

**Αποτίμηση Πιστωτικού Κινδύνου & Ανάλυση
Εταιρειών με τη βοήθεια Οικονομικών Καταστάσεων
και Χρηματοοικονομικών Δεικτών για τη
Συμπεριφορά Μετοχών υπό Αναστολή
Διαπραγμάτευσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Η εργασία υποβάλλεται για τη μερική κάλυψη των απαιτήσεων με
στόχο την απόκτηση διπλώματος

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

από
το Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Ελένη Τζανάκη

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Οκτώβριος 2007

στους γονείς μου,
που με έμαθαν να αγωνίζομαι

στους γονείς μου,
που είναι δίπλα μου και
στηρίζουν την κάθε μου επιλογή

Η εργασία αυτή είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε αποκλειστικά και μόνο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού τίτλου προγράμματος σπουδών «Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική» του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιά.

Περιεχόμενα

Γραφικές Παραστάσεις	vii
Ευχαριστίες	ix
Περίληψη	xi
1 Πιστωτικός Κίνδυνος & Μοντέλα Αποτίμησής του	9
1.1 Διαχείριση κινδύνου.....	9
1.1.1 Κίνδυνος Αγοράς-Market Risk.....	10
1.1.2 Πιστωτικός Κίνδυνος-Credit Risk.....	10
1.1.3 Επιχειρησιακός Κίνδυνος-Operational Risk	11
1.1.4 Κίνδυνος Υπόληψης-Reputation Risk.....	11-12
1.2 Μοντέλα αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου δανείου	12
1.2.1 Παραδοσιακές μέθοδοι αποτίμησης κινδύνου	13-17
1.2.2 Νεότερα μοντέλα μέτρησης πιστωτικού κινδύνου	17-19
1.2.3 Μοντέλα αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου	20-22
2 Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης Πιστωτικής Ικανότητας	23
2.1 Γενικά.....	23-24
2.2 Moody's.....	25
2.2.1 Η εταιρεία	25-26
2.2.2 Moody's KMV.....	26-40
2.3 Standard & Poor's.....	41
2.3.1 Εισαγωγή.....	41
2.3.2 Κριτήρια & Μεθοδολογίες.....	41
2.3.3 Αξιολογήσεις της Standard & Poor's	42
2.3.4 Λύσεις αντιμετώπισης κινδύνου της S&P.....	42-43
2.3.5 Η S&P Equity Research.....	43
2.3.6 Ερευνητική διαδικασία	43-50

2.3.7 Σύστημα αξιολόγησης Μετοχών	50-51
2.4 Fitch.....	52
2.4.1 Γενική εικόνα-Προφίλ.....	52
2.4.2 Η διαφορά της Fitch.....	52-53
2.4.3 Η Derivative Fitch	53-55
2.4.4 Η Fitch Research	55
2.4.5 Η υπηρεσία Ratings Delivery Service.....	55-56
2.4.6 Αξιολογήσεις	56-57
2.4.7 Recovery Ratings	57-58
2.4.8 Κριτήρια & Μεθοδολογίες Αξιολογήσεων.....	58
2.4.9 Διαδικασία αξιολόγησης της Derivative Fitch	59
2.4.10 Κριτήρια Αξιολόγησης.....	59-60
2.4.11 Μοντέλα πιστωτικού κινδύνου	60-62
3 Μετοχές υπό αναστολή διαπραγμάτευσης	63
3.1 Γενικά.....	63-64
3.2 Τέσσερα κριτήρια.....	64-67
3.3 Συγκρ. Μελέτη εταιρειών & Ανάλυση Χρημ. Δεικτών	68-70
3.3.1 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	71-72
3.3.2 Αποτελέσματα ανάλυσης.....	73-119
3.3.3 Γραφικές Παραστάσεις Χρηματοοικ. Δεικτών	120-134
3.3.4 Συμπεράσματα.....	135-136
Βιβλιογραφία	137-138
Περιεχόμενα Συνοδευτικού CD.....	139

Ευχαριστίες

Πρώτα και πάνω απ' όλα, ευχαριστώ τον καθηγητή μου κ. Χρήστο Αλεξάκη για όλα.

Επίσης τον καθηγητή και Πρόεδρο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών κ. Γιάννη Πολλάλη που άμεσα ανταποκρίθηκε κάθε φορά που χρειάστηκα τη βοήθειά του.

