

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	ΣΕΛΙΔΑ
ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Υπολογισμός πιστωτικής ανάγκης για νέο βραχυπρόθεσμο Τραπεζικό Δανεισμό	24
ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Σύνολο των νοσοκομείων – ιδιωτικών και δημόσιων – στην Ελλάδα και την Αττική	33
ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Ποσοστά Ομίλου APOSTOLOPOULOS HOLDINGS S.A.	55
ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Διάρθρωση Ομίλου APOSTOLOPOULOS HOLDINGS S.A.	56
ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Πωλήσεις «ΙΑΣΩ»	64
ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Πωλήσεις «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 7 Πωλήσεις «ΥΓΕΙΑ»	71
ΠΙΝΑΚΑΣ 8 Συνοπτικός Πίνακας	73
ΠΙΝΑΚΑΣ 9 Πίνακας εξέλιξης περιθωρίων κερδοφορίας «ΙΑΣΩ»	77
ΠΙΝΑΚΑΣ 10 Πίνακας εξέλιξης περιθωρίων κερδοφορίας «ΙΑΤΡΙΚΟ»	81
ΠΙΝΑΚΑΣ 11 Πίνακας εξέλιξης περιθωρίων κερδοφορίας «ΥΓΕΙΑ»	86
ΠΙΝΑΚΑΣ 12 Συνοπτικός Πίνακας	89
ΠΙΝΑΚΑΣ 13 Συνοπτικός Πίνακας	94
ΠΙΝΑΚΑΣ 14 Συνοπτικός Πίνακας	105
ΠΙΝΑΚΑΣ 15 Πίνακας Εξέλιξης Παγιοποιήσεων «ΙΑΣΩ»	108
ΠΙΝΑΚΑΣ 16 Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων «ΙΑΣΩ»	110
ΠΙΝΑΚΑΣ 17 Εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια «ΙΑΣΩ»	110
ΠΙΝΑΚΑΣ 18 Πίνακας Εξέλιξης Παγιοποιήσεων «ΙΑΤΡΙΚΟ»	111
ΠΙΝΑΚΑΣ 19 Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων «ΙΑΤΡΙΚΟ»	112
ΠΙΝΑΚΑΣ 20 Εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια «ΙΑΤΡΙΚΟ»	112
ΠΙΝΑΚΑΣ 21 Πίνακας Εξέλιξης Παγιοποιήσεων «ΥΓΕΙΑ»	113

ΠΙΝΑΚΑΣ 22	Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων «ΥΓΕΙΑ»	115
ΠΙΝΑΚΑΣ 23	Εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια «ΥΓΕΙΑ»	115
ΠΙΝΑΚΑΣ 24	Συνοπτικός Πίνακας	116
ΠΙΝΑΚΑΣ 25	Συνοπτικός Πίνακας	122
ΠΙΝΑΚΑΣ 26	Εξέλιξη των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων «ΙΑΣΩ»	125
ΠΙΝΑΚΑΣ 27	Εξέλιξη των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων «ΙΑΤΡΙΚΟ»	126
ΠΙΝΑΚΑΣ 28	Εξέλιξη των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων «ΥΓΕΙΑ»	127
ΠΙΝΑΚΑΣ 29	Συνοπτικός Πίνακας	128
ΠΙΝΑΚΑΣ 30	Συνοπτικός Πίνακας	133

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΣΕΛΙΔΑ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1	Μετοχική σύνθεση «ΙΑΣΩ»	48
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2	Μετοχική σύνθεση «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»	57
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3	Μετοχική σύνθεση «ΥΓΕΙΑ»	60
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4	Έσοδα «ΙΑΣΩ»	65
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5	Έσοδα «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»	71
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5	Έσοδα «ΥΓΕΙΑ»	70
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6	Κερδοφορία «ΙΑΣΩ»	77
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7	Κερδοφορία «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»	81
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8	Κερδοφορία «ΥΓΕΙΑ»	87

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. Εισαγωγή

Ένας από τους πλέον δυναμικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας με ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης και με σταδιακή επέκταση στις χώρες του εξωτερικού είναι ο κλάδος της ιδιωτικής υγείας. Οι ισχυρότερες εταιρείες του κλάδου με δυνατότητα παροχής υψηλής ποιότητας πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας περίθαλψης στις εγκαταστάσεις τους είναι οι εταιρείες «Ιατρικό Αθηνών», «ΙΑΣΩ» και «Υγεία». Οι εταιρείες αυτές παρουσιάζουν έντονη δυναμική, γεγονός που δεν έχει περάσει απαρατήρητο από Έλληνες και αλλοδαπούς επενδυτές.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιρειών «Ιατρικό Αθηνών», «ΙΑΣΩ» και «Υγεία» και η εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά τη χρηματοδοτική δομή τους, την κερδοφορία τους και των προοπτικών που διανοίγονται για αυτές.

Καθώς πρόκειται για εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η συλλογή των απαραίτητων οικονομικών και λοιπών στοιχείων είναι σχετικά εύκολη μέσω της ιστοσελίδας της κάθε εταιρείας. Μετά τη συλλογή των απαραίτητων στοιχείων ακολουθεί η χρηματοοικονομική τους ανάλυση και η εξαγωγή συμπερασμάτων, χρησιμοποιώντας το επιστημονικό υπόβαθρο που υπάρχει για το σκοπό αυτό. Χρησιμοποιούνται στοιχεία μητρικής και Ομίλου, ενώ προκειμένου να υπάρχουν όσο το δυνατόν πιο πρόσφατα στοιχεία, χρησιμοποιήθηκαν και τα δημοσιευμένα στοιχεία του α' τριμήνου 2007. Την περίοδο που ετοιμαζόταν η παρούσα διπλωματική, δεν ήταν ακόμα διαθέσιμα τα στοιχεία του α' εξαμήνου 2007.

Η διάρθρωση της διπλωματικής εργασίας έχει ως εξής:

Το δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζει το θεωρητικό υπόβαθρο της Χρηματοδοτικής Διοίκησης και της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης. Παρουσιάζονται αναλυτικά πώς προκύπτουν τα αποτελέσματα, ενώ γίνεται αναφορά και στη σημασία τους.

Το τρίτο κεφάλαιο αφορά την ανάλυση του κλάδου. Ο κλάδος της ιδιωτικής υγείας έχει περάσει διάφορα στάδια την τελευταία τριακονταετία, ενώ η ανάπτυξή του είναι άμεσα συνδεδεμένη με την ποιότητα παροχής ιατρικών υπηρεσιών α' και β' βαθμού από τα Δημόσια Νοσοκομεία. Επιπλέον οι ασφαλιστικές εταιρείες δείχνουν να παίζουν έναν όλο και αυξανόμενο ρόλο και επηρεάζουν τα έσοδα, την κερδοφορία και έμμεσα ακόμα και τη χρηματοδοτική δομή των εταιρειών. Όλα δείχνουν ότι βρισκόμαστε σε μία φάση κατά την οποία οι εταιρείες παροχής υπηρεσιών υγείας συνενώνουν τις δυνάμεις τους για να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό, ενώ οι πιο αδύναμες μονάδες αδυνατούν να ακολουθήσουν τις εξελίξεις στον τεχνολογικό τομέα και συνεπώς μένουν πίσω στα ζητήματα της ποιότητας των υπηρεσιών.

Το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει τις τρεις εξεταζόμενες εταιρείες. Η ιστορία και η ανάπτυξη της εταιρείας, καθώς και οι πρόσφατες επενδυτικές κινήσεις έχουν διαμορφώσει τις εταιρείες με τέτοιο τρόπο ώστε αυτές να είναι ουσιαστικά εντελώς διαφορετικές μεταξύ τους. Για παράδειγμα, η εταιρεία «Ιατρικό Αθηνών» έχει παρουσία ουσιαστικά σε όλη την Ελλάδα, ενώ αναπτύσσεται δυναμικά και στο εξωτερικό, ενώ η παρουσία των υπολοίπων σε σημεία εκτός της Αττικής είναι στα σπάργανα. Στο τελευταίο υποκεφάλαιο του τρίτου κεφαλαίου παρουσιάζεται και η κατάσταση της οικονομίας και πώς αυτή επηρεάζει την πορεία των εταιρειών του κλάδου.

Το πέμπτο κεφάλαιο αποτελεί το βασικότερο και μεγαλύτερο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής. Εκεί υπολογίζονται οι δείκτες – των οποίων το θεωρητικό υπόβαθρο έχει παρουσιαστεί στο δεύτερο κεφάλαιο – και γίνεται ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Μάλιστα, στο τέλος κάθε υποκεφαλαίου γίνεται μία συνοπτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων και σύγκριση μεταξύ των τριών εταιρειών.

Το έκτο κεφάλαιο αποτελεί τον επίλογο της εργασίας, όπου συνοψίζονται τα βασικά συμπεράσματα των προηγούμενων κεφαλαίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. Θεωρητική Προσέγγιση της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

Η Χρηματοοικονομική Ανάλυση ασχολείται με την εξέταση των οικονομικών στοιχείων μίας εταιρείας. Κύριοι σκοποί της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης είναι οι κάτωθι:

- ✓ Από πλευράς της ίδιας της εταιρείας - ή των συμβούλων της: η αναγνώριση των πλεονεκτημάτων και των αδύνατων σημείων της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας. Τα ευρήματα αυτής της ανάλυσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια για να επιτευχθούν οι στόχοι της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, δηλαδή να εξεταστούν η βιωσιμότητα και τα περιθώρια της αναμενόμενης κερδοφορίας από μία επένδυση, αλλά και ο τρόπος χρηματοδότησής της.
- ✓ Από πλευράς των χρηματοδοτών της επιχείρησης: η εκτίμηση της οικονομικής θέσης της εταιρείας και η απόφαση αν θα πρέπει να επενδυθούν κεφάλαια σε αυτή – είτε πρόκειται για τράπεζα που εξετάζει το ενδεχόμενο δανειοδότησης, είτε για προμηθευτή που εξετάζει το ενδεχόμενη παροχής πίστωσης είτε για επενδυτή που εξετάζει το ενδεχόμενο αγοράς μετοχών. Ειδικά όσον αφορά τους επενδυτές εξετάζεται η δυνατότητα της εταιρείας να μπορεί να διανείμει μερίσμα, σε συνδυασμό με το τι μεταβλητότητα έχουν αυτά τα μερίσματα.

Οι δείκτες που θα προκύψουν από τη Χρηματοοικονομική Ανάλυση από μόνοι τους δε μπορούν να οδηγήσουν σε ένα ασφαλές συμπέρασμα. Θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψη τα εξής¹:

- ✓ Διαχρονική εξέταση κάποιων μεγεθών της ίδιας της εταιρείας.
- ✓ Σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου, καθώς ανάμεσα στις εταιρείες διάφορων κλάδων παρατηρούνται πολύ σημαντικές διαφοροποιήσεις. Για παράδειγμα, οι παγιοποιήσεις βιομηχανικών εταιρειών είναι στις περισσότερες περιπτώσεις πολύ υψηλότερες αναλογικά με τις πωλήσεις σε σχέση με τις εμπορικές επιχειρήσεις. Οι διαφορές μεταξύ ορισμένων κλάδων είναι μάλιστα τόσο σημαντικές, που στο Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο υπάρχουν ξεχωριστά «μέρη» που αφορούν τις κατασκευαστικές εταιρείες και τις τράπεζες.
- ✓ Υπολογισμός μέσω δεικτών για την ίδια χρονική περίοδο στον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία.

Για να μπορεί η Χρηματοοικονομική Ανάλυση να δώσει συγκρίσιμα στοιχεία, θα πρέπει οι διάφοροι λογαριασμοί του λογιστηρίου να αντιμετωπίζονται και να απεικονίζονται με έναν ενιαίο τρόπο. Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο έδωσε μία επαρκή βάση προς αυτή την κατεύθυνση για τις ελληνικές εταιρείες, αν και η εμπλοκή της φορολογικής νομοθεσίας και των οικονομικών πολιτικών επηρέαζαν την ακριβοδίκαιη απεικόνιση της πραγματικότητας σε κάποιο βαθμό. Η ανάγκη όμως για μία ενιαία παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης των εταιρειών σε παγκόσμια κλίμακα – ώστε να είναι πιο εύκολη

¹ Αρτίκης Γ.Π. (2003): «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα, σελ. 106-107

η εξέτασή τους από διεθνή επενδυτικά κεφάλαια – οδήγησε στη δημιουργία των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (και των US GAAP στις ΗΠΑ). Η χρήση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων έχει καταστεί υποχρεωτική για όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το 2005, ενώ είναι προαιρετικές για όλες τις υπόλοιπες εταιρείες.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τους βασικούς δείκτες που θα χρησιμοποιήσουμε στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση των εταιρειών «ΙΑΣΩ», «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» και «ΥΓΕΙΑ», η οποία ακολουθεί σε επόμενο κεφάλαιο, καθώς και άλλες έννοιες που θεωρούμε ότι είναι απαραίτητες για την κατανόηση της ανάλυσης που ακολουθεί. Εκτός από τον τύπο βάσει του οποίου προκύπτουν, παρουσιάζουμε και τη θεωρία που εξηγεί τα αποτελέσματα. Λεπτομερής ανάλυση και σύγκριση των αριθμητικών αποτελεσμάτων θα γίνει στο κεφάλαιο της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης.

Σημειώνουμε ότι στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση μπορούν να εξαχθούν «άπειροι» δείκτες. Επικεντρώσαμε την ανάλυση σε ορισμένους επιλεγμένους δείκτες, οι οποίοι αποκαλύπτουν κατά την άποψή μας σε επαρκή βαθμό την οικονομική θέση της κάθε εταιρείας και επιτρέπουν τις απαραίτητες συγκρίσεις και την εξαγωγή συμπερασμάτων.

A. Οριζόντια Ανάλυση

Οριζόντια Ανάλυση ονομάζεται η διαχρονική εξέλιξη ορισμένων μεγεθών και παρακολούθηση της μεταβολής τους έναντι της προηγούμενης χρήσης. Η Οριζόντια Ανάλυση χρησιμοποιείται κατά κύριο λόγο στην εξέλιξη των

μεγεθών των εσόδων και της κερδοφορίας (μικτής, λειτουργικής, καθαρής προ και μετά από φόρους) της κάθε εταιρείας, με στόχο να ανιχνευτούν οι τάσεις. Στη συνέχεια οι τάσεις θα μας επιτρέψουν να διαπιστώσουμε τη δυνατότητα της επιχείρησης να αναπτύσσεται διαχρονικά. Η Οριζόντια Ανάλυση θα πρέπει να γίνεται – όπως άλλωστε και σε όλους τους δείκτες που προκύπτουν από τη Χρηματοοικονομική Ανάλυση – σε σύγκριση με τα μεγέθη του κλάδου, καθώς αυτό θα δείξει αν η εταιρεία χάνει κερδίζει ή διατηρεί το μερίδιό της στην αγορά.

B. Κάθετη Ανάλυση

Κάθετη Ανάλυση είναι ο υπολογισμός της αναλογίας των εξόδων και των κερδών ως προς τις πωλήσεις. Στόχος και εδώ είναι η διαχρονική σύγκριση των δεικτών της εταιρείας, καθώς και η σύγκριση με τον κλάδο. Οι σπουδαιότεροι δείκτες που υπολογίζονται στην Κάθετη Ανάλυση είναι οι κάτωθι:

- ✓ Το περιθώριο μικτού κέρδους. Αυτό προκύπτει από τη διαίρεση των μικτών κερδών με τις συνολικές πωλήσεις. Ως μικτά κέρδη είναι σωστό να λαμβάνονται τα μικτά κέρδη που εμφανίζονται στον ισολογισμό αφαιρουμένων των αποσβέσεων.
- ✓ Περιθώριο EBITDA. EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) είναι τα κέρδη της επιχείρησης προ των εξόδων για τόκους, φόρους και αποσβέσεις (ενσώματων και ασώματων παγίων). Το περιθώριο EBITDA χρησιμοποιείται ιδιαίτερα

από τους χρηματιστηριακούς αναλυτές και προκύπτει από τη διαίρεση των EBITDA της εταιρείας με τις πωλήσεις της.

- ✓ Περιθώριο Λειτουργικής Κερδοφορίας. Ως Λειτουργικά Κέρδη λαμβάνουμε τα EBITDA μείον τις αποσβέσεις οι οποίες είναι ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος. Οι αποσβέσεις θεωρούμε ότι είναι λογικό να συμπεριλαμβάνονται στο λειτουργικό κόστος της εταιρείας, καθώς αυτές ουσιαστικά απεικονίζουν σε λογιστική μορφή τη φθορά των παγίων από τη χρησιμοποίησή τους στην παραγωγική διαδικασία, στην οποία αυτά είναι απαραίτητα. Το περιθώριο Λειτουργικής Κερδοφορίας προκύπτει από τη διαίρεση των Λειτουργικών Κερδών της εταιρείας με τις πωλήσεις της.
- ✓ Περιθώριο Καθαρής Κερδοφορίας προ φόρων. Καθαρά κέρδη προ φόρων λαμβάνουμε αυτά που παρουσιάζονται στην αντίστοιχη γραμμή του πίνακα στοιχείων κατάστασης αποτελεσμάτων. Εξετάζουμε την καθαρή κερδοφορία προ φόρων, καθώς η μετά από φόρους κερδοφορία επηρεάζεται όχι μόνο από τους εταιρικούς φόρους, αλλά και από τυχόν πρόσθετες φορολογικές επιβαρύνσεις και πρόστιμα, οι οποίες είναι πιθανό να διαστρεβλώσουν την πραγματική δυνατότητα της εταιρείας να παράγει κέρδη. Το περιθώριο Καθαρής Κερδοφορίας προ φόρων προκύπτει από τη διαίρεση των Καθαρών Κερδών προ φόρων της εταιρείας με τις πωλήσεις της.
- ✓ Περιθώριο Καθαρής Κερδοφορίας μετά από φόρους. Καθαρά κέρδη μετά από φόρους λαμβάνουμε αυτά που παρουσιάζονται στην τελευταία γραμμή του πίνακα στοιχείων κατάστασης αποτελεσμάτων (πριν βέβαια τους υπολογισμούς των κερδών – ζημιών ανά μετοχή). Εξετάζουμε και την καθαρή κερδοφορία προ φόρων, καθώς αυτά είναι

τελικώς τα κέρδη της εταιρείας που μπορούν να διανεμηθούν στους μετόχους ή/και να ενισχύσουν την καθαρή θέση της εταιρείας. Το περιθώριο Καθαρής Κερδοφορίας μετά από φόρους προκύπτει από τη διαίρεση των Καθαρών Κερδών μετά από φόρους της εταιρείας με τις πωλήσεις της.

Γ. Επενδυτικοί Δείκτες

Με βάση τα καθαρά κέρδη της εταιρείας, μπορούμε να υπολογίσουμε μία σειρά από επενδυτικούς δείκτες, οι οποίοι δίνουν μία χρήσιμη κατεύθυνση για την εκτίμηση της αξίας της μετοχής και εν συνεχεία και όλης της εταιρείας. Χρειάζεται προσοχή στην ανάλυση αυτών δεικτών – κυρίως όσον αφορά την πηγή της κερδοφορίας. Για παράδειγμα, τα κέρδη μπορεί να έχουν προκύψει από έκτακτα και μη επαναλαμβανόμενα γεγονότα, όπως για παράδειγμα την πώληση μίας συμμετοχής με σημαντικά κέρδη ή ζημιά ή την πώληση και επανεκμίσθωση ενός ακινήτου (sale and lease back). Έκτακτα γεγονότα που επηρεάζουν σημαντικά την εικόνα κερδοφορίας της εταιρείας είναι σωστό να λαμβάνονται υπ' όψη για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Επιπλέον, ήταν σύνηθες όταν χρησιμοποιούνταν τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, οι Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές να έβρισκαν σημαντικές διαφορές μεταξύ των παρουσιαζόμενων και των «πραγματικών» αποτελεσμάτων της εταιρείας. Πολλές φορές μάλιστα, μία κερδοφόρος εταιρεία προέκυπτε τελικά ζημιογόνος. Ήταν συνεπώς ζήτημα ουσίας για τον αναλυτή να εξετάσει τις παρατηρήσεις του Ορκωτού και να προσδιορίσει το πραγματικό επίπεδο

κερδοφορίας της εταιρείας, πριν προχωρήσει σε οποιαδήποτε περαιτέρω ανάλυση.

Οι πιο σπουδαίοι από τους επενδυτικούς δείκτες είναι οι κάτωθι:

- ✓ Η αποδοτικότητα των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων (Return on Capital Employed – ROCE). Αυτή προκύπτει από τη διαίρεση των κερδών προ φόρων και χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων με τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια, δηλαδή το άθροισμα της Καθαρής Θέσης και των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων. Τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια δείχνουν πόσους πόρους (ίδιους και ξένους) χρησιμοποιεί η εταιρεία για να παράγει το συγκεκριμένο επίπεδο κερδοφορίας. Ουσιαστικά αυτός ο δείκτης δείχνει κατά πόσο η εταιρεία μπορεί και χρησιμοποιεί αποδοτικά αυτούς τους πόρους.
- ✓ Η αποδοτικότητα των Ιδίων κεφαλαίων. Αυτή προκύπτει από τη διαίρεση της καθαρής κερδοφορίας μετά από φόρους με το σύνολο της καθαρής θέσης. Η καθαρή θέση δείχνει πόσα χρήματα των μετόχων απασχολούνται στην εταιρεία. Ουσιαστικά αυτός ο δείκτης δείχνει κατά πόσο η εταιρεία μπορεί και χρησιμοποιεί αποδοτικά τα χρήματα των μετόχων της και κατά συνέπεια κατά πόσο συμφέρει τους μετόχους να έχουν δεσμευμένα τα χρήματά τους σε αυτή την εταιρεία. Το μειονέκτημα αυτού του δείκτη είναι ότι επηρεάζεται σημαντικά από την κεφαλαιακή δομή της εταιρείας και μπορεί να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα. Για παράδειγμα μία εταιρεία με πολύ χαμηλή καθαρή θέση – πιθανόν και λόγω σημαντικών ζημιών παρελθόντων ετών – αν παρουσιάσει κερδοφορία μία χρονιά είναι πιθανό η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της να είναι υψηλότερη από μία επιχείρηση με υγιή

χρηματοοικονομική δομή. Το ζήτημα της «ιδανικής» σχέσης ιδίων προς ξένα κεφάλαια – η οποία επηρεάζει άμεσα και το δείκτη αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων – θα εξεταστεί στη συνέχεια.

- ✓ Τα κέρδη ανά μετοχή. Αυτά προκύπτουν με τη διαίρεση των κερδών μετά από φόρους με τον υφιστάμενο αριθμό μετοχών της εταιρείας.
- ✓ Η μερισματική απόδοση. Αυτή προκύπτει διαιρώντας το ύψος του μερίσματος με την τιμή της μετοχής στο ΧΑΑ.
- ✓ Διαιρώντας την τιμή της μετοχής στο ΧΑΑ με τα κέρδη ανά μετοχή, προκύπτει ο δείκτης P/E (Price Earnings Ratio – Δείκτης Τιμής προς Κέρδη). Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται ευρέως και για αυτό όλες οι οικονομικές εφημερίδες τον αναφέρουν. Χρειάζεται όμως προσοχή, καθώς συχνά χρησιμοποιείται η κερδοφορία προ φόρων, ενώ η σωστή είναι η κερδοφορία μετά από φόρους (καθώς αυτά είναι τελικά τα διαθέσιμα προς διανομή κέρδη).
- ✓ Διαιρώντας την χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας (η οποία ισούται με την τιμή της μετοχής στο ΧΑΑ επί το συνολικό αριθμό των μετοχών) με το σύνολο της καθαρής θέσης, προκύπτει ο δείκτης P/BV² (Price Book Value Ratio – Δείκτης Τιμής προς Λογιστική Αξία).

Όσον αφορά το σχολιασμό των ανωτέρω αναφέρουμε τα εξής:

- ü Οι παρουσιαζόμενοι δείκτες δεν έχουν κάποιο συγκεκριμένο ύψος για το οποίο είναι καλοί ή όχι. Αυτά έχουν να κάνουν με τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία αλλά και με το σε ποια φάση της ανάπτυξης βρίσκεται. Γενικότερα, όσο πιο υψηλή η μερισματική απόδοση, τα

² Για τον υπολογισμό της Λογιστικής Αξίας χρησιμοποιήθηκε το σύνολο της Καθαρής Θέσης της εταιρείας, όπως αυτή εμφανίζεται στον ισολογισμό της μητρικής της 31/12/2006.

κέρδη ανά μετοχή και η αποδοτικότητα των συνολικών απασχολούμενων και των ιδίων κεφαλαίων και όσο πιο χαμηλοί οι δείκτες P/E και P/BV, τόσο το καλύτερο.

- ü Θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο πιο σπουδαίος από τους ανωτέρω δείκτες είναι ο δείκτης P/E. Ο συγκεκριμένος δείκτης θα πρέπει όμως να προκύπτει από τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή και όχι από τα ιστορικά, βάσει των προβλέψεων και των εκτιμήσεων της αγοράς όσον αφορά την κερδοφορία αλλά και τη μεταβλητότητα των κερδών. Είναι δηλαδή πολύ πιθανό μία εταιρεία να διαπραγματεύεται με εξαιρετικά χαμηλό P/E, επειδή αναμένεται η κερδοφορία της στο μέλλον να παρουσιάσει πτώση, ή με υψηλό P/E αν αναμένεται το αντίθετο.
- ü Γενικότερα, οι ανωτέρω δείκτες είναι καλό να εξετάζονται συνολικά, ώστε να προκύψει ένα πιο σωστό συμπέρασμα.

Σημειώνουμε ότι στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται και άλλοι δείκτες. Για παράδειγμα, οι Koller T., Goedhart M. & Wessels D. (2005)³ εξετάζουν το δείκτη της απόδοσης επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου (Return on Invested Capital – ROIC), ο οποίος προκύπτει από τη διαίρεση των λειτουργικών κερδών μετά από φόρους με το άθροισμα του καθαρού κεφαλαίου κίνησης και του πάγιου εξοπλισμού.

Όλοι οι ανωτέρω επενδυτικοί δείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν όχι μόνο από τους επενδυτές, αλλά και από τους Διευθύνοντες Συμβούλους σε κάθε

³ Koller T., Goedhart M. & Wessels D. (2005): “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, McKinsey & Company, Wiley, σελ. 75-90

επιχείρηση για να καθορίζουν στόχους. Επισημαίνουμε όμως ένα σημείο προσοχής: Οι στόχοι θα πρέπει να τίθενται κατά τέτοιο τρόπο ώστε να επιτυγχάνονται οι μακροπρόθεσμοι στρατηγικοί στόχοι της εταιρείας. Αν για παράδειγμα τεθεί ως στόχος μόνο η απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων, τότε θα επιχειρηθεί βραχυχρόνια η αύξηση της κερδοφορίας (μέσω π.χ. μίας αύξησης της τιμής), χωρίς όμως να εξετάζεται η πτώση του μεριδίου αγοράς και κατά συνέπεια η μακροχρόνια αποδοτικότητα της εταιρείας. Απαιτείται δηλαδή ένα πλέγμα στόχων ανά τμήμα. Ο απώτερος στόχος είναι σε κάθε περίπτωση η αύξηση της τιμής της μετοχής.

Δ. Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Με την Κεφαλαιακή Διάρθρωση εξετάζουμε τη δομή και τη σχέση των διαφόρων λογαριασμών του παθητικού και της Καθαρής Θέσης της εταιρείας. Με την Κεφαλαιακή Διάρθρωση γίνεται προσπάθεια εξισορρόπησης των επιθυμιών των μετόχων για αποδοτικότητα και των πιστωτών για όσο το δυνατόν μεγαλύτερη εξασφάλισή τους. Με άλλα λόγια, από τη μία πλευρά οι μέτοχοι επιζητούν μία όσο το δυνατόν χαμηλότερη Καθαρή Θέση ώστε η αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων να μεγιστοποιείται. Από την άλλη πλευρά, οι πιστωτές επιζητούν μία όσο το δυνατόν μεγαλύτερη Καθαρή Θέση, η οποία θα λειτουργήσει ως «μαξιλάρι» σε ενδεχόμενα προβλήματα της εταιρείας.

Ένα ακόμα σπουδαίο ζήτημα που εξετάζει η Κεφαλαιακή Διάρθρωση είναι το με τι διάρκειας κεφάλαια έχει χρηματοδοτηθεί η επιχείρηση. Ο κανόνας για αυτό το θέμα είναι ότι τα στοιχεία του ενεργητικού θα πρέπει να καλύπτονται

με αντίστοιχης ή μεγαλύτερης διάρκειας κεφάλαια, σε διαφορετική περίπτωση η εταιρεία μπορεί να αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας. Τα ζητήματα της ρευστότητας θα εξεταστούν στο επόμενο υποκεφάλαιο.

Όσον αφορά τη σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια ή αλλιώς το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης επισημαίνουμε τα κάτωθι:

- ü Ο δείκτης αυτός προκύπτει από τη διαίρεση των συνολικών υποχρεώσεων και προβλέψεων της εταιρείας με το σύνολο της Καθαρής της Θέσης.
- ü Δεν υπάρχει κάποιος ιδανικός δείκτης για τη σχέση των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια. Στη θεωρία αναφέρεται ότι μια εταιρεία όπου τα ίδια Κεφάλαιά της είναι λιγότερα από τα Ξένα, θεωρείται υπερδανεισμένη. Ουσιαστικά ο Οικονομικός Διευθυντής πρέπει να βρει μία τέτοια σχέση όπου να ελαχιστοποιείται το κόστος χρηματοδότησης της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, μία εταιρεία χρηματοδοτείται από ίδια και ξένα κεφάλαια. Τα ίδια κεφάλαια είναι πιο ακριβά από τα ξένα κεφάλαια, καθώς η απαιτούμενη απόδοσή τους (το λεγόμενο κόστος κεφαλαίου) είναι μεγαλύτερη. Συνεπώς, συμφέρει την εταιρεία μέχρι ενός σημείου να χρηματοδοτείται με ξένα κεφάλαια. Από ένα σημείο και πέρα όμως, το κόστος του δανεισμού αρχίζει να αυξάνεται, ενώ αρχίζει να αυξάνει και η απαιτούμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, καθώς λόγω των δανείων αυξάνει η μεταβλητότητα των κερδών. Από ένα σημείο και πέρα μάλιστα οι δανειστές είναι πιθανό να αρνηθούν νέα χρηματοδότηση στην εταιρεία. Ο στόχος της Οικονομικής Διεύθυνσης είναι να προσεγγίσει το σημείο στο οποίο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων (ιδίων και δανειακών) ελαχιστοποιείται.

Για το μέσο κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται και ο Αγγλικός όρος Weighted Average Cost of Capital (WACC).

ü Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι ζήτημα απόφασης του Οικονομικού Διευθυντή μόνο σε ιδανικές συνθήκες. Πολλοί άλλοι παράγοντες επηρεάζουν στην πραγματικότητα το δείκτη αυτόν⁴:

1. Οι αποφάσεις της εταιρείας όσον αφορά τις μελλοντικές επενδύσεις.
2. Η κατάσταση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Η μείωση των επιτοκίων μετά την είσοδο της Ελλάδας στη ζώνη του ΕΥΡΩ προκάλεσε τη ραγδαία αποκλιμάκωση των επιτοκίων με αποτέλεσμα πολλές εταιρείες να προβούν σε χρήση σημαντικού ύψους τραπεζικού δανεισμού. Επίσης η κατάσταση του ΧΑΑ προ πενταετίας ουσιαστικά ήταν απαγορευτική για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.
3. Οι αναμενόμενες τάσεις στην αγορά που δραστηριοποιείται η εταιρεία.
4. Οι απαιτήσεις της πλειοψηφίας των μετόχων. Για παράδειγμα είναι σύνηθες οι μέτοχοι να μη θέλουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για να μην μεταβληθούν τα ποσοστά συμμετοχής, ή επειδή θέλουν να χρησιμοποιήσουν τα χρήματά τους για άλλους σκοπούς.

