΤ ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ, καθώς και των εσόδων από το SMP (Securities Markets Programme), ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ, των οποίων η καταβολή συνδέεται άμεσα με την επιτυχή ολοκλήρωση της αξιολόγησης του προγράμματος. Ως εκ τούτου, από τον Οκτώβριο καταγράφεται ανοδική τάση στη διαφορά των ομολογιακών αποδόσεων, ενώ το δημοσιονομικό αποτέλεσμα του Κρατικού Προϋπολογισμού το 2014 απέκλινε σημαντικά του ετήσιου στόχου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2015, λόγω κυρίως της μη είσπραξης των εσόδων από το SMP, αλλά και της υστέρησης των φορολογικών εσόδων που παρατηρήθηκε το Δεκέμβριο.

Η δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελεί προϋπόθεση για τη σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Γενικότερα, η επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων θα πρέπει να επιδιωχθεί κυρίως μέσα από την προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Τα περιθώρια βελτίωσης του δημοσιονομικού αποτελέσματος με μέτρα εισπρακτικού τύπου είναι περιορισμένα, καθώς έχει εξαντληθεί η φοροδοτική ικανότητα των συνεπών φορολογουμένων. Επιπλέον, η επιβολή φοροεισπρακτικών μέτρων χωρίς παράλληλη διεύρυνση της φορολογικής βάσης αλλά και η περιστολή παραγωγικών δαπανών ασκούν ιδιαίτερα επιβαρυντική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα στην τρέχουσα συγκυρία. Ενδεικτικά, σε πρόσφατη μελέτη⁴ του ΔΝΤ —για 17 χώρες του ΟΟΣΑ— επισημαίνεται ότι σε περιόδους παρατεταμένης ύφεσης ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής ως προς το ΑΕΠ για ένα χρονικό ορίζοντα πέντε ετών είναι περίπου -2, ενώ ως προς την απασχόληση για μια αντίστοιχη περίοδο υπολογίζεται σε -3. Δηλαδή για κάθε ποσοστιαία μονάδα αύξησης του πρωτογενούς πλεονάσματος το ΑΕΠ μειώνεται κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες και η απασχόληση μειώνεται κατά τρεις ποσοστιαίες μονάδες.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος θα πρέπει κατά κύριο λόγο να βασίζεται στα οφέλη που μπορούν να υπάρξουν από τις μεταρρυθμίσεις που συνδέονται με τη δημοσιονομική διαχείριση. Ο νόμος 4270/20145 κινείται με βάση τις κατευθύνσεις του νέου Δημοσιονομικού Συμφώνου (Fiscal Compact) και ενισχύει το δημοσιονομικό πλαίσιο διακυβέρνησης μέσα από κανόνες που αφορούν την πορεία των διαρθρωτικών

ελλειμμάτων, του δημόσιου χρέους και του ρυθμού με τον οποίο θα πρέπει αυτό να μειώνεται όταν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ. Συγκεκριμένα, με δεδομένο ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ, το διαρθρωτικό έλλειμμα δεν θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο από 0,5% του ΑΕΠ, ενώ όταν το δημόσιο χρέος είναι μεγαλύτερο της τιμής αναφοράς 60% του ΑΕΠ, θα πρέπει η διαφορά σε σχέση με την τιμή αναφοράς να μειώνεται κατά το 1/20 κατά μέσο όρο κάθε χρόνο για διάστημα τριετίας.

Εξάλλου, ο περιορισμός της φοροδιαφυγής και η κατάργηση των φοροαπαλλαγών που δεν στηρίζονται σε κοινωνικά κριτήρια και δεν στοχεύουν στην ενίσχυση της αναπτυξιακής πορείας της χώρας κρίνονται καθοριστικά βήματα προς την ενίσχυση της δημοσιονομικής προσπάθειας. Με αυτά θα ήταν δυνατόν: α) να εξασφαλιστεί η διατηρησιμότητα των δημοσιονομικών επιτευγμάτων, που απειλείται σήμερα από την εξάντληση της φοροδοτικής ικανότητας των συνεπών φορολογουμένων, β) να γίνει ένας δικαιότερος καταμερισμός των φορολογικών βαρών προς όφελος των διαχρονικά συνεπών φορολογουμένων, ενισχύοντας την κοινωνική αποδοχή της δημοσιονομικής προσπάθειας, γ) να αμβλυνθούν οι αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα μέσα από την ελάφρυνση των χαμηλών εισοδηματικών ομάδων οι οποίες έχουν υψηλή οριακή ροπή προς κατανάλωση και δ) να υπάρξουν περιθώρια μείωσης των φορολογικών συντελεστών, με θετικό αντίκτυπο στην προσέλκυση επενδύσεων και στην ανταγωνιστικότητα.

Η αντιμετώπιση των ελλειμμάτων που συνδέονται με το ασφαλιστικό σύστημα θα πρέπει επίσης να αποτελέσει μία από τις άμεσες προτεραιότητες της κυβερνητικής πολιτικής. Η βιωσιμότητα των προϋπολογισμών των ασφαλιστικών φορέων προϋποθέτει τη ρεαλιστική αξιολόγηση των δυνατοτήτων του ασφαλιστικού συστήματος το οποίο πλήττεται τόσο από τις δημογραφικές εξελίξεις όσο και από τη συνεχή αύξηση της ανεργίας από το 2009 έως το α' τρίμηνο του 2014. Επιπλέον των πρόσφατων παρεμβάσεων οι οποίες περιόρισαν την παραμετρική πολυμορφία του ασφαλιστικού συστήματος, θα ήταν σκόπιμο να επανεξεταστεί το καθεστώς των υφιστάμενων εξαιρέσεων από τις γενικές διατάξεις.

Παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της ανεργίας θα μπορούσαν να στοχεύουν σε ένα διπλό αποτέλεσμα, που αφορά τόσο την ενίσχυση της οικονομικής μεγέθυνσης όσο και τη βελτίωση των εσόδων του ασφαλιστικού συστήματος και κατ' επέκταση τη σταθεροποίηση του θετικού δημοσιονομικού αποτελέσματος και τη βιωσιμότητα του

δημόσιου χρέους. Η συνολική μείωση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 3,9 εκατοστιαίες μονάδες από 1 Ιουλίου 2014 κινείται προς αυτή την κατεύθυνση.

3.3. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2015

Από το 2008 έως και το 2013 η ελληνική οικονομία απώλεσε σωρευτικά το 26% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ). Μετά από μια βραχύβια ανάκαμψη το 2014, η ελληνική οικονομία εισήλθε εκ νέου σε ύφεση από το γ' τρίμηνο του 2015 (-1,9%). Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ παρέμεινε αρνητικός και το δ' τρίμηνο του έτους (-1,9%) και για το σύνολο του 2015 διαμορφώθηκε σε -0,7%. Προσδιοριστικοί παράγοντες της υποτροπής ήταν η πολιτική αστάθεια από το τέλος του 2014, οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους δανειστές το πρώτο εξάμηνο του 2015, η τραπεζική αργία και η επιβολή περιορισμών στις τραπεζικές συναλλαγές και στην κίνηση κεφαλαίων, καθώς και τα νέα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής στο πλαίσιο της νέας συμφωνίας χρηματοδοτικής διευκόλυνσης, τα οποία κρίθηκαν αναγκαία προκειμένου να επιτευχθούν οι αναθεωρημένοι δημοσιονομικοί στόχοι.

Οι αντοχές της ελληνικής οικονομίας και του εγχώριου τραπεζικού συστήματος δοκιμάστηκαν. Η οικονομία, ωστόσο, επέδειξε ισχυρές αντιστάσεις, με αποτέλεσμα οι επιπτώσεις να είναι ηπιότερες και μικρότερης διάρκειας σε σχέση με ό,τι αρχικά αναμενόταν. Οι αντοχές αυτές συνδέονται με το γεγονός ότι —παρά τις επιμέρους καθυστερήσεις και αστοχίες— τα προγράμματα προσαρμογής που εφαρμόστηκαν στη χώρα μας από το 2010 κατάφεραν να περιορίσουν δραστικά τις μεγάλες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες. Συγκεκριμένα, περιορίστηκε το μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα και καλύφθηκαν τα 3/4 της ολικής προσαρμογής (τελικός στόχος για 3,5% του ΑΕΠ πρωτογενές πλεόνασμα από το 2018, σε σύγκριση με έλλειμμα 10,1% του ΑΕΠ το 2009). Αντιμετωπίστηκαν το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η απώλεια ανταγωνιστικότητας και μετριάστηκαν δυσκαμψίες και εμπόδια στην αγορά εργασίας, οδηγώντας σε ενίσχυση των εξαγωγών. Παρατηρήθηκαν επίσης τάσεις αναδιάρθρωσης των κλάδων παραγωγής υπέρ των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και γενικά υπέρ των πιο παραγωγικών επιχειρήσεων σε κάθε κλάδο της οικονομίας.

Σε αντίθεση με τα μεγάλα βήματα της δημοσιονομικής προσαρμογής τα προηγούμενα χρόνια, υπήρξαν καθυστερήσεις στις ιδιωτικοποιήσεις και στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που θα ενίσχυαν την ανάπτυξη. Οι καθυστερήσεις στην προώθηση μεταρρυθμίσεων στη λειτουργία του δημόσιου τομέα και στις αγορές αγαθών και

υπηρεσιών οδήγησαν σε αντίστοιχες καθυστερήσεις στην εμφάνιση των θετικών επιδράσεων τους στην ανάπτυξη και την απασχόληση. Αυτές οι θετικές επιδράσεις άρχισαν να καταγράφονται κατά τη διάρκεια του 2014, με επιστροφή του ΑΕΠ σε θετικό ρυθμό μεταβολής τόσο για το σύνολο του 2014 (+0,7%) όσο και για τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2015. Η ανάκαμψη αυτή θα είχε εδραιωθεί και το συνολικό αποτέλεσμα για το 2015 και το 2016 θα ήταν με βεβαιότητα θετικό και ισχυρότερο, όπως άλλωστε προβλεπόταν, αν δεν είχε μεσολαβήσει η έξαρση της αβεβαιότητας από τους τελευταίους μήνες του 2014 μέχρι την ημερομηνία σύναψης της νέας συμφωνίας με τους εταίρους στη Σύνοδο Κορυφής της 12ης Ιουλίου 2015.

Μετά την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013 ύψους 1,2% του ΑΕΠ, που αποτέλεσε σημαντική υπέρβαση του στόχου για ισοσκελισμένο πρωτογενές αποτέλεσμα, το 2014 παρατηρήθηκε δημοσιονομική επιδείνωση, λόγω της πολιτικοοικονομικής αβεβαιότητας στο τέλος του έτους, αν και το πρωτογενές αποτέλεσμα παρέμεινε θετικό αλλά μικρό σε μέγεθος, με σημαντική απόκλιση από το στόχο για πλεόνασμα ύψους 1,5% του ΑΕΠ. Μέσα στο 2015 τα δημοσιονομικά μεγέθη κατέγραψαν μεγάλες διακυμάνσεις όσον αφορά την εξέλιξη των φορολογικών εσόδων, των δαπανών για δημόσιες επενδύσεις και των ληξιπρόθεσμων οφειλών. Μετά την αναθεώρηση προς τα κάτω του στόχου σε πρωτογενές έλλειμμα 0,25% του ΑΕΠ, έναντι προγενέστερου στόχου για πλεόνασμα 3,0%, και τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων, το 2015 αναμένεται τελικά το πρωτογενές αποτέλεσμα να είναι ισοσκελισμένο ή ελαφρά θετικό.

*ΜΙΚΡΗ ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ ΑΕΠ ΤΟ ΠΡΩΤΟ ΕΞΑΜΗΝΟ ΤΟΥ 2015,
ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΣΤΗΝ ΥΦΕΣΗ ΤΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΕΞΑΜΗΝΟ*

Οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας κατά το πρώτο εξάμηνο του περασμένου έτους προσδιορίστηκαν κυρίως από την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και τη βελτίωση του εξωτερικού τομέα με αύξηση των εξαγωγών αγαθών και του τουρισμού και μείωση των εισαγωγών. Αντιθέτως, η ζήτηση επενδυτικών αγαθών σημείωσε περαιτέρω υποχώρηση, λόγω της επιβάρυνσης του οικονομικού κλίματος και των δυσμενών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Στο ίδιο διάστημα, η απασχόληση αυξήθηκε, λόγω της διατήρησης θετικού ρυθμού ανάπτυξης σε επιμέρους τομείς της οικονομίας και της μεγάλης ανόδου της τουριστικής κίνησης. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν επίσης η αναδιάρθρωση της αγοράς εργασίας προς περισσότερο ευέλικτες μορφές απασχόλησης καθώς και η διατήρηση του κόστους εργασίας σε χαμηλά επίπεδα.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 24,6% το Νοέμβριο του 2015, παραμένοντας ωστόσο το υψηλότερο στην ΕΕ. Ο πληθωρισμός παρέμεινε για τρίτη συνεχή χρονιά σε αρνητικό έδαφος, καταγράφοντας ποσοστό -1,1%, αν και από το Δεκέμβριο του 2015, μετά από 33 μήνες συνεχούς πτωτικής πορείας, το γενικό επίπεδο των τιμών κατέγραψε θετικό ρυθμό μεταβολής, κυρίως λόγω της αύξησης του ΦΠΑ. Η διατήρηση θετικού ρυθμού ανάπτυξης το πρώτο εξάμηνο του 2015 ήταν συνέχεια της ανάκαμψης που επιτεύχθηκε το 2014. Ωστόσο, οι δυσμενείς εξελίξεις που έλαβαν χώρα κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους διαμόρφωσαν συνθήκες ακραίας οικονομικής αβεβαιότητας και είχαν ως αποτέλεσμα τη διακοπή της αναπτυξιακής πορείας της χώρας και την επιστροφή της σε ύφεση από το γ' τρίμηνο. Η αναπτυξιακή προοπτική της οικονομίας παραμένει πάντως θετική. Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες, που καταγράφουν την πορεία των θεμελιωδών μεγεθών, επιτρέπουν την εκτίμηση ότι οι απώλειες σε όρους προϊόντος, από τις αρνητικές συνέπειες κυρίως της οικονομικής αστάθειας που επικράτησε το περασμένο έτος ενδέχεται να είναι μικρότερες από ό,τι αρχικά αναμενόταν.

ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΕΣ

Η πρόβλεψη για ανάκαμψη από το δεύτερο εξάμηνο του έτους χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, η οποία στο εσωτερικό αντανακλά κυρίως την αβεβαιότητα για την έκβαση της πρώτης αξιολόγησης, η οποία είχε ήδη καθυστερήσει. Η δυσμενής εξέλιξη στο ζήτημα αυτό και η καθυστέρηση επί μακρόν, θα αποδυναμώσουν τις ευνοϊκές προοπτικές που επισημάνθηκαν προηγουμένως. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αποσταθεροποιηθεί η οικονομία εκ νέου, οι χρηματοδοτικές συνθήκες να χειροτερέψουν, η ύφεση να οξυνθεί και να επανεμφανιστούν σοβαρά αδιέξοδα ανάλογα εκείνων του καλοκαιριού του 2015.