Τις συμφοιτήτριές μου Έλπη Αλεξιάδου, Άντζυ Τσακμακλή και Νατάσα Καμούτση για την ανεκτίμητη βοήθειά τους, ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια των σπουδών μου.

Τον αφανή ήρωά μου, Τάκη, για την υποστήριξη, την κατανόηση, την συμπαράσταση και την ανοχή του τα δύο αυτά χρόνια.

Περίληψη

Είναι χαρακτηριστικό της ανθρώπινης ιδιοσυγκρασίας να αναζητά την ασφάλεια και να επιδιώκει όσο το δυνατόν λιγότερη αβεβαιότητα· η ανθρώπινη συμπεριφορά κατά κανόνα αποστρέφεται τον κίνδυνο (risk averse). Ως εκ τούτου και οι εταιρείες, ως άμεσα συνυφασμένες με τη ανθρώπινη δραστηριότητα, προσπαθούν να ελέγχουν τους κινδύνους οι οποίοι τις απειλούν. Ο βασικότερος λόγος είναι οικονομικός· δεν μπορεί να χαραχθεί μια στρατηγική ανάπτυξης αν τα οικονομικά αποτελέσματα παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις από χρήση σε χρήση.

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται τον πιστωτικό κίνδυνο. Η κατηγορία αυτού του κινδύνου σχετίζεται με την χρηματοοικονομική απώλεια που προκύπτει από την αδυναμία αποπληρωμής των υποχρεώσεων των δανειζομένων. Γι' αυτό το λόγο, πριν από κάθε δανεισμό, διενεργείται προσπάθεια αποτίμησης του πιστωτικού κινδύνου. Για τη μέτρηση του χρησιμοποιούνται παραδοσιακές αλλά και νέες μέθοδοι. Αξίζει να σταθεί κανείς στο μοντέλο αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου χαρτοφυλακίου δανείων, το οποίο χρησιμοποιούν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας, Standard & Poor's, Moody's, Fitch, οι οποίοι δημοσιεύουν πίνακες φερεγγυότητας των εταιρειών σχετικά με την πιστοληπτική τους ικανότητα. Στους οίκους αυτούς είναι αφιερωμένο ολόκληρο το δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας.

Στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζεται, με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών δεικτών, μία συγκριτική ανάλυση μίας ομάδας εταιρειών των οποίων οι μετοχές βρίσκονται σε αναστολή διαπραγμάτευσης με μία ομάδα υγιών εταιρειών του ίδιου κλάδου και εξάγονται συμπεράσματα.

Κύριο Μέρος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥ

Οι άνθρωποι δεν επιδιώκουν την ευτυχία, ούτε την ελευθερία, ούτε τη δικαιοσύνη αλλά, πρώτα και πάνω απ'όλα, την ασφάλεια.

Hobbes

1.1 Διαχείριση Κινδύνου

Οι αντικειμενικοί στόχοι της διαχείρισης κινδύνου σύμφωνα με τον Best είναι:

- ❖ Η βελτίωση της χρηματοοικονομικής απόδοσης ενός οργανισμού και
- ❖ Η εγγύηση πως ένας οργανισμός δεν θα υποστεί υπερβολικές απώλειες.

Αν και τα ανωτέρω υπαινίσσονται ισχυρούς δεσμούς μεταξύ της διαχείρισης κινδύνου και του ελέγχου του δεν συμβαίνει αυτό ακριβώς. Η διαχείριση κινδύνου αποτελείται από τέσσερα βασικά στάδια:

- ❖ Κατανόηση των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται ο χρηματοοικονομικός οργανισμός.
- ❖ Μέτρηση αυτών των κινδύνων.
- ❖ Έλεγχος του κινδύνου και
- ❖ Μετάδοση ή ερμηνεία της γνώσης για τον κίνδυνο.

Ο κίνδυνος έχει αληθινό νόημα μόνο αν αποφέρει άμεση ή έμμεση χρηματοοικονομική απώλεια. Ακολουθεί η παρουσίαση τεσσάρων κατηγοριών κινδύνου.