ü Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι απλά ενδεικτικός. Ένας πιο ουσιαστικός δείκτης είναι αυτός που κοιτάει την αναλογία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τις πωλήσεις. Ο δείκτης αυτός

⁴ Τζωάννος Ι.Γ. (1996): Χρηματοδοτική Διοίκηση, «Το Οικονομικό» Κ & Π Σμπίλιας ΑΕΒΕ, σελ 70-84

δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 100% (δηλαδή οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις να ξεπερνούν τις πωλήσεις), καθώς μία τέτοια περίπτωση υποδεικνύει είτε κακή χρήση των κεφαλαίων της εταιρείας (π.χ. χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων αναγκών με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια) είτε ακίνητα υπόλοιπα στοιχείων του ενεργητικού (δηλαδή σημαντικές επισφαλείς απαιτήσεις και ακίνητα αποθέματα).

- ü Μία ανάλυση που επίσης βοηθά στη λήψη αποφάσεων για τη σχέση των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια είναι η ανάλυση της σχέσης των εσόδων αν μία επένδυση πραγματοποιηθεί με ίδια κεφάλαια ή με δανεισμό. Η ουσία της μεθόδου είναι η εύρεση ενός νεκρού σημείου εσόδων όπου τα κέρδη ανά μετοχή με ή χωρίς δανεισμό είναι ίσα. Από εκεί και πάνω συμφέρει η χρηματοδότηση με δανεισμό. Η απόφαση έγκειται στην πιθανότητα τα έσοδα να είναι πάνω ή κάτω από το νεκρό σημείο.
- ü Σημαντική συνεισφορά στην Κεφαλαιακή Διάρθρωση ήταν το άρθρο των Modigliani & Miller⁵. Η θεωρία τους πρότεινε ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν παίζει ρόλο στην αξία της επιχείρησης. Οι υποθέσεις τους αφορούσαν την ύπαρξη τέλειων κεφαλαιαγορών, τη μη ύπαρξη φόρων, τη μη δυνατότητα πτώχευσης, τον ενιαίο κίνδυνο όλων των επενδύσεων και τη δυνατότητα των νοικοκυριών να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο όπως οι επιχειρήσεις. Η θεωρία αυτή θεωρητικά οδηγούσε στο συμπέρασμα (αν λαμβάνονταν υπ' όψη οι φόροι) ότι η άριστη αναλογία ιδίων προς ξένα κεφάλαια είναι 1/100 (καθώς τα ίδια κεφάλαια είναι εξ ορισμού ακριβότερα από τα δανειακά, ενώ τα τελευταία έχουν και φορολογική απαλλαγή λόγω των εξόδων για τόκους). Προβλήματα όμως

⁵ Modigliani F. & Miller M, (June 1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, pp. 261-267

όπως οι ατέλειες των κεφαλαιαγορών και η δυνατότητα πτώχευσης δεν καθιστούν δυνατή την εφαρμογή στην πράξη της θεωρίας των Modigliani & Miller.

E. Παγιοποιήσεις

Όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο υποκεφάλαιο, η Κεφαλαιακή Διάρθρωση εξετάζει και το με τι διάρκειας κεφάλαια έχει χρηματοδοτηθεί η επιχείρηση. Η χρηματοδότηση της επιχείρησης συνεπώς εξαρτάται από τις συνολικές παγιοποιήσεις της. Για αυτό στο υποκεφάλαιο της ρευστότητας εξετάζουμε αρχικά τις καθαρές (δηλαδή μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων) παγιοποιήσεις.

Ο πρώτος δείκτης που εξετάζει είναι ο βαθμός παγιοποίησης, ο οποίος προκύπτει από τη διαίρεση του παγίου ενεργητικού με το σύνολο του ενεργητικού.

Όπως και στους υπόλοιπους δείκτες της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, δεν υπάρχει κάποια «σωστή» τιμή για τον εν λόγω δείκτη. Σε περίπτωση που ο βαθμός παγιοποίησης είναι κάτω του 0,5, τότε η επιχείρηση θεωρείται κυκλοφοριακής εντάσεως – αν ο βαθμός παγιοποίησης είναι ανώτερος του 0,5, τότε η επιχείρηση θεωρείται εντάσεως παγίων.

Η σημασία του εν λόγω δείκτη αφορά δύο ζητήματα⁶:

- ✓ Από χρηματοδοτικής άποψης, μία εταιρεία με υψηλό βαθμό παγιοποίησης απαιτεί τη δέσμευση σημαντικών κεφαλαίων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα.

⁶ Αρτίκης Γ.Π. (2003): «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα, σελ. 111-112

✓ Ο βαθμός παγιοποίησης επηρεάζει σημαντικά και ζητήματα που έχουν να κάνουν με την τιμολογιακή πολιτική της εταιρείας, τον προγραμματισμό της παραγωγής και των πωλήσεων και κατά συνέπεια και τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης. Πιο συγκεκριμένα, μία εταιρεία με υψηλό βαθμό παγιοποίησης επιβαρύνει τα ετήσια αποτελέσματά της με σημαντικές αποσβέσεις. Συνεπώς, το νεκρό σημείο της (break even point) βρίσκεται σε ένα αρκετά υψηλό επίπεδο πωλήσεων, καθώς τα ανελαστικά έξοδα κινούνται αναγκαστικά σε υψηλά επίπεδα. Αυτό το γεγονός με τη σειρά του αναγκάζει την εταιρεία να επιδιώκει μεγιστοποίηση των πωλήσεων, ακόμα και αν αυτό επηρεάζει την τιμή του προϊόντος.

Θα πρέπει βέβαια να σημειώσουμε το εξής: Είναι προς το συμφέρον της επιχείρησης να επιτυγχάνει το επιθυμητό επίπεδο πωλήσεων με όσο το δυνατόν πιο λίγα πάγια. Σε περίπτωση που ο βαθμός παγιοποίησης είναι εξαιρετικά υψηλός σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου, θα πρέπει να εξετασθούν οι ακόλουθες περιπτώσεις:

- ✓ Μήπως η εταιρεία χρησιμοποιεί διαφορετικούς συντελεστές απόσβεσης ή είναι καινούρια τα πάγια της;
- ✓ Μήπως είναι σε φάση ανάπτυξης ή επέκτασης των δραστηριοτήτων της;
- ✓ Αν δε συμβαίνουν τα ανωτέρω, θα πρέπει να εξεταστεί η ανταγωνιστικότητα και η βιωσιμότητα της εταιρείας. Υψηλότερα πάγια σημαίνει ότι οι αποσβέσεις είναι υψηλότερες, συνεπώς το νεκρό σημείο βρίσκεται σε υψηλότερο σημείο, οπότε η τιμολογιακή πολιτική της εταιρείας δε θα μπορεί να είναι ανταγωνιστική.

✓ Επίσης οι υψηλότερες παγιοποιήσεις απαιτούν χρηματοδότηση. Σε περίπτωση που η χρηματοδότηση προέρχεται από ίδια κεφάλαια, η αποδοτικότητα των τελευταίων δε θα είναι ικανοποιητική (λόγω της μειωμένης κερδοφορίας απότοκη των αποσβέσεων). Σε περίπτωση που η χρηματοδότηση προέρχεται από μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια, τότε οι τοκοχρεωλυτικές δόσεις ενδέχεται να φέρουν σε δύσκολη χρηματοοικονομική θέση την εταιρεία.

Ένας ακόμα σημαντικός δείκτης – που αφορά και την κεφαλαιακή διάρθρωση - είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων. Αυτό προκύπτει από τη διαίρεση των πωλήσεων προς τα συνολικά ενσώματα πάγια της εταιρείας.

Δεν υπάρχει κάποια συγκεκριμένη τιμή η οποία είναι ιδανική για αυτό το δείκτη και εξαρτάται κύρια από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η υπό εξέταση εταιρεία, αλλά και από το πόσο νέος είναι αυτός ο εξοπλισμός (και συνεπώς πόσο έχει μειωθεί η αξία του λόγω των αποσβέσεων).

ΣΤ. Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης - Δείκτες Ρευστότητας

Το ενεργητικό μίας εταιρείας διακρίνεται σε κυκλοφορούν και μη κυκλοφορούν ενεργητικό. Το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται από τα στοιχεία που μπορούν να ρευστοποιηθούν γρήγορα ή σχετικά γρήγορα, και συγκεκριμένα διάφορες μορφές μετρητών - καταθέσεις, απαιτήσεις και αποθέματα. Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας αντιθέτως περιλαμβάνει τα πάγια της εταιρείας (άυλα και ενσώματα), καθώς και τις συμμετοχές της εταιρείας σε

διάφορες άλλες εταιρείες (με κάποιες προϋποθέσεις όπως ποσοστό συμμετοχής, χρονικός ορίζοντας διακράτησης κλπ. για παράδειγμα ένα χαμηλό ποσοστό μετοχών εισηγμένης εταιρείας περιλαμβάνονται στο κυκλοφορούν ενεργητικό με την έννοια ότι μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα). Το μη κυκλοφορούν ενεργητικό είναι σωστό να καλύπτεται με κεφάλαια μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, σε διαφορετική περίπτωση η εταιρεία είναι πιθανό να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, εάν αυτές της ζητηθούν άμεσα από τους πιστωτές της.

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης προκύπτει από την αφαίρεση των συνολικών αναπόσβεστων παγιοποιήσεων της εταιρείας (συμπεριλαμβανομένων των συμμετοχών και των άυλων παγίων) από το άθροισμα των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων της επιχείρησης (δηλαδή της καθαρής θέσης και των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων) και των προβλέψεων. Ουσιαστικά αυτό δείχνει πόσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία έχει η εταιρεία στην κατοχή της για να καλύψει τις υποχρεώσεις της.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τους βασικούς δείκτες ρευστότητας. Οι δύο βασικότεροι δείκτες είναι ο δείκτης άμεσης (ή ειδικής) ρευστότητας και ο δείκτης κυκλοφοριακής (ή γενικής) ρευστότητας. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας προκύπτει από τη διαίρεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας προκύπτει από τη διαίρεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού μείον τα αποθέματα με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Παρατηρούμε δηλαδή ότι η διαφορά της άμεσης από την κυκλοφοριακή ρευστότητα είναι η μη «συμμετοχή» των αποθεμάτων στον υπολογισμό της πρώτης. Η λογική είναι ότι τα αποθέματα

είναι συνήθως δύσκολο να ρευστοποιηθούν ακόμα και στο κόστος τους σε σύντομο χρονικό διάστημα. Σε περίπτωση που η εταιρεία χρειαστεί άμεσα ρευστότητα για κάποιο λόγο θα υποχρεωθεί να προβεί σε σημαντικές μειώσεις ώστε να καταφέρει να ρευστοποιήσει τα αποθέματά της. Σημειώνουμε, ότι το θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης συνδυάζεται με κυκλοφοριακή ρευστότητα άνω της μονάδας.

Σύμφωνα με τη θεωρία, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας πρέπει να κινείται στο επίπεδο της μονάδας. Σε περίπτωση που ο δείκτης αυτός κινείται σε επίπεδα κάτω της μονάδας, η εταιρεία είναι πιθανό να μην μπορέσει να ανταποκριθεί άμεσα σε περίπτωση απαίτησης για άμεση εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, ενώ σε περίπτωση που ο εν λόγω δείκτης κυμαίνεται σε επίπεδα άνω της μονάδας σημαίνει ότι η εταιρεία έχει κεφάλαια τα οποία δε χρησιμοποιούνται με τον πλέον αποδοτικό τρόπο. Δείκτη άμεσης ρευστότητας κάτω της μονάδας μπορούν να έχουν εταιρείες που εισπράττουν μετρητά αλλά πληρώνουν τους προμηθευτές τους με πίστωση. Τέτοιο παράδειγμα είναι τα Σούπερ Μάρκετ.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι το ενδεχόμενο μία εταιρεία να αντιμετωπίσει για κάποιο λόγο πρόβλημα ρευστότητας θεωρείται ως εξαιρετικά σημαντικό. Για αυτό το λόγο στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών στις ΗΠΑ αναφέρονται και τα εγκεκριμένα όρια κεφαλαίου κίνησης των εταιρειών – καθώς και οι όροι τους – τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε μία έκτακτη περίπτωση.

Z. Κυκλοφοριακές Ταχύτητες (Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας)

Στο παρόν υποκεφάλαιο εξετάζουμε τις κυκλοφοριακές ταχύτητες απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων. Αυτές δείχνουν στην ουσία κατά μέσο όρο σε πόσο διάστημα η εταιρεία εισπράττει τις απαιτήσεις της, πληρώνει τις υποχρεώσεις της και ανακυκλώνει τα αποθέματά της αντίστοιχα. Αυτά σε συνδυασμό με το καθαρό κεφάλαιο κίνησης υποδεικνύει αν η εταιρεία έχει ανάγκη από βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων προκύπτει ως εξής:

$(\text{Σύνολο απαιτήσεων από πελάτες} + \text{επιταγές εισπρακτέες} + \text{γραμμάτια εισπρακτέα}) * (\text{ημέρες}) / (\text{Σύνολο πωλήσεων})$

Για τον υπολογισμό του δείκτη θα πρέπει να μη χρησιμοποιούνται οι απαιτήσεις που είναι σε καθυστέρηση – οι οποίες έτσι και αλλιώς στα ΔΛΠ έχουν αφαιρεθεί από το Ενεργητικό.

Οι ημέρες προκύπτουν από το διάστημα που εξετάζουμε: Στην περίπτωση του ετησίου ισολογισμού χρησιμοποιούμε τις 365 ημέρες. Σε ισολογισμό εξαμήνου χρησιμοποιούμε 182 ημέρες.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα υποχρεώσεων προκύπτει ως εξής:

$(\text{Σύνολο προμηθευτών} + \text{επιταγές πληρωτέες} + \text{γραμμάτια πληρωτέα}) * (\text{ημέρες}) / (\text{Σύνολο πωλήσεων})$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων προκύπτει ως εξής:

$(\text{Σύνολο αποθεμάτων}) * (\text{ημέρες}) / (\text{Σύνολο πωλήσεων})$

Και εδώ είναι σημαντική η σύγκριση με τις ταχύτητες κυκλοφορίας των υπολοίπων εταιρειών του κλάδου, καθώς αυτές επηρεάζουν άμεσα τις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας και κατά συνέπεια τη δυνατότητα της να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της. Σημαντικές μεταβολές (ουσιαστικά πάνω από μήνα) θα πρέπει να εξετάζονται με προσοχή από τον αναλυτή για να διαπιστωθεί αν πρόκειται για κάτι εφήμερο, αν πρόκειται για συνειδητή επιλογή της εταιρείας ή αν υποκρύπτει κάποια σημαντική αδυναμία. Για παράδειγμα, η μείωση της ταχύτητας κυκλοφορίας των υποχρεώσεων (δηλαδή η εταιρεία πληρώνει σε περισσότερες μέρες) μπορεί να υποδεικνύει ότι η εταιρεία εκμεταλλεύεται τη δύναμή της στην αγορά και επιβάλλει στους προμηθευτές της μεγαλύτερα διαστήματα πίστωσης είτε οικονομική αδυναμία να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της.

Από την εξέταση των κυκλοφοριακών ταχυτήτων είναι σχετικά εύκολο να διαπιστώσει κάποιος αν η εταιρεία έχει ανάγκη για βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούμε τις μέσες απαιτήσεις, υποχρεώσεις και αποθέματα μαζί με τον υφιστάμενο μέσο τραπεζικό δανεισμό και το μόνιμο κεφάλαιο κίνησης ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Υπολογισμός πιστωτικής ανάγκης για νέο βραχυπρόθεσμο Τραπεζικό Δανεισμό

Υπολογισμός πιστωτικής ανάγκης για νέο βραχυπρόθεσμο Τραπεζικό Δανεισμό	
Συν	Απαιτήσεις
Συν	Αποθέματα
Μείον	Υποχρεώσεις
Μείον	Οφειλές σε Τράπεζες
Μείον	Μόνιμο Κεφάλαιο Κίνησης
Ίσον	Πιστωτική ανάγκη για νέο βραχυπρόθεσμο Τραπεζικό Δανεισμό

Το ουσιαστικό σημείο είναι να υπολογιστούν οι χρηματοδοτικές ανάγκες της εταιρείας, ώστε ο Οικονομικός Διευθυντής να κάνει έγκαιρα τις απαραίτητες επαφές με την Τράπεζα ώστε να είναι διαθέσιμα όταν χρειαστούν τα απαραίτητα χρηματοδοτικά όρια.

Η. Ροές

Σε ιστοσελίδα για τα IAS⁷ (International Accounting Standards) δίδεται ο ακόλουθος ορισμός για την Κατάσταση ταμειακών Ροών:

«The cash flow statement analyses changes in cash and cash equivalents during a period».

⁷ www.iasplus.com/standard/ias07.htm

Θέλοντας να δώσουμε μία μετάφραση της ανωτέρω φράσης θα μπορούσαμε να πούμε ότι η Κατάσταση Ταμειακών Ροών αναλύει τις αλλαγές στο ταμείο και τα ισοδύναμα προς τα ταμειακά διαθέσιμα στοιχεία για μία περίοδο. Η περίοδος αυτή είναι συνήθως η χρήση.

Η σπουδαιότητα της εν λόγω κατάστασης είναι μεγάλη καθώς δείχνει με τι χρήματα η εταιρεία προχώρησε σε όλες τις ενέργειες (επενδυτικές και χρηματοδοτικές) κατά τη διάρκεια της τελευταίας χρήσης. Το πιο σημαντικό στοιχείο της εν λόγω κατάστασης μπορούμε να πούμε ότι είναι οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, καθώς αυτές είναι που μεσομακροπρόθεσμα επιτρέπουν στην εταιρεία να προχωρεί σε επενδύσεις, να αποπληρώνει το δανεισμό της και να μοιράζει μέρος στους μετόχους της. Δεν είναι τυχαίο άλλωστε, ότι οι αναλυτές μετοχών δίνουν βάρος στην κατάσταση ταμειακών ροών προκειμένου να προσδιορίσουν την αξία της μετοχής.

Ουσιαστικά όταν εξετάζουμε τον ισολογισμό μίας εταιρείας, προσπαθούμε να κρίνουμε την εταιρεία βάσει της οικονομικής της θέσης μία δεδομένη χρονική στιγμή. Όμως δεν είναι δυνατόν η εταιρεία να κριθεί μόνο από μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή (την ημερομηνία του ισολογισμού). Για να έχουμε μία ολοκληρωμένη πληροφόρηση, θα πρέπει να δούμε το ύψος των μετρητών που εισπράττει και ξοδεύει η εταιρεία κατά τη διάρκεια του έτους. Με άλλα λόγια πρέπει να ανατρέξουμε στην κατάσταση ταμιακών ροών. Συνεπώς, ο βασικός σκοπός της κατάστασης ταμιακών ροών είναι να παρέχει πληροφορίες για τις ταμιακές εισροές και εκροές μιας εταιρείας κατά τη διάρκεια μίας λογιστικής περιόδου. Επιπλέον η κατάσταση αυτή παρέχει

πληροφορίες για τις χρηματοδοτικές και επενδυτικές δραστηριότητες της εταιρείας κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης λογιστικής περιόδου.

Θ. Ορκωτός Ελεγκτής

Όλες οι εισηγμένες εταιρείες ελέγχονται υποχρεωτικά από εταιρείες Ορκωτών Ελεγκτών – Λογιστών (μάλιστα ελέγχονται δύο φορές το χρόνο – στις οικονομικές καταστάσεις του Ιουνίου και του Δεκεμβρίου). Ο ρόλος των συγκεκριμένων είναι να πιστοποιήσουν ότι τα παρουσιαζόμενα στοιχεία στις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών παρουσιάζουν την πραγματική εικόνα της οικονομικής θέσης τους.

Με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, οι εταιρείες Ορκωτών Ελεγκτών – Λογιστών διατύπωναν τις όποιες διαφωνίες τους με σημειώσεις κάτω από τον ισολογισμό της εταιρείας. Με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα δεν υπάρχει πλέον τέτοια δυνατότητα: Ο Ορκωτός είτε συμφωνεί και υπογράφει είτε διαφωνεί και δεν υπογράφει τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.

Πέραν όμως των διαφωνιών του Ορκωτού, υπάρχουν κάποια ενδεχόμενα, τα οποία μπορεί να επηρεάσουν τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας, και των οποίων η έκβαση δεν μπορεί να καθοριστεί στο παρόν στάδιο, οπότε δεν μπορεί να γίνει και η σχετική πρόβλεψη στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας. Κλασικό τέτοιο παράδειγμα είναι οι φορολογικές υποχρεώσεις. Ως γνωστόν, οι εταιρείες ελέγχονται κατά καιρούς από εφοριακούς ελεγκτές οι οποίοι διαπιστώνουν αν οι φόροι που πληρώθηκαν ήταν όντως αυτοί που έπρεπε. Είναι σύνηθες το φαινόμενο όμως ορισμένα έξοδα να μην

αναγνωριστούν από τους εφοριακούς και συνεπώς να προκύψουν κάποιες διαφοροποιήσεις, όταν γίνει ο έλεγχος.

Ο αναλυτής θα πρέπει να εξετάσει κατά πόσο αυτές οι παρατηρήσεις επηρεάζουν την κερδοφορία ή /και τη βιωσιμότητα της εταιρείας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. Στοιχεία Αγοράς - Κλάδου

A. Γενικά Στοιχεία

Ο κλάδος⁸ της Υγείας στην Ελλάδα χωρίζεται σε δύο κύριους τομείς παροχής υπηρεσιών περίθαλψης, και συγκεκριμένα την πρωτοβάθμια και τη δευτεροβάθμια περίθαλψη. Ως πρωτοβάθμια περίθαλψη θεωρούμε την κάλυψη των αναγκών υγείας για τις οποίες δεν είναι απαραίτητη η παραμονή του ασθενούς σε νοσοκομείο και για αυτό το λόγο ονομάζεται εναλλακτικά και εξωνοσοκομειακή περίθαλψη.

Η Πρωτοβάθμια περίθαλψη ασκείται από τους κάτωθι φορείς:

1. Από τα αγροτικά ιατρεία και τους υγειονομικούς σταθμούς που ιδρύθηκαν με τον νόμο 3487/55.
2. Από τα κέντρα υγείας αγροτικού τύπου που ιδρύθηκαν με τον νόμο 1397/83 για το Εθνικό Σύστημα Υγείας.
3. Από τους Ασφαλιστικούς Οργανισμούς (ΙΚΑ).
4. Από τα εξωτερικά ιατρεία των νοσοκομείων.
5. Από την ιδιωτική πρωτοβουλία. Η ιδιωτική πρωτοβουλία περιλαμβάνει τα μικροβιολογικά εργαστήρια, τα οποία λειτουργούν σε επίπεδο συνοικίας και με περιορισμένες δυνατότητες, τα διαγνωστικά κέντρα και τέλος τα εξωτερικά ιατρεία των ιδιωτικών θεραπευτηρίων. Τα

⁸ Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται σε στοιχεία που προμηθευτήκαμε από την ιστοσελίδα των εταιρειών «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» και «ΙΑΣΩ»

τελευταία είναι στην ουσία άρτια εξοπλισμένα διαγνωστικά και αποτελούν τμήματα ιδιωτικών νοσοκομείων.

Δευτεροβάθμια περίθαλψη θεωρούμε την κάλυψη των αναγκών υγείας προς ασθενείς που νοσηλεύονται σε Κλινικές ή νοσοκομεία.

Η Δευτεροβάθμια περίθαλψη παρέχεται από τους εξής φορείς:

1. Από τα Δημόσια νοσοκομεία. Αυτά καλύπτουν το 70% των συνολικών νοσοκομειακών κλινών και χρηματοδοτούνται από το κράτος.
2. Από ορισμένα – ολιγάριθμα - ανεξάρτητα θεραπευτήρια που επιχορηγούνται από το κράτος. Το ποσοστό των κλινών που «ελέγχουν» αυτού του είδους τα θεραπευτήρια είναι πολύ μικρό.
3. Από Ιδιωτικές κλινικές. Αυτές λειτουργούν ως ανεξάρτητες οικονομικές μονάδες και καλύπτουν ένα ποσοστό της τάξεως του 30% περίπου των συνολικών νοσοκομειακών κλινών.

B. Νομοθετικό Πλαίσιο

Το νομοθετικό πλαίσιο που καλύπτει το χώρο της ιδιωτικής υγείας έχει περάσει από διάφορα στάδια την τελευταία εικοσαετία. Τα δύο πιο σημαντικά από αυτά είναι τα εξής:

1. Τη δεκαετία του 1980 υπήρξε πολιτική απόφαση να ενισχυθεί το νεοσύστατο τότε Εθνικό Σύστημα Υγείας (ΕΣΥ). Τότε ψηφίστηκε ο Νόμος 1397/83, βάσει του οποίου σταμάτησε η χορήγηση αδειών για ίδρυση νέων κλινικών ή επέκταση υφιστάμενων. Ως αποτέλεσμα αυτής

της απόφασης, ο κλάδος των ιδιωτικών κλινικών περιορίστηκε σημαντικά.

2. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 – με βάση το Προεδρικό Διάταγμα 247/91 - επιτράπηκε ξανά η ίδρυση, λειτουργία και μεταβίβαση ιδιωτικών κλινικών, καθώς επίσης και η δημιουργία ανεξάρτητων διαγνωστικών μονάδων μέσα σε αυτές. Μαζί με το προαναφερόμενο Προεδρικό Διάταγμα, εκδόθηκε και το Προεδρικό Διάταγμα ΠΔ 517/91, το οποίο έθεσε αυστηρές προδιαγραφές, οι οποίες αφορούσαν στην οικοδομή και τον εξοπλισμό των ιδιωτικών κλινικών.

Γ. Δημόσια Νοσοκομεία – Ιδιωτικές Κλινικές - Διαγνωστικά Κέντρα

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε πιο αναλυτικά τις τρεις βασικές κατηγορίες παροχών υπηρεσιών υγείας:

α. ΔΗΜΟΣΙΑ ΝΟΣΟΚΟΜΕΙΑ

Τα Δημόσια Νοσοκομεία διαθέτουν σήμερα το 70% του συνόλου των νοσοκομειακών κλινών. Ο αριθμός αυτός όμως δεν είναι σε θέση να καλύψει την αυξανόμενη ζήτηση, καθώς οι κλίνες των δημόσιων νοσοκομείων δεν στάθηκαν ικανές να αντισταθμίσουν τη σημαντική μείωση των νοσηλευτικών κλινών των ιδιωτικών νοσοκομείων και των ΝΠΙΔ στην δεκαετία του 1980. Μάλιστα, το 1990 ο αριθμός των κλινών ανά 1000 κατοίκους έπεσε από 5,08 από 5,26 το 1986. Το αντίστοιχο ποσοστό σε άλλες δυτικοευρωπαϊκές χώρες είναι σημαντικά υψηλότερο. Ενδεικτικό είναι το γεγονός ότι το ποσοστό

πληρότητας ξεπερνά το 90%, τη στιγμή που μεγάλο μέρος περιφερειακών νοσοκομείων δεν είναι σε θέση να αντιμετωπίσει δύσκολα περιστατικά - λόγω έλλειψης σύγχρονου ιατρικού εξοπλισμού κατάλληλου ιατρικού και νοσηλευτικού προσωπικού – με αποτέλεσμα να λειτουργεί με χαμηλή πληρότητα (40%-60%). Αυτό το φαινόμενο δημιουργεί το πρόβλημα των μεγάλων λιστών αναμονής.

β. ΙΔΙΩΤΙΚΕΣ ΚΛΙΝΙΚΕΣ

Οι ιδιωτικές κλινικές είναι κατά κανόνα μικρές νοσηλευτικές μονάδες, με μέσο όρο κλινών ανά κλινική τις 77. Οι περισσότερες από αυτές έχουν συμβάσεις με δημόσιους ασφαλιστικούς οργανισμούς, οι οποίοι παρέχουν μεν χαμηλές τιμές, με αντίστοιχα χαμηλές απαιτήσεις σε ποιότητα υπηρεσιών. Αντίθετα, οι ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες απαιτούν υψηλή ποιότητα υπηρεσιών, η οποία συνήθως δεν προσφέρεται από κλινικές τέτοιου μεγέθους.

Συνεπώς, οι ιδιωτικές κλινικές μπορούν να χωριστούν σε δύο βασικές κατηγορίες, ανάλογα με το μέγεθος και την ποιότητα των προσφερόμενων υπηρεσιών τους:

1. Η πρώτη κατηγορία απαρτίζεται από λίγες στον αριθμό μεγάλες πολυδύναμες κλινικές που βρίσκονται κυρίως στην Αθήνα και την Θεσσαλονίκη. Πρόσφατα παραρτήματα ή θυγατρικές αυτών άρχισαν να εμφανίζονται και σε άλλες μεγάλες πόλεις της Ελλάδας. Οι μονάδες αυτές έχουν άρτια οργάνωση και έχουν εξοπλισμό εφάμιλλο με αυτόν του εξωτερικού. Οι υπηρεσίες που προσφέρουν αφορούν το σύνολο των υπηρεσιών σε πρωτοβάθμια και σε δευτεροβάθμια περίθαλψη.

Αυτές είναι ουσιαστικά οι τρεις εταιρείες που εξετάζουμε στην παρούσα διπλωματική εργασία.

2. Η δεύτερη κατηγορία απαρτίζεται από το μεγαλύτερο μέρος των ιδιωτικών κλινικών, οι οποίες – όπως αναφέραμε και παραπάνω – έχουν μικρό μέγεθος και δείχνουν να μην μπορούν να ανταποκριθούν στις σύγχρονες τάσεις της αγοράς για παροχή υπηρεσιών υγείας υψηλού ποιοτικού επιπέδου. Συνεπώς τίθεται εν αμφιβόλω η βιωσιμότητα τους. Επιπλέον οι συμβάσεις τους με δημόσιους ασφαλιστικούς οργανισμούς δεν τους επιτρέπουν πολλές φορές να καλύπτουν το κόστος λειτουργίας τους, πόσο μάλλον τις ανάγκες για ανακαινίσεις, επενδύσεις σε ιατροτεχνικό και ξενοδοχειακό εξοπλισμό και προσαρμογή σε κανόνες που επιβάλλονται από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

γ . ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ

Η ιστορία των διαγνωστικών κέντρων ξεκινά πριν από περίπου τριάντα χρόνια, με την εμφάνιση των πρώτων μικροβιολογικών και ακτινολογικών εργαστηρίων. Μετά την απαγόρευση δημιουργίας ιδιωτικών κλινικών τη δεκαετία του 1980, οι γιατροί - επιχειρηματίες επένδυσαν στη δημιουργία διαγνωστικών κέντρων, των οποίων η ανάπτυξη ήταν έντονη ιδιαίτερα την περίοδο 1990-1995.

Δ. Γεωγραφική Κατανομή

Όσον αφορά την κατανομή των κλινών και των νοσοκομείων στην ελληνική επικράτεια, παρατηρούμε ότι παραπάνω από τα δύο τρίτα των νοσοκομειακών μονάδων βρίσκεται εκτός Αττικής. Αυτό εξηγείται από τη μορφολογία του Ελληνικού Κράτους, καθώς απαιτούνται σημαντικές νοσοκομειακές μονάδες σε διάφορα σημεία και ιδιαίτερα σε περιοχές με έντονη τουριστική ανάπτυξη. Οι κλίνες όμως παρατηρούμε ότι είναι περίπου ίσα μοιρασμένες ανάμεσα σε Αττική και την υπόλοιπη Ελλάδα. Αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι το 50% του ελληνικού πληθυσμού περίπου κατοικεί στην Αττική.