Μια δεύτερη κατηγορία αβεβαιοτήτων και κινδύνων συναρτάται με το μεγάλο πρόβλημα της εισροής προσφύγων-μεταναστών και ο τρόπος με τον οποίο θα το αντιμετωπίσει η Ελλάδα, κυρίως όμως η Ευρωπαϊκή Ένωση στο σύνολό της. Το ενδεχόμενο αποτυχίας της χώρας να συντονιστεί με τις ευρωπαϊκές επιλογές και να μην προχωρήσει στην υλοποίηση όσων έχει αναλάβει, θα δημιουργήσει αντιδράσεις και αβεβαιότητα στην Ευρωπαϊκή κοινότητα. Από την άλλη πλευρά, δεν μπορεί επίσης να προβλεφθεί η στάση κρατών-μελών της ΕΕ ακόμη και αν η Ελλάδα εκπληρώσει στο ακέραιο τις δικές της

υποχρεώσεις. Σε κάθε περίπτωση πάντως, το ενδεχόμενο επιβολής περιορισμών στην ελεύθερη κίνηση ανθρώπων και εμπορευμάτων δεν μπορεί να αποκλειστεί και, αν συμβεί, οι επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία θα είναι βαριές:

1. Άμεσα ορατές θα είναι οι αρνητικές επιπτώσεις στον ελληνικό τουρισμό από την καθυστέρηση ή ενδεχομένως αποτυχία στην αποτελεσματική διαχείριση του προσφυγικού ζητήματος σε συνδυασμό με τις συνεχιζόμενες αφίξεις νέων προσφύγων που αναμένεται να ενταθούν τους προσεχείς μήνες.
2. Το ενδεχόμενο εγκλωβισμού μεγάλου αριθμού προσφύγων στο εσωτερικό της χώρας απαιτεί έγκαιρο σχεδιασμό και αποτελεσματική προετοιμασία, μεταξύ άλλων και για να μη τεθεί σε κίνδυνο η κοινωνική συνοχή. Επιπλέον, θα αυξηθούν οι δημόσιες δαπάνες για την περίθαλψη και την προσωρινή —ή σε ορισμένες περιπτώσεις μονιμότερη— εγκατάσταση του ολοένα αυξανόμενου αριθμού προσφύγων και μεταναστών.
3. Θα επιβαρυνθεί σημαντικά το κόστος διακίνησης εμπορευμάτων από την Ελλάδα, με αποτέλεσμα τη μείωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς της.
4. Θα αποθαρρυνθούν ξένες επενδύσεις που θα επέλεγαν την Ελλάδα ως πύλη εισόδου εμπορευμάτων στην Ευρώπη. Η ύπαρξη αυτών των κινδύνων είναι ένας πρόσθετος λόγος που επιβάλλει την ταχεία ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και την απρόσκοπτη συνέχιση της εφαρμογής του προγράμματος.

*ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ*

Το πρώτο εξάμηνο του 2015 η ελληνική οικονομία εισήλθε σε περιβάλλον οικονομικής αβεβαιότητας, που προσδιορίστηκε κυρίως από τις παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους δανειστές. Στο διάστημα αυτό, η πορεία ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας που είχε ξεκινήσει το 2014 δεν διακόπηκε, αν και μετριάστηκε. Ωστόσο, από τα μέσα του έτους η ελληνική οικονομία εισήλθε εκ νέου σε υφεσιακή τροχιά, ως συνέπεια τόσο της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων όσο και των νέων μέτρων περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής στο πλαίσιο της νέας συμφωνίας χρηματοδοτικής διευκόλυνσης.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες και πρόσφατοι δείκτες συγκυρίας επιτρέπουν την εκτίμηση ότι η οικονομία θα επανέλθει σε ρυθμούς μεγέθυνσης από το β' εξάμηνο του

2016. Απαραίτητες προϋποθέσεις για την ανάταξη της οικονομίας είναι η εντατικοποίηση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας και η ταχεία αποκατάσταση του κλίματος επενδυτικής εμπιστοσύνης. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και η προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων αποτελούν τις δύο κινητήριες δυνάμεις για την επιστροφή σε διατηρήσιμη ανάπτυξη. Η στήριξη των υγιών εξωστρεφών επιχειρήσεων με μερίδιο στις διεθνείς αγορές και η προώθηση του τουρισμού αποτελούν εξίσου σημαντικές προϋποθέσεις της ανάπτυξης. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, που ενισχύει τις ελληνικές εξαγωγές, και η παρατηρούμενη ευελιξία της αγοράς εργασίας αποτελούν ισχυρά κίνητρα για την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών. Ιδιαίτερη σημασία επίσης αποδίδεται στην επενδυτική επιχειρηματική ζήτηση προκειμένου να στηριχθεί η εξωστρέφεια της παραγωγικής βάσης και να ενισχυθούν μεσοπρόθεσμα οι παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας.

ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Μετά την επίτευξη το 2014, για πρώτη φορά μετά το 2007, θετικού ρυθμού ανάπτυξης, η οικονομία το 2015 επανήλθε σε ύφεση (-0,7%) παρά το θετικό ρυθμό ανάπτυξης που καταγράφηκε στο πρώτο εξάμηνο του έτους (0,6%). Η σταθεροποίηση της οικονομίας στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 βασίστηκε κυρίως στην πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης και στη βελτίωση του εξωτερικού τομέα, λόγω της αύξησης των εξαγωγών αγαθών και του τουρισμού και της σημαντικής μείωσης των εισαγωγών. Αντίθετα, η ζήτηση επενδυτικών αγαθών σημείωσε περαιτέρω υποχώρηση, ως αποτέλεσμα της επιβάρυνσης του οικονομικού κλίματος και των δυσμενών χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Η εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης υποστηρίχθηκε από τη σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και υποβοηθήθηκε από τη μεγάλη και παρατεταμένη μείωση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, την πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών, αλλά και από τη ρευστοποίηση αποταμιευτικών πόρων των νοικοκυριών. Η σταθεροποίηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος είναι απόρροια της αύξησης της απασχόλησης και της σταδιακής αποκλιμάκωσης των πιέσεων στην αγορά εργασίας.

Οι εξαγωγές αγαθών σε πραγματικούς όρους κατέγραψαν άνοδο, αντισταθμίζοντας τη

μικρή μείωση στο πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών (λόγω μείωσης των εσόδων από τη ναυτιλία). Η εικόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σημαντικά, αφού οι κεφαλαιακοί περιορισμοί κατά το γ' τρίμηνο του έτους οδήγησαν σε μείωση των εισαγωγών και συγκριτικά περιορισμένη μείωση των εξαγωγών. Επιπλέον, για τρίτη συνεχή χρονιά καταγράφηκε αύξηση της τουριστικής κίνησης, με θετική επίδραση στις τουριστικές εισπράξεις. Το τουριστικό προϊόν έχει βελτιωθεί σημαντικά κατά τα τελευταία χρόνια, ενσωματώνοντας διαρθρωτικές αλλαγές όπως είναι η επιμήκυνση του ωραρίου λειτουργίας των αρχαιολογικών χώρων και η δυνατότητα πρόσβασης στα μουσεία τις αργίες, καθώς και η προσφορά εναλλακτικών μορφών τουρισμού. Η εμπλοκή ανταγωνιστριών χωρών σε γεωπολιτικές εντάσεις στην Ανατολική Μεσόγειο συνέβαλε επίσης θετικά στην τουριστική κίνηση προς τη χώρα μας.

Η απασχόληση κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015 αυξήθηκε, ως αποτέλεσμα τόσο της διατήρησης θετικού ρυθμού ανάπτυξης σε επιμέρους τομείς της οικονομίας όσο και της μεγάλης αύξησης της τουριστικής κίνησης. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν επίσης η αναδιάρθρωση της απασχόλησης προς περισσότερο ευέλικτες μορφές, μετά την άρση των θεσμικών περιορισμών στην αγορά εργασίας κατά την περίοδο που προηγήθηκε, και η διατήρηση του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων στο χαμηλό επίπεδο που είχε διαμορφωθεί μετά τις μειώσεις των προηγούμενων ετών.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου κατέγραψαν πτώση στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2015, κυρίως λόγω της μείωσής τους το γ' τρίμηνο. Σημαντικά υποχώρησαν οι επενδύσεις σε μηχανολογικό και μεταφορικό εξοπλισμό, ενώ οι επενδύσεις στις κατασκευές συνέχισαν την καθοδική τους πορεία.

Ο πληθωρισμός παρέμεινε για τρίτη συνεχή χρονιά σε αρνητικό έδαφος, καταγράφοντας ποσοστό -1,1% κατά μέσο όρο το 2015, αν και ο αρνητικός του ρυθμός επιβραδύνθηκε κυρίως λόγω των αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας κατά το τελευταίο πεντάμηνο του έτους. Σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του αρνητικού πληθωρισμού έπαιξε η πτωτική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Επιπλέον, σημαντικό ποσοστό της αύξησης της έμμεσης φορολογίας απορροφήθηκε από τους παραγωγούς και δεν μετακινήθηκε στις τελικές τιμές καταναλωτή. Ωστόσο, το Δεκέμβριο του 2015 ο πληθωρισμός κατέγραψε θετικό πρόσημο, κυρίως λόγω των αυξήσεων στον ΦΠΑ. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας φαίνεται ότι υποχώρησε στη διάρκεια του έτους, αν και λιγότερο από τη μείωση των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας λόγω της κάμψης της παραγωγικότητας.

Η διατήρηση θετικού ρυθμού ανάπτυξης κατά το α' εξάμηνο του 2015 ήταν το αποτέλεσμα της ανάκαμψης που επιτεύχθηκε το β' εξάμηνο του 2014 και στηρίχθηκε στην εξισορρόπηση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος του εξωτερικού τομέα που έλαβε χώρα τα προηγούμενα έτη. Οι δυσμενείς εξελίξεις ανέδειξαν τις δυνατότητες προσαρμογής των επιχειρήσεων και των καταναλωτών όταν κλήθηκαν να λειτουργήσουν σε συνθήκες ακραίων χρηματοπιστωτικών περιορισμών. Η επιδείνωση του επιχειρηματικού κλίματος, η παράταση της πιστωτικής ασφυξίας και η επιβράδυνση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων οδήγησαν την οικονομία εκ νέου σε ύφεση κατά το β' εξάμηνο του έτους.

Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι οι αναπτυξιακές προοπτικές της οικονομίας για τα επόμενα έτη παραμένουν ισχυρές, στο βαθμό όμως που θα αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι βραχυχρόνιες ανισορροπίες και κυρίως οι μακροχρόνιες προκλήσεις που συναρτώνται με το νέο αναπτυξιακό υπόδειγμα της χώρας.

ΚΕΡΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2015 καταγράφηκε μικρή βελτίωση των σημαντικότερων μεγεθών των εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 165 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων, 33 η αύξηση των πωλήσεων έφθασε στο 0,8% και των μικτών κερδών στο 13,2%. Ωστόσο, η καθαρή κερδοφορία των επιχειρήσεων μειώθηκε στα 533,6 εκατ. ευρώ, έναντι 622,5 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του περασμένου έτους, και το περιθώριο καθαρού κέρδους υποχώρησε στο 3,0%. Οι επιχειρήσεις της βιομηχανίας και του εμπορίου φαίνεται ότι βελτίωσαν περισσότερο τις επιδόσεις τους, ενώ αντίθετα οι επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών και λοιπών δραστηριοτήτων είχαν κέρδη μειωμένα κατά 18,7% την ίδια περίοδο. Επίσης, στους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων της ΕΛΣΤΑΤ καταγράφονται ενδείξεις ανόδου της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, τουλάχιστον έως και το γ' τρίμηνο του 2015. Το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοοικονομικών εταιριών εμφανίζεται αυξημένο, σε τρέχουσες τιμές, κατά 10,3% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου έναντι της ίδιας περιόδου πέρυσι, κυρίως λόγω της μείωσης των φόρων αλλά και της μείωσης των δαπανών για εξαρτημένη εργασία. Η αύξηση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος των μη χρηματοοικονομικών εταιριών για την ίδια περίοδο είναι της τάξεως του 5,2%.

3.4. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2016

Τα δύο τελευταία χρόνια η ελληνική οικονομία επιδεικνύει αξιοσημείωτες αντοχές: Το 2015, το ΑΕΠ μειώθηκε μόλις κατά 0,2% παρά τις ιδιαίτερα δυσμενείς συνθήκες που επικράτησαν κατά κύριο λόγο το πρώτο εξάμηνο, όταν κορυφώθηκε η αβεβαιότητα ως προς τη θέση της χώρας στη ζώνη του ευρώ, αλλά και το δεύτερο εξάμηνο, όταν επιβλήθηκαν οι αυστηροί – τουλάχιστον στην πρώτη φάση τους – περιορισμοί στις τραπεζικές συναλλαγές και στην κίνηση κεφαλαίων.

Το 2016, η ύφεση το πρώτο εξάμηνο ήταν ηπιότερη του αναμενομένου και η οικονομία παρουσίασε θετικό ρυθμό ανάπτυξης το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Συνολικά για το 2016, το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές έτους 2010 αυξήθηκε κατά 0,3%, οι αποπληθωριστικές πιέσεις συγκρατήθηκαν, η απασχόληση ενισχύθηκε και μειώθηκε η ανεργία, αν και παραμένει πολύ υψηλή. Η πορεία αυτή αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι υπάρχουν αποθέματα αναπτυξιακού δυναμικού, τα οποία, μετά από μια μακρά περίοδο αδράνειας και απραξίας, είναι έτοιμα να ενεργοποιηθούν όταν διαμορφωθούν οι κατάλληλες συνθήκες. Εξάλλου, παρά τα λάθη και τις οπισθοδρομήσεις, παρά το σημαντικό οικονομικό και κοινωνικό κόστος της κρίσης, τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν τα τελευταία χρόνια επέτυχαν να θεραπεύσουν συσσωρευμένες παθογένειες και διαρθρωτικές ατέλειες, επιτρέποντας με αυτόν τον τρόπο τη βελτίωση μεσομακροπρόθεσμα των αναπτυξιακών δυνατοτήτων της οικονομίας.

Ο πληθωρισμός κατά τη διάρκεια του 2016 κυμάνθηκε ως επί το πλείστον σε αρνητικό έδαφος, αντανακλώντας τη χαμηλή ζήτηση και την πτωτική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Η αναμενόμενη αύξηση της εγχώριας ζήτησης το 2017, σε συνδυασμό με τις νέες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία από τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους (αυξήσεις του ειδικού φόρου κατανάλωσης στον καπνό και τα προϊόντα καπνού, στον καφέ, στη βενζίνη και στα ηλεκτρονικά τσιγάρα, καθώς και επιβολή νέου τέλους 5% στη σταθερή τηλεφωνία) και την προβλεπόμενη άνοδο των διεθνών τιμών του πετρελαίου, εκτιμάται ότι θα σταθεροποιήσουν τον πληθωρισμό σε θετικό έδαφος.

Το 2016 χαρακτηρίστηκε από την επιστροφή της οικονομικής δραστηριότητας σε ρυθμούς ανάπτυξης, αλλά και από την αύξηση της απασχόλησης και τη μείωση της ανεργίας. Μετά την ήπια ύφεση του 2015 (κατά 0,3%), το ΑΕΠ κατέγραψε μικρή αύξηση (0,3%) το 2016 ως αποτέλεσμα της ανοδικής δυναμικής που παρατηρήθηκε το β' εξάμηνο. Η εξέλιξη αυτή προήλθε από την προοδευτική ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης (κυρίως της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά και των επενδύσεων) και τη συνεχιζόμενη

άνοδο των εξαγωγών αγαθών. Οι παράγοντες που προσδιόρισαν την πορεία ανάκαμψης συνδέονται με: (α) τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος και των συνθηκών ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας ως απόρροια της επιτυχούς ολοκλήρωσης της πρώτης αξιολόγησης του προγράμματος και της έναρξης της αποπληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, (β) τη στήριξη της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης που προήλθε από την ευνοϊκή εξέλιξη του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας των νοικοκυριών λόγω της ενίσχυσης της απασχόλησης και (γ) την ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών ως αποτέλεσμα της ανάκτησης της απώλειας διεθνούς ανταγωνιστικότητας τα τελευταία χρόνια και της εξωστρεφούς δυναμικής αρκετών κλάδων της οικονομίας.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να επιταχυνθεί στη διάρκεια του 2017. Ως παράγοντες ώθησης καταγράφονται: η ανοδική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης, η περαιτέρω ενίσχυση των επιχειρηματικών επενδύσεων (και η άνοδος των ξένων άμεσων επενδύσεων) και η αύξηση των εξαγωγών αγαθών. Αναγκαία προϋπόθεση για αυτή την προοπτική είναι η άμεση ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης, η οποία, σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση της ανάλυσης βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, εκτιμάται ότι θα δρομολογήσει την ένταξη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ και θα διασφαλίσει τη συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας. Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας ωστόσο χαρακτηρίζονται και από σημαντικές αβεβαιότητες και κινδύνους που σχετίζονται με το διεθνές περιβάλλον, όπως: η άνοδος του ευρωσκεπτικισμού και η αβεβαιότητα για το πώς αυτή θα εκφραστεί στις εκλογικές αναμετρήσεις σε χώρες της ευρωζώνης και στη διαμόρφωση της ευρωπαϊκής πολιτικής, η άνοδος του προστατευτισμού στο παγκόσμιο εμπόριο, οι γεωπολιτικές εξελίξεις στην Τουρκία και την ευρύτερη περιοχή και οι εξελίξεις της προσφυγικής κρίσης.