1.1.1 Κίνδυνος Αγοράς – Market Risk

Ο κίνδυνος της αγοράς είναι ο κίνδυνος απώλειας που προκύπτει από τις αλλαγές στην αξία εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων (tradable assets). Υπάρχουν πολλές διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων (επενδυτικά επιτόκια, νομίσματα, χρεόγραφα, εμπορεύματα, κ.α.) και σχεδόν άπειρη ποικιλία χρηματοοικονομικών προϊόντων, εκ των οποίων όλα δημιουργούν εκθέσεις στον κίνδυνο της αγοράς. Για τη μέτρηση του κινδύνου αγοράς του χαρτοφυλακίου και του δείκτη αναφοράς του χρησιμοποιείται η προσέγγιση βάσει δυνητικής ζημίας, Value-at-Risk, με τη χρήση της μεθοδολογίας της Προσομοίωσης Monte Carlo.

1.1.2 Πιστωτικός Κίνδυνος – Credit Risk

Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στην χρηματοοικονομική απώλεια που προκύπτει όταν μια επιχείρηση με την οποία έχει συμβόλαιο μια τράπεζα το αθετεί (default) ή όταν το συναίσθημα της αγοράς καθορίζει πως η επιχείρηση είναι αρκετά πιθανό να αθετήσει τις υποσχέσεις της. Τα μέτρα πιστωτικού κινδύνου που έχουν αναπτυχθεί βασίζονται στη μεταβλητότητα των τιμών των εταιρικών ομολογιών εξαιτίας

- ❖ μιας αλλαγής στην αντιληπτή από τον εκδότη αξία ή
- ❖ ενός πραγματικού πιστωτικού γεγονότος, δηλαδή αθέτησης.

Για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου χρησιμοποιείται η κατανομή του χαρτοφυλακίου ανά βαθμίδα πιστοληπτικής ικανότητας η οποία προκύπτει από τη σύνθεση τριών βαθμίδων πιστοληπτικής ικανότητας, όπως αυτές αξιολογούνται από τους τρεις μεγαλύτερους Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (S&P, Moody's, Fitch) λαμβάνοντας την πιο συντηρητική εκ των τριών.

1.1.3 Επιχειρησιακός Κίνδυνος – Operational Risk

Ο επιχειρησιακός κίνδυνος είναι μια ευρεία κατηγορία κινδύνου που μπορεί να αποτελέσει εκτενή απώλεια χρημάτων. Μερικές από τις υποκατηγορίες είναι:

- ❖ Απώλεια Ελέγχου (Control Failure). Αποτελεί το μεγαλύτερο κίνδυνο για όλες τις τράπεζες.
- ❖ Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk). Είναι ο κίνδυνος απώλειας λόγω ανάγκης μεγαλύτερης χρηματοδότησης από ό,τι είναι ικανός ο οργανισμός να αποκτήσει.
- ❖ Κίνδυνος Χρηματικών Μεταφορών (Money Transfer Risk). Ο κίνδυνος λόγω λανθασμένων ή αποτυχημένων διακανονισμών.
- ❖ Κίνδυνος Υποδειγμάτων (Model Risk). Ο κίνδυνος απωλειών λόγω ανεπάρκειας του οργανισμού να αξιολογήσει τα χρηματοοικονομικά του όργανα και υποδείγματα (μοντέλα) ορθά.
- ❖ Κίνδυνος Συστημάτων (Systems Risk). Αποτυχημένα ή καθυστερημένα σχέδια στοιχίζουν σε έναν οργανισμό αρκετά χρήματα, όπως και τα συστήματα που αποτυγχάνουν να λειτουργήσουν ορθά.

Ο επιχειρησιακός κίνδυνος ποσοτικοποιείται δύσκολα, καθώς κάθε απώλεια είναι διαφορετική και σπάνια συμβαίνουν σημαντικές απώλειες και έτσι σπάνια επιχειρείται η μέτρησή του.

1.1.4 Κίνδυνος Υπόληψης – Reputation Risk

Ο κίνδυνος υπόληψης είναι ο κίνδυνος χρηματοοικονομικών απωλειών που προκύπτουν από την απώλεια κύκλου εργασιών λόγω μείωσης της υπόληψης του οργανισμού. Αν και η απώλεια υπόληψης μπορεί να αποτελεί αργή φθορά, συνήθως συμβαίνει λόγω ενός λάθους κρίσης για την εκτέλεση ενός σημαντικού μέρους

εταιρικών εργασιών. Αν η αγορά, για παράδειγμα, αντιλαμβάνεται πως μια τράπεζα έχει αποτύχει να διαχειριστεί επιτυχώς κάποιο σημαντικό κομμάτι εργασίας τότε είναι απόλυτα φυσιολογικό οι πελάτες της να σκεφτούν να αλλάξουν τραπεζικό οργανισμό.