Αξίζει επίσης να επισημάνουμε το εξής: Από τον πίνακα που ακολουθεί παρατηρούμε ότι ενώ τα ιδιωτικά νοσοκομεία αναλογούν στο 60% του συνολικού πληθυσμού των Νοσοκομείων, διαχειρίζονται «μόνο» το 30% των διαθέσιμων κλινών. Αυτό σημαίνει ότι το μέσο μέγεθος των κρατικών Νοσοκομείων είναι σημαντικά μεγαλύτερο από αυτό των ιδιωτικών.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τον πίνακα με το σύνολο των νοσοκομείων – ιδιωτικών και δημόσιων – στην Ελλάδα και την Αττική ειδικότερα:

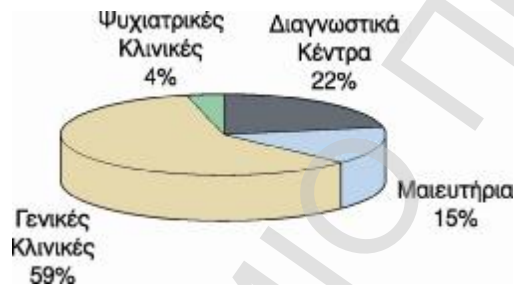
Πίνακας 2: Σύνολο των νοσοκομείων – ιδιωτικών και δημόσιων – στην Ελλάδα και την Αττική

	Σύνολο	Ιδιωτικά	Δημόσια
Νοσοκομεία	340	60%	40%
Στην Αττική	110	62,5%	37,5%
Κλίνες Ασθενών	50,000	30%	70%

Στην Αττική	23,000	34%	66%
-------------	--------	-----	-----

Ε. Μέγεθος της Αγοράς – Τάσεις

Το μέγεθος της αγοράς του ιδιωτικού τομέα υγείας, το έτος 2005, ανήλθε σε 1.321 εκατ. € (ICAP,2006) και διανέμεται ως εξής:



Πηγή : ΕΣΥΕ

- ✓ Ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης την περίοδο 1997-2005 ήταν 12,7% (ICAP,2006)
- ✓ Σύμφωνα με εκτιμήσεις της «ΙΑΣΩ», οι ρυθμοί ανάπτυξης για το 2006 - βασιζόμενοι στα οικονομικά στοιχεία που δημοσίευσαν οι μεγαλύτερες εταιρίες του χώρου – αναμένεται να είναι υψηλότεροι από αυτούς της προηγούμενης εννιαετίας.

Πρόσφατη μελέτη της ICAP⁹ μελέτησε τους τομείς των γενικών θεραπευτηρίων, των μαιευτικών κλινικών και των διαγνωστικών κέντρων, προσπαθώντας να εξάγει συμπεράσματα για την πορεία και τις τάσεις που επικρατούν. Και αυτή η μελέτη τόνισε την ανεπάρκεια των δημοσίων

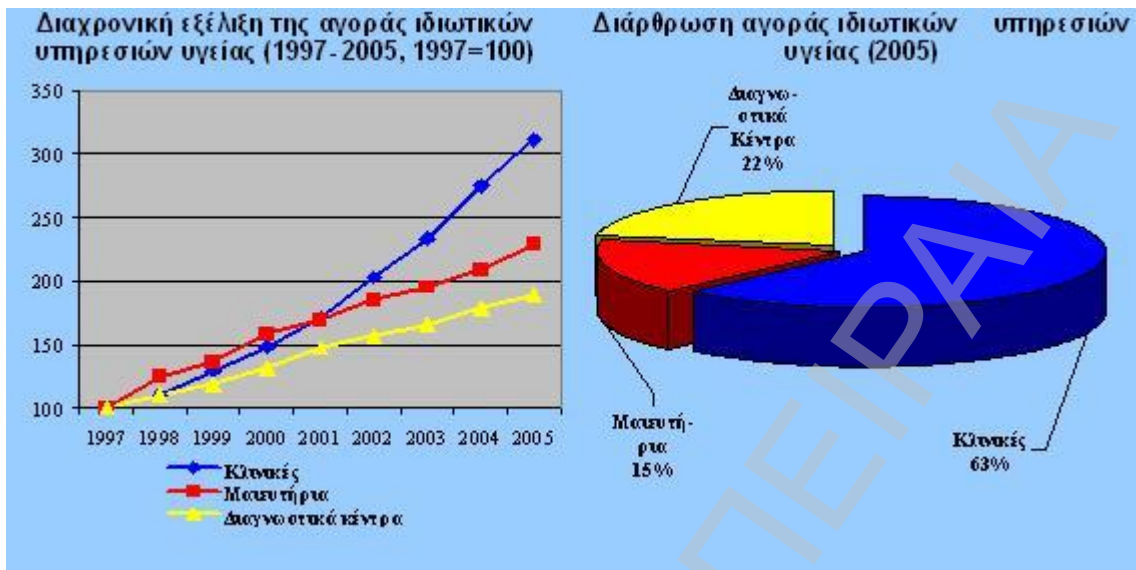
⁹ Τομέας Μελετών & Συμβούλων Διοίκησης της ICAP

υπηρεσιών υγείας, η οποία οδηγεί τους ασθενείς στο ιδιωτικό νοσηλευτικό ίδρυμα. Για το διάστημα 1998-2004, η μελέτη διαπίστωσε ότι οι ιδιωτικές δαπάνες υγείας σημείωσαν αύξηση με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,1%, με αποτέλεσμα να ανέλθουν το 2004 στο 46,1% του συνόλου των δαπανών για την υγεία. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ (Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας), το 2003 καταγράφηκαν σε ολόκληρη τη χώρα 179 ιδιωτικές κλινικές επί συνόλου 327, ενώ οι κλίνες στα ιδιωτικά θεραπευτήρια κάλυψαν το 28,1% του συνόλου των νοσοκομειακών κλινών της χώρας.

Τα ιδιωτικά θεραπευτήρια, μπορούν να χωριστούν στις κάτωθι κατηγορίες:

1. Στις μεγάλες πολυδύναμες κλινικές
2. Στις μεσαίες και μικρότερες μονάδες
3. Στα νευροψυχιατρικά θεραπευτήρια
4. Στις μαιευτικές κλινικές.
5. Στα διαγνωστικά κέντρα. Η Πανελλήνια Ένωση Ιδιωτικών Διαγνωστικών Κέντρων εκτιμά ότι λειτουργούν περισσότερα από 400 διαγνωστικά κέντρα όλων των μεγεθών και μορφών στην ελληνική επικράτεια.

Στον διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη της αγοράς των ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας την περίοδο 1997-2005. Από τη μελέτη του διαγράμματος παρατηρούμε ότι η αγορά των κλινικών έχει υπερτριπλασιαστεί στο προαναφερόμενο διάστημα. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης ανέρχεται σε 15,2%. Ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης παρουσιάζουν και τα μαιευτήρια – γυναικολογικές κλινικές με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 10,9% και τα διαγνωστικά κέντρα με 8,3%. Αυτή τη στιγμή, οι κλινικές ελέγχουν το 63% της αγοράς ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας, με τα διαγνωστικά κέντρα να ακολουθούν με 22% και τα μαιευτήρια με 15%.



Η μελέτη της ICAP διαπιστώνει ότι την περίοδο αυτή φαίνεται να βρίσκεται σε εξέλιξη ένα σχέδιο συσπείρωσης των δυνάμεων του κλάδου. Επιπλέον η αγορά διακατέχεται και από τις εξής τάσεις:

- ✓ Συνεχείς επαφές των εταιρειών για εξαγορές – συγχωνεύσεις. Η τάση αυτή – που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια - έχει δημιουργήσει ισχυρούς ομίλους, οι οποίοι έχουν σημαντικά μερίδια αγοράς σε πρωτοβάθμια και δευτεροβάθμια περίθαλψη και με δυνατότητα προσφοράς στην πελατεία τους ευρέος φάσματος υπηρεσιών υγείας.
- ✓ Ανακοινώσεις που αφορούν τη δημιουργία στρατηγικών συμμαχιών.
- ✓ Μεταγραφές γιατρών, έτσι ώστε να διευρυνθεί η πελατειακή βάση των εταιρειών.
- ✓ Επέκταση στην εσωτερική αγορά, αλλά και σε χώρες του εξωτερικού.

Η μελέτη της ICAP εκτιμά ότι οι θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης της αγοράς των ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας θα συνεχισθούν και το 2007, με ελαφρά χαμηλότερους ρυθμούς από αυτούς της τελευταίας εννιαετίας.

Το μέγεθος της αγοράς των υπηρεσιών πρωτοβάθμιας περίθαλψης εκτιμάται στα € 270 εκατομμύρια. Στην εν λόγω αγορά κυριαρχούν τρεις μεγάλοι «παίκτες».

Η αγορά υπηρεσιών πρωτοβάθμιας περίθαλψης μεγαλώνει με ετήσιο ρυθμό της τάξης του 8,9% για την περίοδο 1997-2005. Αυτό δικαιολογείται κυρίως από δύο παράγοντες:

- ✓ Το υψηλότερο βιοτικό επίπεδο
- ✓ Τη συνειδητοποίηση της ανάγκης για καλή υγεία, η οποία μπορεί να επιτευχθεί με προληπτικές εξετάσεις (Health care awareness).

Σημαντικά στοιχεία της αγοράς των υπηρεσιών πρωτοβάθμιας περίθαλψης είναι το ότι τα περιθώρια κερδοφορίας είναι υψηλότερα από την δευτεροβάθμια περίθαλψη, παρ' όλη την ύπαρξη πολύ μεγάλου αριθμού μικρών μονάδων. Το τελευταίο έχει σαν αποτέλεσμα η ποιότητα των προσφερομένων υπηρεσιών να είναι πολλές φορές χαμηλή.

Η αγορά των υπηρεσιών δευτεροβάθμιας περίθαλψης θεωρείται ως αγορά με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Τα πιο σημαντικά από αυτά είναι τα κάτωθι:

- ✓ Το σύστημα δημόσιας υγείας θεωρείται ανεπαρκές (γραφειοκρατικά εμπόδια και μακρές λίστες αναμονής, συνθήκες νοσηλείας, ελλιπής υλικοτεχνική και ξενοδοχειακή υποδομή, ανεπάρκεια ιατρικού και νοσηλευτικού προσωπικού κλπ). Συνεπώς υπάρχει πρόσφορο έδαφος

για την ανάπτυξη ιδιωτικών νοσηλευτικών ιδρυμάτων. Άλλωστε το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο βοηθάει προς αυτή την κατεύθυνση.

- ✓ Χρήζει όμως προσοχής το γεγονός ότι η αγορά των ιδιωτικών υπηρεσιών πρωτοβάθμιας περίθαλψης τείνει να γίνει αγορά δυο ταχυτήτων, λόγω της έλλειψης τεχνογνωσίας και της εν γένει μη άρτιας οργάνωσης ορισμένων ιδιωτικών κλινικών.
- ✓ Μεγάλο μέρος του πληθυσμού θεωρείται υποασφαλισμένο, γεγονός που συνδέεται άμεσα με το ανεπαρκές σύστημα δημόσιας υγείας.
- ✓ Δεν υπάρχει επαρκές δίκτυο παροχής υπηρεσιών δευτεροβάθμιας περίθαλψης.
- ✓ Το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει την κατασκευή νέων νοσοκομειακών μονάδων θεωρείται αυστηρό, γεγονός που συνδέεται και με τη δυνατότητα δημιουργίας ευρέος δικτύου παροχής υπηρεσιών δευτεροβάθμιας περίθαλψης από τους ιδιωτικούς φορείς.
- ✓ Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω οι μονάδες που καλύπτουν το σύνολο των περιπτώσεων διάγνωσης και νοσηλείας είναι περιορισμένες, γεγονός που οφείλεται στο υψηλό κόστος των επενδύσεων που απαιτείται. Από αυτές ελάχιστες είναι εκείνες που προσφέρουν πλήρη γκάμα και υψηλή ποιότητα υπηρεσιών υγείας, γεγονός που αφήνει ακάλυπτο μεγάλο μέρος της ζήτησης. Αυτό βέβαια λειτουργεί προς όφελος των τριών εξεταζόμενων εταιρειών, καθώς προκαλεί δυσκολία εισόδου νέων μονάδων στον κλάδο. Μία αξιόλογη επένδυση σε μία νοσοκομειακή μονάδα απαιτεί πολύ σημαντικά κεφάλαια, ενώ και ο χρόνος υλοποίησης μιας τέτοιας επένδυσης που ξεπερνά τα 3 χρόνια. Εξυπακούεται ότι οι τρεις εταιρείες που εξετάζουμε δε θα πρέπει να επαναπαύονται αλλά θα πρέπει να προχωρούν σε διαρκή

εκσυγχρονισμό του τεχνικού τους εξοπλισμού και στην διαχείριση του στελεχειακού τους δυναμικού ώστε να παραμείνουν σε θέση να παρέχουν νοσοκομειακές υπηρεσίες με υψηλές προδιαγραφές.

Γενικότερα, η αγορά των υπηρεσιών υγείας και οι τάσεις της επηρεάζονται από τους εξής κύριους παράγοντες:

1. Η προσφορά νοσοκομειακών κλινών δε δείχνει να μπορεί να καλύψει τη ζήτηση.
2. Η σταδιακή γήρανση του πληθυσμού αυξάνει τη ζήτηση για υπηρεσίες υγείας.
3. Η εμφάνιση νέων ασθενειών απαιτεί σύγχρονο νοσοκομειακό εξοπλισμό και εξειδικευμένο ιατρικό προσωπικό
4. Η άνοδος του βιοτικού επιπέδου οδηγεί σε αυξημένη ζήτηση για ποιοτικές υπηρεσίες υγείας, τις οποίες οι ιδιωτικές νοσοκομειακές μονάδες θεωρείται ότι είναι σε θέση να προσφέρουν.
5. Η συνειδητοποίηση της αξίας της προληπτικής ιατρικής και η συμβολή της στην πρόληψη μη αναστρέψιμων σε μετέπειτα στάδιο ασθενειών αυξάνει τη ζήτηση και για υπηρεσίες της πρωτοβάθμιας υγείας, γεγονός που δικαιολογεί την ύπαρξη άρτια εξοπλισμένων διαγνωστικών κέντρων.
6. Σε συνδυασμό με το παραπάνω, θετικό σημάδι αποτελεί η διάδοση των ιδιωτικών ασφαλιστήριων συμβολαίων ιατροφαρμακευτικής κάλυψης
7. Η εξέλιξη της τεχνολογίας και η εισαγωγή νέων ιατρικών

- μεθόδων στην διάγνωση, τη χειρουργική και την περίθαλψη.
8. Η ζήτηση υπηρεσιών υγείας ακολουθεί την συγκέντρωση του πληθυσμού στις μεγαλουπόλεις και κυρίως στην Αθήνα και την Θεσσαλονίκη.
 9. Η ζήτηση για υπηρεσίες υγείας είναι ανελαστική. Ουσιαστικά αυτή τη στιγμή αυξάνεται η ζήτηση για ποιοτικές υπηρεσίες.
 10. Η αύξηση του ποσοστού των οικονομικών μεταναστών (εκτιμάται στο 10% του πληθυσμού) αλλάζει σημαντικά τη σύνθεση της ζήτησης σε υπηρεσιών υγείας.
 11. Σημαντικό σημείο για την εξέλιξη της αγοράς αποτελούν οι κυβερνητικές εξαγγελίες για την προώθηση συμπράξεων μεταξύ δημοσίου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ).
 12. Την τελευταία πενταετία παρατηρείται σε όλες τις χώρες της Ευρώπης μία σταδιακή μείωση στις Δημόσιες δαπάνες για την Υγεία. Αυτή η τάση αναμένεται – αργά ή γρήγορα να έρθει και στην Ελλάδα. Συνεπώς αναμένεται ακόμα μεγαλύτερη ζήτηση για ιδιωτικές υπηρεσίες υγείας.

Η στρατηγική των μεγάλων εταιρειών του κλάδου της ιδιωτικής υγείας βασίζεται σε έξι βασικούς άξονες :

1. Αύξηση της γεωγραφικής κάλυψης, με την επέκταση του δικτύου εντός και εκτός Αττικής. Ιδιαίτερα εκτός Αττικής και Θεσσαλονίκης, οι προσφερόμενες υπηρεσίες υγείας θεωρούνται χαμηλής ποιότητας.
2. Επιλογή εξειδικευμένου και κατάλληλα καταρτισμένου ιατρικού και νοσηλευτικού προσωπικού. Ειδικά το τελευταίο θεωρείται απαραίτητο για την παροχή μίας ολοκληρωμένης νοσοκομειακής υπηρεσίας.

3. Διεύρυνση του χαρτοφυλακίου των υπηρεσιών, με την προσφορά μεγαλύτερου φάσματος υπηρεσιών πρόληψης, διάγνωσης και θεραπείας.
4. Τεχνολογική & Επιστημονική Εξέλιξη. Οι συνεχείς επενδύσεις για απόκτηση σύγχρονου εξοπλισμού γίνεται μάλιστα σε συνδυασμό με τη σύναψη στρατηγικών συμμαχιών με ερευνητικούς φορείς του εξωτερικού. Απώτερος σκοπός είναι η εφαρμογή πρωτοποριακών μεθόδων πρόληψης, διάγνωσης και θεραπείας.
5. Συμπράξεις και συνεργασίες με επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών υγείας – τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.
6. Συνεργασία με ασφαλιστικές εταιρείες και ταμεία. Αυτό είναι μία μέθοδος για να αυξηθεί με ταχείς ρυθμούς η πελατειακή βάση της κάθε εταιρείας.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι η αγορά ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας εμφανίζει μία δυναμική, η οποία αναμένεται να διατηρήσει σχετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και τα επόμενα χρόνια.

ΣΤ. Ανάλυση Οικονομίας

Όπως κάθε κλάδος οικονομικής δραστηριότητας , έτσι και ο κλάδος των υπηρεσιών υγείας επηρεάζεται από τη γενική κατάσταση της οικονομίας. Οι βασικότεροι οικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία των εξεταζόμενων εταιρειών είναι:

- ✓ Η ετήσια αύξηση του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος. Αυτή κινήθηκε στα επίπεδα του 4% για το 2006. Η αύξηση του ΑΕΠ είναι σημαντική προκειμένου όλο και μεγαλύτερος αριθμός ασθενών να έχουν την οικονομική δυνατότητα να νοσηλευτούν σε μία ιδιωτική κλινική.
- ✓ Το επίπεδο ανεργίας, το οποίο έχει διαμορφωθεί σε επίπεδα κάτω του 9%. Η ανεργία επηρεάζει με δύο τρόπους τις εταιρείες: Από τη μία ένας υψηλός συντελεστής ανεργίας επηρεάζει την οικονομική δυνατότητα περισσότερων ανθρώπων να προσφεύγουν σε ιδιωτικές υπηρεσίες υγείας, από την άλλη δίνει στις εταιρείες τη δυνατότητα για πιο εύκολη εύρεση προσωπικού.
- ✓ Ο πληθωρισμός, ο οποίος κινείται σε επίπεδα κάτω του 3%. Ένα χαμηλό επίπεδο πληθωρισμού (στην Ευρώπη αυτό έχει προσδιοριστεί σε επίπεδα “close to but below 2%”) θεωρείται ότι βοηθά στην οικονομική ανάπτυξη.
- ✓ Τα επιτόκια παρουσιάζουν την τελευταία τριετία ανοδική τάση, η οποία έφερε το επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από το 2% στο 4% σήμερα. Το ακριβότερο επιτόκιο κάνει πιο ακριβές τις επενδύσεις, και επηρεάζει τις οικονομικές αποφάσεις των εταιρειών.
- ✓ Η ιδιωτική κατανάλωση μπορεί να επηρεάσει τα έσοδα και την τιμολογιακή πολιτική των ιδιωτικών εταιρειών παροχής υπηρεσιών υγείας.

Σημειώνουμε πάντως ότι ουσιαστικά μόνο ξαφνικές και σημαντικές μεταβολές των μεγεθών που προαναφέραμε μπορούν να επηρεάσουν τις εταιρείες που εξετάζουμε. Ο λόγος είναι ότι οι υπηρεσίες υγείας μπορούν να θεωρηθούν σε ένα βαθμό ως ανελαστικό αγαθό, ενώ επιπλέον είναι προφανής η τάση

μετακίνησης των ασθενών από τα Δημόσια Νοσοκομεία σε ιδιωτικές κλινικές που μπορούν να προσφέρουν υψηλότερης ποιότητας υπηρεσίες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Παρουσίαση των υπό Εξέταση

Εταιρειών

Οι εταιρείες «ΙΑΣΩ», «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» και «ΥΓΕΙΑ» παίζουν έναν πρωτεύοντα ρόλο στον κλάδο της υγείας στη χώρα μας. Μάλιστα, αναμένεται να πρωταγωνιστήσουν στην ανάπτυξη αντίστοιχων προσπαθειών στις γειτονικές Βαλκανικές χώρες.

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζουμε τα βασικά χαρακτηριστικά των τριών εταιρειών που εξετάζουμε. Έχουμε δώσει βάρος στην παρουσίαση τόσο των βασικών στρατηγικών των εταιρειών, όσο και στο δίκτυο των νοσοκομειακών μονάδων που έχουν εξελίξει, καθώς από το τελευταίο θα προκύψουν τα έσοδα και η κερδοφορία τους.

Κύρια πηγή μας είναι οι ιστοσελίδες των εταιρειών. Η ποιότητα και η ποσότητα των πληροφοριών της κάθε ιστοσελίδας αντανακλάται και στο χώρο που αφιερώσαμε στη συνέχεια για κάθε εταιρεία ξεχωριστά.

A. ΙΑΣΩ

Το «ΙΑΣΩ» ξεκίνησε τη λειτουργία του το Μάιο του 1996 σε ένα πολυώροφο κτίριο στην περιοχή του Αμαρουσίου και κατέλαβε τη δεύτερη θέση σε πωλήσεις μεταξύ των ιδιωτικών μαιευτικών κλινικών, με ποσοστό 23,4%. Έκτοτε διατηρεί σταθερά την πρώτη θέση.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τα βασικά γεγονότα που οδήγησαν τον Όμιλο «ΙΑΣΩ» στη θέση που κατέχει σήμερα:

- ✓ Την περίοδο 1996-1999 τίθενται σε λειτουργία 7 νοσηλευτικές μονάδες 283 κλινών, οι οποίες αφορούν τη μαιευτική.
- ✓ Το 1999, το «ΙΑΣΩ» αποκτά τον έλεγχο του μαιευτηρίου «ΗΡΑ», το οποίο διαθέτει άδεια λειτουργίας Γενικής Κλινικής.
- ✓ Το 2000 η ΙΑΣΩ Α.Ε. εισάγεται στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, με έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της στις 09-06-2000.
- ✓ Τον Ιούνιο του 2001 ιδρύονται η «ΙΑΣΩ ΝΟΤΙΩΝ ΠΡΟΑΣΤΙΩΝ ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΜΑΙΕΥΤΗΡΙΟ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», δυναμικότητας περίπου 200 κλινών, η οποία θα διαθέτει Μαιευτική, Γυναικολογική, Γενική Κλινική, Διαγνωστικό Κέντρο και πιθανότατα Παιδιατρική Κλινική, καθώς και η «ΣΥΓΧΡΟΝΟ ΠΟΛΥΔΥΝΑΜΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΠΟΘΕΡΑΠΕΙΑΣ - ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ», με σκοπό την αποθεραπεία περιστατικών των κλινικών του Ομίλου ΙΑΣΩ, καθώς και άλλων περιστατικών ιδρυμάτων του εσωτερικού ή του εξωτερικού.

- ✓ Το Νοέμβριο του 2002 υπογράφεται μεταξύ της ΙΑΣΩ Α.Ε. και Ιατρών της περιοχής Θεσσαλίας μνημόνιο συνεργασίας που αφορά την ίδρυση, ανέγερση και λειτουργία Γενικής και Μαιευτικής Κλινικής στην περιοχή της Θεσσαλίας. Το αποτέλεσμα της συνεργασίας είναι η ίδρυση της «ΙΑΣΩ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ Α.Ε.». Επιπλέον το Δεκέμβριο του 2002 ιδρύονται οι θυγατρικές εταιρίες «ΙΑΣΩ ΠΑΙΔΙΑΤΡΙΚΗ Α.Ε.», η οποία θα αποτελέσει το φορέα ίδρυσης και λειτουργίας Παιδιατρικής - Παιδοχειρουργικής Κλινικής, δυναμικότητας 65 κλινών και η εταιρία «ΙΑΣΩ SERVICES Α.Ε.», η οποία θα αναπτύξει πρόσθετες δραστηριότητες του Ομίλου πέραν των ιατρικών, που αρχίζουν σταδιακά να υλοποιούνται από το έτος 2003.
- ✓ Τον Απρίλιο του 2003 ξεκινά επίσης η λειτουργία της η γενική κλινική ΙΑΣΩ General, με έδρα το Χολαργό Αττικής, η οποία προέρχεται από την πλήρη αναδιοργάνωση της κλινικής ΗΡΑ.
- ✓ Το 2005 η εταιρεία "ΙΑΣΩ Services Α.Ε" μετονομάζεται σε "Medstem Services Α.Ε". Η εταιρεία ασχολείται με την εκμετάλλευση των καταστημάτων που λειτουργούν στις κλινικές του ομίλου καθώς και η λειτουργία της τράπεζας ομφαλοπλακουντιακού αίματος με την εμπορική επωνυμία "Cryobanks International Services Athens". Επιπλέον η Medstem Services σε συνεργασία με την Εθνική Τράπεζα, κυκλοφορεί μια νέα πιστωτική κάρτα visa.

Ο Όμιλος «ΙΑΣΩ» έχει ήδη καθιερωθεί ως μία ηγετική επιχείρηση στο χώρο της υγείας, με διεθνή αναγνώριση. Οι στρατηγικοί στόχοι του Ομίλου «ΙΑΣΩ» προκειμένου να συνεχίσει την αναπτυξιακή του πορεία είναι:

- ✓ Η διατήρηση της ηγετικής του θέσης στις μαιευτικές κλινικές (Κλινική ΙΑΣΩ), στην οποία βασίστηκε άλλωστε και η δημιουργία όλου του Ομίλου.
- ✓ Επέκταση και ισχυροποίηση της θέσης του Ομίλου σε τομείς που ενδιαφέρουν στρατηγικά τον Όμιλο. Στα πλαίσια αυτής της στρατηγικής είναι η δημιουργία κλινικών ώστε να προσφέρεται όλο το φάσμα των υπηρεσιών υγείας (ΙΑΣΩ Παιδιατρική - ΙΑΣΩ General). Μία πρόσφατη σχετική εξέλιξη αφορά τη συμμετοχή με ποσοστό 33,4% και συνολικής αξίας € 457.000 στην εταιρεία CellMedical S.A., η οποία έχει σκοπό την έρευνα και ανάπτυξη καινοτόμων τεχνολογιών υγείας στις χώρες της Μεσογείου, της Ανατολικής Ευρώπης και στις χώρες του Κόλπου.
- ✓ Γεωγραφική επέκταση του Ομίλου εκτός Αττικής, με έμφαση στη βασική δραστηριότητα του μαιευτηρίου. Στα πλαίσια αυτής της στρατηγικής ιδρύθηκε και η «ΙΑΣΩ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ», καθώς η περιοχή της Θεσσαλίας αποτελεί την τρίτη σε πληθυσμό γεωγραφική περιοχή της Ελλάδας και με την επικείμενη λειτουργία της νέας κλινικής θα καλυφθεί αποτελεσματικά η ζήτηση για υψηλού επιπέδου υπηρεσίες υγείας στην ευρύτερη περιοχή της Λάρισας, της Καρδίτσας, των Τρικάλων και του Βόλου.

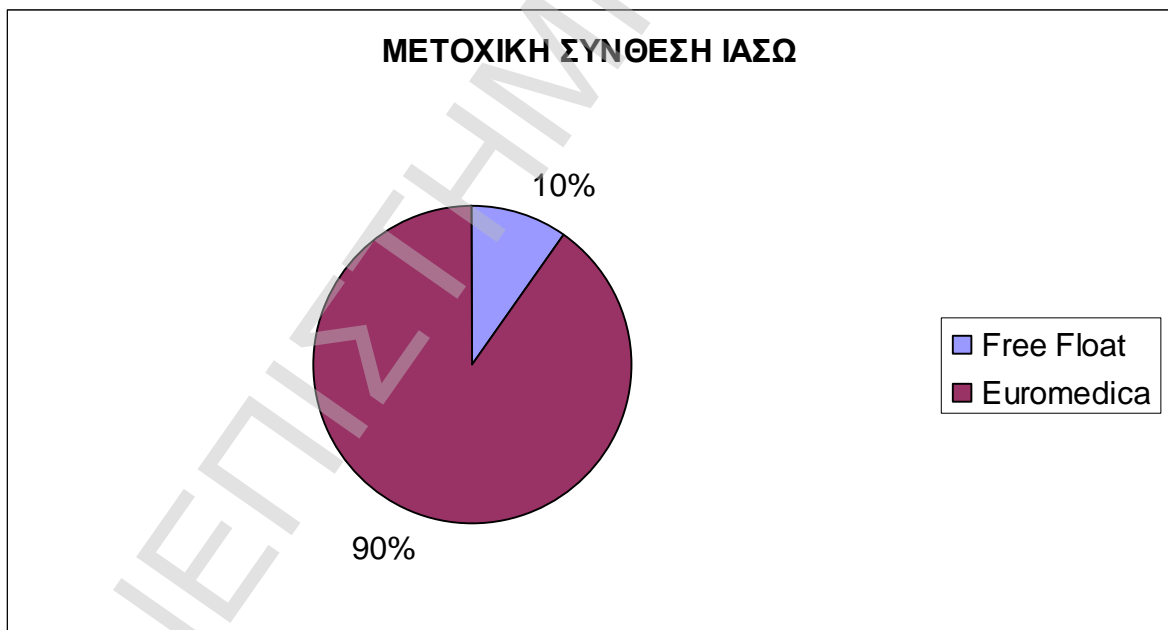
Προκειμένου να επιτευχθούν τα ανωτέρω, το αναπτυξιακό και επενδυτικό πλάνο του Ομίλου που παρουσιάστηκε στις 25/4/2007 στο επενδυτικό κοινό προβλέπει να επενδυθούν μέσα στην επόμενη τριετία συνολικά κεφάλαια € 150 εκατομμύρια¹⁰.

¹⁰ www.ase.gr

Οι προσπάθειες της «ΙΑΣΩ» έχουν αποδώσει καρπούς. Εκτός από ηγέτιδα δύναμη στις μαιευτικές κλινικές, ο Όμιλος «ΙΑΣΩ» έχει καταλάβει το 11,3% της αγοράς για το έτος 2005 (ICAP,2006), κατατάσσοντας τον όμιλο ως τον 3^ο μεγαλύτερο όμιλο παροχής υπηρεσιών υγείας, παρά τη συνολικά χαμηλή συμμετοχή των μαιευτικών κλινικών στη συνολική αγορά.