Με βάση τα τελευταία διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία, κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016 η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές αγαθών συνέβαλαν στην οριακή αύξηση του ΑΕΠ (+0,2%) κατά 0,7, 0,7 και 1,7 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Η αλλαγή της τάσης στα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη συνδέεται κυρίως με την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, η οποία είχε ως άμεσο αποτέλεσμα τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος, αλλά και των συνθηκών ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας, ιδιαίτερα μέσω της επαναφοράς του *walver* και της συνακόλουθης μείωσης του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών.

Ταυτόχρονα, ξεκίνησε η άμεση αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, η οποία ενίσχυσε τη ρευστότητα στην αγορά. Παράλληλα, η αύξηση της μισθωτής κυρίως απασχόλησης επέτρεψε την είσοδο εργαζομένων στην παραγωγή, επέδρασε θετικά στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και ενίσχυσε την καταναλωτική δαπάνη της οικονομίας. Θετικά επέδρασε στην εξέλιξη του ΑΕΠ και η ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών που παρατηρείται ήδη από το 2010, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της εγχώριας οικονομίας, η οποία κατά κύριο λόγο οφείλεται στην υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας και προϊόντων, της αύξησης της εξωτερικής ζήτησης, αλλά και της στροφής των επιχειρήσεων σε ξένες αγορές μετά τη μείωση της εγχώριας ζήτησης.

Αντίθετα, η μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών και η αύξηση των εισαγωγών αγαθών επέδρασαν αρνητικά στην εξέλιξη του ΑΕΠ. Η αρνητική συμβολή των εξαγωγών υπηρεσιών συνδέεται κυρίως με τη μείωση των εσόδων από τη ναυτιλία, εξαιτίας και των κεφαλαιακών περιορισμών, καθώς και με τη μείωση των τουριστικών εισπράξεων. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση των εισαγωγών αγαθών συνδέεται με την αύξηση των επενδύσεων. Ωστόσο, παρά τη μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών, το μερίδιο των εξαγωγών (αγαθών και υπηρεσιών) στο ΑΕΠ για το εννεάμηνο παραμένει στο 31,9%, έναντι 19% το 2009.³ Σύμφωνα με τις ενδείξεις των τελευταίων ετών, η ελληνική οικονομία έχει ήδη αρχίσει να κινείται στην κατεύθυνση ενός νέου, εξωστρεφούς παραγωγικού προτύπου, το οποίο βασίζεται κυρίως στην ανάπτυξη κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες. Πιο συγκεκριμένα, οι σχετικές τιμές των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 10% περίπου την περίοδο 2010-2015, με αποτέλεσμα η παραγωγή τους να γίνει πιο επικερδής. Κατά συνέπεια, το μερίδιο των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στην ιδιωτική οικονομία έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη αποδίδεται τόσο στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που έχουν ήδη υλοποιηθεί και στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας όσο και στο γεγονός ότι οι τομείς των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών που έχουν εξαγωγικό προσανατολισμό αντιμετώπισαν ηπιότερη ύφεση και κατά συνέπεια κατόρθωσαν να αυξήσουν σταδιακά τα μερίδιά τους σε όρους όγκου παραγωγής και απασχόλησης.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε μικρό έλλειμμα το 2016. Ειδικότερα, η θετική επίδραση από τη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου των καυσίμων αντισταθμίστηκε από τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών χωρίς καύσιμα και έως ένα βαθμό από τη συρρίκνωση των καθαρών εισπράξεων από τη

ναυτιλία και τον τουρισμό. Όσον αφορά τη ναυτιλία, οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν κυρίως τη δυσχέρεια των συναλλαγών που προκλήθηκε από την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και, όσον αφορά τον τουρισμό, συνδέονται με τη μείωση της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι και του αριθμού των διανυκτερεύσεων, παρά την άνοδο των αφίξεων. Τέλος, τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων είχαν αρνητική επίδραση στη διαμόρφωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός κατά τη διάρκεια του 2016 κυμάνθηκε ως επί το πλείστον σε αρνητικό έδαφος, αντανακλώντας τη χαμηλή ζήτηση και την πτωτική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου.

Η αναμενόμενη αύξηση της εγχώριας συνολικής ζήτησης το 2017, σε συνδυασμό με τις νέες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία από τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους και τις προβλεπόμενες αυξήσεις των διεθνών τιμών του πετρελαίου, εκτιμάται ότι θα σταθεροποιήσουν τον εναρμονισμένο πληθωρισμό σε θετικό έδαφος. Το 2016 χαρακτηρίστηκε από θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας. Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2016, η απασχόληση αυξήθηκε και το μέσο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε, παραμένοντας ωστόσο το υψηλότερο στην ΕΕ-28. Στην αύξηση της απασχόλησης εκτιμάται ότι συνέβαλαν κυρίως η βελτίωση του οικονομικού κλίματος και η επίτευξη θετικών ρυθμών ανάπτυξης ιδιαίτερα στο δευτερογενή τομέα, όπου η σημαντική αύξηση της βιομηχανικής παραγωγής συνοδεύθηκε από αντίστοιχη αύξηση της απασχόλησης, και στις τουριστικές υπηρεσίες. Παράλληλα, οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας βελτίωσαν την ευελιξία της. Η ευελιξία στην αγορά εργασίας πιθανώς αντικατοπτρίζεται στα υψηλά ποσοστά των ευέλικτων μορφών απασχόλησης και στην αύξηση της κινητικότητας των εργαζομένων, ενώ και το κόστος εργασίας των επιχειρήσεων παρέμεινε στα χαμηλά επίπεδα στα οποία είχε διαμορφωθεί τα προηγούμενα έτη.

Η αποκλιμάκωση της ανεργίας αναμένεται να συνεχιστεί το 2017, ως αποτέλεσμα κυρίως των αναμενόμενων υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης. Παράλληλα, οι στοχευμένες ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα προγράμματα επιμόρφωσης των ανέργων θα βοηθήσουν στην περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας, ιδιαίτερα της μακροχρόνιας και των νέων, και κατ' επέκταση στην άμβλυση των κοινωνικών ανισοτήτων. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2017 αναμένεται ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, υπό την προϋπόθεση ότι η δεύτερη αξιολόγηση θα ολοκληρωθεί άμεσα και θα ενταθεί η μεταρρυθμιστική προσπάθεια. Προβλέπονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 2,5%, 3% και 3% για τα έτη 2017, 2018 και 2019 αντίστοιχα.

Οι τρεις συνιστώσες της μεγέθυνσης της οικονομίας μεσοπρόθεσμα (για τα έτη 2017-2019) αναμένεται να είναι η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές.

Παράμετροι που θα συμβάλουν στη θετική αυτή εξέλιξη τα επόμενα έτη είναι οι εξής:

- Η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων, η συγχρηματοδότηση έργων από ευρωπαϊκούς πόρους και η ενεργοποίηση του νέου καθεστώτος κινήτρων στο πλαίσιο του νέου αναπτυξιακού νόμου αναμένεται να συντελέσουν στην ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων. Ο κρισιμότερος παράγοντας για την υποχώρηση του σχετικού κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων και τη βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών εκτιμάται ότι είναι η ένταξη των ελληνικών κρατικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, αφού αναμένεται να αποκαταστήσει το κλίμα εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία. Την εμπιστοσύνη στις οικονομικές προοπτικές της Ελλάδος θα βελτιώσει η ενδεχόμενη αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων, οι οποίες συνιστούν έμπρακτη απόδειξη τόσο της αποτελεσματικότητας των διαρθρωτικών και θεσμικών αλλαγών που επιτεύχθηκαν την τελευταία εξαετία όσο και των ανταγωνιστικών και επενδυτικών πλεονεκτημάτων της Ελλάδος.
- Οι πάγιες επιχειρηματικές επενδύσεις σε εξαγωγικές δραστηριότητες και νέες τεχνολογίες, αλλά και η εντεινόμενη μετακίνηση πόρων και δραστηριοτήτων προς την παραγωγή εμπορεύσιμων προϊόντων, αναμένεται να επαυξήσουν τη μεσοπρόθεσμη δυναμική των εξαγωγών.
- Η συνέχιση και ένταση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας και η επέκτασή της κυρίως στις αγορές προϊόντων αναμένεται να συντελέσουν στην περαιτέρω βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και στην αύξηση της εξωστρέφειας της οικονομίας. Το αναπτυξιακό αποτέλεσμα, πάντως, των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων δεν τροφοδοτείται μόνο από το νομοθετικό έργο, αλλά συνδέεται και με την άρση των αβεβαιοτήτων γύρω από την εφαρμογή τους. Κατά συνέπεια, ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί στην παρακολούθηση και αξιολόγηση της υλοποίησης των μεταρρυθμιστικών πρωτοβουλιών σε βάθος χρόνου.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας χαρακτηρίζονται και από σημαντικές αβεβαιότητες και κινδύνους που σχετίζονται με το διεθνές περιβάλλον. Το 2017 η διαμόρφωση της ευρωπαϊκής πολιτικής αναμένεται να επηρεαστεί από την άνοδο του ευρωσκεπτικισμού και τις πολιτικές εκφράσεις του στις επόμενες εκλογικές αναμετρήσεις σε χώρες της ευρωζώνης. Ταυτόχρονα, η άνοδος του προστατευτισμού παγκοσμίως αλλά και οι γεωπολιτικές εξελίξεις ενδέχεται να επιδράσουν αρνητικά στη ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών (μέσω κυρίως των τουριστικών υπηρεσιών) σε διεθνή κλίμακα. Τέλος,

ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορεί να έχει επιδράσεις σε ορισμένους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας.

3.5. ΕΚΘΕΣΗ ΕΤΟΥΣ 2017

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Το 2017 σηματοδοτεί την επάνοδο της οικονομικής δραστηριότητας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης για πρώτη φορά μετά το 2014. Κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης αποτέλεσε η αύξηση των εξαγωγών αγαθών και κυρίως των υπηρεσιών, που αντανάκλα τη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης και την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Η αγορά εργασίας συνέχισε να δείχνει σημάδια βελτίωσης, με την απασχόληση να αυξάνεται και την ανεργία να μειώνεται – αν και παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα. Η θετική αυτή εξέλιξη ήταν το αποτέλεσμα της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και της επίδρασης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας. Ο βιομηχανικός τομέας παρουσίασε ενδείξεις δυναμισμού, ιδίως στους κλάδους της μεταποίησης με εξαγωγικό προσανατολισμό. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφάνισε βελτίωση.

Στον αντίποδα αυτών των θετικών εξελίξεων, η παρατηρούμενη ανάκαμψη των επενδυτικών δαπανών δεν φαίνεται ακόμη να έχει αποκτήσει τη δυναμική που απαιτείται για την ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος και τη στήριξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια, ενώ η εκτιμώμενη υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος έναντι του στόχου είχε αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία. Επιπλέον, το υψηλό απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτελεί τροχοπέδη για την επαρκή χρηματοδότηση της οικονομίας. Οι προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας για το 2018 παραμένουν θετικές. Βασικές προϋποθέσεις για υψηλούς και διατηρήσιμους ρυθμούς ανάπτυξης αποτελούν η ανάκαμψη των παραγωγικών επενδύσεων, η διαφύλαξη και συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η ταχεία αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας. Στους κινδύνους που ενδέχεται να επηρεάσουν την εξέλιξη της οικονομίας περιλαμβάνονται τυχόν καθυστερήσεις στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, δυσμενέστερες επιπτώσεις από το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς και γεωπολιτικές εξελίξεις.

Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία (ΕΛΣΤΑΤ, Δεκέμβριος 2017), το 2017 η ελληνική οικονομία εισήλθε σε πορεία ανάκαμψης. Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017 η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές συνέβαλαν στην αύξηση του ΑΕΠ (+1,1%) κατά 0,4, 0,3 και 2,3 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα, ενώ αρνητικά συνέβαλαν η δημόσια κατανάλωση και οι εισαγωγές αγαθών κατά 0,6 και 2,1 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Με την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης ξεκίνησε η άμεση αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου και βελτιώθηκαν οι συνθήκες ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας. Ωστόσο, η εκτιμώμενη υπέρβαση του πρωτογενούς πλεονάσματος του 20172 έναντι του στόχου είχε αρνητική επίδραση στην πραγματική οικονομία, καθώς επιτεύχθηκε μέσω της άντλησης σημαντικών πόρων από την παραγωγική διαδικασία με τη μορφή της αύξησης της φορολογίας, καθώς και μέσω μειωμένων δαπανών.

Συνεπώς, σε βασικό πυλώνα της ανάπτυξης αναδεικνύεται η ταχεία αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν σημαντικά, επιβεβαιώνοντας την ισχυρή ανοδική τάση που έχει παρατηρηθεί από το 2014 ως αποτέλεσμα της ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας αλλά και της αποκατάστασης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας. Οι εξαγωγές υπηρεσιών ανέκαμψαν δυναμικά (+13,0%), χάρη τόσο στην άνοδο των τουριστικών εισπράξεων όσο και στην αύξηση των εσόδων από τη ναυτιλία. Η εξαγωγική δυναμική της οικονομίας αντανακλάται στη σημαντική άνοδο του μεριδίου των εξαγωγών στο ΑΕΠ (33,1% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2017, από 23,0% τη διετία 2007-2008) και εκτιμάται ότι συνδέεται στενά με την ανάπτυξη των κλάδων που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες,³ ως αποτέλεσμα και της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων από το 2009 και μετά. Από την πλευρά της προσφοράς, η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αντανακλάται στην αυξημένη βιομηχανική παραγωγή κατά τη διάρκεια του περασμένου έτους, όπως καταγράφεται από την αύξηση της προστιθέμενης αξίας της βιομηχανίας κατά 7,4% το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (που συνέβαλε κατά 0,9 της ποσοστιαίας μονάδας στην αύξηση του ΑΕΠ), από το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής της ΕΛΣΤΑΤ για το 2017 (4,1%) και από το Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) στη μεταποίηση.

Το 2017 συνεχίστηκαν οι θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας. Το εννεάμηνο του 2017 η απασχόληση αυξήθηκε κατά 2,1%, ενώ το μέσο ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 21,5% από 23,5% την αντίστοιχη περίοδο του 2016. Η αύξηση της απασχόλησης οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας

τα προηγούμενα έτη, στην αύξηση της κινητικότητας των εργαζομένων και στην καλή πορεία ορισμένων κλάδων, όπως το εμπόριο, ο τουρισμός και η μεταποίηση. Σημαντική είναι επομένως η συμβολή των ευέλικτων μορφών απασχόλησης, που αποτελούν την πλειοψηφία των νέων προσλήψεων στον ιδιωτικό τομέα. Παρ' όλα αυτά, το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα παραμένει το υψηλότερο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Αν και οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τη μείωση της ανεργίας παραμένουν θετικές σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και τη βελτίωση των προσδοκιών για την πορεία της οικονομίας γενικότερα, το πρόβλημα της μακροχρόνιας ανεργίας καθώς και της ανεργίας των νέων και των γυναικών και της συνακόλουθης απαξίωσης των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού πρέπει να αντιμετωπιστεί άμεσα. Αναφορικά με τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραψε έλλειμμα, μειωμένο σε σύγκριση με το 2016.

Ειδικότερα, η θετική επίδραση από την ανάκαμψη των καθαρών εισπράξεων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία υπεραντιστάθμισε τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών. Παρά τη συνεχιζόμενη ανοδική πορεία των εξαγωγών αγαθών, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών εκτός καυσίμων διευρύνθηκε, αφού οι εισαγωγές αυξήθηκαν περισσότερο. Όσον αφορά τον τουρισμό, η αύξηση των αφίξεων συνδυάστηκε με αύξηση των εισπράξεων. Η άνοδος των εισπράξεων από τη ναυτιλία αντισταθμίζει αφενός τη βελτίωση των ναύλων και αφετέρου την άμβλυση των δυσχερειών στις συναλλαγές λόγω της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων είχαν θετική επίδραση στη διαμόρφωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τέλος, ιδιαίτερα ευνοϊκή εξέλιξη για την προοπτική ανάκαμψης της οικονομίας αποτελεί η συνεχιζόμενη θετική πορεία των εισροών για ξένες άμεσες επενδύσεις και το 2017.