Μία σημαντική εξέλιξη ήταν η είσοδος της EUROMEDICA με 10% στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, γεγονός που την καθιστά το μεγαλύτερο μέτοχο. Αναμένεται μία ευρύτερη πρόταση συνεργασίας προς τους μετόχους της «ΙΑΣΩ»¹¹.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζουμε την μετοχική σύνθεση της «ΙΑΣΩ»:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Μετοχική σύνθεση «ΙΑΣΩ»

¹¹ Δημητρακόπουλος Κωνσταντίνος 6/7/2007: “Greek Healthcare Sector Update”, www.nbg.gr

B. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.» ιδρύθηκε το 1983 και δραστηριοποιείται στον Κλάδο της Υγείας (ΣΤΑΚΟΔ 851.1)- Νοσοκομειακές δραστηριότητες. Οι σκοποί της εταιρείας (σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού) είναι:

1. Η οργάνωση και εκμετάλλευση νοσηλευτικών μονάδων στην περιοχή της Αττικής.
2. Η ανάπτυξη ειδικών δραστηριοτήτων με σκοπό την προαγωγή Ιατρικών Ερευνών και μεθόδων θεραπείας.
3. Η οργάνωση, διοίκηση και εκσυγχρονισμός νοσηλευτικών μονάδων στην Ελλάδα και το εξωτερικό.
4. Η εκπαίδευση και εκλογή στελεχών και προσωπικού για λογαριασμό νοσηλευτικών μονάδων.
5. Η εισαγωγή από το εξωτερικό και η διάθεση σε νοσηλευτικές μονάδες Ιατρικών Εργαλείων, Οργάνων, Μηχανημάτων καθώς και μηχανών οργάνωσης λογιστηρίων και των υπηρεσιών τους.
6. Η οργάνωση υπηρεσιών προμήθειας σε νοσηλευτικές μονάδες αναγκαίου αναλώσιμου ή μη υλικού.
7. Η παροχή συμβουλών οικονομικής, διαχειριστικής κ.α. μορφής σε νοσηλευτικές μονάδες.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τα βασικά σημεία της ιστορίας «του Ιατρικού Αθηνών Ε.Α.Ε» που το καθιέρωσαν σαν την κορυφαία μονάδα παροχής διαγνωστικών και νοσηλευτικών υπηρεσιών είναι:

- ✓ Το 1983 ιδρύθηκε Ιατρικό Κέντρο Αθηνών με αρχικά 187 κλίνες, ως αποτέλεσμα του οράματος του Ιδρυτή και σημερινού Προέδρου Γιώργου Αποστολόπουλου και των ανθρώπων που τον ακολούθησαν.
- ✓ Το 1988 ιδρύεται η «Ιατρικής Τεχνική», βιομηχανία παραγωγής χειρουργικών εργαλείων στην Κόρινθο.
- ✓ Το 1991 η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» εισάγεται στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ. Επίσης ξεκινά η λειτουργία της θυγατρικής εταιρίας «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΛΑΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ».
- ✓ Το 1996 λαμβάνει χώρα η ίδρυση της Εταιρείας "ΙΑΤΡΙΚΟ ΔΙΑΒΑΛΚΑΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ Ε.Α.Ε". Επιπλέον εισάγεται στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΛΑΙΟΥ ΦΑΛΗΡΟΥ».
- ✓ Το 1997 εξαγοράζεται το «ΑΠΟΛΛΩΝΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ (νυν ΚΛΙΝΙΚΗ ΨΥΧΙΚΟΥ). Επιπλέον, το 1997 είναι μία χρονιά σταθμός, καθώς ξεκινά στο Βουκουρέστι το διαγνωστικό κέντρο MEDSANA MEDICAL CENTER, το οποίο αποτελεί και την έξοδο της εταιρείας στα Βαλκάνια.
- ✓ Το 1998 ο Όμιλος συνεχίζει την επέκτασή της με την εξαγορά της κλινικής "Αγ. Ελευθέριος" στην Δάφνη δυναμικότητας 70 κλινών, ιδρύεται η «HOSPITAL AFFILIATES INTERNATIONAL», και υπογράφεται συμφωνία μίσθωσης της Κλινικής Αγίου Νικολάου στο Περιστέρι για 50 χρόνια.
- ✓ Το 2000 ήταν μια χρονιά ορόσημο για τον Όμιλο από πολλές πλευρές. Η σπουδαιότερη εξέλιξη είναι η έναρξη λειτουργίας του Ιατρικού Διαβαλκανικού Θεσσαλονίκης. Αποτελεί τη μεγαλύτερη ιδιωτική επένδυση που έγινε την τελευταία 20ετία στη Βόρεια Ελλάδα, καθώς το

ύψος της επένδυσης ανέρχεται σε 90.000.000 €. Εξασφαλίζει άριστες συνθήκες νοσηλείας και αίσθημα ασφάλειας στους πολίτες, αλλά και 1200 μόνιμες θέσεις εργασίας. Με αυτή την εξέλιξη άρχισαν να έρχονται ασθενείς από γειτονικές χώρες, ενώ παράλληλα το Διαβαλκανικό λειτουργεί και ως σημείο για Ιατρική εκπαίδευση. Θεωρείται μάλιστα το μεγαλύτερο, το πιο σύγχρονο και το αρτιότερο νοσοκομείο της Ευρώπης. Το Ιατρικό Διαβαλκανικό Θεσσαλονίκης είναι το πιο σύγχρονο νοσοκομείο της Ευρώπης και αναδεικνύει τη συμπρωτεύουσα, σε Πρωτεύουσα της Ιατρικής στο χώρο της Νοτιανατολικής Ευρώπης. Στεγάζεται σε κτίριο, συνολικής επιφανείας 52.000τ.μ. και 350 νοσηλευτικών κλινών. Έχει εξοπλισθεί στο σύνολό του με τον πιο σύγχρονο ιατρικό, διαγνωστικό και εργαστηριακό εξοπλισμό τελευταίας γενιάς, εξασφαλίζοντας άριστες συνθήκες νοσηλείας για τον ασθενή και έχει στελεχωθεί με κορυφαίους γιατρούς κάθε ειδικότητας. Επιπλέον το 2000 συντελέστηκε η εξαγορά της «ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΠΕΙΡΑΙΑ» η οποία εκμεταλλεύεται την κλινική «IASIS» στον Πειραιά και «ΑΓΙΟΣ ΔΙΟΝΥΣΙΟΣ» στο Παγκράτι, ενώ ο Όμιλος επεκτάθηκε και στην Τσεχία και τη Βουλγαρία.

- ✓ Το 2001 υπογράφεται συμφωνία με την «Operations Abroad» για τη δυνατότητα νοσηλείας μέχρι και 25.000 Βρετανών ασθενών στο Ιατρικό Διαβαλκανικό Θεσσαλονίκης. Μέσω αυτής της συμφωνίας η εταιρεία δύναται να πραγματοποιεί εξαγωγή υγείας, κάτι πρωτοποριακό για τα Ελληνικά δεδομένα. Επιπλέον ολοκληρώθηκαν οι διαδικασίες συγχώνευσης με απορρόφηση των θυγατρικών «IASIS» και «Ιατρικό Αθηνών Κλινική Παλαιού Φαλήρου» από τη μητρική, με

αποτέλεσμα η «Ιατρικό Αθηνών ΕΑΕ» να διαθέτει πλέον 9 νοσοκομεία και να αποτελεί της κυρίαρχη δύναμη στην εγχώρια αγορά και την Νοτιοανατολική Ευρώπη.

- ✓ Το 2002 τέθηκε σε λειτουργία η νέα κλινική της εταιρείας στην Δάφνη, η οποία αποτελεί εξειδικευμένο νεφρολογικό κέντρο, καθώς και το νέο κτίριο στο Ιατρικό Αθηνών στο Μαρούσι.
- ✓ Το 2003 η Μονάδα Εντατικής Θεραπείας του ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ (κλινική Αμαρουσίου), είναι η πρώτη στη Ελλάδα που πιστοποιείται κατά ISO. Επιπλέον πιστοποιούνται τα κέντρα Check-Up με ISO 9001:2000.
- ✓ Το 2004 συνέχισαν οι πιστοποιήσεις. Πιστοποιήθηκε με ISO 9001:2000 η μονάδα Εντατικής Θεραπείας (ΜΕΘ) της Κλινικής Ψυχικού, με HACCP η κεντρική κουζίνα του Ιατρικού Διαβαλκανικού Θεσσαλονίκης και με ISO 9001:2000 τα κεντρικά εργαστήρια του Ιατρικού Διαβαλκανικού Θεσσαλονίκης.
- ✓ Το 2005 ξεκινά και δεύτερο διαγνωστικό κέντρο στο Βουκουρέστι της Ρουμανίας, καθώς το πρώτο λειτουργεί με εντυπωσιακή πληρότητα.

Το αποτέλεσμα της στρατηγικής της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» με τις συνεχείς επενδύσεις στην Ελλάδα και το εξωτερικό σε συνδυασμό με τις επιτυχημένες εξαγορές και επεκτάσεις έχουν καταστήσει την εταιρεία σήμερα τη μεγαλύτερη και πιο αξιόπιστη μονάδα παροχής διαγνωστικών και νοσηλευτικών υπηρεσιών στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων, εφάμιλλη αυτών της Δυτικής Ευρώπης και ΗΠΑ. Με άλλα λόγια η θέση της στην αγορά μπορεί να θεωρηθεί ηγετική, καθώς εκτός από πρωτοπορία σε έσοδα και κερδοφορία, έχει τη μεγαλύτερη γεωγραφική παρουσία, τόσο την Ελλάδα όσο και στο

εξωτερικό. Μάλιστα υπολογίζεται, ότι οι νοσοκομειακές μονάδες του Ομίλου καλύπτουν το 75% του ελληνικού πληθυσμού, ενώ το υπόλοιπο 25% είναι διάσπαρτο σε διάφορα μέρη και ως εκ τούτου οικονομικά ασύμφορο να προσεγγιστεί γεωγραφικά. Η εταιρεία είναι Market Leader με μερίδιο αγοράς περίπου 30% στον κλάδο της δευτεροβάθμιας περίθαλψης.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε τις μονάδες του Ομίλου του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ» στην Αττική, την Υπόλοιπη Ελλάδα, και την Ευρώπη:

Αττική



Υπόλοιπη Ελλάδα



Διεθνής Παρουσία



Συνολικά ο Όμιλος αποτελείται από τις κάτωθι εταιρείες:

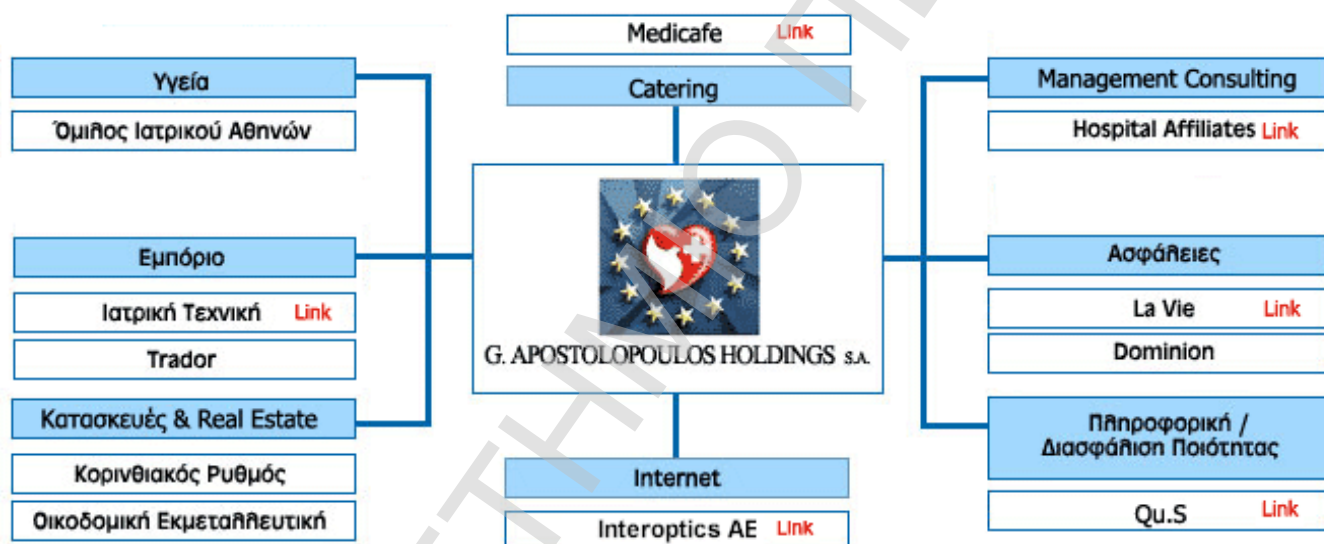
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Ποσοστά Ομίλου G. APOSTOLOPOULOS HOLDINGS S.A.

ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΕΔΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ
ΙΑΤΡΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕΒΕ	ΜΑΡΟΥΣΙ	100%
ΑΞΟΝΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΕΑΕ	ΜΑΡΟΥΣΙ	50.5%
ΕΡΕΥΝΑ ΕΑΕ	ΜΑΡΟΥΣΙ	51%
ΚΕΝΤΡΟ ΦΥΣΙΟΘΕΡΑΠΕΙΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΘΛΗΤΙΚΩΝ ΚΑΚΩΣΕΩΝ	ΜΑΡΟΥΣΙ	33%
EUROSITE ΑΕ	ΜΑΡΟΥΣΙ	100%

HOSPITAL AFFILIATES	ΧΑΛΑΝΔΡΙ	68,89%
ORTELIA HOLDINGS	ΚΥΠΡΟΣ	99.99%
MEDSANA BUCHAREST MEDICAL CENTRE	ΒΟΥΚΟΥΡΕΣΤΙ ΡΟΥΜΑΝΙΑΣ	100%

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε συνοπτικά η Διάρθρωση του Ομίλου:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Διάρθρωση Ομίλου G. APOSTOLOPOULOS HOLDINGS S.A.

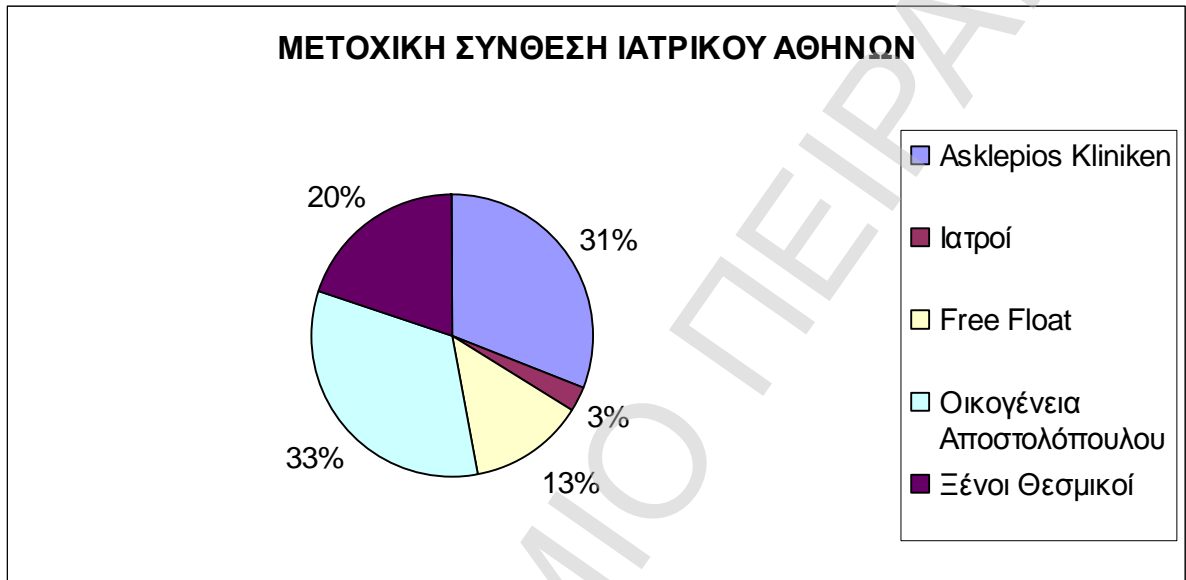


Πρόσφατα υπήρξε και μία ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη στην εταιρεία¹²: Ο κύριος μέτοχος κ. Γ. Αποστολόπουλος μείωσε το ποσοστό συμμετοχής του στην εισηγμένη μητρική από 49,7% σε 32,09%, προκειμένου να ανέλθει η συμμετοχή του Γερμανικού Ομίλου Asklepios Kliniken GmbH στο 30,73%. Ο Γερμανικός Όμιλος διαθέτει σήμερα 100 νοσοκομειακές μονάδες (84 στην Ευρώπη και 6 στην Αμερική), ενώ έχει επεκταθεί στην Κίνα, τη Ρωσία, την Πολωνία και την Πορτογαλία. Η επένδυση έχει μακροπρόθεσμο χαρακτήρα

¹² Καθημερινή, 8-7-2007

και ο κ. Αποστολόπουλος και η Γερμανική εταιρεία σκοπεύουν να διατηρούν τουλάχιστον το 66,7% των μετοχών.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζουμε την μετοχική σύνθεση του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ»:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: Μετοχική σύνθεση «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»

Γ. ΥΓΕΙΑ

Το «ΥΓΕΙΑ» ιδρύθηκε το 1970 και ξεκίνησε τη λειτουργία του το 1974. Αποτελούσε την επιχειρηματική προσπάθεια μίας ομάδας Ελλήνων Ιατρών υπό τον Ν. Χρηστέα, με σκοπό τη δημιουργία ενός προτύπου για τη χώρα μας ιδιωτικού νοσοκομείου, το οποίο θα κάλυπτε τις ελλείψεις του νοσηλευτικού συστήματος.

Κύριος στόχος του Νοσοκομείου είναι η παροχή υπηρεσιών υψηλού ποιοτικού επιπέδου. Αυτή επιτυγχάνεται με εφαρμοσμένες ιατρικές μεθόδους στον τομέα της διάγνωσης και της θεραπείας, με την αρωγή της τεχνολογίας και του προσωπικού (ιατρών και νοσηλευτικού προσωπικού).

Προκειμένου να επιτύχει το στόχο του για ποιοτικές υπηρεσίες, το «ΥΓΕΙΑ» επενδύει σε πρωτοποριακές ιατρικές μεθόδους και βέβαια σε εξειδικευμένο ιατροτεχνικό εξοπλισμό. Ενδεικτικά αναφέρουμε τα κάτωθι:

- ✓ Πρότυπη μονάδα εντατικής θεραπείας
- ✓ Μονάδα χειρουργείων μιας ημέρας
- ✓ Μονάδα μεταμόσχευσης ρευστών οργάνων (μυελού οστών). κλπ.
- ✓ γ- KNIFFE Ακτινοχειρουργική για τον εγκέφαλο και το κεφάλι
- ✓ Επεμβατική νευροακτινολογία, εμβολισμός ανευρύσματος εγκεφάλου, κλπ.
- ✓ Θεραπεία ανευρυσμάτων αορτής με διχαλωτή ενδαυλική αρτηριακή πρόθεση

- ✓ Βραχυθεραπεία του προστάτη (τοποθέτηση ραδιενεργών κόκκων)
- ✓ Laser στη Νευροχειρουργική
- ✓ PET - CT Τμήμα Τομογραφίας εκπομπής Ποζιτρονίων Αξονικού Τομογράφου

Το «ΥΓΕΙΑ» στεγάζεται σε πολυώροφο κτίριο επί της Λεωφόρου Κηφισίας στο Μαρούσι.

Η πιο σημαντική πρόσφατη εξέλιξη ήταν η είσοδος της Marfin Capital στο μετοχικό κεφάλαιο του Νοσοκομείου, με ποσοστό που έχει ανέλθει στο 27%. Αυτό αναμένεται να επιφέρει σημαντικές εξελίξεις σε όλον τον κλάδο της υγείας, καθώς η Marfin Capital έχει ξεκαθαρίσει ότι επιθυμεί να συμμετέχει στην διαδικασία ενοποίησης (consolidation) του κλάδου, αλλά και με την ίδρυση νέων εταιρειών στον κλάδο της υγείας τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Για την επίτευξη των στρατηγικών στόχων της εταιρείας θα εκδοθεί μέσα στο 2007 μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο ύψος € 300 εκατομμυρίων, ενώ υφίσταται και η έγκριση της Γενικής Συνέλευσης από 18/7/2006 για σύναψη ομολογιακού δανείου € 200 εκατομμυρίων, αν αυτό κριθεί απαραίτητο.

Προέχει βέβαια η απορρόφηση του πρόσφατα εξαγορασθέντος Νοσοκομείου «ΜΗΤΕΡΑ». Η συνένωση των δύο νοσοκομείων θα γίνει μέσω της ανταλλαγής 2,2 μετοχών της «ΥΓΕΙΑ» με μία μετοχή της «ΜΗΤΕΡΑ».

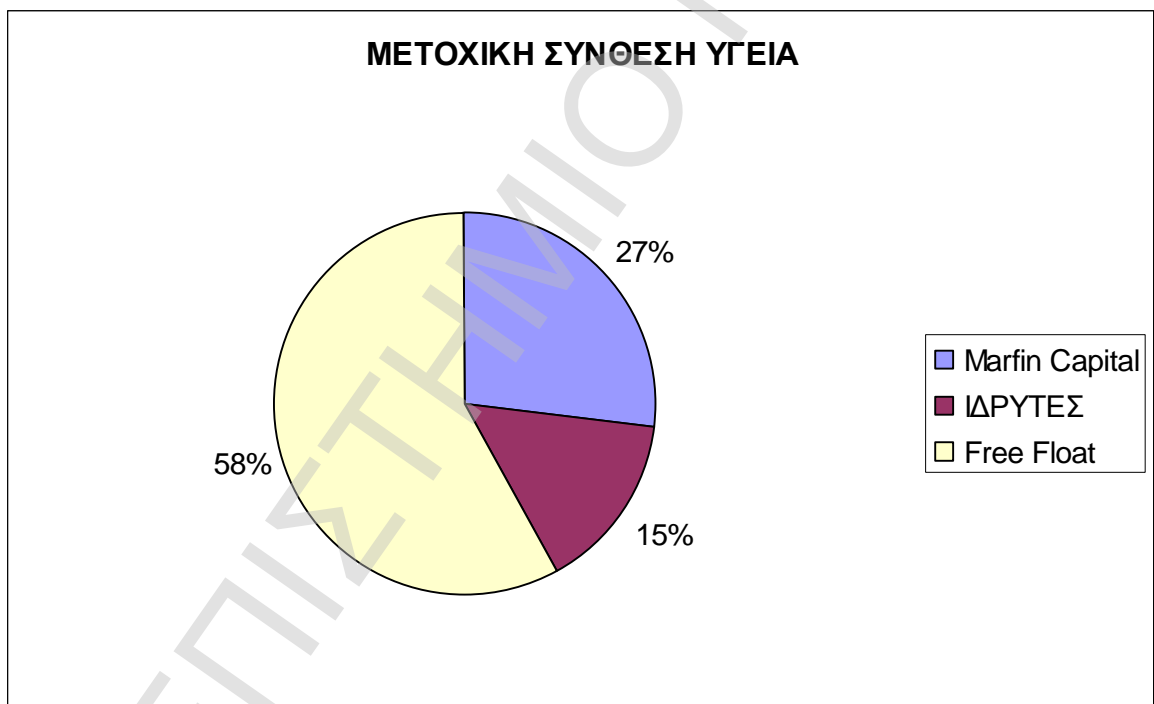
Αυτή τη στιγμή ο Όμιλος «ΥΓΕΙΑ» περιλαμβάνει – εκτός από τα νοσοκομεία «ΥΓΕΙΑ» και «ΜΗΤΕΡΑ» το «ΛΗΤΩ», καθώς και τις εταιρείες «ALAN MEDICAL» (με ποσοστό συμμετοχής 100%) και «Υ_PHARMA» (με ποσοστό συμμετοχής 85%), οι οποίες θα ασχοληθούν με την εμπορία φαρμάκων και

αναλώσιμων νοσοκομειακών ειδών, κύρια προς τα νοσοκομεία του Ομίλου.

Επιπλέον ο Όμιλος «ΥΓΕΙΑ» περιλαμβάνει και τις εταιρείες:

- ✓ ΜΑΓΝΗΤΙΚΗ ΥΓΕΙΑ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΕΣ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΕΙΣ ΑΕ
- ✓ ΑΝΙΖ ΑΕ
- ✓ ΑΛΦΑ-
- ✓ ΛΗΤΩ-LAB

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζουμε την μετοχική σύνθεση του «ΥΓΕΙΑ»:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Μετοχική σύνθεση «ΥΓΕΙΑ»

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων

A. Εισαγωγή Κεφαλαίου

Προκειμένου να προχωρήσουμε στην ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων, προμηθευτήκαμε τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών «Ιατρικό Αθηνών», «ΙΑΣΩ» και «Υγεία» από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Χρησιμοποιήσαμε οικονομικά στοιχεία της τελευταίας τριετίας, καθώς θεωρείται ότι το διάστημα των τελευταίων τριών ετών είναι επαρκές για να εκτιμηθεί η οικονομική θέση, οι τάσεις και οι προοπτικές μίας εταιρείας.

Όπως όλες οι εισηγμένες, έτσι και τρεις υπό εξέταση εταιρείες χρησιμοποιούν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα την τελευταία διετία. Προκειμένου να υπάρχει συγκρισιμότητα έχει γίνει (από τις εταιρείες) και προσαρμογή των οικονομικών στοιχείων της 31/12/2004, τα οποία παρουσιάζονται σε συνοπτική μορφή. Σημειώνουμε ότι ο ισολογισμός της 31/12/2004 είχε αρχικά παρουσιαστεί σύμφωνα με το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο.

Και οι τρεις εταιρείες «Ιατρικό Αθηνών», «ΙΑΣΩ» και «Υγεία» παρουσιάζουν τόσο ισολογισμό μητρικής εταιρείας (αυτής δηλαδή που είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ) όσο και ισολογισμό Ομίλου. Ο ισολογισμός του Ομίλου περιλαμβάνει όλες τις «θυγατρικές» εταιρείες των μητρικών. Θυγατρικές ονομάζονται οι επιχειρήσεις πάνω στις οποίες υφίσταται έλεγχος. Ο τελευταίος επιτυγχάνεται όταν η μητρική έχει τη δυνατότητα να επηρεάζει άμεσα τις διοικητικές,

λειτουργικές και χρηματοοικονομικές αποφάσεις της ελεγχόμενης εταιρείας. Στην παρούσα διπλωματική έχει δοθεί βάρος στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των μητρικών εταιρειών, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι έχει παραβλεφθεί τελείως η εξέταση των οικονομικών δεδομένων των Ομίλων. Ο βασικότερος λόγος είναι ότι η οικονομική ευρωστία των μητρικών και η κατά συνέπεια σχετικά εύκολη πρόσβασή τους σε χρηματοδότηση διαφόρων μορφών (π.χ. αύξηση κεφαλαίου μέσω του ΧΑΑ, πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό ή ακόμα και έκδοση εταιρικών ομολόγων σε διεθνή επενδυτικά κεφάλαια) σε συνδυασμό με την σχετικά υψηλή κερδοφορία τους χρησιμοποιείται ως βάση για τη χρηματοδότηση και των θυγατρικών εταιρειών. Για παράδειγμα η ΙΑΣΩ έχει δώσει εταιρικές εγγυήσεις ύψους € 44 εκατομμυρίων σε τράπεζες υπέρ των θυγατρικών της εταιρειών. Στην ουσία υφίσταται το ενδεχόμενο η μητρική να έχει μία άριστη πορεία, η πορεία των θυγατρικών της όμως να είναι τέτοια που να αλλάζει τελείως τη χρηματοοικονομική της εικόνα και ενδεχομένως να υποθάλπει ακόμα και τη βιωσιμότητά της. Συνεπώς στην ανάλυση που ακολουθεί θα γίνεται αναφορά σε σημαντικά στοιχεία των οικονομικών δεδομένων των Ομίλων. Όταν θα αναφερόμαστε στους Ομίλους, θα γίνεται σχετική διευκρίνιση.

Οι τρεις εταιρείες «Ιατρικό Αθηνών», «ΙΑΣΩ» και «Υγεία» παρουσιάζουν τον ισολογισμό τους στις 31 Δεκεμβρίου. Στις οικονομικές καταστάσεις (των μητρικών) της τελευταίας τριετίας που αναλύουμε δεν περιλαμβάνεται κάποια υπερδωδεκάμηνη χρήση.

Η παρουσίαση που ακολουθεί στη συνέχεια έγινε κατά το στοιχείο που εξετάζουμε και όχι κατά εταιρεία. Ο λόγος είναι ότι με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνουμε καλύτερη σύγκριση των εταιρειών. Στο τέλος του κάθε υποκεφαλαίου γίνεται και μία περίληψη των βασικών συμπερασμάτων της

ανάλυσης. Μάλιστα παρουσιάζουμε έναν συνοπτικό πίνακα όπου συνοψίζουμε τα βασικά σημεία της ανάλυσης που προηγήθηκε.

Τέλος, πρέπει να τονισθεί ότι η παρουσίαση έγινε με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι όσο το δυνατό καλύτερη η παρακολούθησή της από τον αναγνώστη. Σημειώνουμε όμως ότι όλοι οι λογαριασμοί μίας εταιρείας και κατά συνέπεια και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν συνδέονται μεταξύ τους άμεσα ή έμμεσα. Συνεπώς ο διαχωρισμός των κεφαλαίων δεν είναι απόλυτος και γίνεται καθαρά για λόγους παρουσίασης.

B. Έσοδα (Οριζόντια Ανάλυση)

Και οι τρεις εταιρείες παρουσιάζουν μία αυξητική τάση στα έσοδά τους την τελευταία τριετία.

I. ΙΑΣΩ

Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία «ΙΑΣΩ» παρουσίασε πωλήσεις, οι οποίες ανήλθαν σε € 88,7 εκατομμύρια το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 16% σε σχέση με τα € 76,7 εκατομμύρια το 2005 και 73,9 εκατομμύρια το 2004. Οι πωλήσεις παρουσιάζονται και στον πίνακα που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 : Πωλήσεις «ΙΑΣΩ»

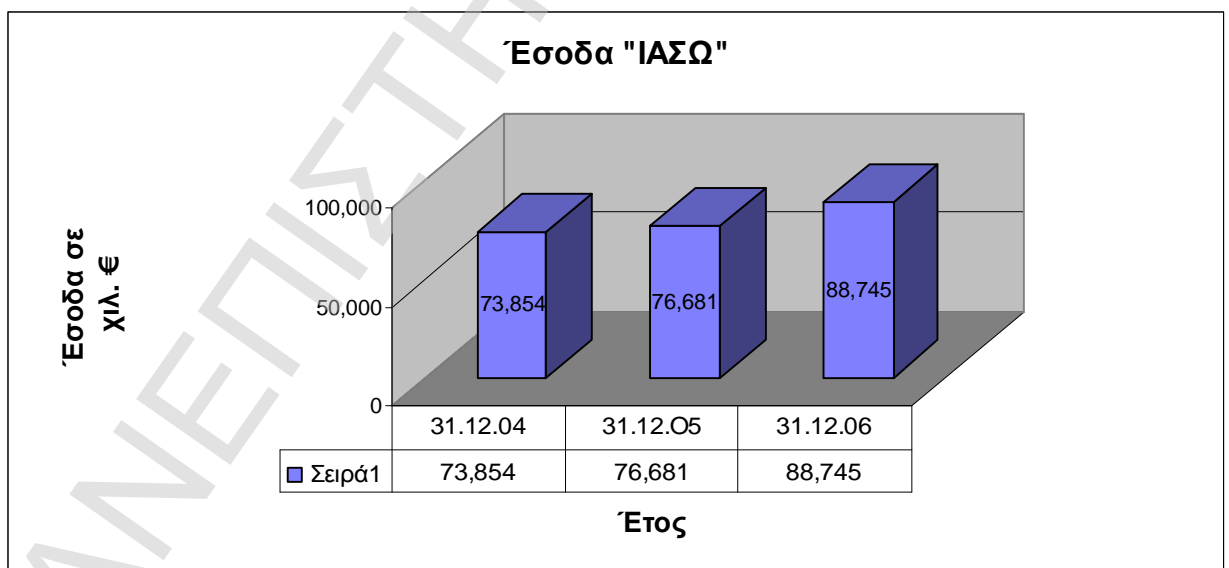
Ημερομηνία	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
Καθαρά έσοδα (σε εκ. ευρώ)	73,9	76,7	88,7
Ποσοστό Μεταβολής		3,7%	16%

Η αύξηση αυτή των εσόδων επηρεάζεται από δύο βασικούς παράγοντες:

1. Κάθε χρόνο η εταιρεία επενδύει σημαντικά κεφάλαια για την αγορά σύγχρονων μηχανημάτων. Με αυτόν τον τρόπο διατηρείται ή και αυξάνεται η ικανότητα παροχής υπηρεσιών υγείας υψηλού επιπέδου και κατ' επέκταση η ζήτηση των υπηρεσιών της.
2. Προκειμένου η εταιρεία να επιτύχει μεγαλύτερη συνοχή μεταξύ των

στελεχών της (κυρίως των ιατρών) και μεγαλύτερο «δέσιμό» τους με την εταιρεία, προέβη σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου η οποία καλύφθηκε από νέους ιατρούς. Εδώ θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι στις ιδιωτικές εταιρείες παροχής υπηρεσιών υγείας οι ιατροί λειτουργούν και σαν πωλητές: Οι ασθενείς τείνουν να νοσηλεύονται στο νοσοκομείο στο οποίο εργάζεται ή έχει κάποιες σχέσεις ο γιατρός από τον οποίο παρακολουθούνται. Συνεπώς ο κάθε γιατρός – ανάλογα και με την αναγνώριση που έχει στην αγορά – έχει ένα χαρτοφυλάκιο ασθενών, το οποίο μεταφράζεται σε έσοδα για το νοσοκομείο στο οποίο αυτός εργάζεται.