Στη διάρκεια του 2017 καταγράφηκε επιστροφή του πληθωρισμού σε θετικό έδαφος, λόγω κυρίως της έντονα ανοδικής πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου αλλά και των αυξήσεων των έμμεσων φόρων από την αρχή του έτους. Για το 2018 εκτιμάται ότι οι επιδράσεις βάσης από τις τελευταίες αυξήσεις στην έμμεση φορολογία θα συγκρατήσουν το μέσο πληθωρισμό, ο οποίος αναμένεται να κινηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2017. Παρά τις θετικές μακροοικονομικές εξελίξεις και τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος στη διάρκεια του 2017, η παραμονή της ελληνικής οικονομίας σε διατηρήσιμη αναπτυξιακή τροχιά συναρτάται άμεσα με σημαντικές προκλήσεις που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν. Ειδικότερα: (α) Η υστέρηση των ιδιωτικών και δημόσιων παραγωγικών επενδύσεων δεν επιτρέπει την ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος και του δυναμικού προϊόντος της οικονομίας. Η βελτίωση του

οικονομικού κλίματος δεν αρκεί από μόνη της για την αντιμετώπιση των χρόνιων εγγενών αδυναμιών της εγχώριας οικονομίας. Η υψηλή φορολογία, η γραφειοκρατία, το ασταθές και μη προβλέψιμο φορολογικό σύστημα, η καθυστέρηση στην απονομή δικαιοσύνης, η δυσκολία πρόσβασης σε φθηνή χρηματοδότηση και η διαφθορά είναι παράγοντες που δρουν αποτρεπτικά στην ανάληψη επιχειρηματικής δραστηριότητας. Εξάλλου, το γεγονός ότι η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας προχωρεί με αργούς ρυθμούς έχει ως αποτέλεσμα να αναβάλλεται ή και να ματαιώνεται το όφελος που μπορεί να προκύψει για την οικονομία από εκείνες τις επενδύσεις που συνδέονται με τις ιδιωτικοποιήσεις. (β)

Το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αν και μειούμενο, παραμένει υψηλό και εμποδίζει την επαρκή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Η αξιοποίηση του ήδη υπάρχοντος θεσμικού πλαισίου για την επίλυση αυτού του προβλήματος συνιστά βασική προϋπόθεση για την άμεση απελευθέρωση αναπτυξιακών πόρων που μπορούν να στηρίξουν την υγιή επιχειρηματικότητα. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας μεσοπρόθεσμα. Για τα έτη 2017, 2018 και 2019 αναμένονται ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ 1,6%, 2,4% και 2,5% αντίστοιχα. Σ' αυτή την εξέλιξη εκτιμάται ότι θα συμβάλουν τόσο ο εξωτερικός τομέας της οικονομίας όσο και η εγχώρια ζήτηση. Η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης τα επόμενα έτη συνδέεται με την αλλαγή του παραγωγικού προτύπου της οικονομίας. Για να γίνει αυτό, θα πρέπει να διατηρηθούν τα έως σήμερα επιτεύγματα όσον αφορά τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, να προχωρήσει η άμεση εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, ιδίως στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, και κυρίως να επιταχυνθεί η αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας με την ταχεία υλοποίηση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων. Επίσης, προκειμένου να αντιμετωπιστούν μακροχρόνια εμπόδια στην επιχειρηματική δραστηριότητα και να προσελκυστούν ξένες άμεσες επενδύσεις σε κρίσιμους τομείς της οικονομίας, είναι αναγκαίο να δοθεί έμφαση στην ποιότητα και την απρόσκοπτη λειτουργία των θεσμών που προσδιορίζουν τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και την εξωστρέφεια της οικονομίας.

Οι εκτιμήσεις για τις προοπτικές της οικονομίας εμπεριέχουν και σημαντικές αβεβαιότητες. Σε ό,τι αφορά το εγχώριο περιβάλλον, ενδεχόμενες αστοχίες ή καθυστερήσεις στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων και των ιδιωτικοποιήσεων θα οδηγήσουν σε περαιτέρω φορολογική επιβάρυνση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και σε επιβράδυνση της ανάκαμψης της οικονομίας. Σε ό,τι αφορά το διεθνές περιβάλλον, ενδεχόμενη επιδείνωση της προσφυγικής κρίσης και αύξηση των μεταναστευτικών-προσφυγικών ροών μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά ορισμένους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός επανήλθε με ένταση σε θετικό έδαφος από τους πρώτους μήνες του 2017, καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό 1,1% μετά από τριετή περίοδο καταγραφής αρνητικών ετήσιων ρυθμών μεταβολής (2013-2015) και μηδενικής μεταβολής το 2016. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην έντονα ανοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου κυρίως κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2017, αλλά και στην πληθωριστική επίδραση των έμμεσων φόρων που τέθηκαν σε ισχύ από την αρχή του έτους στα καύσιμα αυτοκινήτου, στον καπνό, στον καφέ και στη σταθερή τηλεφωνία. Αυξητικά επέδρασε, κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2017, και η αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στο πετρέλαιο θέρμανσης που έλαβε χώρα τον Οκτώβριο του 2016, καθώς επίσης και η μικρή αναθέρμανση της εγχώριας ζήτησης. Οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου αυξήθηκαν στις αρχές του 2017 και, παρά το γεγονός ότι σε απόλυτες τιμές δεν ανήλθαν σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, εντούτοις κατέγραψαν εντυπωσιακούς ετήσιους ρυθμούς ανόδου. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του πετρελαίου Brent σε ευρώ το α' τρίμηνο του 2017 ανήλθε σε περίπου 63%. Οι υψηλοί ετήσιοι ρυθμοί κατά το πρώτο πεντάμηνο του έτους (που έγιναν αισθητά χαμηλότεροι στη συνέχεια) επέφεραν σημαντική επιτάχυνση του πληθωρισμού της ενεργειακής συνιστώσας του εναρμονισμένου δείκτη. Εξάλλου, η αύξηση του ΕΦΚ στο πετρέλαιο θέρμανσης τον Οκτώβριο του 2016 συνέβαλε επίσης θετικά στην εξέλιξη του πληθωρισμού κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2017. Έτσι, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της τιμής του πετρελαίου θέρμανσης το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου διαμορφώθηκε σε 32,2%, συμβάλλοντας πληθωριστικά, ενώ το τρίμηνο Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου υποχώρησε στο 4,8%. Επιπλέον, ο πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών ενισχύθηκε και από τις αυξήσεις του ΕΦΚ στα καύσιμα κίνησης από τον Ιανουάριο του 2017.

Η δεύτερη συνιστώσα του εναρμονισμένου πληθωρισμού που είχε έντονη πληθωριστική επίδραση κατά το 2017 αφορά τις τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής, τα οποία συμπεριλαμβάνουν τα αλκοολούχα ποτά και τον καπνό. Η αύξηση των ΕΦΚ στον καπνό και στον καφέ από τον Ιανουάριο του 2017, σε συνδυασμό με τον περυσινό βαρύ χειμώνα και την περιορισμένη παραγωγή ελαιολάδου, επέδρασαν αυξητικά τόσο στις τιμές των επεξεργασμένων τροφίμων όσο και στο γενικό δείκτη. Τα επεξεργασμένα τρόφιμα κατέγραψαν μέσο ετήσιο πληθωρισμό 2,0% το 2017, από 1,0% το 2016. Ο διπλάσιος μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών τους κατά το 2017 αποδίδεται αποκλειστικά στον καπνό, του οποίου ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης ανήλθε στο

7,7% το 2017, από 1,0% το 2016. Οι τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής εξαιρουμένου του καπνού κατέγραψαν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 0,2% το 2017, έναντι 1,0% το 2016, παρά τη μεγάλη αύξηση της τιμής του ελαιολάδου (10,9% το 2017, έναντι 5,7% το 2016) και του καφέ (14,2%, έναντι 4,4% το 2016). Η σχεδόν μηδενική μεταβολή του μέσου επιπέδου των τιμών των επεξεργασμένων τροφίμων χωρίς τον καπνό, παρά τις σημαντικές αυξήσεις στο ελαιόλαδο και στον καφέ, αντανακλά τον τεράστιο όγκο των προσφορών στα περισσότερα είδη διατροφής στα καταστήματα λιανικής ειδών διατροφής (σουπερμάρκετ) καθ' όλη τη διάρκεια του έτους λόγω των αναδιατάξεων στο συγκεκριμένο χώρο και του έντονου ανταγωνισμού.

Πέρα όμως από τα ενεργειακά αγαθά και τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, στην άνοδο του πληθωρισμού συνέβαλε επίσης η εξέλιξη των τιμών των υπηρεσιών. Αντιθέτως, για έβδομη συνεχόμενη χρονιά τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά παρέμειναν σε αρνητικό έδαφος, συγκρατώντας την περαιτέρω αύξηση του γενικού πληθωρισμού. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο διεθνή ανταγωνισμό των ειδών αυτών, στην περιορισμένη εγχώρια ζήτηση, στην προβληματική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και στη διατήρηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, παρά τη σχετική χαλάρωσή τους. Έντονες επιδράσεις βάσης (base effects) αναμένονται για το 2018. Με εξαίρεση το νέο τέλος ανά διανυκτέρευση στα ξενοδοχεία και την εναρμόνιση των συντελεστών του ΦΠΑ με εκείνους της υπόλοιπης χώρας στα εναπομείναντα νησιά (εξαιρούνται τα νησιά Σάμος, Χίος, Κως, Λέσβος και Λέρος με εξαμηνή αναστολή), δεν υπάρχουν άλλα μέτρα που επιβαρύνουν την έμμεση φορολογία. Κατά συνέπεια, οι επιδράσεις βάσης θα συγκρατήσουν το γενικό πληθωρισμό, ο οποίος αναμένεται να κινηθεί σε επίπεδα χαμηλότερα σε σχέση με το 2017.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΛΑΔΟΥ ΤΥΧΕΡΩΝ ΠΑΙΓΝΙΩΝ

4.1. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΟΠΑΠ Α.Ε.

Η ΟΠΑΠ Α.Ε. (η "Εταιρεία" ή "μητρική εταιρεία") ιδρύθηκε το 1958 ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, ανασυστάθηκε σε ανώνυμη εταιρεία το 1999 με έδρα την Ελλάδα και η τήρηση των λογιστικών βιβλίων ως ανώνυμης εταιρείας ξεκίνησε το 2000. Έδρα της Εταιρείας, η οποία αποτελεί και το βασικό τόπο διεξαγωγής των εργασιών της, είναι η Λεωφόρος Αθηνών 112, 104 42 Αθήνα, Ελλάδα. Οι μετοχές της ΟΠΑΠ Α.Ε. είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ο όμιλος ΟΠΑΠ, πέραν της μητρικής εταιρείας, περιλαμβάνει και τις εταιρείες στις οποίες η ΟΠΑΠ Α.Ε., είτε άμεσα είτε έμμεσα, ασκεί έλεγχο. Οι οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου ενοποιούνται με τη μέθοδο της πλήρους ενοποίησης από τη SAZKA Group a.s.. Στις 13.10.2000 η Εταιρεία απέκτησε από το Ελληνικό Δημόσιο το 20ετές αποκλειστικό δικαίωμα διεξαγωγής, διαχείρισης, οργάνωσης και λειτουργίας συγκεκριμένων αριθμολαχείων και παιχνιδιών πρόγνωσης αθλητικών γεγονότων, με κάθε πρόσφορο μέσο που διατίθεται από την τρέχουσα τεχνολογία, έναντι τιμήματος € 322.817 χιλ.. Η Εταιρεία απέκτησε επίσης, το αποκλειστικό δικαίωμα εκμετάλλευσης και διαχείρισης οποιουδήποτε νέου παιχνιδιού πρόγνωσης αθλητικών γεγονότων στην Ελλάδα, καθώς και το δικαίωμα πρώτης προτίμησης για κάθε νέο παιχνίδι που θα επιτραπεί με Νόμο.

Ο αριθμός των παιχνιδιών αυξήθηκε σταδιακά με την πάροδο του χρόνου και περιλαμβάνει επί του παρόντος 13 παιχνίδια. Το παραπάνω αποκλειστικό δικαίωμα της Εταιρείας έχει επεκταθεί για μια περίοδο 10 ετών, δηλαδή μέχρι τις 12.10.2030 έναντι, (α) εφάπαξ ποσού € 375.000 χιλ. και (β) για το διάστημα από 13.10.2020 έως 12.10.2030, καταβολή ποσοστού 5% επί των καθαρών εσόδων που απορρέουν από τα εν λόγω παιχνίδια στην Ελληνική Δημοκρατία.

Ως εκ τούτου, η Εταιρεία κατέχει το αποκλειστικό δικαίωμα διεξαγωγής, διαχείρισης, οργάνωσης και λειτουργίας, με κάθε πρόσφορο μέσο, έξι αριθμολαχείων (ΤΖΟΚΕΡ, ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ, EXTRA 5, SUPER 3 και ΚΙΝΟ), τριών παιχνιδιών αθλητικών και λοιπών στοιχηματισμών (ΠΡΟΠΟ, ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ και ΣΤΟΙΧΗΜΑ [το οποίο περιλαμβάνει τα MONITOR GAMES και το GO LUCKY]), δύο νέων τυχερών παιχνιδιών (BINGO και SUPER 4) καθώς επίσης και των παιχνιδιών "Προγνωστικά Αγώνων Καλαθοσφαίρισης" και "Προγνωστικά Αγώνων Ομαδικών Αθλημάτων". Τα ανωτέρω αριθμολαχεία και παιχνίδια στοιχηματισμών προσφέρονται και στην Κύπρο, μέσω των θυγατρικών εταιρειών ΟΠΑΠ ΚΥΠΡΟΥ LTD και ΟΠΑΠ SPORTS LTD, αντίστοιχα.

Το Νοέμβριο του 2011, χορηγήθηκε στην ΟΠΑΠ Α.Ε. άδεια για την εγκατάσταση και εκμετάλλευση 35.000 παιγνιομηχανημάτων εντός της Ελληνικής επικράτειας. Σύμφωνα με τους όρους της άδειας, η ΟΠΑΠ Α.Ε. έχει ήδη προκαταβάλει ποσό € 16.000 ανά VLT (ήτοι, € 560 εκ. σύνολο). Από τα ανωτέρω, τα 16.500 θα εγκατασταθούν και θα λειτουργήσουν από το εταιρικό δίκτυο, ενώ τα 18.500 θα εκμεταλλευτούν από παραχωρησιούχους προς τους οποίους η ΟΠΑΠ ΑΕ θα παραχωρήσει το δικαίωμα εγκατάστασης και εκμετάλλευσής τους.

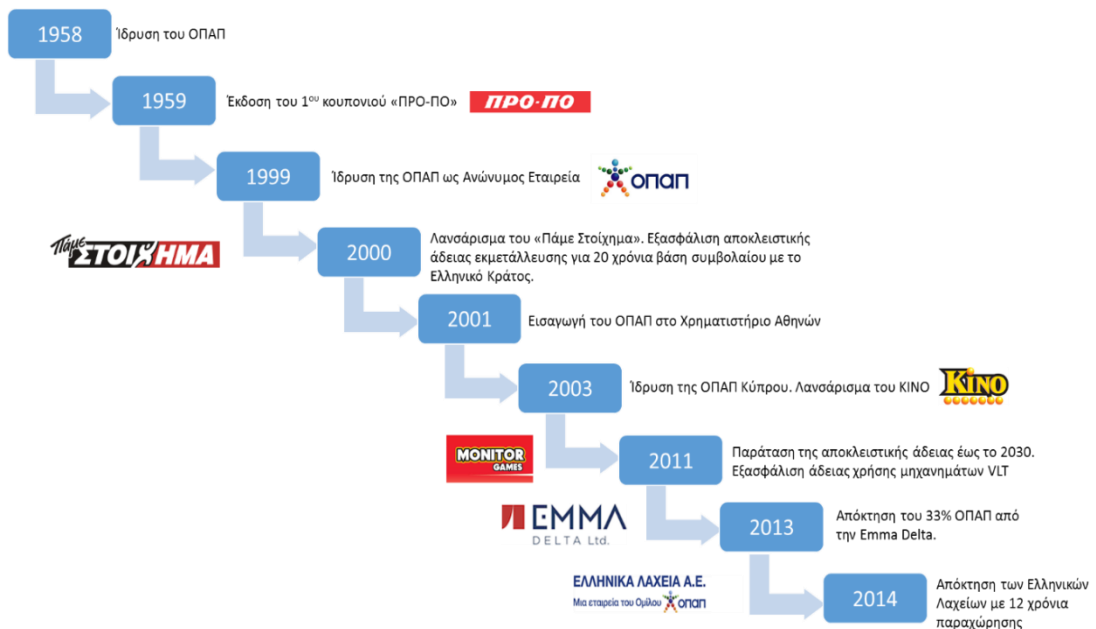
Η ΟΠΑΠ Α.Ε., μέσω της πλήρως ελεγχόμενης θυγατρικής της, ήταν επικεφαλής της κοινοπραξίας των εταιρειών ΟΠΑΠ INVESTMENT LTD, Lottomatica Giochi e Partecipazioni S.r.l., Intralot Lotteries Limited και Scientific Games Global Gaming S.a r.l., η οποία ανακηρύχθηκε νικήτρια στο διαγωνισμό για την από 30.07.2013 παραχώρηση 12ετούς αποκλειστικής άδειας λειτουργίας και διαχείρισης των Κρατικών Λαχείων και του Στιγμιαίου Λαχείου (ΣΚΡΑΤΣ) στην Ελληνική επικράτεια, η οποία περιλαμβάνει το Εθνικό Λαχείο, το Λαϊκό Λαχείο, το Ευρωπαϊκό Λαχείο, το Στιγμιαίο Λαχείο (ΣΚΡΑΤΣ), το Στεγαστικό Λαχείο και το Πρωτοχρονιάτικο Λαχείο. Η κοινοπραξία έχει καταβάλλει αμοιβή ύψους € 190 εκ. Επιπροσθέτως, η κοινοπραξία θα καταβάλει 30% του μικτού εσόδου (GGR) της εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΑΧΕΙΑ Α.Ε. στο κράτος (με εξαίρεση το Πρωτοχρονιάτικο Λαχείο). Σε κάθε περίπτωση το ποσό αυτό δε θα πρέπει να είναι μικρότερο από € 30 εκ. για τον πρώτο χρόνο λειτουργίας και € 50 εκ. για τα επόμενα έντεκα (11) χρόνια (σύνολο € 580 εκ. καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης). Η εταιρεία ΟΠΑΠ INVESTMENT LTD κατέχει το 67% του καταβληθέντος μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΑΧΕΙΑ Α.Ε..

Στις 22.12.2014 ιδρύθηκε η εταιρεία Ιπποδρομίες Α.Ε.. Σκοπός της είναι η άσκηση του αποκλειστικού 20ετούς δικαιώματος διοργάνωσης και διεξαγωγής αμοιβαίου ιπποδρομιακού στοιχήματος στην Ελλάδα, έναντι αμοιβής € 40εκ., σύμφωνα με τους όρους και τις προϋποθέσεις της από 24.04.2015 Σύμβασης Παραχώρησης με το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου, το γενικό νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο, καθώς επίσης και το γενικότερο ρυθμιστικό πλαίσιο.

Στις 19.11.2014, η ΟΠΑΠ INVESTMENT LTD, 100% θυγατρική της ΟΠΑΠ Α.Ε, εξαγόρασε το 90% του μετοχικού κεφαλαίου της TORA DIRECT Α.Ε. (πρώην Payzone Hellas Α.Ε.) και στις 24.08.2015 προχώρησε στην εξαγορά του υπόλοιπου μη ελεγχόμενου 10%, έναντι συνολικού τιμήματος € 9.135. Η TORA DIRECT Α.Ε. παρέχει υπηρεσίες συναλλαγών με ηλεκτρονικά μέσα, υπηρεσίες πώλησης άυλου χρόνου ομιλίας καθώς επίσης και υπηρεσίες είσπραξης λογαριασμών κοινής ωφελείας. Την

01.09.2016 συστάθηκε η εταιρεία ΤΩΡΑ ΓΟΥΟΛΕΤ Α.Ε. με κύριο σκοπό τη διενέργεια εργασιών και δραστηριοτήτων που επιτρέπονται για τα ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος. Η ΤΩΡΑ ΓΟΥΟΛΕΤ Α.Ε. είναι 100% θυγατρική της ΟΠΑΠ INVESTMENT LTD (100% θυγατρική της ΟΠΑΠ Α.Ε.).

Οι δραστηριότητες του Ομίλου προσφέρονται μέσω ενός διευρυμένου online και συμβατικού δικτύου πωλήσεων. Στην ελληνική επικράτεια υπάρχουν συνολικά 11.718 σημεία διανομής για την προώθηση των προϊόντων της ΟΠΑΠ Α.Ε., της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΑΧΕΙΑ Α.Ε. και της ΙΠΠΟΔΡΟΜΙΕΣ Α.Ε.. Τα προϊόντα της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΛΑΧΕΙΑ Α.Ε., εκτός των πρακτορείων, διατίθενται επίσης και μέσω χονδρεμπόρων, mini-markets και πλανόδιων πωλητών. Στην Κύπρο, τα σημεία πώλησης ανέρχονται σε 200 και περιλαμβάνουν τα πρακτορεία της ΟΠΑΠ ΚΥΠΡΟΥ LTD και της ΟΠΑΠ SPORTS LTD.



Σχήμα 1: Ιστορική Αναδρομή ΟΠΑΠ

4.1.1. Δημοσιευμένες Καταστάσεις 2016-2017

Στο σημείο αυτό ακολουθούν οι δημοσιευμένες καταστάσεις της εταιρείας, όπως έχουν αναρτηθεί στην επίσημη ιστοσελίδα της ΟΠΑΠ Α.Ε.:

Πίνακας 1: Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης ΟΠΑΠ Α.Ε. 2016-2017

| Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης | | | | | |
|---|-------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 31.12.2017 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2016 |
| ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | | | | | |
| Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία | | | | | |
| Ασώματες ακινητοποιήσεις | 12.1 | 1.163.867 | 1.216.858 | 1.001.442 | 1.041.090 |
| Ενσώματες ακινητοποιήσεις | 12.2 | 109.298 | 67.583 | 86.994 | 45.196 |
| Επενδύσεις σε ακίνητα | 12.3 | 922 | 940 | 922 | 940 |
| Υπεραξία | 12.4 | 54.676 | 14.183 | - | - |
| Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες | 12.5 | - | - | 281.945 | 280.604 |
| Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες | 12.6 | - | 12.175 | - | - |
| Μακροπρόθεσμες εμπορικές απαιτήσεις | 12.11 | 2 | 13 | 2 | 13 |
| Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία | 12.7 | 22.553 | 6.384 | 40.225 | 21.263 |
| Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση | 12.8 | 5.209 | 12.154 | - | - |
| Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων | | 1.356.527 | 1.330.291 | 1.411.530 | 1.389.107 |
| Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία | | | | | |
| Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα | 12.9 | 246.102 | 273.523 | 94.270 | 65.433 |
| Αποθέματα | 12.10 | 7.920 | 12.469 | 1.927 | 2.350 |
| Εμπορικές απαιτήσεις | 12.11 | 127.829 | 80.634 | 54.360 | 33.667 |
| Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία | 12.12 | 58.532 | 70.757 | 29.896 | 50.198 |
| Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων | | 440.383 | 437.384 | 180.454 | 151.648 |
| Σύνολο Ενεργητικού | | 1.796.910 | 1.767.675 | 1.591.984 | 1.540.755 |
| ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | | | | | |
| Ίδια κεφάλαια | | | | | |
| Μετοχικό κεφάλαιο | 12.13 | 95.700 | 95.700 | 95.700 | 95.700 |
| Αποθεματικά | 12.14 | 33.034 | 32.417 | 31.900 | 31.900 |
| Ίδιες μετοχές | 12.15 | (9.039) | (7.454) | (9.039) | (7.454) |
| Κέρδη εις νέο | | 595.075 | 914.614 | 598.462 | 917.975 |
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων που αναλογούν σε μετόχους της Εταιρείας | | 714.770 | 1.035.277 | 717.023 | 1.038.121 |
| Μη ελέγχουσες συμμετοχές | 12.16 | 43.397 | 36.954 | - | - |
| Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων | | 758.167 | 1.072.231 | 717.023 | 1.038.121 |
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | | |
| Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις | 12.17 | 513.098 | 263.000 | 467.342 | 208.000 |
| Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση | 12.8 | - | - | 9.252 | 3.962 |
| Προγράμματα παροχών προσωπικού | 12.18 | 3.084 | 1.507 | 2.735 | 1.355 |
| Προβλέψεις | 12.19 | 31.187 | 34.049 | 29.773 | 32.673 |
| Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 12.20 | 9.354 | 6.699 | 7.590 | 5.306 |
| Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων | | 556.722 | 305.254 | 516.693 | 251.296 |
| Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | | |
| Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις | 12.17 | 169.171 | 118.689 | 169.171 | 118.689 |
| Εμπορικές υποχρεώσεις | 12.21 | 173.860 | 149.283 | 77.005 | 65.100 |
| Υποχρεώσεις από φόρους | 12.22 | 89.771 | 55.495 | 78.409 | 43.960 |
| Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | 12.23 | 49.218 | 66.722 | 33.683 | 23.590 |
| Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων | | 482.020 | 390.189 | 358.268 | 251.338 |
| Σύνολο υποχρεώσεων | | 1.038.743 | 695.443 | 874.961 | 502.634 |
| Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων | | 1.796.910 | 1.767.675 | 1.591.984 | 1.540.755 |

Πίνακας 2: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης ΟΠΑΠ Α.Ε. 2016-2017

| Κατάσταση Αποτελεσμάτων | | | | | |
|---|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 01.01-31.12.2017 | 01.01-31.12.2016 | 01.01-31.12.2017 | 01.01-31.12.2016 |
| Μικτές εισπράξεις από παιχνίδια | | 4.422.902 | 4.229.974 | 3.684.005 | 3.521.958 |
| Η Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος έχει ως ακολούθως: | | | | | |
| Καθαρά έσοδα προ εισφορών (GGR) | | 1.455.514 | 1.397.565 | 1.201.589 | 1.152.655 |
| Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές | 12.25 | <u>(482.578)</u> | <u>(466.743)</u> | <u>(416.874)</u> | <u>(402.819)</u> |
| Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR) | | 972.936 | 930.822 | 784.715 | 749.836 |
| Προμήθειες πρακτόρων | 12.26 | <u>(369.924)</u> | <u>(358.375)</u> | <u>(302.659)</u> | <u>(292.830)</u> |
| Λοιπές προμήθειες σχετικές με τα Καθαρά έσοδα από παιχνίδια (NGR) | 12.27 | <u>(38.270)</u> | <u>(26.273)</u> | <u>(21.740)</u> | <u>(9.912)</u> |
| Λοιπά λειτουργικά έσοδα | 12.28 | 119.636 | 108.462 | 38.012 | 43.453 |
| Λοιπά λειτουργικά κόστη | 12.29 | <u>(91.731)</u> | <u>(84.586)</u> | - | - |
| | | 592.647 | 570.051 | 498.328 | 490.547 |
| Λειτουργικά έξοδα | | (286.192) | (262.511) | (238.358) | (216.655) |
| Κόστος μισθοδοσίας | 12.30 | <u>(63.781)</u> | <u>(56.199)</u> | <u>(55.294)</u> | <u>(49.038)</u> |
| Έξοδα προβολής και διαφήμισης | 12.31 | <u>(67.431)</u> | <u>(65.921)</u> | <u>(47.485)</u> | <u>(46.745)</u> |
| Άλλα λειτουργικά έξοδα | 12.32 | <u>(154.980)</u> | <u>(140.391)</u> | <u>(135.579)</u> | <u>(120.871)</u> |
| Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (ΕΒΠΤΔΑ) | | 306.455 | 307.540 | 259.971 | 273.892 |
| Αποσβέσεις και απομείωση ασώματων ακινητοποιήσεων | 12.1 & 12.2 & 12.3 | <u>(91.885)</u> | <u>(58.286)</u> | <u>(66.631)</u> | <u>(36.684)</u> |
| Λειτουργικό αποτέλεσμα | | 214.570 | 249.254 | 193.339 | 237.208 |
| Χρηματοοικονομικά έσοδα | 12.33 | 2.934 | 3.641 | 1.412 | 784 |
| Χρηματοοικονομικά έξοδα | 12.33 | <u>(23.998)</u> | <u>(16.928)</u> | <u>(20.656)</u> | <u>(13.181)</u> |
| Λοιπά χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα) | 12.34 & 12.6 | <u>(267)</u> | <u>950</u> | <u>6.592</u> | <u>9.103</u> |
| Κέρδη προ φόρων | | 193.238 | 236.916 | 180.687 | 233.914 |
| Φόρος εισοδήματος | 12.35 | <u>(61.613)</u> | <u>(64.060)</u> | <u>(55.125)</u> | <u>(61.826)</u> |
| Κέρδη μετά φόρων | | 131.625 | 172.856 | 125.563 | 172.088 |
| Κατανεμόμενα σε: | | | | | |
| Μετόχους της Εταιρείας | | 126.210 | 170.236 | 125.563 | 172.088 |
| Μη ελέγχουσες συμμετοχές | 12.16 | <u>5.415</u> | <u>2.620</u> | - | - |
| Κέρδη μετά φόρων | | 131.625 | 172.856 | 125.563 | 172.088 |
| Βασικά και απομειωμένα κέρδη (μετά φόρων) ανά μετοχή σε € | 12.36 | 0,3971 | 0,5344 | 0,3950 | 0,5403 |