Προκειμένου να γίνει πιο ευκρινής η πορεία των εργασιών της εταιρείας «ΙΑΣΩ», παρουσιάζουμε το παρακάτω διάγραμμα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 : Έσοδα «ΙΑΣΩ»

Ανοδική πορεία στα έσοδα – και μάλιστα με ισχυρότερους ρυθμούς από τη μητρική – παρουσιάζει και ο Όμιλος ΙΑΣΩ. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν σε € 143,8 εκατομμύρια το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 23,2% σε σχέση με τα € 116,7 εκατομμύρια το 2005 και 97,8 εκατομμύρια το 2004 (αύξηση κατά 19,4%). Η πιο έντονη αυξητική πορεία των εσόδων του Ομίλου σε σχέση με τη μητρική έχει να κάνει με την ικανοποιητική πορεία – από πλευράς εσόδων – κυρίως της ΙΑΣΩ GENERAL, αλλά και της MEDSTEM, η οποία άρχισε να δείχνει την πραγματική δυναμική της μέσα στο 2006. Μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η ΙΑΣΩ GENERAL παρουσιάζει σχεδόν διπλάσιους ρυθμούς ανάπτυξης των πωλήσεων σε σχέση με τη μητρική, γεγονός που πιθανόν να οδηγήσει στο να συνεισφέρει η ΙΑΣΩ GENERAL άνω του 50% των εσόδων του Ομίλου σε λίγα χρόνια, αν βεβαίως διατηρηθούν αυτοί οι ρυθμοί ανάπτυξης. Το μερίδιο αγοράς του Ομίλου ΙΑΣΩ διαμορφώθηκε σε 11,3% για το έτος 2005 (ICAP,2006), κατατάσσοντας τον όμιλο ως τον 3^ο μεγαλύτερο όμιλο παροχής υπηρεσιών υγείας, παρά τη συνολικά χαμηλή συμμετοχή των μαιευτικών κλινικών στη συνολική αγορά. Το μαιευτήριο ΙΑΣΩ παραμένει σταθερά στην 1^η θέση μεταξύ των Μαιευτικών – Γυναικολογικών κλινικών με βάση το μερίδιο αγοράς και τους δείκτες κερδοφορίας¹³.

Η αύξηση των εσόδων συνεχίζεται και στο α' τρίμηνο του 2007, τόσο για τη μητρική όσο και για τον Όμιλο. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις της μητρικής ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 25,6 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 21,8% σε σχέση με τα € 21 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

¹³ www.iaso.gr

Και πάλι τα έσοδα του Ομίλου παρουσιάζουν μεγαλύτερη δυναμική. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 42,6 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 23,5% σε σχέση με τα € 34,5 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Η άποψη της Διοίκησης της ΙΑΣΩ είναι ότι η μητρική και ο Όμιλος θα συνεχίσουν να παρουσιάζουν σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τα επόμενα χρόνια.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η εταιρεία «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» είναι η εταιρεία με το σημαντικότερο κύκλο εργασιών μεταξύ των τριών εταιρειών που εξετάζουμε. Και αυτό είναι λογικό, καθώς έχει το μεγαλύτερο αριθμό νοσοκομειακών μονάδων στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Πιο συγκεκριμένα, η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» παρουσίασε έσοδα, τα οποία ανήλθαν σε € 249,3 εκατομμύρια το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 20% σε σχέση με τα € 207,7 εκατομμύρια το 2005 και 182 εκατομμύρια το 2004. Τα έσοδα της μητρικής προκύπτουν από τις νοσοκομειακές μονάδες που βρίσκονται στη χώρα, όπως τα Ιατρικά Κέντρα Αμαρουσίου, Παλαιού Φαλήρου, Περιστερίου, Δάφνης και το Διαβαλκανικό Θεσσαλονίκης. Οι πωλήσεις παρουσιάζονται και στον πίνακα που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 : Πωλήσεις «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»

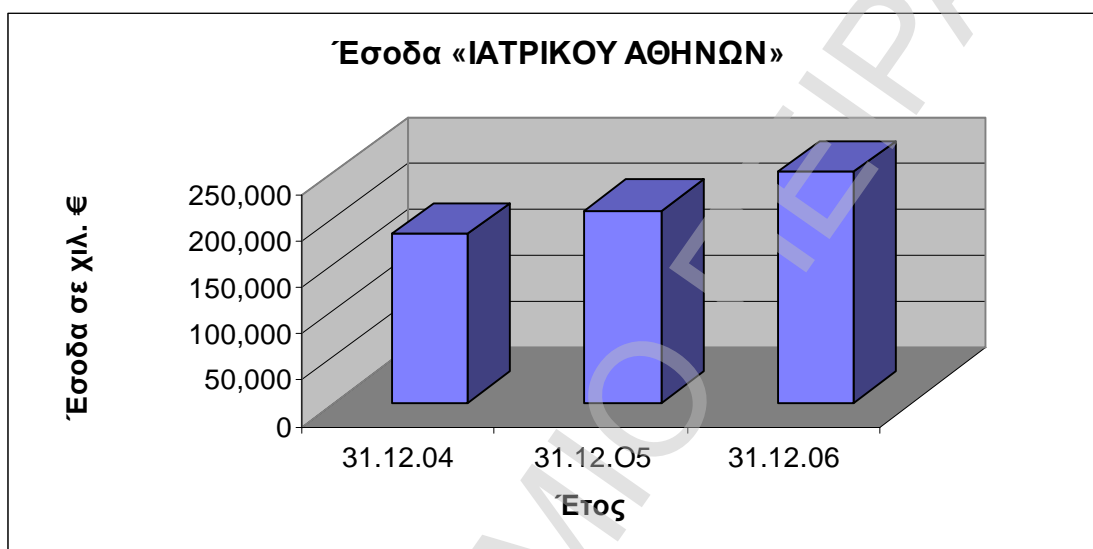
Ημερομηνία	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
Καθαρά έσοδα (σε εκ. ευρώ)	182	207,7	249,3
Ποσοστό Μεταβολής		14,1%	16%

Η αύξηση των εσόδων προήλθε από την αύξηση των ασθενών κατά το τελευταίο έτος. Πιο συγκεκριμένα, οι εσωτερικοί ασθενείς αυξήθηκαν κατά 8,1% και οι εξωτερικοί ασθενείς κατά 10,73%. Συνολικά, κατά τη διάρκεια του 2006 νοσηλεύτηκαν 56.256 ασθενείς έναντι 52.040 το 2005. Σημαντικοί συντελεστές στην διαχρονική αύξηση των εσόδων είναι οι κάτωθι παράγοντες:

1. Οι συνεχείς επενδύσεις σε ιατροτεχνικό και κτιριακό εξοπλισμό, οι οποίες έχουν ξεπεράσει τα € 170 εκατομμύρια την τελευταία επταετία. Οι επενδύσεις εξυπακούεται ότι θα συνεχιστούν, προκειμένου η εταιρεία να ανανεώνει τον εξοπλισμό της.
2. Η δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών τόσο για τους εσωτερικούς όσο και για τους εξωτερικούς ασθενείς.
3. Η παροχή υψηλής ποιότητας υπηρεσιών. Προκειμένου να ενισχυθεί η ικανότητα της εταιρείας για παροχή υπηρεσιών υψηλού ποιοτικού επιπέδου επενδύονται σημαντικά ποσά στην εκπαίδευση του προσωπικού. Επιπλέον η εταιρεία εφαρμόζει διαδικασίες πιστοποίησης ISO.
4. Επιπλέον η εταιρεία έχει δύο συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι του ανταγωνισμού, που της επιτρέπουν να διατηρεί το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς στον κλάδο και συγκεκριμένα το μεγάλο δίκτυο καταστημάτων, καθώς και τη σύμβαση συνεργασίας με την Ένωση Ασφαλιστικών Εταιρειών, η οποία υπογράφηκε στις 16/11/2006¹⁴.
5. Ειδικά το τελευταίο έτος σημαντικό ρόλο στην αύξηση των εσόδων έπαιξαν η σταδιακή ωρίμανση των υφιστάμενων νοσοκομειακών μονάδων της εταιρείας, αλλά και οι νέες συνεργασίες με ιατρούς.

¹⁴ www.ase.gr

Προκειμένου να γίνει πιο ευκρινής η πορεία των εργασιών της εταιρείας «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ», παρουσιάζουμε το παρακάτω διάγραμμα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 : Έσοδα «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ»

Ο Όμιλος του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ» περιλαμβάνει κάποιες μικρότερες σε μέγεθος εταιρείες, συνεπώς η πορεία των μεγεθών του Ομίλου είναι άμεσα συνδεδεμένο με την πορεία της μητρικής. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν σε € 254,1 εκατομμύρια το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 17,8% σε σχέση με τα € 215,7 εκατομμύρια το 2005 και 187,8 εκατομμύρια το 2004 (αύξηση κατά 14,8%). Η πιο σημαντική από τις εταιρείες του Ομίλου είναι η «Ιατρική Τεχνική ΑΕΒΕ», της οποίας το αντικείμενο είναι η εμπορία ιατρικού εξοπλισμού και υγειονομικού υλικού.

Η αύξηση των εσόδων συνεχίζεται και στο α' τρίμηνο του 2007, τόσο για τη μητρική όσο και για τον Όμιλο. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις της μητρικής ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 76,4 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας

αύξηση κατά 18,8% σε σχέση με τα € 64,3 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Τα έσοδα του Ομίλου παρουσιάζουν αντίστοιχη πορεία. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 78 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 19% σε σχέση με τα € 65,5 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Οι ιθύνοντες της εταιρείας αναμένουν τη διατήρηση υψηλών ρυθμών αύξησης των εσόδων και για το 2007. Η λειτουργία των νέων – ανακαινισμένων μονάδων στη Δάφνη και το Περιστέρι αναμένεται να ενισχύσουν τα μεγέθη, ενώ θα παίξουν ακόμα σημαντικότερο ρόλο την επόμενη διετία (η έναρξη λειτουργίας της μονάδας στη Δάφνη αναμένεται για το τρίτο τρίμηνο του 2007, οπότε θα συνεισφέρει στα έσοδα της εταιρείας με κανονικούς ρυθμούς από το 2008 και έπειτα¹⁵).

III. ΥΓΕΙΑ

Η εταιρεία «ΥΓΕΙΑ» είναι η πρωτοπόρος στον κλάδο της ιδιωτικής νοσοκομειακής περίθαλψης στη χώρα μας. Το όνομά της στην αγορά της επιτρέπει να παρουσιάζει σημαντικά έσοδα.

Πιο συγκεκριμένα, η «ΥΓΕΙΑ» παρουσίασε έσοδα, τα οποία ανήλθαν σε € 93,6 εκατομμύρια το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 12% σε σχέση με τα € 83,5 εκατομμύρια το 2005 και 61,3 εκατομμύρια το 2004. Η αύξηση των εσόδων έχουν να κάνουν με:

¹⁵ Δημητρακόπουλος Κωνσταντίνος 6/7/2007: "Greek Healthcare Sector Update", www.nbg.gr

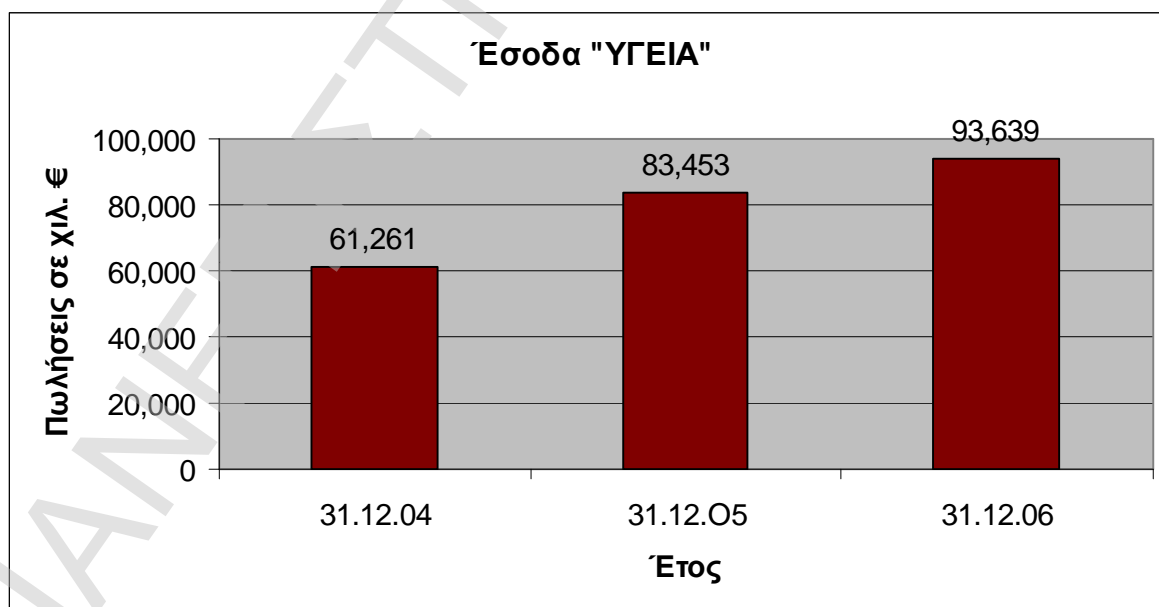
- ✓ την ανοδική πορεία που παρουσιάζει ο κλάδος της ιδιωτικής νοσοκομειακής περίθαλψης στη χώρα μας
- ✓ το όνομα του νοσοκομείου στη αγορά (το ΥΓΕΙΑ θεωρείται μία ώριμη επιχείρηση) και
- ✓ την ομάδα ιατρών που συγκεντρώνει.

Οι πωλήσεις παρουσιάζονται και στον πίνακα που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 : Πωλήσεις «ΥΓΕΙΑ»

Ημερομηνία	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
Καθαρά έσοδα (σε εκ. ευρώ)	61,3	83,5	93,6
Ποσοστό Μεταβολής		36%	12%

Προκειμένου να γίνει πιο ευκρινής η πορεία των εργασιών της εταιρείας «ΥΓΕΙΑ», παρουσιάζουμε το παρακάτω διάγραμμα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 : Έσοδα «ΥΓΕΙΑ»

Ο Όμιλος του «ΥΓΕΙΑ» περιλαμβάνει κάποιες σημαντικές από πλευράς πωλήσεων και μεγέθους ενεργητικού εταιρείες (με κυριότερη τη «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ», όμως η ενοποίηση αυτών γίνεται με τη μέθοδο της καθαρής θέσης (δηλαδή δε γίνεται ολική ενοποίηση). Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η πορεία των μεγεθών του Ομίλου είναι παράλληλη με την πορεία της μητρικής. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν σε € 94,6 εκατομμύρια το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 13,1% σε σχέση με τα € 83,6 εκατομμύρια το 2005 και 61,6 εκατομμύρια το 2004 (αύξηση κατά 35,7%).

Η αύξηση των εσόδων συνεχίζεται και στο α' τρίμηνο του 2007, τόσο για τη μητρική όσο και για τον Όμιλο. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις της μητρικής ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 28 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 19,6% σε σχέση με τα € 23,4 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Τα έσοδα του Ομίλου παρουσιάζουν αντίστοιχη πορεία. Πιο συγκεκριμένα, οι πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 27,8 εκατομμύρια (οι πωλήσεις του Ομίλου είναι λιγότερες από αυτές της μητρικής λόγω των πωλήσεων μεταξύ των εταιρειών που ενοποιούνται – οι οποίες ως γνωστόν αφαιρούνται από τις συνολικές πωλήσεις), παρουσιάζοντας αύξηση κατά 18,8% σε σχέση με τα € 23,4 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Οι ιθύνοντες της εταιρείας αναμένουν την επίτευξη υψηλών ρυθμών αύξησης των εσόδων και για το 2007. Η πρόβλεψή τους αυτή οφείλεται στα εξής:

- ✓ Η ισχυρή κεφαλαιακή βάση της εταιρείας μετά την είσοδο της Marfin Capital και την πρόσφατη αύξηση κεφαλαίου, που της επιτρέπει να πραγματοποιήσει σημαντικές στρατηγικές κινήσεις. Επιπλέον

υπάρχουν σχέδια για σύναψη δύο ομολογιακών δανείων € 300 εκατομμυρίων και €200 εκατομμυρίων αντίστοιχα.

- ✓ Η συμφωνία με τον Ελληνικό Ερυθρό Σταυρό για δημιουργία μαιευτικής κλινικής στο χώρο του Ασκληπείου Βούλας (προηγείται η συμφωνία του Ελληνικού Ερυθρού Σταυρού με το Ελληνικό Δημόσιο).

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 8 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
Σε εκατ. €	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
Πωλήσεις Μητρικής 2006	88,7	249,3	93,6
Πωλήσεις Μητρικής 2005	76,7	207,7	83,5
Ποσοστιαία Μεταβολή	16%	16%	12%
Πωλήσεις Ομίλου 2006	143,8	254,1	94,6
Πωλήσεις Ομίλου 2005	116,7	215,7	83,6
Ποσοστιαία Μεταβολή	19,4%	14,8%	13,1%

Από την ανάλυση που προηγήθηκε μπορούμε να εξάγουμε τα εξής συμπεράσματα:

1. Και οι τρεις εξεταζόμενες εταιρείες παρουσιάζουν το τελευταίο έτος

ικανοποιητικούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων τους, οι οποίοι μάλιστα συνήθως ξεπερνούν τους ρυθμούς αύξησης του κλάδου (περίπου 12% το 2005).

2. Παρατηρούμε ότι η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» είναι η μεγαλύτερη εταιρεία του κλάδου, με σημαντική μάλιστα διαφορά από τις υπόλοιπες, ενώ παρουσιάζει και ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης.
3. Όταν χρησιμοποιήσουμε τα στοιχεία των Ομίλων, η εικόνα διαφοροποιείται μερικώς: Ο Όμιλος «ΙΑΣΩ» παρουσιάζει πολύ ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης των εσόδων, αν και βέβαια απέχει σημαντικά από το να διεκδικήσει την πρώτη θέση από τον Όμιλο του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ». Η σημαντική ανάπτυξη των εσόδων είναι η δημιουργία του «ΙΑΣΩ GENERAL», η οποία – ως γενική κλινική – αποτελεί την είσοδο της εταιρείας σε μία νέα αγορά. Συνεπώς, είναι σε κάποιο βαθμό αναμενόμενο να παρουσιάζει σημαντικότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις υπόλοιπες εταιρείες.
4. Η δημιουργία της «ΙΑΣΩ GENERAL», η προσπάθεια δημιουργίας μαιευτικής κλινικής από την «ΥΓΕΙΑ» στο Ασκληπείο Βούλας, η σταδιακή γεωγραφική επέκταση των εταιρειών και η τάση για εξαγορές και συγχωνεύσεις υποδεικνύουν ότι τα μερίδια αγοράς στον κλάδο είναι ακόμα ρευστά, αν και η πρωτοκαθεδρία του Ομίλου του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ» δε δείχνει να απειλείται άμεσα.

Γ. Αποτελέσματα (Οριζόντια και Κάθετη Ανάλυση)

Όσον αφορά την κερδοφορία, οι τρεις εταιρείες παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις.

I. ΙΑΣΩ

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά το «ΙΑΣΩ»:

- ✓ Τα μικτά κέρδη διαμορφώθηκαν στα € 35,6 εκατομμύρια, από € 29,6 εκατομμύρια το 2005 και € 29,4 εκατομμύρια το 2004 (έχοντας αφαιρέσει το κόστος των αποσβέσεων). Το περιθώριο μικτού κέρδους κινείται την τελευταία τριετία σταθερό γύρω στο 40%, το οποίο μπορεί να θεωρηθεί σχετικά υψηλό, συγκρινόμενο με το περιθώριο σε άλλους κλάδους.
- ✓ Σημαντική μείωση παρουσίασαν το 2006 έναντι του 2005 – τόσο σε απόλυτα νούμερα όσο και ως ποσοστό επί των εσόδων – τα γενικά διοικητικά & έξοδα πωλήσεων. Πιο συγκεκριμένα, αυτά ανήλθαν σε € 4,9 εκατομμύρια το 2006 από € 6,3 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας μείωση κατά 23% περίπου και αντιστοιχούν στο 6% των εσόδων από 8% το 2005.
- ✓ Τα αποτελέσματα προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) του «ΙΑΣΩ» ανήλθαν το 2006 στα € 31,6 εκατομμύρια από € 23,9 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 31,9%, μετά την

ελαφρά πτώση από τα € 24,9 εκατομμύρια του 2004. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην αύξηση των πωλήσεων, στην ελαφριά μείωση (κατά μία ποσοστιαία μονάδα) του κόστους πωληθέντων και στη μείωση των γενικών εξόδων κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες που περιγράψαμε παραπάνω. Το περιθώριο EBITDA διαμορφώθηκε το 2006 στο 36% από 31% το 2005 και 34% το 2004.

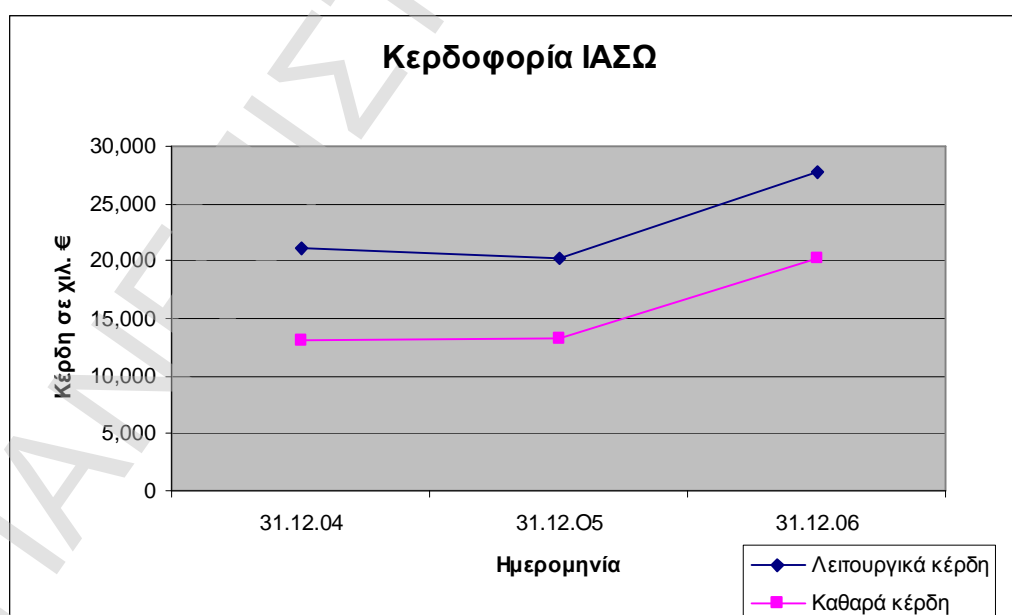
- ✓ Τα λειτουργικά κέρδη είχαν αντίστοιχη πορεία με τα EBITDA. Αυτά ανήλθαν το 2006 στα € 27,8 εκατομμύρια από € 20,2 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 37,6%, μετά την ελαφρά πτώση από τα € 21,1 εκατομμύρια του 2004. Το περιθώριο λειτουργικής κερδοφορίας διαμορφώθηκε το 2006 στο 31% από 26% το 2005 και 29% το 2004.
- ✓ Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε € 28,5 εκατομμύρια από € 20,2 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 41%.
- ✓ Η καθαρή μετά από φόρους κερδοφορία παρουσίασε αύξηση το 2006 κατά 52% και διαμορφώθηκε το 2006 στα € 20,2 εκατομμύρια από € 13,3 εκατομμύρια το 2005 και € 13,1 εκατομμύρια το 2004. Το περιθώριο καθαρού κέρδους συνεπώς διαμορφώθηκε στο 23% το 2006 από 17% το 2005 και 18% το 2004. Σημειώνουμε ότι ενώ τα περιθώρια λειτουργικής και καθαρής προ φόρων κερδοφορίας του 2004 ήταν σημαντικά υψηλότερα από τα αντίστοιχα του 2005, παρατηρούμε ότι το περιθώριο καθαρής κερδοφορίας κινείται σχεδόν στα ίδια επίπεδα τις δύο χρονιές. Αυτό οφείλεται στις μικρότερες φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρείας, ως αποτέλεσμα της σταδιακής μείωσης των φορολογικών συντελεστών για τα κέρδη των επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια.

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζουμε συνοπτικά την εξέλιξη των περιθωρίων κερδοφορίας της μητρικής «ΙΑΣΩ» για την τελευταία τριετία:

ΠΙΝΑΚΑΣ 9 : Πίνακας εξέλιξης περιθωρίων κερδοφορίας «ΙΑΣΩ»

	Χρήση 2004	Χρήση 2005	Χρήση 2006
Περιθώριο μικτού κέρδους	40%	39%	40%
Περιθώριο EBITDA	34%	31%	36%
Περιθώριο λειτουργικής Κερδοφορίας	29%	26%	31%
Περιθώριο καθαρής προ φόρων κερδοφορίας	29%	26%	32%
Περιθώριο καθαρής μετά από φόρους κερδοφορίας	18%	17%	23%

Προκειμένου να γίνει πιο ευκρινής η πορεία της κερδοφορίας της μητρικής «ΙΑΣΩ», παρουσιάζουμε το παρακάτω διάγραμμα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 : Κερδοφορία «ΙΑΣΩ»

Ο Όμιλος ΙΑΣΩ παρουσιάζει αντίστοιχη πορεία όσον αφορά την κερδοφορία του με τη μητρική, με ένα όμως σημαντικό σημείο προσοχής: Μέχρι το 2005, η συνεισφορά των θυγατρικών στην κερδοφορία του Ομίλου ήταν αρνητική, με την έννοια ότι αυτές ήταν ζημιογόνες. Στα ενοποιημένα αποτελέσματα της 31/12/2006, η εικόνα αυτή άλλαξε, λόγω μόνο όμως της MEDSTEM. Αντιθέτως, η ΙΑΣΩ GENERAL παρουσιάζει ζημιογόνα αποτελέσματα, καθώς δεν έχει επιτύχει ακόμα break – even (παρουσιάζει ακόμα λειτουργικές ζημιές), παρά τη σημαντική αύξηση των εσόδων. Πάντως, σημειώνουμε ότι ενώ οι συνολικές ζημιές (μετά από φόρους) είναι ελαφρά μεγαλύτερες το 2006 από ότι το 2005, οι λειτουργικές ζημιές είναι σημαντικά μειωμένες (ο υπολογισμός των λειτουργικών κερδών – ζημιών γίνεται αφαιρώντας από το σύνολο των εσόδων από τους πελάτες - όπως αυτό παρουσιάζεται στον πίνακα της σελίδας 22 του προσαρτήματος του 2006 – τα οργανικά έξοδα). Τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους του Ομίλου διαμορφώθηκαν στα € 13,1 εκατομμύρια το 2006 έναντι € 5,8 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 125,9%.

Η αύξηση της κερδοφορίας συνεχίζεται και στο α' τρίμηνο του 2007, τόσο για τη μητρική όσο και για τον Όμιλο. Πιο συγκεκριμένα, τα κέρδη μετά από φόρους της μητρικής ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 6,9 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 57,1% σε σχέση με τα € 4,4 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Τα καθαρά μετά από φόρους κέρδη του Ομίλου ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 7,1 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 104,5% σε σχέση με τα € 3,5 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006, καθώς έχουν πλέον μειωθεί σημαντικά οι ζημιές των θυγατρικών. Μάλιστα η «ΙΑΣΩ GENERAL» παρουσίασε για πρώτη φορά

κερδοφόρα αποτελέσματα, ενώ η άποψη της Διοίκησης είναι το 2007 τα αποτελέσματα θα είναι κερδοφόρα.

Για το σύνολο του 2007 αναμένεται ελαφριά πτώση της κερδοφορίας για τον Όμιλο συνολικά, καθώς ολοκληρώνονται οι επενδύσεις εν όψει της λειτουργίας της Παιδιατρικής Κλινικής¹⁶.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Όσον αφορά το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»:

- ✓ Τα μικτά κέρδη διαμορφώθηκαν το 2006 στα € 56,5 εκατομμύρια, από € 47,5 εκατομμύρια το 2005 - παρουσιάζοντας αύξηση κατά 18,9% - και € 40,7 εκατομμύρια το 2004 (έχοντας αφαιρέσει το κόστος των αποσβέσεων). Το περιθώριο μικτού κέρδους κινείται την τελευταία τριετία σταθερό γύρω στο 23%.
- ✓ Τα γενικά διοικητικά & έξοδα πωλήσεων ακολουθούν αντίστοιχη πορεία με τα έσοδα της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, αυτά ανήλθαν σε € 24,8 εκατομμύρια το 2006 από € 21 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας μείωση κατά 18,1% και αντιστοιχούν στο 10% των εσόδων.
- ✓ Η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» παρουσίασε το 2006 σημαντικά λοιπά έσοδα € 5,1 εκατομμυρίων, τα οποία αναλογούν στο 2% των εσόδων της εταιρείας. Σχεδόν το ήμισυ αυτών των εσόδων (€ 2,4 εκατομμύρια) προέκυψε από το έκτακτο κέρδος από την πώληση ακινήτου της εταιρείας.

¹⁶ Δημητρακόπουλος Κωνσταντίνος 6/7/2007: "Greek Healthcare Sector Update", www.nbg.gr

- ✓ Τα αποτελέσματα προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ» ανήλθαν το 2006 στα € 36,8 εκατομμύρια από € 29,8 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 24%. Τα EBITDA το 2004 ανήλθαν σε € 20,9 εκατομμύρια. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην αύξηση των εσόδων από τις κανονικές δραστηριότητες της εταιρείας, αλλά και από τη αύξηση των λοιπών εσόδων. Το περιθώριο EBITDA διαμορφώθηκε το 2006 στο 15% από 14% το 2005 και 11% το 2004. Παρατηρούμε δηλαδή μία διαχρονική βελτίωση του περιθωρίου EBITDA την τελευταία τριετία.
- ✓ Τα λειτουργικά κέρδη είχαν αντίστοιχη πορεία με τα EBITDA. Αυτά ανήλθαν το 2006 στα € 26,3 εκατομμύρια από € 19,5 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 35%. Τα λειτουργικά κέρδη ανήλθαν το 2004 στα € 11,3 εκατομμύρια. Το περιθώριο λειτουργικής κερδοφορίας διαμορφώθηκε το 2006 στο 11% από 9% το 2005 και 6% το 2004.
- ✓ Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε € 20,4 εκατομμύρια από € 15,1 εκατομμύρια το 2005 (και € 7 εκατομμύρια το 2004), παρουσιάζοντας επίσης αύξηση κατά 35%.
- ✓ Η καθαρή μετά από φόρους κερδοφορία παρουσίασε αύξηση το 2006 κατά 79% και διαμορφώθηκε στα € 14,1 εκατομμύρια από € 7,9 εκατομμύρια το 2005 και € 14,6 εκατομμύρια το 2004. Το περιθώριο καθαρού κέρδους συνεπώς διαμορφώθηκε στο 6% το 2006 από 4% το 2005 και 8% το 2004. Σημειώνουμε ότι ενώ τα περιθώρια λειτουργικής και καθαρής προ φόρων κερδοφορίας του 2005 ήταν σημαντικά υψηλότερα από τα αντίστοιχα του 2004, παρατηρούμε ότι το περιθώριο καθαρής κερδοφορίας του 2005 είναι σημαντικά

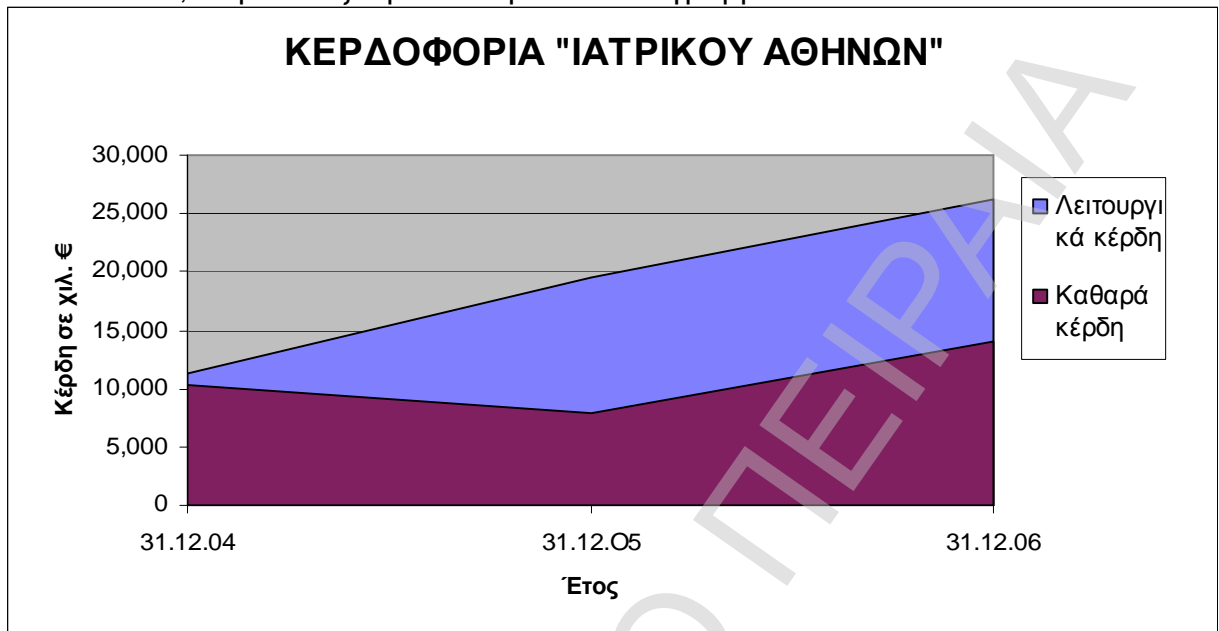
χαμηλότερο από αυτό του 2004. Αυτό οφείλεται στους αναβαλλόμενους φόρους του 2005, αλλά και στο ότι στον ισολογισμό των ΔΛΠ της 31/12/2004 οι φόροι προστίθενται στα κέρδη προ φόρων προκειμένου να βγουν τα κέρδη μετά από φόρους.