Πίνακας 3: Κατάσταση Ταμειακών Ροών ΟΠΑΠ Α.Ε. 2016-2017

| Κατάσταση Ταμειακών Ροών | | | | | |
|--|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 01.01-31.12.2017 | 01.01-31.12.2016 | 01.01-31.12.2017 | 01.01-31.12.2016 |
| ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | | |
| Κέρδη προ φόρων | | 193.238 | 236.916 | 180.687 | 233.914 |
| Προσαρμογή για: | | | | | |
| Αποσβέσεις | 12.1 & 12.2 & 12.3 | 89.142 | 58.286 | 66.631 | 36.684 |
| Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα | | 21.083 | 13.199 | 12.671 | 3.206 |
| Προγράμματα παροχών προσωπικού | 12.18 | 1.516 | 3.112 | 1.413 | 2.807 |
| Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις | | 1.554 | 72 | 1.162 | (149) |
| Άλλες προβλέψεις | | (1.804) | (11.788) | (1.923) | (11.692) |
| Απομείωση αξίας ασύμμετρων ακινητοποιήσεων | 12.1 | 2.742 | 29 | - | - |
| Συναλλαγματικές διαφορές | | (19) | 88 | (19) | 88 |
| Ζημία απομείωσης συμμετοχής σε θυγατρική εταιρεία | 12.5 | - | - | 13.659 | 12.000 |
| Αναστροφή απομείωσης από επιμέτρηση αξίας συγγενών (Κέρδη) / Ζημίες από συγγενείς | 12.6 | 267 | (600) | - | - |
| Κέρδη από επενδυτικές δραστηριότητες | | (47) | (705) | (28) | (642) |
| Άλλα μη ταμειακά στοιχεία | | - | - | 2.755 | 2.869 |
| Σύνολο | | 307.593 | 298.260 | 277.008 | 279.084 |
| Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης | | | | | |
| (Αύξηση) / μείωση αποθεμάτων | | 5.155 | 789 | 423 | (2.071) |
| Αύξηση απαιτήσεων | | (63.274) | (66.996) | (43.714) | (41.746) |
| Αύξηση / (μείωση) υποχρεώσεων (πλην τραπεζών) | | 14.994 | 22.060 | 20.857 | (3.505) |
| Αύξηση / (μείωση) φόρων πληρωθέντων | | <u>33.861</u> | <u>(27.735)</u> | <u>34.650</u> | <u>(29.018)</u> |
| Σύνολο | | 298.330 | 226.379 | 289.225 | 202.745 |
| Τόκοι έσοδα πληρωθέντα | | (21.992) | (15.140) | (18.440) | (11.469) |
| Φόροι εισοδήματος πληρωθέντες | | <u>(31.412)</u> | <u>(116.937)</u> | <u>(25.665)</u> | <u>(107.801)</u> |
| Ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες | | 244.925 | 94.301 | 245.120 | 83.475 |
| ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | | |
| Είσπραξη από πώληση ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων | | 125 | 684 | 45 | 677 |
| Επιπλέον αντίτιμο για την εξαγορά θυγατρικής, καθαρό από τα αποκτηθέντα ταμειακά διαθέσιμα | 12.4 | (31.583) | (695) | - | - |
| Εισπράξεις από δάνεια σε τρίτους | | 1.564 | - | - | - |
| Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιρειών | 12.5 | - | - | (15.000) | (145.000) |
| Δάνεια χορηγηθέντα σε τρίτους | | - | (12.700) | - | - |
| Δάνεια χορηγηθέντα σε εταιρείες του Ομίλου | | - | - | (3.600) | - |
| Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων | 12.1 | (38.667) | (18.596) | (15.560) | (5.821) |
| Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων και επενδύσεων σε ακίνητα | 12.2 & 12.3 | (57.614) | (24.269) | (53.219) | (20.640) |
| Μερίσματα εισπραχθέντα | 12.34 | - | - | 6.592 | 9.103 |
| Τόκοι εισπραχθέντες | | <u>2.406</u> | <u>3.261</u> | <u>1.151</u> | <u>485</u> |
| Ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες | | (123.769) | (52.315) | (79.590) | (161.196) |
| ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | | |
| Εισπράξεις από χορηγούμενα και εκδοθέντα δάνεια | 12.17 | 350.000 | 276.689 | 350.000 | 221.689 |
| Πληρωμές δανείων | 12.17 | (46.041) | (42.097) | (36.018) | (12.097) |
| Έσοδα έκδοσης δανείων | | (4.726) | - | (4.726) | - |
| Αγορά ιδίων μετοχών | 12.15 | (1.585) | (4.735) | (1.585) | (4.735) |
| Έσοδα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιρειών | | (165) | (599) | - | - |
| Επιστροφή μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής | | - | (6.598) | - | - |
| Μερίσματα πληρωθέντα | | <u>(446.060)</u> | <u>(292.819)</u> | <u>(444.362)</u> | <u>(292.819)</u> |
| Ταμειακές εκροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες | | (148.578) | (70.158) | (136.691) | (87.961) |
| Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα | | (27.421) | (28.172) | 28.838 | (165.682) |
| Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσης | 12.9 | 273.523 | 301.695 | 65.433 | 231.115 |
| Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης | | 246.102 | 273.523 | 94.270 | 65.433 |

4.1.2. Δημοσιευμένες Καταστάσεις 2014-2015

Πίνακας 4: Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης ΟΠΑΠ Α.Ε. 2014-2015

| Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης | | | | | |
|---|-------|------------------|-----------------------------|------------------|------------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 31.12.2015 | 31.12.2014 *Αναμορφωμένο | 31.12.2015 | 31.12.2014 |
| ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | | | | | |
| Κυκλοφορούν ενεργητικό | | | | | |
| Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα | 11.1 | 301.695 | 297.418 | 231.115 | 198.455 |
| Αποθέματα | 11.2 | 4.166 | 2.976 | 280 | 0 |
| Απαιτήσεις | 11.3 | 55.234 | 92.250 | 23.391 | 72.523 |
| Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού | 11.4 | 28.817 | 16.730 | 17.630 | 15.020 |
| Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού | | 389.913 | 409.375 | 272.416 | 285.998 |
| Μη κυκλοφορούν ενεργητικό | | | | | |
| Ασώματες ακινητοποιήσεις | 11.5 | 1.222.987 | 1.269.998 | 1.063.227 | 1.087.569 |
| Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία | 11.6 | 56.238 | 44.205 | 32.861 | 27.089 |
| Επενδύσεις σε ακίνητα | 11.7 | 1.398 | 1.540 | 1.398 | 1.540 |
| Υπεραξία | 11.8 | 14.183 | 14.183 | 0 | 0 |
| Επενδύσεις σε θυγατρικές | 11.9 | 0 | 0 | 147.604 | 182.104 |
| Επενδύσεις σε συγγενείς | 11.10 | 11.225 | 9.732 | 0 | 0 |
| Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις από πελάτες | 11.3 | 112 | 527 | 112 | 527 |
| Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού | 11.11 | 2.962 | 3.177 | 24.912 | 31.114 |
| Αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση | 11.12 | 9.815 | 0 | 0 | 0 |
| Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού | | 1.318.920 | 1.343.362 | 1.270.114 | 1.329.943 |
| ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | | 1.708.833 | 1.752.737 | 1.542.530 | 1.615.940 |
| ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | | | | | |
| Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | | |
| Δάνεια | 11.14 | 32.097 | 1 | 2.097 | 0 |
| Εμπορικές υποχρεώσεις | 11.13 | 127.091 | 170.353 | 52.562 | 120.731 |
| Φόροι | 11.15 | 129.942 | 178.228 | 119.724 | 165.980 |
| Λοιπές υποχρεώσεις | 11.16 | 35.853 | 109.301 | 23.441 | 100.116 |
| Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων | | 324.984 | 457.883 | 197.824 | 386.827 |
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | | |
| Δάνεια | 11.14 | 115.000 | 0 | 115.000 | 0 |
| Αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση | 11.12 | 0 | 1.284 | 3,493 | 6,699 |
| Προγράμματα παροχών προσωπικού | 11.17 | 1,036 | 847 | 932 | 745 |
| Προβλέψεις | 11.18 | 59,061 | 51,316 | 57,591 | 49,133 |
| Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 11.19 | 5,926 | 6,343 | 5,409 | 5,875 |
| Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων | | 181.022 | 59.790 | 182.425 | 62.452 |
| Ίδια κεφάλαια | | | | | |
| Μετοχικό κεφάλαιο | 11.20 | 95.700 | 95.700 | 95.700 | 95.700 |
| Αποθεματικά | 11.22 | 48.773 | 48.474 | 48.474 | 48.474 |
| Ίδιες μετοχές | 11.21 | -2.719 | 0 | -2.719 | 0 |
| Κέρδη εις νέον | | 1.020.068 | 1.023.525 | 1.020.827 | 1.022.488 |
| Δικαιώματα μειοψηφίας | 11.23 | 41.005 | 67.365 | 0 | 0 |
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων | | 1.202.827 | 1.235.064 | 1.162.282 | 1.166.661 |
| ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ | | 1.708.833 | 1.752.737 | 1.542.530 | 1.615.940 |

Πίνακας 5: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης ΟΠΑΠ Α.Ε. 2014-2015

| Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος | | | | | |
|---|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 01.01-31.12.2015 | 01.01-31.12.2014 | 01.01-31.12.2015 | 01.01-31.12.2014 |
| Μικτές εισπράξεις από παιχνίδια | | 4.257.317 | 4.259.072 | 3.603.419 | 3.759.713 |
| Η Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος για τις ανωτέρω Μικτές εισπράξεις από παιχνίδια είναι η ακόλουθη: | | | | | |
| Καθαρά έσοδα προ εισφορών | 10 | 1.399.671 | 1.377.679 | 1.167.601 | 1.202.529 |
| Εισφορά επί των καθαρών εσόδων και λοιπές εισφορές | 11.25 | -411.964 | -404.535 | -350.420 | -359.879 |
| Προμήθειες πρακτόρων | 11.26 | -362.369 | -359.653 | -300.984 | -313.184 |
| Καθαρά έσοδα από παιχνίδια | | 625.339 | 613.491 | 516.197 | 529.467 |
| Άλλα λειτουργικά έσοδα | 11.27 | 128.662 | 23.736 | 43.413 | 28.878 |
| Λειτουργικά έξοδα | | | | | |
| Κόστος μισθοδοσίας | 11.28 | -46.098 | -58.571 | -41.370 | -43.331 |
| Έξοδα προβολής και διαφήμισης | 11.29 | -69.468 | -78.904 | -50.746 | -66.190 |
| Άλλα λειτουργικά έξοδα | 11.30 | -261.332 | -153.228 | -128.082 | -120.289 |
| Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (ΕΒΙΤΔΑ) | | 377.103 | 346.524 | 339.413 | 328.534 |
| Αποσβέσεις και απομείωση αξίας παγίου | | -74.332 | -50.321 | -39.995 | -39.180 |
| Λειτουργικό αποτέλεσμα | | 302.770 | 296.203 | 299.418 | 289.355 |
| Χρηματοοικονομικά έσοδα | 11.31 | 1.732 | 3.786 | 890 | 2.504 |
| Χρηματοοικονομικά έξοδα | 11.31 | -6.400 | -2.192 | -4.287 | -1.351 |
| Λοιπά χρηματοοικονομικά έσοδα / (έξοδα) | 11.10/11.24 | 1.490 | 7.782 | 5.640 | 6.769 |
| Κέρδη προ φόρων | | 299.592 | 305.579 | 301.661 | 297.277 |
| Φόρος εισοδήματος | 11.32 | -100.835 | -105.878 | -93.787 | -101.286 |
| Αναβαλλόμενος φόρος | 11.32 | 11.143 | -477 | 3.217 | -2.728 |
| Κέρδη μετά φόρων | | 209.901 | 199.224 | 211.091 | 193.262 |
| Ιδιοκτήτες μητρικής | | 210.719 | 194.998 | 211.091 | 193.262 |
| Δικαιώματα μειοψηφίας | | -819 | 4.226 | 0 | 0 |
| Λοιπά συνολικά έσοδα – κονδύλια τα οποία δε θα επανακατηγοριοποιηθούν στην κατάσταση συνολικού εισοδήματος | | | | | |
| Αναλογιστικά κέρδη | 11.17 | 51 | 740 | 37 | 662 |
| Αναβαλλόμενος φόρος | 11.32 | -15 | -192 | -11 | -172 |
| Λοιπά συνολικά έσοδα μετά φόρων | | 37 | 548 | 26 | 490 |
| Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά φόρων | | 209.937 | 199.772 | 211.116 | 193.752 |
| Ιδιοκτήτες μητρικής | | 210.755 | 195.548 | 211.116 | 193.752 |
| Δικαιώματα μειοψηφίας | | -817 | 4.224 | 0 | 0 |
| Βασικά και απομειωμένα κέρδη (μετά φόρων) ανά μετοχή σε € | 11.33 | 0,6609 | 0,6113 | 0,6621 | 0,6058 |

Πίνακας 6: Κατάσταση Ταμειακών Ροών ΟΠΑΠ Α.Ε. 2014-2015

| Κατάσταση Ταμειακών Ροών | | | | | |
|---|-------------|-----------------|-----------------------------|-----------------|-----------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 31.12.2015 | 31.12.2014 *Αναμορφωμένο | 31.12.2015 | 31.12.2014 |
| ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | | |
| Κέρδη προ φόρων | | 299.592 | 305.579 | 301.661 | 297.277 |
| Προσαρμογή για: | | | | | |
| Αποσβέσεις | | 59.310 | 50.321 | 39.995 | 39.180 |
| Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα | 11.30 | 4.666 | -1.587 | -2.245 | -7.915 |
| Προγράμματα παροχών προσωπικού | 11.17/11.28 | 1.174 | 868 | 1.114 | 795 |
| Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις | | 220 | -684 | 0 | 372 |
| Άλλες προβλέψεις | | 9.128 | 1.314 | 9.100 | 1.106 |
| Απομείωση αξίας ασώματων ακινητοποιήσεων | 11.5 | 15.021 | 0 | 0 | 0 |
| Συναλλαγματικές διαφορές | | 2 | -7 | 2 | -7 |
| Αναστροφή απομείωσης από επιμέτρηση αξίας συγγενών | 11.10 | -893 | -7.462 | 0 | 0 |
| Κέρδη από συγγενείς | 11.10 | -600 | -330 | 0 | 0 |
| Αποτελέσματα από επενδυτικές δραστηριότητες | | -202 | 41 | 5 | 41 |
| Άλλα μη ταμειακά στοιχεία | | 0 | 0 | 1.973 | 0 |
| Σύνολο | | 387.418 | 348.053 | 351.604 | 330.849 |
| Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης | | | | | |
| Αύξηση αποθεμάτων | | -1.191 | -724 | -280 | 0 |
| Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων | | 26.609 | -41.417 | 48.194 | -30.782 |
| (Μείωση) / αύξηση υπακρεώσεων (πλην τραπεζών) | | -59.424 | 73.988 | -83.503 | 27.722 |
| (Μείωση) / αύξηση φόρων πληρωθέντων | | -6.999 | -24.887 | -4.172 | 9.394 |
| Σύνολο | | 346.413 | 355.013 | 311.844 | 337.183 |
| Τόκοι εξοδα πληρωθέντα | | -5.524 | -1.725 | -3.467 | -1.618 |
| Φόροι εισοδήματος πληρωθέντες | | -142.454 | -68.783 | -135.743 | -68.125 |
| Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες | | 198.436 | 284.505 | 172.634 | 267.440 |
| ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | | |
| Είσπραξη από πώληση ενσώματων και ασώματων παγίων στοιχείων | | 321 | 6 | 32 | 6 |
| Επιπλέον αντίτιμο για την εξαγορά θυγατρικής | | -1.090 | 0 | 0 | 0 |
| (Αύξηση) / μείωση μεταχικού κεφαλαίου θυγατρικής | | 0 | -8.326 | 34.500 | -8.750 |
| Εκροή για ασώματες ακινητοποιήσεις | 11.5 | -11.672 | -10.083 | -2.934 | -7.650 |
| Εκροή για ενσώματες ακινητοποιήσεις | 11.6 | -27.977 | -8.499 | -18.385 | -7.431 |
| Μερίσματα από θυγατρικές | 11.10/11.24 | 0 | 0 | 5.640 | 6.769 |
| Τόκοι έσοδα εισπραχθέντα | | 1.350 | 3.297 | 532 | 2.016 |
| Αύξηση ταμειακών διαθεσίμων λόγω αλλαγής μεθόδου ενοποίησης της Ελληνικά Λαχεία Α.Ε. και πρώτης ενοποίησης της PAYZONE Α.Ε. | | 0 | 56.455 | 0 | 0 |
| Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες | | -39.067 | 32.850 | 19.385 | -15.041 |
| ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | | |
| Εισπράξεις από δάνεια | 11.14 | 147.096 | 85.001 | 117.097 | 70.000 |
| Πληρωμές δόσεων δανείων | | 0 | -266.751 | 0 | -236.750 |
| Αγορά ιδίων μετοχών | 11.21 | -2.719 | 0 | -2.719 | 0 |
| Πληρωμές τόκων χρηματοδοτικών μισθώσεων | | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Πληρωμές κεφαλαίου χρηματοδοτικών μισθώσεων | | -4 | -437 | 0 | 0 |
| Πληρωμή φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου | | -715 | 0 | 0 | 0 |
| Επιστροφή μεταχικού κεφαλαίου θυγατρικής | 11.23 | -21.452 | 0 | 0 | 0 |
| Μερίσματα πληρωθέντα | | -277.298 | -79.811 | -273.738 | -79.811 |
| Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες | | -155.093 | -261.998 | -159.359 | -246.561 |
| Καθαρή αύξηση διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων | | 4.276 | 56.357 | 32.660 | 5.838 |
| Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα έναρξης περιόδου | 11.1 | 297.418 | 242.061 | 198.455 | 192.617 |
| Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα τέλους περιόδου | 11.1 | 301.695 | 297.418 | 231.115 | 198.455 |