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζουμε συνοπτικά την εξέλιξη των περιθωρίων κερδοφορίας του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ» για την τελευταία τριετία:

ΠΙΝΑΚΑΣ 10 : Πίνακας εξέλιξης περιθωρίων κερδοφορίας «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»

	Χρήση 2004	Χρήση 2005	Χρήση 2006
Περιθώριο μικτού κέρδους	22%	23%	23%
Περιθώριο EBITDA	11%	14%	15%
Περιθώριο λειτουργικής Κερδοφορίας	6%	9%	11%
Περιθώριο καθαρής προ φόρων κερδοφορίας	4%	7%	8%
Περιθώριο καθαρής μετά από φόρους κερδοφορίας	8%	4%	6%

Προκειμένου να γίνει πιο ευκρινής η πορεία της κερδοφορίας του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ», παρουσιάζουμε το παρακάτω διάγραμμα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 : Κερδοφορία «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ»

Ο Όμιλος του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ» παρουσιάζει αντίστοιχη πορεία όσον αφορά την κερδοφορία του με τη μητρική. Πιο συγκεκριμένα, τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους του Ομίλου διαμορφώθηκαν στις για τη χρήση του 2006 στα € 16,3 εκατομμύρια, από € 12 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 35,8%. Το περιθώριο καθαρής κερδοφορίας του Ομίλου διαμορφώθηκε το 2006 στο 6,4% από 5,5% το 2005.

Η αύξηση της κερδοφορίας συνεχίζεται και στο α' τρίμηνο του 2007, τόσο για τη μητρική όσο και για τον Όμιλο. Πιο συγκεκριμένα, τα κέρδη μετά από φόρους της μητρικής ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 7,7 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 37,5% σε σχέση με τα € 5,6 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Τα καθαρά μετά από φόρους κέρδη του Ομίλου ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 8 εκατομμύρια, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 31,1% σε σχέση με τα € 6,1 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο

του 2006. Η βελτίωση της κερδοφορίας οφείλεται κατά μεγάλο μέρος στην αύξηση του μικτού περιθωρίου κέρδους.

Για το σύνολο του 2007 αναμένεται περαιτέρω αύξηση της κερδοφορίας για την εταιρεία, καθώς ολοκληρώθηκαν οι εργασίες στις νοσοκομειακές μονάδες της Δάφνης και του Περιστερίου, ενώ η συνεχιζόμενη μείωση των φορολογικών συντελεστών στην Ελλάδα θα επιδράσει θετικά.

Για τα επόμενα χρόνια – και μετά τη σημαντική συμμετοχή του Asklepios Group στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας – αναμένεται η δυναμική εξάπλωση της εταιρείας στο εξωτερικό. Ήδη, η εταιρεία εγκαινίασε το τρίτο διαγνωστικό κέντρο της στη Ρουμανία. Το γεγονός ότι η εταιρεία έχει πρόσβαση μέσω των κλινικών της στο 75% της ελληνικής αγοράς, καθιστά την επέκταση στο εξωτερικό μονόδρομο για την περαιτέρω ανάπτυξή της, ενώ ταυτόχρονα καθιστά περιπτή τη συμμετοχή της σε διαδικασίες σημαντικών εξαγορών και συγχωνεύσεων των εγχώριων εταιρειών του κλάδου. Εξαίρεση θα αποτελέσει η περίπτωση ιδιωτικοποίησης ορισμένων δημόσιων Νοσοκομείων, αν ληφθεί τέτοια απόφαση¹⁷.

III. ΥΓΕΙΑ

Όσον αφορά το «ΥΓΕΙΑ»:

- ▼ Τα μικτά κέρδη διαμορφώθηκαν το 2006 στα € 20,1 εκατομμύρια, από € 12,2 εκατομμύρια το 2005 - παρουσιάζοντας αύξηση κατά 64,5% - και € 10,1 εκατομμύρια το 2004 (έχοντας αφαιρέσει το κόστος των αποσβέσεων). Το περιθώριο μικτού κέρδους ανήλθε το 2006 στο 21%, από 15% το 2005 και 17% το 2004 – ως αποτέλεσμα της μείωσης του κόστους πωληθέντων. Ουσιαστικά το 2006 αυξήθηκαν οι πωλήσεις, με

¹⁷ Δημητρακόπουλος Κωνσταντίνος 6/7/2007: “Greek Healthcare Sector Update”, www.nbg.gr

το σύνολο όλων των εξόδων που αφορούν στο κόστος πωληθέντων να παραμένει στα ίδια επίπεδα, με εξαίρεση τα αναλωθέντα υλικά. Αυτό υποδεικνύει ότι η νέα Διοίκηση επέτυχε το στόχο της για ταυτόχρονη αύξηση των πωλήσεων – με συγκράτηση όμως των δαπανών.

- ✓ Τα γενικά διοικητικά & έξοδα πωλήσεων αυξήθηκαν το 2006 στα € 9,4 εκατομμύρια από € 7,6 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 23,6% και αντιστοιχούν πλέον στο 10% των εσόδων από 9% το 2005. Ουσιαστικά η αύξηση οφείλεται στην αύξηση των διοικητικών εξόδων, καθώς τα έσοδα διάθεσης παρουσίασαν στο εξεταζόμενο διάστημα μείωση. Η αύξηση των διοικητικών εξόδων οφείλεται κατά το μεγαλύτερο μέρος στο διπλασιασμό (στα € 2 εκατομμύρια από € 1 εκατομμύριο το 2005) των μισθολογικών και λοιπών παροχών των διευθυντικών στελεχών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (Σημείωση 5.27).
- ✓ Η «ΥΓΕΙΑ» παρουσίασε το 2006 σημαντικά λοιπά έσοδα € 4,5 εκατομμυρίων, τα οποία αναλογούν μάλιστα στο 5% των εσόδων της εταιρείας – από € 3,1 εκατομμύρια το 2005. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών εσόδων (€ 3 εκατομμύρια) αφορά ενοίκια που εισπράττει η εταιρεία (Σημείωση 5.19).
- ✓ Η «ΥΓΕΙΑ» παρουσίασε το 2006 και σημαντικά λοιπά λειτουργικά έξοδα € 4,2 εκατομμυρίων, τα οποία αναλογούν στο 4% των εσόδων της εταιρείας – από € 2,2 εκατομμύρια το 2005. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών εξόδων (€ 4 εκατομμύρια) αφορά προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις από πελάτες και λοιπές υποθέσεις (Σημείωση 5.19).

- ✓ Τα αποτελέσματα προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) του «ΥΓΕΙΑ» ανήλθαν το 2006 στα € 11 εκατομμύρια από € 5,5 εκατομμύρια το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 98%. Τα EBITDA το 2004 ανήλθαν σε € 10,1 εκατομμύρια. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην αύξηση του μικτού περιθωρίου κέρδους της εταιρείας, και είναι σημαντικό το ότι επιτεύχθηκε παρά τις υψηλές προβλέψεις στις οποίες προέβη η εταιρεία. Το περιθώριο EBITDA διαμορφώθηκε το 2006 στο 12% από 7% το 2005 και 17% το 2004 (όπου όμως δεν είχαν γίνει προβλέψεις).
- ✓ Τα λειτουργικά κέρδη είχαν αντίστοιχη πορεία με τα EBITDA. Αυτά ανήλθαν το 2006 στα € 4,5 εκατομμύρια από ζημιές € 1,5 εκατομμύρια το 2005. Τα λειτουργικά κέρδη ανήλθαν το 2004 στα € 2,8 εκατομμύρια. Το περιθώριο λειτουργικής κερδοφορίας διαμορφώθηκε το 2006 στο 5% από -2% το 2005 και 5% το 2004.
- ✓ Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε € 0,7 εκατομμύρια από ζημιές € 2,7 εκατομμύρια το 2005 (και ζημιές € 1,1 εκατομμύρια το 2004). Σημειώνουμε ότι τα κέρδη αυτά επιτεύχθηκαν παρά τον υπερδιπλασιασμό των εξόδων για τόκους της εταιρείας (στα € 4,7 εκατομμύρια το 2006 από € 2,1 εκατομμύρια το 2005).
- ✓ Η εταιρεία έκλεισε τη χρήση του 2006 με ζημιές € 1 εκατομμυρίου. Ο λόγος είναι οι αναβαλλόμενοι φόροι, οι οποίοι ανήλθαν στο ποσό των € 1,7 εκατομμυρίων. Οι ζημιές ήταν πάντως σημαντικά μειωμένες σε σύγκριση με τη χρήση του 2005, όπου οι καθαρές ζημιές ανήλθαν στα € 2,4 εκατομμύρια. Σημειώνουμε ότι το 2004 εμφανίζεται με καθαρή κερδοφορία € 0,9 εκατομμυρίων, λόγω της πρόσθεσης (αντί της αφαίρεσης) των φόρων από τα κέρδη προ φόρων. Το περιθώριο

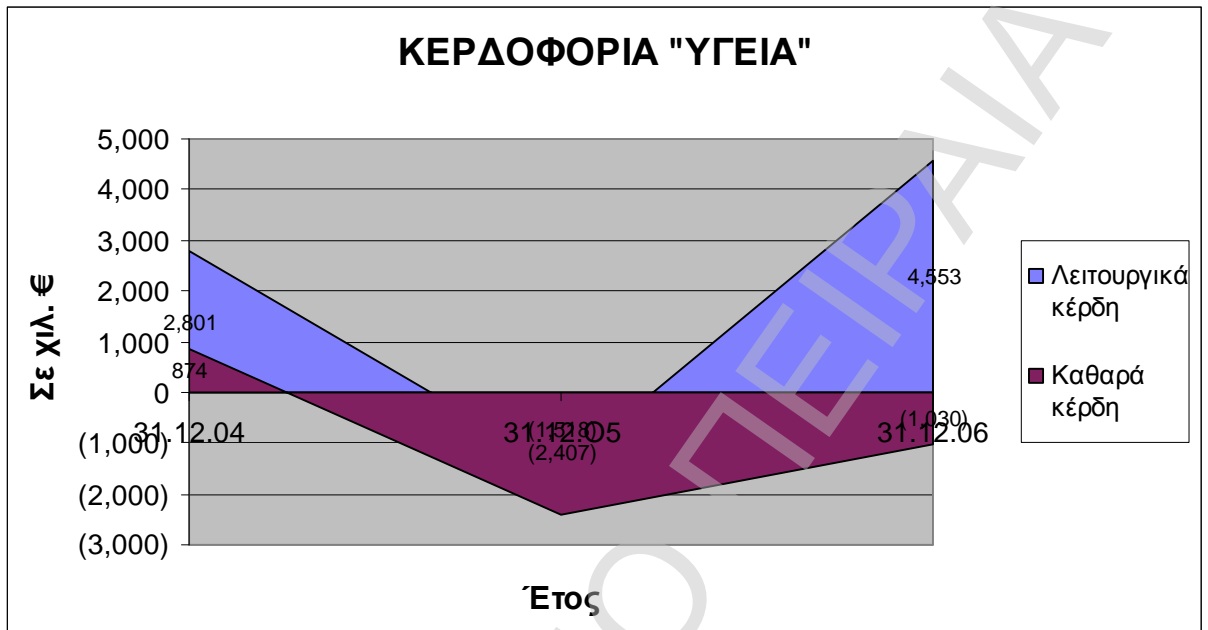
καθαρού κέρδους συνεπώς διαμορφώθηκε στο -1% το 2006 από -3% το 2005 και 1% το 2004.

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζουμε συνοπτικά την εξέλιξη των περιθωρίων κερδοφορίας του «ΥΓΕΙΑ» για την τελευταία τριετία:

ΠΙΝΑΚΑΣ 11 : Πίνακας εξέλιξης περιθωρίων κερδοφορίας «ΥΓΕΙΑ»

	Χρήση 2004	Χρήση 2005	Χρήση 2006
Περιθώριο μικτού κέρδους	17%	15%	21%
Περιθώριο EBITDA	17%	7%	12%
Περιθώριο λειτουργικής Κερδοφορίας	5%	-2%	5%
Περιθώριο καθαρής προ φόρων κερδοφορίας	-2%	-3%	1%
Περιθώριο καθαρής μετά από φόρους κερδοφορίας	1%	-3%	-1%

Προκειμένου να γίνει πιο ευκρινής η πορεία της κερδοφορίας του «ΥΓΕΙΑ», παρουσιάζουμε το παρακάτω διάγραμμα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 : Κερδοφορία «ΥΓΕΙΑ»

Ο Όμιλος του «ΥΓΕΙΑ» παρουσιάζει καλύτερη πορεία όσον αφορά την κερδοφορία του συγκριτικά με τη μητρική. Πιο συγκεκριμένα, τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους του Ομίλου διαμορφώθηκαν στις για τη χρήση του 2006 στο € 1 εκατομμύριο, από ζημιές € 2,3 εκατομμύρια το 2005. Το περιθώριο καθαρής κερδοφορίας του Ομίλου διαμορφώθηκε το 2006 στο 1,1% από - 2,8% το 2005. Όσον αφορά τα αποτελέσματα του Ομίλου αναφέρουμε τα εξής:

1. Ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος ανήλθε στα € 2 εκατομμύρια.
2. Η κερδοφορία του Ομίλου οφείλεται στα κέρδη από συγγενείς εταιρείες ύψους € 2,4 εκατομμύρια, τα οποία είναι μη επαναλαμβανόμενα κέρδη. Αυτά προέκυψαν ως εξής: Τον Απρίλιο του 2006 ολοκληρώθηκε η απόκτηση 8,4 εκατομμυρίων μετοχών της «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ», εκ των οποίων οι μισές αποκτήθηκαν άμεσα και οι υπόλοιπες έμμεσα

(συγκεκριμένα μέσω της εξαγοράς της «ΑΕ ΜΗΤΕΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ», από την οποία προέκυψε μεταβολή στα ενοποιημένα κέρδη κατά € 2,35 εκατομμύρια.

Η βελτίωση της μικτής κερδοφορίας που εμφανίστηκε στη χρήση του 2006 συνεχίζεται και στο α' τρίμηνο του 2007, τόσο για τη μητρική όσο και για τον Όμιλο. Πιο συγκεκριμένα, τα κέρδη μετά από φόρους της μητρικής ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 6 εκατομμύρια, από € 0,5 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006. Τα καθαρά μετά από φόρους κέρδη του Ομίλου ανήλθαν το α' τρίμηνο του 2007 στα € 5,6 εκατομμύρια, σε σχέση με τα € 0,6 εκατομμύρια την αντίστοιχη περίοδο του 2006.

Για το σύνολο του 2007 η Διοίκηση της εταιρείας αναμένει σημαντικά θετικά αποτελέσματα, καθώς η χρήση του 2006 επιβαρύνθηκε με μη επαναλαμβανόμενες δαπάνες € 10 εκατομμυρίων, οι οποίες αφορούν κατά κύριο λόγο προβλέψεις, αποζημιώσεις και τόκους. Σημειώνουμε πάντως ότι και στο 2007 είναι σίγουρο ότι θα γίνουν κάποιες προβλέψεις – καθώς στα πλαίσια της καθημερινής λειτουργίας της εταιρείας είναι δεδομένο ότι κάποιοι πελάτες δε θα ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους – ενώ αν συναφθούν τα σχεδιαζόμενα ομολογιακά δάνεια, τα χρηματοοικονομικά έξοδα θα παρουσιάσουν αύξηση. Επιπλέον εντός του 2007 θα προκύψουν και κάποιες φορολογικές διαφορές, οι οποίες είναι πιθανόν να είναι υψηλότερες από τις προβλέψεις που έχει κάνει η εταιρεία.

Για τα επόμενα χρόνια – και μετά την είσοδο της Marfin Capital στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας – αναμένεται η επέκταση της εταιρείας μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Άμεσα θα πρέπει να ολοκληρωθεί η διαδικασία

συγχώνευσης με τη «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ». Στην παρούσα φάση δεν είμαστε σε θέση να προβλέψουμε κατά πόσο η πολιτική αυτή θα αποδειχθεί οικονομικά σωστή, καθώς δεν έχουμε στοιχεία από ανάλογες τέτοιες προσπάθειες στη χώρα μας, αν και η αγορά δείχνει να έχει υψηλές προσδοκίες¹⁸. Σημειώνουμε πάντως, ότι μελέτες έχουν αποδείξει ότι το 70% των συγχωνεύσεων καταλήγουν σε αποτυχία, για διάφορους λόγους¹⁹.

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 12 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
Σε εκατ. €	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
Καθαρά κέρδη μητρικής 2006	20,2	14,1	-1
Μεταβολή έναντι 2005	52%	79%	-60%
Καθαρά κέρδη Ομίλου 2006	13,1	16,3	1
Μεταβολή έναντι 2005	125,9%	35,8%	-
Περιθώριο μικτού κέρδους μητρικής 2006	40%	23%	21%
Περιθώριο EBITDA μητρικής 2006	36%	15%	12%

¹⁸ Δημητρακόπουλος Κωνσταντίνος 6/7/2007: "Greek Healthcare Sector Update", www.nbg.gr

¹⁹ Daft R.L. (2000): "Management", 5th edition, Dryden

Περιθώριο λειτουργικής Κερδοφορίας μητρικής 2006	31%	11%	5%
Περιθώριο καθαρής προ φόρων κερδοφορίας μητρικής 2006	32%	8%	1%
Περιθώριο καθαρής μετά από φόρους κερδοφορίας μητρικής 2006	23%	6%	-1%

Από τη μελέτη των ανωτέρω παρατηρούμε ότι η «ΙΑΣΩ» έχει τα μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους. Μάλιστα, με τα αναμενόμενα κερδοφόρα αποτελέσματα των θυγατρικών της (κυρίως της «ΙΑΣΩ GENERAL») είναι πιθανό και ο Όμιλος να είναι πρώτος σε κερδοφορία σε απόλυτα νούμερα στην Ελλάδα, παρόλο που σε επίπεδο εσόδων απέχει σημαντικά από τον ηγέτη της αγοράς, το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ». Αυτό είναι πιθανό να οφείλεται στο γεγονός ότι η «ΙΑΣΩ» λειτουργεί ένα μικρό αριθμό μεγάλων μονάδων, που της επιτρέπει να έχει σημαντικές οικονομίες κλίμακας και καλύτερο έλεγχο των δαπανών. Το «ΥΓΕΙΑ» από την άλλη πλευρά αναμένεται με τη νέα Διοίκηση να δείξει τη δυναμική του και να καταστεί κερδοφόρο, και ένα θετικό δείγμα έχει ήδη δοθεί με τα αποτελέσματα του α' τριμήνου.

Θέλοντας να κάνουμε μία πρόβλεψη για την κερδοφορία των τριών υπό εξέταση εταιρειών για τα επόμενα χρόνια, θα εστιάζαμε την προσοχή μας στους εξής παράγοντες που αφορούν την κάθε εταιρεία ξεχωριστά:

1. Η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» είναι η πιο ώριμη από τις τρεις με ηγετική θέση στην ελληνική αγορά και την πιο έτοιμη βάση για επέκταση στην αγορά των Βαλκανίων. Η μελλοντική της κερδοφορία θα επηρεαστεί σημαντικά από την πορεία των εργασιών της στο εξωτερικό, οι οποίες αναμένεται χρόνο με το χρόνο να λαμβάνουν μεγαλύτερη βαρύτητα.
2. Η «ΙΑΣΩ» έχει να ολοκληρώσει το επενδυτικό της σχέδιο στην ελληνική αγορά. Θα πρέπει να «αποδείξει» ότι μπορεί να επιτυγχάνει υψηλά περιθώρια κερδοφορίας και σε μικρότερης δυναμικότητας μονάδες.
3. Η «ΥΓΕΙΑ» θα προσπαθήσει μέσω εξαγορών να ενδυναμώσει τη θέση της στην αγορά, οπότε η μελλοντική της πορεία εξαρτάται από την ικανότητά της να αφομοιώσει τις επιχειρήσεις που θα απορροφά και να βελτιώνει την κερδοφορία τους. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί το πιο «δύσκολο» στοίχημα μεταξύ των τριών εταιρειών.

Δ. Επενδυτικοί Δείκτες

Ι. ΙΑΣΩ

- ✓ Η αποδοτικότητα των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων της εταιρείας «ΙΑΣΩ» ανήλθε το 2006 σε 13,95% από 10,5% το 2005 και η αποδοτικότητα των Ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους) ήταν 10,74% το 2006 από 7,52% το 2005.
- ✓ Τα κέρδη ανά μετοχή ήταν €0,4584 το 2006 και €0,3017 το 2005, ενώ μέρισμα για το 2007 θα ανέλθει στο €0,20.
- ✓ Το ύψος του μερίσματος του 2006 ανήλθε σε €0,30. Καθώς η τιμή της μετοχής στο ΧΑΑ ανέρχεται περίπου σε €11,50, προκύπτει η μερισματική απόδοση, η οποία ανέρχεται σε 2,6%. Σημειώνουμε ότι στη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας στις 29 Ιουνίου 2007 αποφασίστηκε η επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους ύψους €1 ανά μετοχή. Σε περίπτωση που συμπεριληφθεί και αυτό το (έκτακτο) ποσό, τότε η μερισματική απόδοση ανέρχεται συνολικά στο 11,3%
- ✓ Ο δείκτης P/E (Price Earnings Ratio – Δείκτης Τιμής προς Κέρδη) ανέρχεται σε 25,09.
- ✓ Ο δείκτης P/BV (Price Book Value Ratio – Δείκτης Τιμής προς Λογιστική Αξία) ανέρχεται σε 2,69.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

- ü Η αποδοτικότητα των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων της εταιρείας «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» ανήλθε το 2006 σε 8,74% από 7,36% το 2005 και η αποδοτικότητα των Ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους) ήταν 8,9% το 2006 από 5,33% το 2005. Παρατηρείται δηλαδή μία σημαντική βελτίωση στους δείκτες αποδοτικότητας, λόγω της σημαντικής αύξησης της καθαρής κερδοφορίας κατά την τελευταία χρήση.
- ü Τα κέρδη ανά μετοχή ήταν € 0,17 το 2006 και € 0,09 το 2005. Σημειώνουμε ότι ο αριθμός των μετοχών παρέμεινε σταθερός στα 83.985.980 τεμάχια.
- ü Το ύψος του μερίσματος του 2006 ανήλθε σε € 0,06 (από 0,04 το 2005). Καθώς η τιμή της μετοχής στο ΧΑΑ ανέρχεται περίπου σε € 6,00, προκύπτει η μερισματική απόδοση, η οποία ανέρχεται σε 1%.
- ü Ο δείκτης P/E (Price Earnings Ratio – Δείκτης Τιμής προς Κέρδη) με τιμή μετοχής € 6,00 ανέρχεται σε 35,7.
- ü Ο δείκτης P/BV (Price Book Value Ratio – Δείκτης Τιμής προς Λογιστική Αξία) ανέρχεται σε 3,17.

III. ΥΓΕΙΑ

- ü Η αποδοτικότητα των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων της εταιρείας «ΥΓΕΙΑ» ανήλθε το 2006 σε 3,2% από αρνητικό 1,7% το 2005 και η αποδοτικότητα των Ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους)

ήταν αρνητικό 1% το 2006 από αρνητικό 6,06% το 2005. Παρατηρείται δηλαδή μία βελτίωση στους εν λόγω δείκτες, λόγω της βελτίωσης των αποτελεσμάτων.

- ü Τα κέρδη ανά μετοχή ήταν αρνητικά (δηλαδή ζημιές) € 0,024 το 2006 και αρνητικά € 0,05 το 2005. Ο αριθμός των μετοχών αυξήθηκε στα 64.200.000 τεμάχια κατά τη διάρκεια της χρήσης του 2006, λόγω της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, από 42.800.000 τεμάχια το 2005.
- ü Η εταιρεία δεν προχώρησε σε διανομή μερίσματος, λόγω των αρνητικών αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης. Συνεπώς, η μερισματική απόδοση ανέρχεται σε 0%.
- ü Ο δείκτης P/E (Price Earnings Ratio – Δείκτης Τιμής προς Κέρδη) είναι αρνητικός και δεν έχει ουσία να υπολογιστεί.
- ü Ο δείκτης P/BV (Price Book Value Ratio – Δείκτης Τιμής προς Λογιστική Αξία) με τιμή μετοχής € 4,50 ανέρχεται σε 2,93.

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 13 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
2006	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
αποδοτικότητα συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων	13,95%	8,74%	3,2%

αποδοτικότητα Ιδίων κεφαλαίων	10,74%	8,9%	-1%
Κέρδη ανά μετοχή	€0,4584	€0,17	€ - 0,024
Μερισματική Απόδοση	2,6%	1%	0%
P/E	25,09	35,7	(αρνητικός)
P/BV	2,69	3,17	2,93

Από την παραπάνω ανάλυση παρατηρούμε ότι η «ΙΑΣΩ» παρουσιάζει τους καλύτερους επενδυτικούς δείκτες, γεγονός που οφείλεται στη μεγαλύτερη κερδοφορία της. Είναι μάλιστα άξιο λόγου, ότι παρά τη μεγάλη κεφαλαιακή της βάση, κατορθώνει η αποδοτικότητα των απασχολούμενων και των ιδίων κεφαλαίων της να είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτήν του «ΙΑΤΡΙΚΟΥ ΑΘΗΝΩΝ», ενώ η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αναμένεται να βελτιωθεί ακόμα περισσότερο με την προγραμματισμένη επιστροφή κεφαλαίου. Το «ΥΓΕΙΑ» είναι ζημιογόνο, οπότε και οι επενδυτικοί του δείκτες είναι αρνητικοί.

Σημειώνουμε βέβαια ότι δείκτες όπως οι P/E και P/BV ενσωματώνουν προβλέψεις της αγοράς για τη μελλοντική κερδοφορία των εταιρειών. Η αγορά δείχνει να εκτιμά ιδιαίτερα τις προοπτικές της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ», μετά και την είσοδο της Γερμανικής εταιρείας στο μετοχικό της κεφάλαιο και τις δυνατότητες που της διανοίγονται για δυναμική επέκταση στις αγορές των Βαλκανικών χωρών. Όσον αφορά το «ΥΓΕΙΑ», η αγορά μάλλον αναμένει σημαντική ανάπτυξή του με τη στήριξη από το νέο μέτοχο (Marfin Capital), σε κάθε περίπτωση όμως η υψηλή κεφαλαιοποίηση της εταιρείας καθιστά τις απαιτήσεις εξίσου υψηλές. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο δείκτης P/BV του

«ΥΓΕΙΑ» κινείται στα ίδια επίπεδα με τις άλλες εξεταζόμενες εταιρείες, οι οποίες όμως είναι κερδοφόρες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

E. Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Βασικό χαρακτηριστικό των ισολογισμών και των τριών εξεταζόμενων εταιρειών είναι οι σημαντικές επενδύσεις τους σε πάγια, και πιο συγκεκριμένα σε κτίρια (καθώς τα νοσοκομεία χρειάζονται εκ των πραγμάτων πολλά τετραγωνικά μέτρα για την εγκατάσταση των εργαστηρίων, χειρουργείων κλπ. και των κλινών) και σε μηχανήματα. Αν σε αυτά προσθέσουμε και τις συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις – θυγατρικές, είναι εύκολο να καταλάβουμε ότι οι εταιρείες είναι αναγκασμένες να χρηματοδοτούνται με μακροπρόθεσμα κεφάλαια, ήτοι μετοχικό κεφάλαιο και μακροπρόθεσμα δάνεια. Στη συνέχεια του παρόντος υποκεφαλαίου αναλύουμε την εξέλιξη της καθαρής θέσης και των υποχρεώσεων των εταιρειών, καθώς και τη μεταξύ τους σχέση.

I. ΙΑΣΩ

Η συνολική καθαρή θέση της εταιρείας «ΙΑΣΩ» διαμορφώθηκε το 2006 στα € 188,2 εκατομμύρια από € 176,8 εκατομμύρια το 2005 και 167,9 εκατομμύρια το 2004. Η αύξηση της καθαρής θέσης το 2006 οφείλεται λόγο στην αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρείας κατά € 26,4 εκατομμύρια με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών (κερδών εις νέο προηγούμενων χρήσεων), μετά την από 30/6/2006 σχετική απόφαση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης. Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου έγινε με αύξηση της ονομαστικής αξίας

της μετοχής από € 0,93 σε € 1,53 και όχι με έκδοση νέων μετοχών. Ουσιαστικά η αύξηση της Καθαρής θέσης της «ΙΑΣΩ» την τελευταία τριετία προκύπτει από την κερδοφορία της και τη διακράτηση αυτών των κερδών στο λογαριασμό «Κέρδη εις νέο».

Αντίστοιχη πορεία με της μητρικής έχει η καθαρή θέση του Ομίλου, η οποία διαμορφώθηκε το 2006 στα € 150,5 εκατομμύρια από € 144,9 εκατομμύρια το 2005 και 143,3 εκατομμύρια το 2004. Παρατηρούμε ότι η καθαρή θέση του Ομίλου είναι σημαντικά χαμηλότερη από αυτή της μητρικής, γεγονός που οφείλεται στις «Ζημιές εις νέον» των θυγατρικών (αυτές ανήλθαν σε € 35,4 εκατομμύρια στις 31/12/2006).

Η καθαρή θέση μητρικής και ομίλου είναι αυξημένη στις 31//3/2007 στα € 195,1 εκατομμύρια και € 157,6 εκατομμύρια αντίστοιχα, λόγω της κερδοφορίας του τριμήνου.

Παρά την αύξηση των πωλήσεων, αλλά και των συνεχιζόμενων επενδύσεων σε πάγια και συμμετοχές, το σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας παρουσίασε το 2006 μείωση κατά € 4 εκατομμύρια. Ο κύριος λόγος για αυτή την εξέλιξη είναι η σταδιακή αποπληρωμή του μακροπρόθεσμου δανεισμού της εταιρείας, η οποία είναι δυνατή χάρη στις ισχυρές λειτουργικές ροές της εταιρείας (οι ροές θα αναλυθούν στη συνέχεια). Συνεπώς ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια) διαμορφώθηκε στις 31/12/2006 στο 0,20/1 από 0,23/1 στις 31/12/2005 και 0,33/1 στις 31/12/2004. Γενικότερα, η εταιρεία παρουσιάζει ένα εξαιρετικά χαμηλό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, το οποίο αυξάνει το κόστος των κεφαλαίων της. Για αυτό το λόγο στη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας στις 29 Ιουνίου 2007 αποφασίστηκε η επιστροφή

κεφαλαίου στους μετόχους ύψους € 1 ανά μετοχή. Καθώς η εταιρεία έχει 44 εκατομμύρια μετοχές, η καθαρή της θέση θα περιοριστεί στα € 144,2 εκατομμύρια, και ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης θα διαμορφωθεί στο 0,26/1. Για τον υπολογισμό των ανωτέρω χρησιμοποιήσαμε τα στοιχεία της 31/12/2006. Σημειώνουμε επίσης δύο θέματα:

1. Η χρηματοδότηση αυτής της κίνησης αναμένεται να γίνει με δανειακά κεφάλαια. Συνεπώς ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης αναμένεται να τελικώς να διαμορφωθεί στο 0,56/1.
2. Ο δανεισμός θα πρέπει να είναι μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, διαφορετικά η εταιρεία θα αντιμετωπίσει σημαντικά αρνητικό κεφάλαιο κίνησης, το οποίο θα επηρεάσει τους δείκτες ρευστότητάς της.