4.1.3. Δημοσιευμένες Καταστάσεις 2013-2014

Πίνακας 7: Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης ΟΠΑΠ Α.Ε. 2013-2014

| Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης | | | | | |
|---|-------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 31.12.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2013 |
| ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | | | | | |
| Κυκλοφορούν ενεργητικό | | | | | |
| Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα | 11.1 | 291.499 | 242.036 | 195.055 | 192.617 |
| Δεσμευμένα διαθέσιμα | 11.2 | 5.920 | 25 | 3.400 | 0 |
| Αποθέματα | 11.3 | 2.976 | 880 | 0 | 0 |
| Απαιτήσεις | 11.4 | 92.250 | 34.894 | 72.523 | 38.314 |
| Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού | 11.5 | <u>16.730</u> | <u>19.207</u> | <u>15.020</u> | <u>16.061</u> |
| Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού | | 409.375 | 297.042 | 285.998 | 246.992 |
| Μη κυκλοφορούν ενεργητικό | | | | | |
| Ασώματες ακινητοποιήσεις | 11.6 | 1.267.236 | 1.103.211 | 1.087.569 | 1.103.206 |
| Ίδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία | 11.7 | 44.205 | 49.314 | 27.089 | 30.565 |
| Επενδύσεις σε ακίνητα | 11.8 | 1.540 | 1.139 | 1.540 | 1.139 |
| Υπεραξία | 11.9 | 15.047 | 8.435 | 0 | 0 |
| Επενδύσεις σε θυγατρικές | 11.10 | 0 | 0 | 182.104 | 173.354 |
| Επενδύσεις σε συγγενείς | 11.11 | 9.732 | 129.563 | 0 | 0 |
| Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις από πελάτες | 11.4 | 527 | 1.385 | 527 | 1.385 |
| Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού | 11.12 | 3.177 | 6.941 | 31.114 | 36.996 |
| Αναβαλλόμενοι φόροι ενεργητικού | 11.13 | <u>0</u> | <u>515</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού | | 1.341.463 | 1.300.503 | 1.329.943 | 1.346.645 |
| ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ | | 1.750.838 | 1.597.545 | 1.615.940 | 1.593.637 |
| ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ | | | | | |
| Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | | |
| Δάνεια | 11.15 | 1 | 165.447 | 0 | 165.447 |
| Εμπορικές υποχρεώσεις | 11.14 | 170.353 | 69.855 | 120.731 | 70.861 |
| Υποχρεώσεις χρηματοδοτικών μισθώσεων | 11.16 | 0 | 393 | 0 | 0 |
| Φόροι | 11.17 | 178.228 | 121.268 | 165.980 | 119.676 |
| Λοιπές υποχρεώσεις | 11.18 | <u>108.325</u> | <u>43.457</u> | <u>100.116</u> | <u>38.028</u> |
| Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων | | 456.907 | 400.420 | 386.827 | 394.012 |
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | | |
| Δάνεια | 11.15 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Υποχρεώσεις χρηματοδοτικών μισθώσεων | 11.16 | 0 | 42 | 0 | 0 |
| Αναβαλλόμενοι φόροι παθητικού | 11.13 | 566 | 0 | 6.699 | 3.799 |
| Προγράμματα παροχών προσωπικού | 11.19 | 847 | 13.937 | 745 | 13.307 |
| Προβλέψεις | 11.20 | 51.316 | 49.292 | 49.133 | 48.092 |
| Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | 11.21 | <u>6.343</u> | <u>8.571</u> | <u>5.875</u> | <u>8.386</u> |
| Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων | | 59.071 | 71.842 | 62.452 | 73.584 |
| Ίδια κεφάλαια | | | | | |
| Μετοχικό κεφάλαιο | 11.22 | 95.700 | 95.700 | 95.700 | 95.700 |
| Αποθεματικά | 11.23 | 48.474 | 59.633 | 48.474 | 59.633 |
| Κέρδη εις νέον | | 1.023.525 | 969.950 | 1.022.488 | 970.708 |
| Δικαιώματα μειοψηφίας | 11.24 | <u>67.160</u> | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Σύνολο ιδίων κεφαλαίων | | 1.234.859 | 1.125.283 | 1.166.661 | 1.126.041 |
| ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ | | 1.750.838 | 1.597.545 | 1.615.940 | 1.593.637 |

Πίνακας 8: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης ΟΠΑΠ Α.Ε. 2013-2014

| Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος | | | | | |
|---|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | Σημ. | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | | 01.01-31.12.2014 | 01.01-31.12.2013 | 01.01-31.12.2014 | 01.01-31.12.2013 |
| Κύκλος εργασιών | 10 | 4.259.072 | 3.711.059 | 3.759.713 | 3.504.294 |
| Κέρδη στους νικητές παιχνιδιών | 11.26 | <u>-2.881.392</u> | <u>-2.491.136</u> | <u>-2.557.183</u> | <u>-2.354.148</u> |
| Καθαρά έσοδα προ φόρου (30%) | | 1.377.679 | 1.219.923 | 1.202.529 | 1.150.146 |
| Εισφορά επί των καθαρών εσόδων | 11.27 | <u>-391.924</u> | <u>-345.401</u> | <u>-359.879</u> | <u>-344.726</u> |
| Καθαρά έσοδα μετά φόρου (30%) | | 985.756 | 874.522 | 842.651 | 805.420 |
| Άλλες πωλήσεις | 10/11.28 | 16.215 | 0 | 0 | 0 |
| Κόστος παροχής υπηρεσιών | 11.29 | <u>-578.050</u> | <u>-528.172</u> | <u>-459.394</u> | <u>-481.008</u> |
| Μικτό κέρδος | | 423.920 | 346.350 | 383.257 | 324.412 |
| Άλλα λειτουργικά έσοδα | 11.30 | 7.521 | 2.581 | 28.878 | 20.762 |
| Δαπάνες διάθεσης | 11.31 | -88.927 | -101.382 | -78.594 | -99.419 |
| Δαπάνες διοίκησης | 11.31 | -41.346 | -33.949 | -39.433 | -37.276 |
| Άλλα λειτουργικά έξοδα | 11.32 | -4.971 | -16.262 | -4.725 | -16.227 |
| Απομείωση αξίας παγίων | 11.7 | <u>0</u> | <u>-19.737</u> | <u>0</u> | <u>-19.737</u> |
| Λειτουργικό αποτέλεσμα | | 296.198 | 177.601 | 289.383 | 172.515 |
| Κέρδη / (Ζημιές) από πώληση παγίων | | 5 | -410 | -29 | -209 |
| Έσοδα / (Ζημιές) από συγγενείς επιχειρήσεις | | 321 | -235 | 0 | 0 |
| Αναστροφή απομείωσης επενδύσεων | 11.11 | 7.462 | 0 | 0 | 0 |
| Χρηματοοικονομικά έσοδα | 11.33 | 3.786 | 14.207 | 2.504 | 12.289 |
| Χρηματοοικονομικά έξοδα | 11.33 | -2.192 | -3.407 | -1.351 | -1.195 |
| Μερίσματα από θυγατρικές | 11.25 | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>6.769</u> | <u>7.302</u> |
| Κέρδη προ φόρου εισοδήματος | | 305.579 | 187.756 | 297.277 | 190.702 |
| Τρέχων φόρος εισοδήματος | 11.34 | -105.878 | -49.718 | -101.286 | -49.602 |
| Αναβαλλόμενος φόρος | 11.34 | <u>-477</u> | <u>3.077</u> | <u>-2.728</u> | <u>1.565</u> |
| Κέρδη μετά φόρων | | 199.224 | 141.115 | 193.262 | 142.665 |
| Ιδιοκτήτες μητρικής | | 194.998 | 141.115 | 193.262 | 142.665 |
| Δικαιώματα μειοψηφίας | | 4.226 | 0 | 0 | 0 |
| <i>Λοιπά συνολικά έσοδα – κονδύλια τα οποία δε θα επανακατηγοριοποιηθούν στην κατάσταση αποτελεσμάτων</i> | | | | | |
| Αναλογιστικά κέρδη | 11.19 | 740 | 4.426 | 662 | 4.433 |
| Αναβαλλόμενος φόρος | 11.34 | <u>-192</u> | <u>-894</u> | <u>-172</u> | <u>-929</u> |
| Λοιπά συνολικά έσοδα μετά φόρων | | 548 | 3.532 | 490 | 3.504 |
| Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά φόρων | | 199.772 | 144.647 | 193.752 | 146.169 |
| Ιδιοκτήτες μητρικής | | 195.548 | 144.647 | 193.752 | 146.169 |
| Δικαιώματα μειοψηφίας | | 4.224 | 0 | 0 | 0 |
| Βασικά κέρδη (μετά φόρων) ανά μετοχή σε € | 11.35 | 0,6245 | 0,4424 | 0,6058 | 0,4472 |

Πίνακας 9: Κατάσταση Ταμειακών Ροών ΟΠΑΠ Α.Ε. 2013-2014

| Κατάσταση Ταμειακών Ροών | | | | |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | ΟΜΙΛΟΣ | | ΕΤΑΙΡΕΙΑ | |
| | 01.01- 31.12.2014 | 01.01- 31.12.2013 | 01.01- 31.12.2014 | 01.01- 31.12.2013 |
| ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | |
| Κέρδη προ φόρων | 305.579 | 187.756 | 297.277 | 190.702 |
| Προσαρμογή για: | | | | |
| Αποσβέσεις | 50.321 | 44.111 | 39.180 | 41.605 |
| Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα | -1.587 | -13.402 | -7.915 | -18.466 |
| Προγράμματα παροχών προσωπικού | 868 | 7.207 | 795 | 7.092 |
| Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις | -684 | 0 | 372 | 0 |
| Άλλες προβλέψεις | 1.314 | 10.685 | 1.106 | 10.685 |
| Συναλλαγματικές διαφορές | -7 | 70 | -7 | 70 |
| Αναστροφή απομείωσης από επιμέτρηση αξίας συγγενών | -7.462 | 0 | 0 | 0 |
| Ζημίες / (κέρδη) από συγγενείς | -330 | 235 | 0 | 0 |
| Αποτελέσματα από επενδυτικές δραστηριότητες | 41 | 404 | 41 | 211 |
| Απομείωση αξίας παγίων | <u>0</u> | <u>19.737</u> | <u>0</u> | <u>19.737</u> |
| Σύνολο | 348.053 | 256.803 | 330.849 | 251.636 |
| Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης | | | | |
| (Αύξηση) / μείωση αποθεμάτων | -724 | -156 | 0 | 0 |
| (Αύξηση) / μείωση απαιτήσεων | -41.417 | 776 | -30.782 | 10.846 |
| Αύξηση / (μείωση) υποχρεώσεων (πλην τραπεζών) | 73.012 | -25.469 | 27.722 | -25.717 |
| Αύξηση / (μείωση) φόρων πληρωθέντων | <u>-24.887</u> | <u>104.604</u> | <u>9.394</u> | <u>101.061</u> |
| Σύνολο | 354.037 | 336.558 | 337.183 | 337.826 |
| Τόκοι έξοδα | -1.725 | -242 | -1.618 | -59 |
| Φόροι εισοδήματος πληρωθέντες | <u>-68.783</u> | <u>-62.442</u> | <u>-68.125</u> | <u>-59.660</u> |
| Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες | 283.529 | 273.874 | 267.440 | 278.107 |
| ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | |
| Είσπραξη από πώληση παγίων | 6 | 0 | 6 | 0 |
| Σύσταση θυγατρικής εταιρείας | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Σύσταση συγγενούς εταιρείας | 0 | -128.640 | 0 | 0 |
| Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής | -7.350 | 0 | -8.750 | -130.300 |
| Δεσμευμένες καταθέσεις | -5.120 | 95.669 | -3.400 | 95.710 |
| Εκροή για ασώματες ακινητοποιήσεις | -7.321 | -103.563 | -7.650 | -103.561 |
| Εκροή για ενσώματες ακινητοποιήσεις | -8.499 | -5.804 | -7.431 | -1.015 |
| Μερίσματα από θυγατρικές | 0 | 0 | 6.769 | 6.347 |
| Τόκοι έσοδα | 3.297 | 12.157 | 2.016 | 10.388 |
| Αύξηση ταμειακών διαθεσίμων λόγω αλλαγής μεθόδου ενοποίησης της Ελληνικά Λαχεία Α.Ε. και πρώτης ενοποίησης της PAYZONE Α.Ε. | <u>52.919</u> | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες | 27.932 | -130.181 | -18.441 | -122.431 |
| ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ | | | | |
| Εισπράξεις από δάνειο | 85.001 | 0 | 70.000 | 0 |
| Πληρωμές δόσεων δανείου | -266.751 | -87.000 | -236.750 | -87.000 |
| Πληρωμές εξόδων χρηματοδότησης δανείου | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Πληρωμές τόκων χρηματοδοτικών μισθώσεων | 0 | -52 | 0 | 0 |
| Πληρωμές κεφαλαίου χρηματοδοτικών μισθώσεων | -437 | -362 | 0 | 0 |
| Μερίσματα πληρωθέντα | <u>-79.811</u> | <u>-181.825</u> | <u>-79.811</u> | <u>-181.825</u> |
| Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες | -261.998 | -269.239 | -246.561 | -268.825 |
| Καθαρή αύξηση / (μείωση) διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων | 49.463 | -125.546 | 2.438 | -113.149 |
| Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα έναρξης περιόδου | 242.036 | 367.582 | 192.617 | 305.766 |
| Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα τέλους περιόδου | 291.499 | 242.036 | 195.055 | 192.617 |

4.1.4 Ανάλυση εγχώριας αγοράς

Ο κλάδος των τυχερών παιγνίων αναπτύχθηκε ραγδαία έως το 2008, όπου και άρχισε να μειώνεται σταδιακά μεσούσης της οικονομικής ύφεσης έως και το 2013.

Στο σημείο αυτό ακολουθούν πίνακες με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων του ομίλου ΟΠΑΠ Α.Ε., την ερμηνεία των τιμών των αριθμοδεικτών καθώς και την ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

| | ΔΕΙΚΤΕΣ | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ρευστότητα | Γενική Ρευστότητα | 0,74 | 0,90 | 1,20 | 1,12 | 0,91 |
| | Ειδική Ρευστότητα | 0,74 | 0,89 | 1,19 | 1,09 | 0,90 |
| | Ταμειακή Ρευστότητα | 0,60 | 0,64 | 0,93 | 0,70 | 0,51 |
| Αποδοτικότητα | Δείκτης Περιθώριο Κέρδους | 15% | 22% | 21% | 17% | 13% |
| | Αποδοτικότητα Ιδ. Κεφ | 17% | 25% | 25% | 22% | 25% |
| Δραστηριότητα | Ταχ. Εισπρ. Απαιτήσεων | 35 | 15 | 25 | 17 | 11 |
| | Ταχ. Κυκλ.Ενεργ | 0,76 | 0,79 | 0,71 | 0,79 | 0,81 |
| | Δανειακή Επιβάρυνση | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 1,5 | 0,7 |

Πίνακας 10: Τιμές αριθμοδεικτών ΟΠΑΠ Α.Ε. για την πενταετία 2013-2017

Όπως φαίνεται στον πίνακα 10, για την **πενταετία 2013-2017** ο όμιλος ΟΠΑΠ Α.Ε. παρουσιάζει:

1. **Ικανοποιητικούς δείκτες ρευστότητας**, οι οποίοι φαίνεται να καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μέσω των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Λόγω της φύσης της εταιρείας τα αποθέματα είναι μικρά και οι υποχρεώσεις αφορούν στην εκκαθάριση των πρακτόρων.
2. Διψήφια επίπεδα στους **δείκτες αποδοτικότητας** (Περιθώριο Κέρδους & ίδια Κεφάλαια)
3. Χαμηλά κυμαίνεται ο δείκτης Ταχ. Είσπραξης Απαιτήσεων, πράγμα που δικαιολογείται λόγω του settlement που πραγματοποιείται δύο φορές την εβδομάδα, θέτοντας τον πιστωτικό κίνδυνο σε πολύ χαμηλό ρίσκο
4. Ο **δανεισμός βαίνει αυξανόμενος**, προκειμένου να βελτιστοποιηθεί η κεφαλαιακή διάρθρωση και να μεγιστοποιηθούν οι χρηματικές διανομές σε μετόχους (**Καθαρό χρέος/EBITDA<2** δε θεωρείται υψηλός)

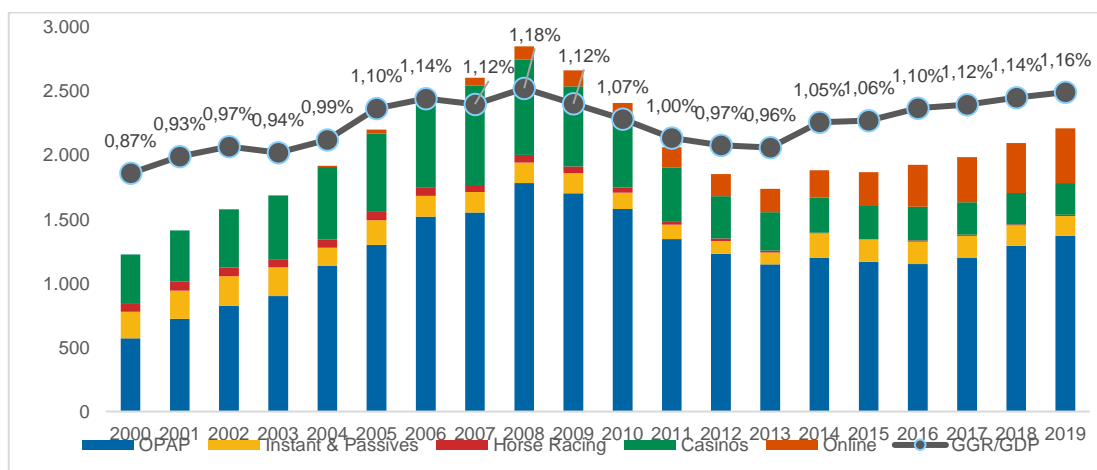
| Year | GDP | Private Consumption | Retail Sales (excl. automotive fuel) | GDP | Private Consumption | Retail Sales |
|------|---------|---------------------|--------------------------------------|-------|---------------------|--------------|
| 2013 | 175.613 | 120.970 | 1.215 | | | |
| 2014 | 176.839 | 120.977 | 1.206 | 0,7% | 0,0% | -0,7% |
| 2015 | 176.110 | 120.601 | 1.200 | -0,4% | -0,3% | -0,5% |
| 2016 | 175.248 | 119.980 | 1.206 | -0,5% | -0,5% | 0,5% |
| 2017 | 177.492 | 122.248 | 1.221 | 1,3% | 1,9% | 1,3% |

Πίνακας 11: Μακροοικονομικές εξελίξεις για την πενταετία 2013-2017

Συγκρίνοντας τις επιδόσεις ΟΠΑΠ σε σχέση με το μακροοικονομικό περιβάλλον για την πενταετία 2013-2017, οι 3 δείκτες (**ΑΕΠ, Ιδιωτική κατανάλωση και λιανικό εμπόριο**) παρέμειναν κατά μέσο σταθεροί.

Λαμβάνοντας υπόψη και το ασταθές περιβάλλον του 2015 με τα capital controls, ο ΟΠΑΠ φαίνεται να **υπεραπέδωσε** μεταξύ των ετών 2013-2017, αυξάνοντας πωλήσεις και κέρδη συγκριτικά με το retail Sales όπου ανήκει.

Όσον αφορά γενικότερα στον **κλάδο των τυχερών παιχνιδιών** στην Ελλάδα, για τον όμιλο ΟΠΑΠ Α.Ε, το μερίδιο αγοράς κατά τη διάρκεια της περιόδου 2013-2017 αυξάνεται κατά 14% (από €1,74δισ. το 2013 σε €1,99δισ. το 2017), ως ποσοστό της επίγειας αγοράς με την επέκταση της στο χώρο των λαχείων και του ιπποδρομιακού στοιχήματος, αλλά μειώνεται ως ποσοστό της συνολικής αγοράς τυχερών παιχνιδιών, ως αποτέλεσμα της αναλογικά μεγαλύτερης αύξησης των εσόδων μέσω Διαδικτύου.



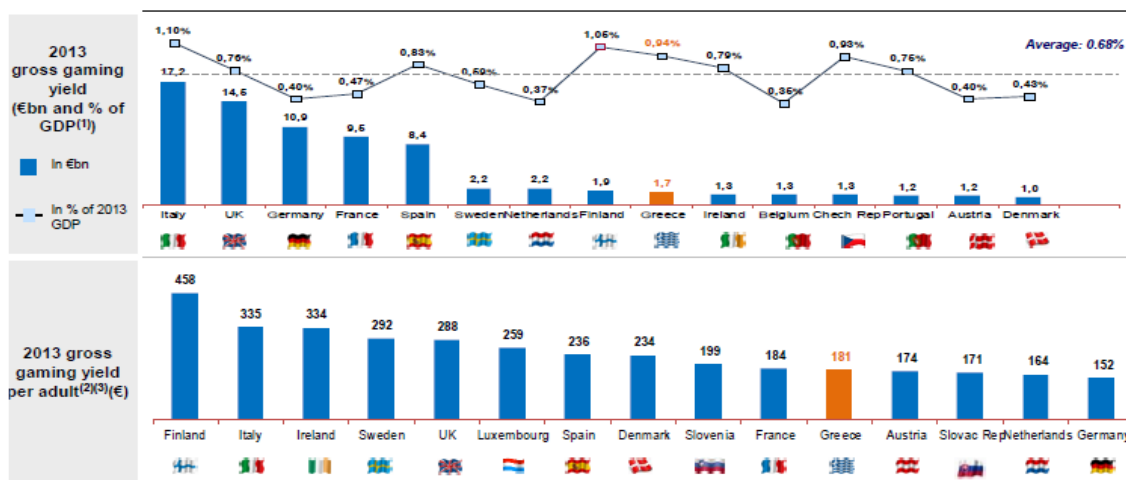
Πίνακας 12: Κλάδος Τυχερών παιχνιδιών στην εγχώρια αγορά

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΕΣ

Σύμφωνα με τη έκδοση της Ernst & Young "*The 2011 global gaming bulletin*", η ταχεία ανάπτυξη της διεθνούς αγοράς των τυχερών παιχνίμων διεκόπη το 2008, λόγω της παγκόσμιας κρίσης. Η αδυναμία ανάκαμψης μείωσε το ρυθμό ανάπτυξης στις περισσότερες διεθνείς αγορές παιχνίμων, εκτός της Ευρώπης.

Μάλιστα βάσει στοιχείων του 2013, η Ελλάδα είναι η ένατη μεγαλύτερη αγορά τυχερών παιχνίμων στην Ε.Ε. των 28 χωρών, σε απόλυτα μεγέθη. Πιο αναλυτικά:

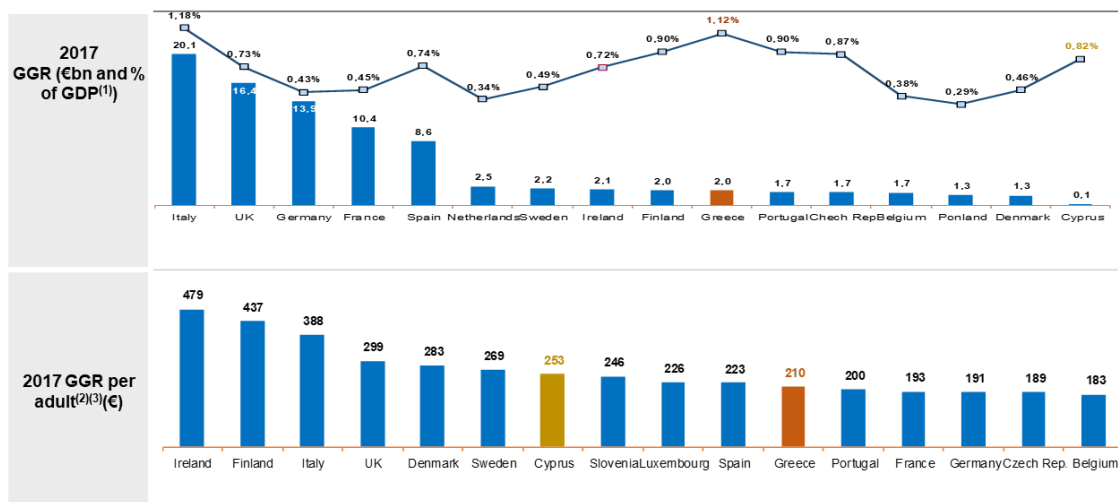
- τα μικτά κέρδη (GGR) του κλάδου ανήλθαν σε 1,7 δις Ευρώ.
- Σε ποσοστό επί του ΑΕΠ, η ελληνική αγορά καταλαμβάνει την τρίτη θέση, με 0,94% του ΑΕΠ
- Το ετήσιο κόστος ανά ενήλικα, ανέρχεται στα 181 Ευρώ, κατατάσσοντας την Ελλάδα στην 11^η θέση.



Πίνακας 13: Σύγκριση GGR Τυχερών Παιχνίμων στην Ε.Ε. για το έτος 2013

Βάσει στοιχείων του 2017, η Ελλάδα παραμένει στην ένατη θέση της αγοράς τυχερών παιχνίμων στην Ε.Ε. των 28 χωρών. Συγκεκριμένα:

- τα μικτά κέρδη (GGR) του κλάδου ανήλθαν σε 2 δις Ευρώ.
- Σε ποσοστό επί του ΑΕΠ, η ελληνική αγορά καταλαμβάνει τη 2^η θέση, με 1,12% του ΑΕΠ
- Το ετήσιο κόστος ανά ενήλικα, ανέρχεται στα 210 Ευρώ, κατατάσσοντας την Ελλάδα στην έβδομη θέση.



Πίνακας 14: Σύγκριση GGR Τυχερών Παιγνίων στην Ε.Ε. για το έτος 2017

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΝΑΝΤΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΩΝ

Για την πενταετία 2013-2017, σε επίπεδο μέσης ετησιοποιημένης αύξησης 1.καθαρών κερδών (CAGR Net Profit) και 2.κερδών προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (CAGR EBITDA), ο Όμιλος ΟΠΑΠ υστέρησε έναντι των ανταγωνιστών του, παρουσιάζοντας ποσοστά μεταβολής -2,2% και 6,5%, έναντι κλαδικών ποσοστών μεταβολής ύψους 4,7% και 15,8% αντίστοιχα (μέσος όρος).

| Name | CAGR net profit 2013-17 | CAGR ebitda 2013-17 |
|------------------------------|-------------------------|---------------------|
| INTRALOT S.A.-INTEGRATED LOT | 63,5% | -4,5% |
| TATTS GROUP LTD | -4,9% | -5,7% |
| FLUTTER ENTERTAINMENT PLC | 15,1% | 24,7% |
| PLAYTECH PLC | -12,7% | 2,0% |
| 888 HOLDINGS PLC | -21,6% | -7,0% |
| BETSSON AB | 4,7% | 7,8% |
| KINDRED GROUP PLC | 23,2% | 21,7% |
| NETENT AB | 24,1% | 18,4% |
| FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP | -0,2% | 15,8% |
| SCIENTIFIC GAMES CORP | 56,7% | 47,0% |
| BET-AT-HOME.COM AG | 1,7% | 18,5% |
| AVERAGE | 4,7% | 15,8% |
| ΟΠΑΠ Α.Ε. | -2,2% | 6,5% |

Σε σχετικούς όρους αποτίμησης (έναντι των επίσης εισηγμένων σε χρηματιστηριακή αγορά ανταγωνιστών του) ο Όμιλος ΟΠΑΠ διαπραγματεύεται την 01/01/2018, σε **όρους P/E (Δείκτης τιμής Μετοχής/Κέρδος ανά Μετοχή)** έναντι του 5ετούς (2013-2017) μέσου όρου του κλάδου στο χρηματιστήριο με ένα **premium 31%**.

Την ίδια στιγμή σε **όρους EV/ebitda** (χρηματιστηριακή αξία + καθαρό χρέος/ κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων) διαπραγματεύεται με ένα discount 25% έναντι του κλάδου.

| Name | P(02.01.2018)/E(2013) | P(02.01.2018)/E(2014) | P(02.01.2018)/E(2015) | P(02.01.2018)/E(2016) | P(02.01.2018)/E(2017) |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| LADBROKES CORAL GROUP LTD | 49,8 | 77,2 | 559,4 | - | 15,7 |
| SNAITECH SPA | - | 2,6 | 9,6 | - | 14,7 |
| TABCORP HOLDINGS LTD | 72,3 | 82,7 | 31,2 | - | 65,3 |
| INTRALOT S.A.-INTEGRATED LOT | - | 40,7 | 3,7 | - | 199,6 |
| TATTS GROUP LTD | 22,4 | 32,4 | 25,1 | - | 28,7 |
| FLUTTER ENTERTAINMENT PLC | 68,9 | 58,6 | 57,0 | - | 1.216,5 |
| WILLIAM HILL PLC | 12,5 | 12,1 | 11,8 | - | 15,4 |
| ENTAIN PLC | 262,9 | 79,7 | 130,9 | - | 23,3 |
| BWIN PARTY DIGITAL ENTERTAIN | | | | | |
| PLAYTECH PLC | 6,4 | 22,2 | 23,0 | - | 16,1 |
| BETFAIR GROUP LTD | | | | | |
| INTERNATIONAL GAME TECHNOLOG | | 69,2 | - | 66,0 | 23,5 |
| 888 HOLDINGS PLC | 30,0 | 26,3 | 42,4 | - | 24,2 |
| BETSSON AB | 13,9 | 10,7 | 10,2 | - | 9,8 |
| KINDRED GROUP PLC | 57,9 | 23,6 | 35,6 | - | 26,6 |
| STARS GROUP INC/THE | - | 134,2 | 556,9 | - | 23,3 |
| NETENT AB | 73,2 | 52,9 | 35,4 | - | 26,5 |
| KAMBI GROUP PLC | - | 15,5 | 299,7 | - | 38,6 |
| CODERE SA | - | 5,6 | 8,5 | - | 0,9 |
| FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP | 23,3 | 22,8 | 18,6 | - | 43,8 |
| SCIENTIFIC GAMES CORP | - | 163,8 | 21,1 | - | 11,6 |
| BET-AT-HOME.COM AG | 23,9 | 13,6 | 9,1 | - | 7,6 |
| Average | 22,4 | 23,2 | 20,8 | - | 19,7 |
| OPAP GA Equity | 24,1 | 17,4 | 16,1 | - | 20,0 |

| | |
|---|------|
| Peers' 5-yr P/E average | 20,5 |
| OPAP 5-yr P/E average | 20,9 |
| Current price premium vs. peers' 5-yr average | 31% |
| Current price premium vs. OPAP 5-yr average | 29% |

Συμπερασματικά, ο όμιλος ΟΠΑΠ Α.Ε. εν μέσω της οικονομικής κρίσης παρουσίασε πτώση στα έσοδα, όπως συνέβη σε όλο τον κλάδο σε παγκόσμια κλίμακα. Παρόλα αυτά για την **πενταετία 2013-2017** καταφέρνει και:

α) δεν παρουσίασε ζημιές σε καμία χρήση καθ' όλη την 5ετία 2013-2017, δεδομένων και των συνθηκών που επικρατούσαν στην οικονομία της Ελλάδας με την οικονομική κρίση αλλά αντιθέτως **παρουσιάζει άνοδο σε πωλήσεις και κέρδη**

β) αυξάνει το μερίδιο αγοράς σε ένα στάσιμο οικονομικό περιβάλλον

γ) προσελκύει νέους παίκτες οι οποίοι φαίνεται να ξοδεύουν περισσότερο (από 181€ σε 210€ για τα έτη 2013 και 2017 αντίστοιχα)

δ) σε όρους καθαρής κερδοφορίας (P/E) ο όμιλος ΟΠΑΠ Α.Ε., παρουσιάζεται **υπερτιμημένος**, πιθανόν και λόγω του υψηλότερου φορολογικού συντελεστή έναντι αρκετών από τους ανταγωνιστές του (εκτιμάται πως η συνολική επιβάρυνση του ΟΠΑΠ είναι από τις υψηλότερες σε ευρωπαϊκό επίπεδο).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Αρτίκης Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Ιανός, 2003
- Αρτίκης Παναγιώτης, «Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου», Φαίδιμος, 2014
- Γιάννης Μελάς, «Χρηματοοικονομική Διαχείριση», Παπαζήση, 2015, original book: «Financial Management», Sheridan Titman, Arthur J. Keown, John D. Martin
- Ciaran Walsh «Αριθμοδείκτες και Management», Πατάκη, 2004

Ξενόγλωσση

- «Understanding Financial Management», H.Kent Baker, Gary Powell, 2009
- «Understanding Financial Rations In Business», Raghu R. Palat