Η εικόνα στον Όμιλο είναι διαφορετική. Ο λόγος είναι ότι οι ζημιογόνες χρήσεις και ως εκ τούτου οι αρνητικές λειτουργικές ροές σε συνδυασμό με τις επενδυτικές ανάγκες οδήγησαν τον Όμιλο στην ανάγκη χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια. Οι συνολικές υποχρεώσεις διαμορφώθηκαν στις 31/12/2006 στα € 118,3 εκατομμύρια από € 114,3 εκατομμύρια στις 31/12/2005, λόγω της αύξησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Πάντως, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης διαμορφώθηκε σε επίπεδα σαφώς κάτω της μονάδας, και συγκεκριμένα στις 31/12/2006 στο 0,79/1 από 0,79/1 στις 31/12/2005 – παρέμεινε δηλαδή ακριβώς στα ίδια επίπεδα. Σημειώνουμε ότι η θυγατρική ΙΑΣΩ GENERAL έχει λάβει Ομολογιακό Δάνειο με υπόλοιπο στις 31/12/2005 ύψους € 44,5 εκατομμυρίων με προσημείωση ύψους € 54 εκατομμυρίων, το οποίο επηρεάζει σημαντικά το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Οι δείκτες δεν αλλάζουν σημαντικά σύμφωνα με τα στοιχεία της 31/3/2007. Η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας διαμορφώνεται στο 0,21/1 και αυτής του Ομίλου στο 0,81/1.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η συνολική καθαρή θέση της εταιρείας «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» διαμορφώθηκε το 2006 στα € 158,9 εκατομμύρια από € 148,1 εκατομμύρια το 2005 και 142,7 εκατομμύρια το 2004. Η αύξηση της καθαρής θέσης το 2006 οφείλεται στη διακράτηση του μεγαλύτερου μέρους των κερδών στο λογαριασμό «Κέρδη εις νέο». Σημειώνουμε ότι η εταιρεία διανέμει περίπου το 30% των κερδών της ως μέρισμα, ενώ τα υπόλοιπα παρακρατούνται για να προχωρήσει το επενδυτικό πρόγραμμα της εταιρείας.

Η καθαρή θέση του Ομίλου αντιθέτως μειώθηκε στο εξεταζόμενο διάστημα. Πιο συγκεκριμένα, αυτή διαμορφώθηκε το 2006 στα € 153 εκατομμύρια από € 163,2 εκατομμύρια το 2005 και 155,5 εκατομμύρια το 2004. Παρατηρούμε μάλιστα ότι η καθαρή θέση του Ομίλου ήταν υψηλότερη από αυτήν της μητρικής μέχρι και το 2005, γεγονός που άλλαξε από το 2006. Ο λόγος για τη μείωση της καθαρής θέσης του Ομίλου - μέσω της μείωσης των «Κερδών εις νέον» - είναι ο εξής: Ο Όμιλος απέκτησε στο β' τρίμηνο του 2006 το 44% της θυγατρικής εταιρείας «Ιατρική Τεχνική ΑΒΕΕ» και πλέον κατέχει το 100% αυτής. Για την απόκτηση του 44% των μετοχών της εταιρείας, ο Όμιλος δαπάνησε € 21,3 εκατομμύρια, τα οποία όμως μείωσαν ισόποσα την ενοποιημένη καθαρή θέση του, καθώς προήλθαν από εξαγορά θυγατρικής στην οποία ο Όμιλος ήδη ασκούσε τον έλεγχο. Η καθαρή θέση του Ομίλου δε

μειώθηκε βέβαια κατά το ποσό των € 21,3 εκατομμυρίων, λόγω των παρακρατούμενων «Κερδών εις Νέον» της μητρικής και των υπολοίπων εταιρειών που ενοποποιούνται.

Η καθαρή θέση μητρικής και ομίλου είναι αυξημένη στις 31//3/2007 στα € 166,5 εκατομμύρια και € 160,8 εκατομμύρια αντίστοιχα, λόγω της κερδοφορίας του τριμήνου. Η καθαρή θέση μητρικής και Ομίλου αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω κατά € 5,36 εκατομμύρια μέσα στο 2007, μετά την από 18 Δεκεμβρίου 2006 απόφαση της Γενικής Συνέλευσης για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, προκειμένου να εισέλθουν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας κάποιοι συνεργαζόμενοι ιατροί.

Οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας παρουσίασαν σημαντική αύξηση μέσα στο 2006. Πιο συγκεκριμένα, οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας ανήλθαν στις 31/12/2006 στα € 214,8 εκατομμύρια από € 153,1 εκατομμύρια στις 31/12/2005. Τη σημαντικότερη αύξηση παρουσίασαν οι λογαριασμοί του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού και των εμπορικών υποχρεώσεων. Με την αύξηση των υποχρεώσεων χρηματοδοτήθηκαν κατά κύριο λόγο η αύξηση των εμπορικών απαιτήσεων, αλλά και οι επενδύσεις σε πάγια (με κυριότερη επένδυση τα € 21,3 εκατομμύρια για την εξαγορά του υπολειπόμενου 44% της «Ιατρική Τεχνική ABEE», ενώ επενδύθηκαν € 18,3 εκατομμύρια σε όλων των κατηγοριών ενσώματα πάγια). Συνεπώς ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια) διαμορφώθηκε στις 31/12/2006 στο 1,82/1 από 1,62/1 στις 31/12/2005 και 1,61/1 στις 31/12/2004.

Τα δύο σημαντικότερα θέματα που αφορούν την εξέλιξη της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας είναι τα εξής:

- ü Η καθαρή θέση θα αυξηθεί κατά € 5,36 εκατομμύρια με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, προκειμένου να εισέλθουν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας κάποιοι συνεργαζόμενοι ιατροί.
- ü Στη Γενική Συνέλευση της 18^{ης} Δεκεμβρίου 2006 ελήφθη η απόφαση για έκδοση κοινού ομολογιακού δανείου ύψους € 150 εκατομμυρίων. Μέρος αυτού του δανείου αναμένεται να χρησιμοποιηθεί για την αναχρηματοδότηση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού (αφού η εταιρεία παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης) – οπότε δε θα επηρεάσει τη δανειακή επιβάρυνση, ενώ το υπόλοιπο θα χρησιμοποιηθεί για επενδυτικούς σκοπούς.
- ü Αν θεωρήσουμε ότι η καθαρή αύξηση του δανεισμού θα ανέλθει στα € 70 εκατομμύρια, και συνυπολογίζοντας την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, τότε ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης αναμένεται να διαμορφωθεί στις 31/12/2007 στο 2,19/1, χωρίς να λαμβάνονται υπ' όψη τυχόν κέρδη εις νέον από την τρέχουσα χρήση.

Η εικόνα στον Όμιλο είναι αντίστοιχη με αυτήν της μητρικής, καθώς τα μεγέθη των υπολοίπων εταιρειών που ενοποιούνται στον ισολογισμό του Ομίλου είναι πολύ μικρά σε σχέση με αυτά της μητρικής. Οι συνολικές υποχρεώσεις διαμορφώθηκαν στις 31/12/2006 στα € 213,3 εκατομμύρια από € 151,9 εκατομμύρια στις 31/12/2005, λόγω της αύξησης των βραχυπρόθεσμων

υποχρεώσεων. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης διαμορφώθηκε στις 31/12/2006 στο 1,91/1 από 1,48/1 στις 31/12/2005.

Οι δείκτες δεν αλλάζουν σημαντικά σύμφωνα με τα στοιχεία της 31/3/2007. Η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας διαμορφώνεται στο 1,83/1 και αυτής του Ομίλου στο 1,89/1.

III. ΥΓΕΙΑ

Η συνολική καθαρή θέση της εταιρείας «ΥΓΕΙΑ» διαμορφώθηκε το 2006 στα € 98,6 εκατομμύρια από € 39,7 εκατομμύρια το 2005 και 49,4 εκατομμύρια το 2004. Η αύξηση της καθαρής θέσης το 2006 οφείλεται στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Τα συνολικά έσοδα της έκδοσης ανήλθαν στα € 59,9 εκατομμύρια, εκ των οποίων τα € 8,8 εκατομμύρια (= 21.400.000 νέες μετοχές * ονομαστική αξία κάθε μετοχής € 0,41) αύξησαν το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, ενώ τα υπόλοιπα € 51,1 εκατομμύρια (= 21.400.000 νέες μετοχές * [τιμή έκδοσης € 2,80 μείον την ονομαστική αξία κάθε μετοχής € 0,41]) καταχωρήθηκαν στα ειδικά αποθεματικά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο. Η μείωση της καθαρής θέσης από το 2004 στο 2005 οφείλεται κύρια στη διανομή μερίσματος € 7,2 εκατομμυρίων.

Η καθαρή θέση του Ομίλου επίσης αυξήθηκε στο εξεταζόμενο διάστημα. Πιο συγκεκριμένα, αυτή διαμορφώθηκε το 2006 στα € 100,8 εκατομμύρια από € 40 εκατομμύρια το 2005 και 49,6 εκατομμύρια το 2004. Παρατηρούμε ότι η καθαρή θέση του Ομίλου είναι διαχρονικά υψηλότερη από αυτήν της μητρικής.

Η καθαρή θέση μητρικής και ομίλου είναι αυξημένη στις 31//3/2007 στα € 104,6 εκατομμύρια και € 106,5 εκατομμύρια αντίστοιχα, λόγω της κερδοφορίας του τριμήνου.

Οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας παρέμειναν ουσιαστικά στα ίδια επίπεδα κατά τη διάρκεια του 2006. Πιο συγκεκριμένα, οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας ανήλθαν στις 31/12/2006 στα € 90,6 εκατομμύρια από € 91,7 εκατομμύρια στις 31/12/2005, με τους επιμέρους λογαριασμούς υποχρεώσεων να παρουσιάζουν μικρές διακυμάνσεις. Η πιο σημαντική μεταβολή είναι η μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας κατά € 2,6 εκατομμύρια. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια) διαμορφώθηκε στις 31/12/2006 στο 0,92/1 από 2,31/1 στις 31/12/2005 και 1,65/1 στις 31/12/2004.

Η πιο ουσιαστική εξέλιξη όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας το 2006 είναι η σημαντική αύξηση κεφαλαίου. Τα κεφάλαια που προέκυψαν από αυτή την αύξηση δεν κατευθύνθηκαν σε μείωση των υποχρεώσεων, αλλά στην επένδυση για την εξαγορά της «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ» και της «ΑΕ ΜΗΤΕΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ».

Για το 2007 αναμένεται η έκδοση του Ομολογιακού Δανείου ύψους € 300 εκατομμυρίων, το οποίο επίσης θα χρησιμοποιηθεί κατά το μεγαλύτερο μέρος του σε εξαγορές επιχειρήσεων και λοιπές επενδύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα. Αν θεωρήσουμε ότι η καθαρή αύξηση του δανεισμού θα είναι € 300 εκατομμύρια, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης αναμένεται να διαμορφωθεί στις 31/12/2007 στο 3,96/1, χωρίς να λαμβάνονται υπ' όψη τυχόν κέρδη εις νέον από την τρέχουσα χρήση και θα είναι ο υψηλότερος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης μεταξύ των εταιρειών που εξετάζουμε.

Η εικόνα στον Όμιλο είναι αντίστοιχη με αυτήν της μητρικής. Οι συνολικές υποχρεώσεις διαμορφώθηκαν στις 31/12/2006 στα € 98,6 εκατομμύρια από € 91,3 εκατομμύρια στις 31/12/2005, λόγω της αύξησης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και κυρίως του λογαριασμού των αναβαλλόμενων φόρων εισοδήματος. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης διαμορφώθηκε στις 31/12/2006 στο 0,98/1 από 2,28/1 στις 31/12/2005.

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης εμφανίζεται ελαφρά βελτιωμένος σύμφωνα με τα στοιχεία της 31/3/2007. Η δανειακή επιβάρυνση της μητρικής διαμορφώνεται στο 0,86/1 και αυτής του Ομίλου στο 0,92/1.

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 14 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
Σε εκατ. €	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
Καθαρή θέση μητρικής 2006	188,2	158,9	98,6
Καθαρή θέση Ομίλου 2006	150,5	153	100,8
Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης μητρικής 2006	0,20	1,82	0,92

δείκτης δανειακής επιβάρυνσης Ομίλου 2006	0,79	1,91	0,98
Αναμενόμενος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης μητρικής 31/12/2007	0,56	2,19	3,96

Από την ανάλυση των στοιχείων της κεφαλαιακής διάρθρωσης παρατηρούμε ότι η εταιρεία με τη μεγαλύτερη κεφαλαιακή επάρκεια είναι η «ΙΑΣΩ». Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης κινείται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα συγκριτικά με τις άλλες δύο εξεταζόμενες εταιρείες, ενώ αναμένεται να παραμείνει σε επίπεδα σημαντικά χαμηλότερα της μονάδας, ακόμα και μετά την επιστροφή του κεφαλαίου. Ο Όμιλος παρουσιάζει ψηλότερο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, αλλά αυτός θα βελτιωθεί όταν η «ΙΑΣΩ GENERAL» καταστεί κερδοφόρος, το οποίο αναμένεται μάλιστα από φέτος.

Το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» έχει υψηλότερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης από το «ΙΑΣΩ», κυμαίνεται όμως σε λογικά επίπεδα. Σημειώνουμε πάντως ότι οι νέες επενδυτικές κινήσεις της εταιρείας αναμένεται να αυξήσουν περαιτέρω τις υποχρεώσεις και συνεπώς και τη δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας. Χρειάζεται πλέον η εταιρεία να αναχρηματοδοτήσει τις βραχυπρόθεσμες δανειακές της υποχρεώσεις, καθώς αυτές αναλογούν στο 83% των πωλήσεων.

Το «ΥΓΕΙΑ» έχει δείκτη δανειακής επιβάρυνσης κάτω της μονάδας μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου στη χρήση του 2006. Η σχεδιαζόμενη όμως επενδυτική δραστηριότητα, η οποία θα χρηματοδοτηθεί με δανειακά κεφάλαια θα αυξήσει τη δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας σε υψηλά επίπεδα. Στην

περίπτωση που όντως αναληφθεί το ν λόγω ομολογιακό δάνειο θα πρέπει να δοθεί σημασία στη δυνατότητα της εταιρείας να αποπληρώνει τόκους και χρεολύσια: Υπολογίζοντας ένα επιτόκιο της τάξης του 5% ετησίως, μόνο οι τόκοι ανέρχονται στα € 15 εκατομμύρια. Αν η διάρκεια του δανείου είναι δεκαετής, τα χρεολύσια θα είναι επιπλέον € 30 εκατομμύρια. Η εξέταση του επενδυτικού σχεδίου της εταιρείας είναι απαραίτητη πριν ληφθεί κάποια απόφαση.

ΣΤ. Επενδύσεις – Σύνολο Παγιοποιήσεων

Ο κλάδος των υπηρεσιών υγείας είναι μία «βιομηχανία» εντάσεως κεφαλαίου - λόγω των απαιτούμενων υποδομών σε κτίρια και επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό και ξενοδοχειακή υποδομή - και συνεπώς είναι λογικό να εξετάσουμε πώς έχουν εξελιχθεί οι συνολικές παγιοποιήσεις των τριών εταιρειών την τελευταία τριετία. Και οι τρεις εταιρείες έχουν βαθμό παγιοποίησης σαφώς άνω του 0,5, γεγονός που τις κατατάσσει στις επιχειρήσεις εντάσεως παγίων.

I. ΙΑΣΩ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τα συνολικά καθαρά πάγια (μετά δηλαδή την αφαίρεση των αποσβέσεων) της μητρικής «ΙΑΣΩ», ανά κατηγορία.

Αναλυτικά, η εξέλιξη των παγιοποιήσεων της «ΙΑΣΩ» έχει ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 15 : Πίνακας Εξέλιξης Παγιοποιήσεων «ΙΑΣΩ»

ΙΑΣΩ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	113,7	112,2
Ασώματα Πάγια	1,1	1
Συμμετοχές	83,4	86,4

Σύνολο Παγιοποιήσεων	198,1	199,6
Σύνολο Ενεργητικού	228	225,4
Βαθμός Παγιοποιήσεως	0,91	0,89

Οι νέες επενδύσεις της «ΙΑΣΩ» ανήλθαν το 2006 σε € 2,9 εκατομμύρια, εκ των οποίων € 1,5 εκατομμύρια επενδύθηκαν σε εξοπλισμό και τα υπόλοιπα σε κτίρια. Σημαντικότερες είναι όμως οι επενδύσεις των υπολοίπων εταιρειών του ομίλου. Τις σημαντικότερες επενδύσεις του Ομίλου αποτελούν η λειτουργία παιδιατρικού κλάδου, η έναρξη της κατασκευής του ΙΑΣΩ Νοτίων Προαστίων και η συνέχιση της κατασκευής του ΙΑΣΩ Θεσσαλίας. Σημειώνουμε ότι στον ισολογισμό της εταιρείας περιλαμβάνονται και οικόπεδα (με άδειες) για την ανάπτυξη νέων μονάδων στην Αττική και τη Θεσσαλονίκη. Ως σύμβουλο για το σχεδιασμό της στρατηγικής επέκτασης εντός και εκτός Ελλάδας η «ΙΑΣΩ» έχει προσλάβει την Boston Consulting Group.

Ένας ακόμα σημαντικός δείκτης – που αφορά και την κεφαλαιακή διάρθρωση - είναι η σχέση των πωλήσεων προς τα συνολικά ενσώματα πάγια της εταιρείας (ή αλλιώς αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων).

Η εξέλιξη του εν λόγω δείκτη την τελευταία διετία για τη μητρική είναι η ακόλουθη:

ΠΙΝΑΚΑΣ 16: Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων «ΙΑΣΩ»

ΙΑΣΩ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	113,7	112,2
Έσοδα	76,7	88,7
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια	0,67	0,79

Η εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια την τελευταία διετία για τον Όμιλο είναι η ακόλουθη:

ΠΙΝΑΚΑΣ 17: Εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια «ΙΑΣΩ»

ΙΑΣΩ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	209,3	211,3
Έσοδα	116,7	143,8
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια	0,56	0,68

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης των εσόδων προς τα καθαρά πάγια του Ομίλου είναι κατά 0,11 μικρότερος από αυτόν της μητρικής. Αυτό υποδηλώνει ότι οι θυγατρικές εταιρείες του Ομίλου έχουν (θεωρητικά) μεγαλύτερα περιθώρια αύξησης των εσόδων τους.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τα συνολικά καθαρά πάγια (μετά δηλαδή την αφαίρεση των αποσβέσεων) της μητρικής «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ», ανά κατηγορία.

Αναλυτικά, η εξέλιξη των παγιοποιήσεων της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» έχει ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 18 : Πίνακας Εξέλιξης Παγιοποιήσεων «ΙΑΤΡΙΚΟ»

ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	251,9	258,6
Ασώματα Πάγια	0,4	0,5
Συμμετοχές	13,6	34,9
Σύνολο Παγιοποιήσεων	253,3	294
Σύνολο Ενεργητικού	387,5	448,3
Βαθμός Παγιοποιήσεως	0,65	0,66

Οι καθαρές νέες επενδύσεις της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» ανήλθαν το 2006 σε € 16 εκατομμύρια, (€ 17,2 εκατομμύρια νέες επενδύσεις μείον € 1,2 εκατομμύρια διαγραφές) και οι οποίες αφορούσαν κύρια ενσώματα πάγια και κάποια ασώματα πάγια. Επιπλέον κατά τη διάρκεια του 2006 έγινε η εξαγορά του υπολοίπου 44% της «Ιατρική Τεχνική ΑΕΒΕ», που περιγράψαμε σε προηγούμενα υποκεφάλαια και η οποία αύξησε κατά το ύψος του κόστους εξαγοράς (€ 21,3 εκατομμύρια) το ύψος των συμμετοχών. Οι επενδύσεις των υπολοίπων εταιρειών του ομίλου κινήθηκαν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα συγκριτικά με την εταιρεία. Πιο συγκεκριμένα, οι νέες επενδύσεις ανήλθαν σε € 1,1 εκατομμύριο, εκ των οποίων € 1 εκατομμύριο αφορά ενσώματα πάγια.

Η εξέλιξη του δείκτη της σχέσης των πωλήσεων προς τα συνολικά ενσώματα πάγια της εταιρείας (ή αλλιώς αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων) την τελευταία διετία για τη μητρική είναι η ακόλουθη:

ΠΙΝΑΚΑΣ 19: Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων «ΙΑΤΡΙΚΟ»

ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	251,9	258,6
Έσοδα	207,7	249,3
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια	0,83	0,96

Η εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια την τελευταία διετία για τον Όμιλο είναι η ακόλουθη:

ΠΙΝΑΚΑΣ 20: Εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια «ΙΑΤΡΙΚΟ»

ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	277,3	283,8
Έσοδα	215,7	254,1
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια	0,78	0,90

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης των εσόδων προς τα καθαρά πάγια του Ομίλου είναι περίπου κατά 0,05 μικρότερος από αυτόν της μητρικής. Αυτό οφείλεται

στο ότι μερικές από τις θυγατρικές του Ομίλου αποτελούν ουσιαστικά πρωτοποριακές επιχειρηματικές προσπάθειες σε νέους τομείς και συνεπώς απαιτούν χρόνο για να αποδώσουν τα προσδοκώμενα.

III. ΥΓΕΙΑ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε την εξέλιξη των συνολικών καθαρών παγίων (μετά δηλαδή την αφαίρεση των αποσβέσεων) της μητρικής «ΥΓΕΙΑ», ανά κατηγορία:

ΠΙΝΑΚΑΣ 21 : Πίνακας Εξέλιξης Παγιοποιήσεων «ΥΓΕΙΑ»

ΥΓΕΙΑ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	95,8	91,7
Ασώματα Πάγια	5	4,4
Συμμετοχές	1	59
Σύνολο Παγιοποιήσεων	101,8	155,1
Σύνολο Ενεργητικού	131,4	189,2
Βαθμός Παγιοποιήσεως	0,77	0,82

Τα ενσώματα πάγια της μητρικής «ΥΓΕΙΑ» ανήλθαν στις 31/12/2006 σε € 91,7 εκατομμύρια από € 95,8 εκατομμύρια στις 31/12/2005, καθώς οι νέες επενδύσεις σε πάγια € 2,2 εκατομμύρια ήταν χαμηλότερα από το ύψος των αποσβέσεων € 5,75 εκατομμύρια. Η αύξηση των συνολικών παγίων της εταιρείας κατά τη διάρκεια του 2006 οφείλεται:

1. Στην εξαγορά του 12,21% της «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ», η οποία ανήλθε στα € 28,9 εκατομμύρια (η καταχώρηση στον ισολογισμό ανέρχεται στα € 27,7 εκατομμύρια, καθώς κατά τη διάρκεια του 2006 η «ΥΓΕΙΑ ΑΕ»

έλαβε μέρισμα € 1,3 εκατομμύρια από τη «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ», και καθώς από αφορούσε κέρδη που είχαν δημιουργηθεί πριν την ημερομηνία εξαγοράς μείωσαν το κόστος αγοράς της συμμετοχής).

2. Στην εξαγορά του 100% της «ΑΕ ΜΗΤΕΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ», η οποία ανήλθε στα € 31,6 εκατομμύρια (η αύξηση του λογαριασμού «επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες» στον ισολογισμό ανέρχεται στα € 30,4 εκατομμύρια, καθώς κατά τη διάρκεια του 2006 η «ΥΓΕΙΑ ΑΕ» έλαβε μέρισμα € 1,3 εκατομμύρια από την «ΑΕ ΜΗΤΕΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ»).

Οι συνολικές παγιοποιήσεις του Ομίλου ακολούθησαν επίσης αυξητική πορεία κατά τη διάρκεια της τελευταίας χρήσης. Πιο συγκεκριμένα, αυτές διαμορφώθηκαν στις 31/12/2006 στα € 199,4 εκατομμύρια από € 131,3 εκατομμύρια στις 31/12/2005. Η αύξηση αυτή είναι μεγαλύτερη από την αύξηση των συνολικών παγιοποιήσεων της μητρικής, γεγονός που οφείλεται στους εξής λόγους:

1. Στις εξαγορές που παρουσιάσαμε ανωτέρω.
2. Στα € 7,2 εκατομμύρια που εκτιμήθηκε η υπεραξία της εξαγοράς της «ΑΕ ΜΗΤΕΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ».
3. Στα € 2,4 εκατομμύρια που αφορά το μερίδιο κέρδους (μετά τη φορολόγηση των δικαιωμάτων) από τη συμμετοχή στη «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ».

Η εξέλιξη του δείκτη της σχέσης των πωλήσεων προς τα συνολικά ενσώματα πάγια της εταιρείας (ή αλλιώς αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων) την τελευταία διετία για τη μητρική είναι η ακόλουθη:

ΠΙΝΑΚΑΣ 22: Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων «ΥΓΕΙΑ»

ΥΓΕΙΑ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	95,8	91,7
Έσοδα	83,5	93,6
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια	0,87	1,02

Η εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια την τελευταία διετία για τον Όμιλο είναι η ακόλουθη:

ΠΙΝΑΚΑΣ 23: Εξέλιξη του δείκτη των εσόδων προς τα καθαρά πάγια «ΥΓΕΙΑ»

ΥΓΕΙΑ (σε εκ. ευρώ)	2005	2006
Ενσώματα Πάγια	94	89,9
Έσοδα	83,6	94,6
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια	0,89	1,05

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης των εσόδων προς τα καθαρά πάγια τόσο της μητρικής όσο και του Ομίλου παρουσίασαν σημαντική αύξηση μέσα στο τελευταίο έτος. Αυτό οφείλεται αφ' ενός στην αύξηση των εσόδων και αφ' ετέρου στη μείωση των ενσώματων παγίων λόγω των αποσβέσεων.

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 24 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
Σε εκατ. €	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
Συνολικά πάγια μητρικής 2006	225,4	294	155,1
Συνολικά πάγια μητρικής 2005	228	253,3	101,8
Βαθμός Παγιοποιήσεως μητρικής 2006	0,89	0,66	0,82
Βαθμός Παγιοποιήσεως μητρικής 2005	0,91	0,65	0,77
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια μητρικής 2006	0,79	0,96	1,02
Δείκτης Εσόδων προς Καθαρά πάγια Ομίλου 2006	0,68	0,90	1,05

Όπως σημειώσαμε και στην εισαγωγή του παρόντος υποκεφαλαίου, και οι τρεις εξεταζόμενες εταιρείες έχουν το σημαντικότερο μέρος του ενεργητικού τους επενδεδυμένο σε πάγια στοιχεία, γεγονός που προκύπτει και από τους σχετικά υψηλούς βαθμούς παγιοποιήσεων.

Από τη μελέτη των στοιχείων για τις παγιοποιήσεις των εταιρειών παρατηρούμε ότι η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» είναι σε θέση αν εκμεταλλεύεται πιο αποδοτικά από τις άλλες εταιρείες τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού της, με την έννοια ότι αυτά μπορούν να δημιουργούν περισσότερες πωλήσεις. Από οφείλεται στο γεγονός ότι οι μονάδες της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» είναι πιο ώριμες και έχουν πλέον καθιερωθεί στην αγορά τους. Επιπλέον όμως είναι και μία πρόκληση για τη διοικητική ομάδα της «ΙΑΣΩ» να επιδιώξουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα όχι μόνο από τις νέες τους μονάδες αλλά και από τη μητρική. Ο λόγος είναι ότι το «ΙΑΣΩ» ως μαιευτήριο έχει καθιερωθεί στη συνείδηση των «ασθενών» ως η πρώτη μαιευτική κλινική – δηλαδή μπορεί να θεωρηθεί ότι έχει ωριμάσει σαν επένδυση – όμως ο δείκτης εσόδων του προς τα καθαρά πάγια είναι σημαντικά χαμηλότερος από αυτόν της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ». Είναι πιθανό να έγιναν κάποιες επενδύσεις σε ιατροτεχνικό εξοπλισμό, οι οποίες δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα.

Όσον αφορά το «ΥΓΕΙΑ», ο δείκτης των εσόδων προς τα καθαρά πάγια είναι ο υψηλότερος μεταξύ των εξεταζόμενων εταιρειών, γεγονός που οφείλεται στην ωρίμανση της κύριας μονάδας της εταιρείας και στο γεγονός ότι δεν έχει επεκταθεί στην υπόλοιπη Ελλάδα ή σε άλλους τομείς ώστε να έχει κάνει πρόσφατα σημαντικές επενδύσεις σε πάγια. Η αναμενόμενη ωστόσο επένδυση για μαιευτική κλινική στο χώρο του Ασκληπείου Βούλας πρόκειται να μειώσει τον εν λόγω δείκτη σε επίπεδα πιο κοντά στις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου.

Z. Ρευστότητα

I. ΙΑΣΩ

Το σύνολο του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας «ΙΑΣΩ» ανέρχεται στις 31/12/2006 σε € 199,6 εκατομμύρια και καλύπτεται επαρκώς από το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων (σύνολο ιδίων κεφαλαίων και σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων). Συνεπώς, η εταιρεία να παρουσιάζει θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης € 3,6 εκατομμυρίων. Στις 31/12/2005 το καθαρό κεφάλαιο κίνησης ήταν αρνητικό € 4 εκατομμυρίων. Η μεταστροφή αυτή του καθαρού κεφαλαίου κίνησης από αρνητικό σε θετικό έχει να κάνει με τη σημαντική αύξηση της καθαρής θέσης κατά € 12 εκατομμύρια περίπου μεταξύ των δύο χρήσεων, τη στιγμή που το συνολικό ύψος των παγίων αυξήθηκε κατά € 1,5 εκατομμύριο.

Το θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης οδηγεί σε δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας άνω της μονάδας. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας κυμαίνεται στις 31/12/2006 στο 1,16 και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας στο 1,06, βελτιωμένοι από τις 31/12/2005, από 0,83 και 0,74 αντίστοιχα. Η μικρή διαφορά μεταξύ των δύο δεικτών (κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας) οφείλεται στα χαμηλά αποθέματα που διατηρεί η «ΙΑΣΩ» (καθώς η διαφορά στον υπολογισμό των δύο δεικτών ρευστότητας είναι ότι ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας δεν περιλαμβάνει το ύψος των αποθεμάτων).

Αντίθετα με την εταιρεία, ο Όμιλος παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης τόσο στις 31/12/2005 όσο και στις 31/12/2006 (€ 19,8 εκατομμύρια και € 15,6 εκατομμύρια αντίστοιχα).

Στις 31/3/2007, η μητρική συνεχίζει να παρουσιάζει θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης ύψους € 7,2 εκατομμυρίων, ενώ ο Όμιλος αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης € 9,2 εκατομμυρίων. Το θετικό σημείο για τον όμιλο είναι ότι μείωσε το αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησής του.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Το σύνολο του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» ανέρχεται στις 31/12/2006 σε € 300,1, τη στιγμή που το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων (σύνολο ιδίων κεφαλαίων και σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων) ανέρχεται σε € 233,6 εκατομμύρια. Συνεπώς, η εταιρεία να παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης € 66,5 εκατομμυρίων. Στις 31/12/2005 το καθαρό κεφάλαιο κίνησης ήταν αρνητικό € 38,6 εκατομμυρίων. Το αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης οφείλεται στο ότι η εταιρεία προχώρησε σε σημαντικές επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό και συμμετοχές με βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, ενώ ταυτόχρονα οι μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις της βαίνουν μειούμενες λόγω της σταδιακής αποπληρωμής των μακροπρόθεσμων τραπεζικών δανείων που έχει λάβει. Με τη λήψη του ομολογιακού δανείου των € 150 εκατομμυρίων και με την προϋπόθεση ότι αυτό θα χρησιμοποιηθεί κατά ένα μέρος για αναχρηματοδότηση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού

δανεισμού, η εταιρεία αναμένεται να παρουσιάσει θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης.

Το αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης οδηγεί σε δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας κάτω της μονάδας. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας κυμαίνεται στις 31/12/2006 στο 0,69 και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας στο 0,67, με επιδείνωση από τις 31/12/2005, από 0,75 και 0,72 αντίστοιχα. Η μικρή διαφορά μεταξύ των δύο δεικτών (κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας) οφείλεται στα χαμηλά αποθέματα που διατηρεί η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ». Σημειώνουμε πάντως ότι η εταιρεία παρουσιάζει την τελευταία τριετία αρνητικό κεφάλαιο κίνησης, χωρίς αυτό όμως να επηρεάζει την βιωσιμότητά της, καθώς η εταιρεία έχει τη δυνατότητα απροβλημάτιστης πρόσβασης στον τραπεζικό δανεισμό. Αυτό προκύπτει από τα εξής στοιχεία:

1. Από την σημαντική αύξηση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού το τελευταίο έτος σε συνδυασμό με τη διαπραγμάτευση για νέο ομολογιακό δάνειο € 150 εκατομμυρίων.
2. Από το γεγονός ότι κανένα από τα ακίνητα της εταιρείας δεν είναι βεβαρημένα με κάποια προσημείωση σε κάλυψη τραπεζικών δανείων [σημείωση 14 στις οικονομικές καταστάσεις της 31/12/2006].

Όπως η μητρική, έτσι και ο Όμιλος παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης τόσο στις 31/12/2006 όσο και στις 31/12/2005 (€ 60,9 εκατομμύρια και € 33,6 εκατομμύρια αντίστοιχα).

Στις 31/3/2007, η μητρική συνεχίζει να παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης ύψους € 58,6 εκατομμυρίων, ενώ ο Όμιλος αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης € 52,8 εκατομμυρίων. Το μειωμένο αρνητικό

καθαρό κεφάλαιο κίνησης μητρικής και Ομίλου οφείλεται στην κερδοφορία του α' τριμήνου.

III. ΥΓΕΙΑ

Το σύνολο του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού της μητρικής «ΥΓΕΙΑ» ανέρχεται στις 31/12/2006 σε € 155,1, τη στιγμή που το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων (σύνολο ιδίων κεφαλαίων και σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων) ανέρχεται σε € 136,3 εκατομμύρια. Συνεπώς, η εταιρεία να παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης € 18,8 εκατομμυρίων. Στις 31/12/2005 το καθαρό κεφάλαιο κίνησης ήταν αρνητικό ύψους € 27,4 εκατομμυρίων. Το αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης οφείλεται στο ότι η εταιρεία φαίνεται να είχε προχωρήσει στο παρελθόν σε επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά τη διάρκεια του 2006 κατευθύνθηκε στην εξαγορά της «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ» και της «ΑΕ ΜΗΤΕΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ», οπότε δεν επηρέασε τον εν λόγω δείκτη, ενώ και το προγραμματισμένο μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο της εταιρείας ύψους € 300 εκατομμυρίων αναμένεται επίσης να κατευθυνθεί σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις και συμμετοχές. Το κεφάλαιο κίνησης αναμένεται να βελτιωθεί μέσω της κερδοφορίας της εταιρείας και εφ' όσον αυτά τα κέρδη δε διανέμονται στους μετόχους αλλά διακρατούνται στο λογαριασμό «κέρδη εις νέον» προς ενίσχυση της καθαρής θέσης.

Το αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης οδηγεί σε δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας κάτω της μονάδας. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης κυκλοφοριακής

ρευστότητας κυμαίνεται στις 31/12/2006 στο 0,64 και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας στο 0,59, με βελτίωση πάντως από τις 31/12/2005, από 0,52 και 0,48 αντίστοιχα. Η διαφορά μεταξύ των δύο δεικτών (κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας) οφείλεται στα αποθέματα που διατηρεί η «ΥΓΕΙΑ». Το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης δε δείχνει πάντως να επηρεάζει την αναπτυξιακή πορεία της εταιρείας και την ικανότητά της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, ιδιαίτερα μετά την συμμετοχή της Marfin Capital στο μετοχικό της κεφάλαιο.

Όπως η μητρική, έτσι και ο Όμιλος παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης τόσο στις 31/12/2005 όσο και στις 31/12/2006 (€ 26,3 εκατομμύρια και € 18 εκατομμύρια αντίστοιχα).

Στις 31/3/2007, η μητρική συνεχίζει να παρουσιάζει αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης ύψους € 14,8 εκατομμυρίων, ενώ ο Όμιλος αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης € 12,4 εκατομμυρίων. Η μείωση του αρνητικού καθαρού κεφάλαιο κίνησης μητρικής και Ομίλου οφείλεται στην κερδοφορία του α' τριμήνου.

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 25 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
Σε εκατ. €	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης μητρικής 2006	3,6	-66,5	-18,8

Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης Ομίλου 2006	-15,6	-60,9	-18
Κυκλοφοριακή ρευστότητα μητρικής 31/12/2006	1,16	0,69	0,64
Κυκλοφοριακή ρευστότητα μητρικής 31/12/2005	0,83	0,75	0,52
Άμεση ρευστότητα μητρικής 31/12/2006	1,06	0,67	0,59
Άμεση ρευστότητα μητρικής 31/12/2005	0,74	0,72	0,48

Από την ανάλυση των ανωτέρω παρατηρούμε ότι οι Οικονομικοί Διευθυντές των εταιρειών δεν δείχνουν να επικεντρώνουν την προσοχή τους στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης, καθώς από τις εξεταζόμενες εταιρείες, μόνο η μητρική «ΙΑΣΩ» έχει θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης και ικανοποιητικούς δείκτες ρευστότητας, σε αντίθεση με την «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» και την «ΥΓΕΙΑ», ενώ όλοι οι όμιλοι έχουν αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Αυτό οφείλεται στο συνδυασμό δύο παραγόντων:

- ✓ Στο γεγονός ότι η χρήση βραχυπρόθεσμου δανεισμού είναι πιο απλή σε συνδυασμό με το ότι οι εταιρείες δεν έχουν να αποπληρώνουν και χρεολύσια (τη στιγμή που τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια έχουν συνήθως δόσεις).

- ✓ Στη δυνατότητα των εταιρειών για εύκολη και άμεση πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό, σε περίπτωση που παραστεί κάποια έκτακτη ταμειακή ανάγκη.

Το θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης για τη μητρική «ΙΑΣΩ» δεν αναμένεται να αλλάξει αν η επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους χρηματοδοτηθεί με μακροπρόθεσμο δανεισμό, ενώ ο όμιλος θα αποκτήσει θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης με τα αναμενόμενα κερδοφόρα αποτελέσματα των εταιρειών που τον απαρτίζουν. Το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» αναμένεται να βελτιώσει την εικόνα της ρευστότητας με τη λήψη του ομολογιακού δανείου των € 150 εκατομμυρίων, ενώ το «ΥΓΕΙΑ» εκμεταλλεύεται την έκδοση του ομολογιακού δανείου για εξόφληση των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων.

Η. Κυκλοφοριακές Ταχύτητες (Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας)

Ι. ΙΑΣΩ

Η εξέλιξη των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων της «ΙΑΣΩ» έχουν ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 26: Πίνακας Εξέλιξης των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων «ΙΑΣΩ»

	31/12/2005	31/12/2006
Κυκλοφορία απαιτήσεων	14 ημέρες	14 ημέρες
Κυκλοφορία αποθεμάτων	18 ημέρες	16 ημέρες
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	60 ημέρες	46 ημέρες

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε τα εξής:

- ✓ Οι κυκλοφοριακές ταχύτητες απαιτήσεων και αποθεμάτων δεν παρουσιάζουν αξιόλογες μεταβολές.
- ✓ Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των υποχρεώσεων παρουσιάζει επιτάχυνση κατά 14 ημέρες, λόγω της σημαντικής μείωσης των υποχρεώσεων προς προμηθευτές σε συνδυασμό με την αύξηση των πωλήσεων. Πολλές εταιρείες επιλέγουν να πληρώνουν με μετρητά τους προμηθευτές τους, προκειμένου να λαμβάνουν εκπτώσεις.
- ✓ Η εταιρεία δεν έχει ανάγκη από βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, καθώς οι ταμειακές της ανάγκες που προκύπτουν από τη μέση

ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων και αποθεμάτων (14 και 16 ημέρες αντίστοιχα) υπερκαλύπτονται από τη μέση ταχύτητα κυκλοφορίας υποχρεώσεων (46 ημέρες).

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η εξέλιξη των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» έχουν ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 27: Πίνακας Εξέλιξης των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων «ΙΑΤΡΙΚΟ»

	31/12/2005	31/12/2006
Κυκλοφορία απαιτήσεων	157 ημέρες	178 ημέρες
Κυκλοφορία αποθεμάτων	11 ημέρες	10 ημέρες
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	139 ημέρες	140 ημέρες

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε τα εξής:

- ü Οι κυκλοφοριακές ταχύτητες υποχρεώσεων και αποθεμάτων δεν παρουσιάζουν αξιόλογες μεταβολές.
- ü Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων παρουσιάζει επιβράδυνση κατά 21 ημέρες, λόγω της σημαντικής αύξησης των απαιτήσεων από πελάτες. Σημειώνουμε ότι το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» έχει σημαντικές συμφωνίες με ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες – σε αντίθεση με τους ιδιώτες πελάτες – πληρώνουν με πίστωση. Τέτοιες συμφωνίες είναι

όμως απαραίτητες για να διατηρήσει η εταιρεία τα πρωτεία στα μερίδια αγοράς στον κλάδο.

- ü Η εταιρεία έχει ανάγκη από βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, λόγω του αρνητικού καθαρού κεφαλαίου κίνησης της εταιρείας, αλλά και λόγω των ταμειακών αναγκών που προκύπτουν από τη μέση ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων και αποθεμάτων (178 και 10 ημέρες αντίστοιχα) σε σχέση με τη μέση ταχύτητα κυκλοφορίας υποχρεώσεων (140 ημέρες). Πιθανό θα ήταν σκόπιμο για την «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» - μέσα στα πλαίσια και της πρόσφατης συμφωνίας της με την Ένωση Ασφαλιστικών Εταιρειών Ελλάδος – να διαπραγματευθεί μία ταχύτερη είσπραξη των απαιτήσεών της.

III. ΥΓΕΙΑ

Η εξέλιξη των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων της «ΥΓΕΙΑ» έχουν ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 28: Πίνακας Εξέλιξης των κυκλοφοριακών ταχυτήτων απαιτήσεων, υποχρεώσεων και αποθεμάτων «ΥΓΕΙΑ»

	31/12/2005	31/12/2006
Κυκλοφορία απαιτήσεων	113 ημέρες	106 ημέρες
Κυκλοφορία αποθεμάτων	12 ημέρες	14 ημέρες
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	134 ημέρες	114 ημέρες

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε τα εξής:

- ü Οι κυκλοφοριακές ταχύτητες απαιτήσεων και αποθεμάτων δεν παρουσιάζουν αξιόλογες μεταβολές.
- ü Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των υποχρεώσεων παρουσιάζει επιτάχυνση κατά 20 ημέρες. Είναι πιθανό αυτό να οφείλεται σε συμφωνία για ταχύτερη πληρωμή προμηθευτών προκειμένου η εταιρεία να λαμβάνει εκπτώσεις.

Η εταιρεία έχει ανάγκη από βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, λόγω του αρνητικού καθαρού κεφαλαίου κίνησης της εταιρείας, αλλά και λόγω των ταμειακών αναγκών που προκύπτουν από τη μέση ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων και αποθεμάτων (106 και 14 ημέρες αντίστοιχα) σε σχέση με τη μέση ταχύτητα κυκλοφορίας υποχρεώσεων (114 ημέρες).

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 29 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
Κυκλοφορία απαιτήσεων 2006	14 ημέρες	178 ημέρες	106 ημέρες
Κυκλοφορία απαιτήσεων 2005	14 ημέρες	157 ημέρες	113 ημέρες
Κυκλοφορία αποθεμάτων 2006	16 ημέρες	10 ημέρες	14 ημέρες

Κυκλοφορία αποθεμάτων 2005	18 ημέρες	11 ημέρες	12 ημέρες
Κυκλοφορία υποχρεώσεων 2006	46 ημέρες	140 ημέρες	114 ημέρες
Κυκλοφορία υποχρεώσεων 2005	60 ημέρες	139 ημέρες	134 ημέρες

Από τα παραπάνω μπορούμε να συμπεράνουμε τα εξής:

- Ø Οι κυκλοφοριακές ταχύτητες απαιτήσεων και υποχρεώσεων παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις μεταξύ των τριών εταιρειών, με εξαίρεση την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων.
- Ø Η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων της, παρόλο που έχει τις περισσότερες νοσοκομειακές μονάδες και λογικά το αντίθετο θα ήταν το αναμενόμενο. Καθώς όμως και οι τρεις εξεταζόμενες εταιρείες δεν διατηρούν σημαντικό ύψους αποθέματα, η «πρωτιά» αυτή δεν μπορεί να προσδώσει σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
- Ø Η «ΙΑΣΩ» παρουσιάζει υψηλές ταχύτητες κυκλοφορίας απαιτήσεων και υποχρεώσεων συγκριτικά με τις άλλες εταιρείες. Όσον αφορά τις απαιτήσεις, αυτό οφείλεται στην περιορισμένη εξάρτηση της εταιρείας από ασφαλιστικές εταιρείες. Εφ' όσον η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων είναι υψηλή, είναι υψηλή και η ταχύτητα κυκλοφορίας υποχρεώσεων, καθώς η εταιρεία δε χρειάζεται να χρησιμοποιεί μεγάλες πιστώσεις από τους προμηθευτές της για να καλύπτει το συναλλακτικό της κύκλωμα.

Ø Η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» κατά κύριο λόγο και εν συνεχεία η «ΥΓΕΙΑ» έχουν σημαντικές συνεργασίες με ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες μπορεί να φέρνουν πελάτες και έσοδα, καθυστερούν όμως σημαντικά τις πληρωμές. Αυτό δημιουργεί ανάγκες για βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια, γεγονός που επιβαρύνει την εικόνα του ισολογισμού, ενώ έχει και άμεσο κόστος μέσω των τόκων που πληρώνονται.

Θ. Ροές

I. ΙΑΣΩ

Η εταιρεία «ΙΑΣΩ» παρουσίασε ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές ύψους € 20,8 εκατομμυρίων το 2006 από € 15,5 εκατομμύρια το 2005. Με αυτές τις ροές η εταιρεία προχώρησε σε επενδύσεις ύψους € 5 εκατομμυρίων, σε μείωση του δανεισμού της κατά € 4,8 εκατομμύρια και σε διανομή μερίσματος € 9 εκατομμυρίων.

Ο Όμιλος παρουσίασε ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές ύψους € 25,8 εκατομμυρίων το 2006 από αρνητικά € 25,9 εκατομμύρια το 2005. Με αυτές τις ροές ο Όμιλος προχώρησε σε επενδύσεις ύψους € 6,5 εκατομμυρίων, σε μείωση του δανεισμού της κατά € 8,1 εκατομμύρια (καθαρά) και σε διανομή μερίσματος € 9 εκατομμυρίων.

Οι λειτουργικές ροές τόσο της μητρικής όσο και του Ομίλου παραμένουν ισχυρές και στο α' τρίμηνο του 2007, λόγω της σημαντικής κερδοφορίας που παρουσιάζουν.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η εταιρεία «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» παρουσίασε ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές ύψους € 14 εκατομμυρίων το 2006 από € 20,6 εκατομμύρια το 2005. Ο λόγος για τη μείωση των καθαρών ταμειακών ροών από λειτουργικές

δραστηριότητες το 2006 οφείλεται στην αύξηση των απαιτήσεων από πελάτες κατά € 33,1 εκατομμύρια. Με αυτές τις ροές η εταιρεία προχώρησε σε επενδύσεις ύψους € 36,1 εκατομμυρίων. Καθώς οι επενδύσεις ήταν πιο πολλές από τις λειτουργικές ροές – ενώ επιπλέον αποπληρώθηκαν μακροπρόθεσμος δανεισμός € 12,7 εκατομμυρίων, μισθώσεις leasing € 4,2 εκατομμυρίων και μερίσματα € 3,3 εκατομμυρίων – η εταιρεία αναγκάστηκε να προβεί σε χρήση βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού € 42,5 εκατομμυρίων.

Ο Όμιλος παρουσίασε ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές ύψους € 16 εκατομμυρίων το 2006 από € 23,2 εκατομμύρια το 2005. Με αυτές τις ροές ο Όμιλος προχώρησε σε επενδύσεις ύψους € 39,2 εκατομμυρίων, χρησιμοποιώντας και ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες ύψους € 24,5 εκατομμυρίων.

Οι λειτουργικές ροές τόσο της μητρικής όσο και του Ομίλου παραμένουν θετικές και στο α' τρίμηνο του 2007, λόγω όμως της σημαντικής αύξησης των απαιτήσεων από πελάτες και των συνεχιζόμενων επενδύσεων, παραμένει η ανάγκη για αύξηση του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού.

III. ΥΓΕΙΑ

Η εταιρεία «ΥΓΕΙΑ» παρουσίασε ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές ύψους € 4,7 εκατομμυρίων το 2006 από € 5,8 εκατομμύρια το 2005. Ο λόγος για τη μείωση των καθαρών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες το 2006 οφείλεται στη μείωση των απαιτήσεων και αύξηση των υποχρεώσεων προς προμηθευτές κατά € 1,5 εκατομμύρια έκαστη. Με αυτές τις ροές η

εταιρεία προχώρησε σε αποπληρωμή δανεισμού € 2,2 εκατομμυρίων και μισθώσεις leasing € 0,6 εκατομμυρίων. Η έκδοση νέων μετοχών δημιούργησε ροή (χρηματοδοτική δραστηριότητα), η οποία χρησιμοποιήθηκε ουσιαστικά ολόκληρη για επενδυτικές δραστηριότητες, με βασικότερες τις εξαγορές της «ΜΗΤΕΡΑ ΑΕ» αι της «ΑΕ ΜΗΤΕΡΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ».

Ο Όμιλος παρουσίασε επίσης ισχυρές λειτουργικές ταμειακές ροές ύψους € 6,1 εκατομμυρίων το 2006 από € 6,8 εκατομμύρια το 2005. Με αυτές τις ροές ο Όμιλος προχώρησε σε αποπληρωμή δανεισμού € 2,2 εκατομμυρίων και μισθώσεις leasing € 0,6 εκατομμυρίων. Επίσης ισχύουν όσα σημειώσαμε προηγουμένως για την αύξηση κεφαλαίου και τις επενδυτικές δραστηριότητες. Οι λειτουργικές ροές τόσο της μητρικής όσο και του Ομίλου παραμένουν θετικές και στο α' τρίμηνο του 2007 και ανέρχονται στα € 5,2 και 5,4 εκατομμύρια αντίστοιχα. Ένα μέρος της λειτουργικής ροής χρησιμοποιήθηκε για αγορά μεριδίου € 1,5 εκατομμυρίων σε συγγενή εταιρεία, ενώ τα υπόλοιπα αύξησαν τα ταμειακά διαθέσιμα.

IV. Συμπεράσματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 30 : ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ			
Σε εκατ. €	ΙΑΣΩ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΥΓΕΙΑ
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές μητρικής 2006	20,8	14	4,7
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές Ομίλου 2006	25,8	16	6,1

Από την ανάλυση του πίνακα ροών παρατηρούμε ότι η «ΙΑΣΩ» παρουσιάζει τη μεγαλύτερη δυναμική. Οι λειτουργικές ροές της εταιρείας και του Ομίλου βαίνουν αυξανόμενες χάρη στην υψηλή κερδοφορία και της επιτρέπουν να προχωρεί ταυτόχρονα σε επενδύσεις και μείωση του τραπεζικού δανεισμού. Το «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» έχει θετικές λειτουργικές ροές, θα πρέπει όμως να επιδιώξει βελτίωση των όρων πληρωμής των απαιτήσεών του, καθώς αυτές του στερούν τη δυνατότητα να μειώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του ή/και να προχωρήσει σε άλλες επενδύσεις. Τέλος, το «ΥΓΕΙΑ» έχει θετικές λειτουργικές ροές, σημαντικά χαμηλότερες από τις άλλες δύο εξεταζόμενες εταιρείες, λόγω της χαμηλότερης κερδοφορίας.

I. Ορκωτός Ελεγκτής

I. ΙΑΣΩ

Στην «ΙΑΣΩ» ο Ορκωτός σημείωσε τα εξής:

1. Η μητρική εταιρεία δεν έχει ελεγχθεί από τις φορολογικές αρχές για τις χρήσεις από το 2003 μέχρι σήμερα. Ανέλεγκτες χρήσεις υπάρχουν και για τις λοιπές εταιρείες του Ομίλου.
2. Εκκρεμούν αγωγές € 9,3 εκατομμυρίων για τη μητρική για αποζημιώσεις. Οι αγωγές για τον Όμιλο συνολικά ανέρχονται στα € 14 εκατομμύρια.

Οι παρατηρήσεις αυτές κρίνονται ως σημαντικές και οι επενδυτές θα πρέπει να τις λάβουν σοβαρά υπ' όψιν, καθώς ανέρχονται στα επίπεδα της κερδοφορίας του Ομίλου για όλο το 2006.

II. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αντιθέτως με την «ΙΑΣΩ», ο Ορκωτός Ελεγκτής της «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» δεν έκανε κάποιες παρατηρήσεις επί των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας. Σημειώνουμε ότι η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ» κάνει προβλέψεις όσον αφορά τις φορολογικές της υποχρεώσεις οι οποίες δεν έχουν ακόμα βεβαιωθεί, βασισμένη στη φορολογική νομοθεσία.

III. ΥΓΕΙΑ

Και στην περίπτωση του «ΥΓΕΙΑ», ο Ορκωτός Ελεγκτής δεν έκανε κάποιες παρατηρήσεις. Σημειώνουμε ότι η εταιρεία κάνει προβλέψεις για τις φορολογικές της υποχρεώσεις βασισμένη στην εμπειρία της, ενώ το 2006 προχώρησε σε συνολικές προβλέψεις για υποχρεώσεις και έξοδα ύψους € 1,4 εκατομμυρίων και ο Όμιλος σε προβλέψεις € 1,46 εκατομμυρίων, εκ των οποίων τα € 0,5 εκατομμύρια αφορούν προβλέψεις για εκκρεμείς δικαστικές υποθέσεις (πέραν των ήδη υφιστάμενων προβλέψεων). Σημειώνουμε ότι οι εκκρεμείς δικαστικές υποθέσεις για ιατρικά λάθη (mal practice) αφορούν τους ιατρούς, καθώς αυτοί είναι ελεύθεροι συνεργάτες και συνεπώς δεν υπάρχει κάποια ανάμειξη της εταιρείας για τον τρόπο και το χρόνο της εργασίας τους. Ακόμα όμως και αν επιδικαστεί κάποιο πρόστιμο σε βάρος της εταιρείας, αυτό θα πληρωθεί από την ασφαλιστική εταιρεία στην οποία είναι υποχρεωτικά ασφαλισμένοι όλοι οι ιατροί-συνεργάτες.

IV. Συμπεράσματα

Παρατηρούμε ότι μόνο στην περίπτωση της «ΙΑΣΩ» επισημαίνει ο Ορκωτός κάποια ζητήματα, τα οποία κρίνονται σημαντικά. Σημειώνουμε πάντως ότι όλες οι εταιρείες είναι ασφαλισμένες σε μεγάλο βαθμό έναντι τέτοιων αγωγών, οπότε η πραγματική πιθανή ζημιά θα είναι σημαντικά χαμηλότερη και σε κάθε περίπτωση δεν αναμένεται να επηρεάσει σημαντική την αναπτυξιακή πορεία της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. Επίλογος - Συμπεράσματα

I. Επίλογος

Στην παρούσα διπλωματική εργασία κάναμε τη χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιρειών του κλάδου της πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας υγείας «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ», «ΙΑΣΩ» και «ΥΓΕΙΑ». Η ανάλυση απεκάλυψε τα δυνατά σημεία, αλλά και κάποιες αδυναμίες που εμπεριέχουν τα οικονομικά στοιχεία των εν λόγω εταιρειών.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι οι ισολογισμοί των τριών εταιρειών έχουν αρκετά κοινά στοιχεία (για παράδειγμα το βαθμό παγιοποίησης), αλλά και σημαντικές διαφορές. Θέλοντας να συνοψίσουμε την ανάλυση που προηγήθηκε, θα επισημαίναμε τα ακόλουθα σημεία:

- Ø Και οι τρεις εταιρείες παρουσιάζουν ικανοποιητική ανάπτυξη των εσόδων τους. Η αύξηση των εσόδων τους ξεπερνά μάλιστα το 2006 το μέσο όρο της αγοράς (με βάση τα στοιχεία του 2005). Το μέλλον των εταιρειών είναι ευοίωνο, καθώς η ισχυρή κεφαλαιακή τους βάση, η πρόσβασή τους στον τραπεζικό δανεισμό και τις αγορές κεφαλαίου σε συνδυασμό με την κερδοφορία τους, τους επιτρέπουν να προχωρούν σε σημαντικές επενδύσεις – σε Ελλάδα και εξωτερικό -, οι οποίες αναμένεται να αυξήσουν τα έσοδά τους σημαντικά τα επόμενα χρόνια.
- Ø Τα αποτελέσματα και των τριών εταιρειών είναι βελτιωμένα το 2006, ενώ και οι τρεις εταιρείες παρουσίασαν κερδοφόρο πρώτο τρίμηνο. Η βελτίωση των αποτελεσμάτων οφείλεται σε διάφορους παράγοντες,

ανάλογα με την κάθε εταιρεία. Οι προβλέψεις των Διοικήσεων και των τριών εταιρειών είναι θετικές για το σύνολο της χρήσης του 2007.

- Ø Η κεφαλαιακή βάση των τριών εταιρειών είναι ισχυρή. Αυτό επιτρέπει και στις τρεις εταιρείες να εξετάζουν ως τρόπο χρηματοδότησης των επόμενων επενδύσεών τους τα δανειακά κεφάλαια.
- Ø Και οι τρεις εταιρείες έχουν ισχυρές λειτουργικές ροές.

II. Συμπεράσματα

Αν θέλαμε να επιλέξουμε την εταιρεία με την «καλύτερη» δομή – από πλευράς δεικτών χρηματοοικονομικής ανάλυσης – αυτή θα ήταν η «ΙΑΣΩ». Η εταιρεία έχει πολύ ικανοποιητικούς δείκτες, πολύ κοντά σε αυτούς που θεωρεί ως ιδανικούς η θεωρία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Η απόφαση της εταιρείας για επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους κρίνεται ως επιτυχημένη επιλογή, καθώς θα μειώσει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της εταιρείας, χωρίς η επιδείνωση στους χρηματοοικονομικούς της δείκτες να είναι σημαντική. Επιπλέον η εταιρεία παρουσιάζει άριστα επίπεδα κερδοφορίας.

Η πιο δυνατή εταιρεία στην αγορά είναι η «ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ». Αυτό δεν προκύπτει μόνο από το μερίδιο αγοράς της (καθώς η εταιρεία είναι ο leader της αγοράς), αλλά και από την παρουσία της στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Η παρουσία της εταιρείας σε κάθε σημείο της Ελλάδας με ικανοποιητικό πληθυσμό, το Διαβαλκανικό Θεσσαλονίκης το οποίο αναμένεται να γίνει πόλος έλξης για ασθενείς από πολλές βαλκανικές χώρες, αλλά και η αυξανόμενη παρουσία της μέσω διαγνωστικών κέντρων στη Βαλκανική

Χερσόνησο είναι επαρκή στοιχεία για να την κρατήσουν στην πρώτη θέση της αγοράς και για τα επόμενα χρόνια. Η είσοδος του Asklerios Kliniken στο μετοχικό της κεφάλαιο αναμένεται να της προσδώσει ακόμα μεγαλύτερη δυναμική.

Επίσης, η εξέλιξη της «ΥΓΕΙΑ» είναι ίσως το μεγαλύτερο ερωτηματικό. Τα κεφάλαια της εταιρείας χρησιμοποιούνται για εξαγορές και νέες επενδύσεις στον κλάδο. Δεν είμαστε όμως σε θέση να προβλέψουμε την αποτελεσματικότητα αυτών των κινήσεων, καθώς δεν έχουμε δείγματα γραφής. Η στελέχωση με έμπειρο προσωπικό και η δυνατότητα για αύξηση κεφαλαίου – αν παραστεί τέτοια ανάγκη – μετά την είσοδο της Marfin Capital στο μετοχικό κεφάλαιο αποτελούν τα πιο δυνατά σημεία της εταιρείας.

Ακόμη θα ήταν πολύ χρήσιμο η έρευνα να επεκταθεί και στα Δημόσια Νοσοκομεία που καταλαμβάνουν μεγάλο μερίδιο της συγκεκριμένης αγοράς και θα μπορούσαν κάλλιστα να αναβαθμιστούν και να είναι ανταγωνιστικά προς τα ιδιωτικά.

Τέλος είναι σημαντικό να αναφερθεί πως η διάρθρωση της εργασίας έγινε με σκοπό την εύκολη κατανόηση των γραφομένων από τον αναγνώστη. Από εκεί και πέρα ορισμένα κεφάλαια ή υποκεφάλαια θα μπορούσαν να είχαν τοποθετηθεί σε άλλο σημείο ή να είχαν παρουσιαστεί με διαφορετικό τρόπο. Το ποια θέση θα έπρεπε να πάρει κάθε κεφάλαιο της εργασίας εξαρτάται από την οπτική γωνία του αναγνώστη.

Βιβλιογραφία

1. Αρτίκης Γ.Π. (2003): «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα, σελ. 102-125
2. Brealey R.A. & Myers S.C.: “Principles of Corporate Finance”, 7th edition, McGraw Hill Book Company, International Edition, 2003, σελ. 257-275
3. Bodie Z., Kane A. & Marcus A.J. (1999): “Investments”, 4th edition, Irwin/McGraw Hill, σελ. 315-343
4. Daft R.L. (2000): “Management”, 5th edition, Dryden, σελ. 210-226
5. Davies T. & Pain B. (2002): “Business Accounting and Finance”, McGraw Hill Education, σελ. 110-134
6. Δημητρακόπουλος Κωνσταντίνος 6/7/2007: “Greek Healthcare Sector Update”, www.nbg.gr
7. Drury C. (2001): “Management Accounting for Business Decisions, International Thomson Business Press, σελ. 189-201
8. ICAP: Τομέας Μελετών & Συμβούλων Διοίκησης
9. Καθημερινή, 8-7-2007
10. Καραθανάσης Γ.Α. (1996): «Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», Εκδόσεις Ευαγγέλου Μπένου, Αθήνα, σελ. 338-362
11. Koller T., Goedhart M. & Wessels D. (2005): “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, McKinsey & Company, Wiley, σελ. 75-90

12. Modigliani F. & Miller M, (June 1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, pp. 261-267
13. Ξανθάκης Μ. και Αλεξάκης Χρ. (2006): «Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σταμούλη, σελ. 170-182
14. Sharpe W.F., Alexander G.J. & Bailey J.V. (1995): "Investments", 5th edition, Prentice Hall International, σελ. 510-528
15. Τζωάννος Ι.Γ. (1996): Χρηματοδοτική Διοίκηση, «Το Οικονομικό» Κ & Π Σμπίλιας ΑΕΒΕ, σελ. 70-84
16. www.ase.gr
17. www.iaso.gr
18. www.iasplus.com/standard/ias07.htm
19. www.iatriko.gr
20. www.naftemporiki.gr
21. www.ygeia.gr