1.2 Μοντέλα αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου δανείου

Μία από τις εργασίες που παραδοσιακά εκτελείται πριν από έναν ενδεχόμενο δανεισμό είναι η διαχείριση πιστωτικού κινδύνου. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να είναι κίνδυνος αθέτησης υποχρέωσης (default risk), όπου ο δανειζόμενος αδυνατεί να εξυπηρετήσει τις πληρωμές του δανείου του, κίνδυνος αντισυμβαλλομένου (counter party risk), που σχετίζεται με αθέτηση συμβατικών υποχρεώσεων του αντισυμβαλλομένου, ή ακόμη και περιβαλλοντικός κίνδυνος (environmental risk), όπου ο δανειστής είναι υποχρεωμένος να καταβάλει αποζημίωση για ζημιές που ο δανειζόμενός του επέφερε στο περιβάλλον, αν και η περίπτωση αυτή δεν εφαρμόζεται στην Ελληνική Επικράτεια.

Προκειμένου ο δανειστής (συνήθως πρόκειται για τράπεζες) να προσδιορίσει τον πιστωτικό κίνδυνο που διατρέχει, πρέπει να γνωρίζει όσο γίνεται καλύτερα το δανειζόμενο της. Χαρακτηριστικά της εταιρείας όπως η φήμη, τα κέρδη της, η συμμετοχή της στο δανεισμό, η ενεχυρίαση εγγυήσεων καθώς και στοιχεία της αγοράς, όπως το επίπεδο της οικονομίας, τα επιτόκια δανεισμού κ.λπ., σχετίζονται άμεσα με τον πιστωτικό κίνδυνο που διατρέχει ο δανειστής σε κάθε δανεισμό του.

Για τη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου χρησιμοποιούνται παραδοσιακές αλλά και νέες μέθοδοι, που και αυτές στηρίζονται στις παραδοσιακές.

1.2.1 Παραδοσιακές μέθοδοι αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου.

Οι παραδοσιακές μέθοδοι χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες:

- Η πρώτη κατηγορία μέτρησης πιστωτικού κινδύνου χρηματοδότησης αφορά στον έλεγχο ποιοτικών κριτηρίων/χαρακτηριστικών της επιχείρησης από εξειδικευμένα άτομα (expert systems).
- Η δεύτερη κατηγορία μέτρησης πιστωτικού κινδύνου είναι η αξιολόγηση των δανειζομένων σε κατηγορίες κινδύνου (rating systems) και
- Η τρίτη κατηγορία αφορά σε προκαθορισμένα σημεία βάρους ελέγχου της φερεγγυότητας του δανειζόμενου (credit scoring systems).

I. Μοντέλα βασισμένα σε ποιοτικά κριτήρια (Expert Systems)

Η αξιολόγηση των εταιριών που τηρούν πλήρη σειρά λογιστικών βιβλίων στηρίζεται σε ποσοτικούς και ποιοτικούς δείκτες, και εξετάζονται παράλληλα με τους αντίστοιχους του κλάδου της επιχείρησης.

- Η εικόνα της επιχείρησης καθώς και η θέση της στον κλάδο είναι τα κυριότερα ποιοτικά κριτήρια που εξετάζονται.
- Η ύπαρξη δυσμενών στοιχείων σε βάρος της επιχείρησης ή τυχόν προβλήματα που διαφαίνονται στην έκθεση του Ορκωτού λογιστή.
- Ειδικότερα η εικόνα της επιχείρησης διαφαίνεται μέσα από τη διοίκηση. Η χρησιμοποίηση σύγχρονων μεθόδων διοίκησης συντελεί στην ανάπτυξη της επιχείρησης.
- Η γνώση και η εμπειρία στο αντικείμενο παραγωγής της επιχείρησης, οι σχέσεις των εταίρων και η ηλικία τους καθώς και η ενδεχόμενη διαδοχή των μελών

διοίκησης, η ύπαρξη εξειδικευμένου προσωπικού, τα έτη λειτουργίας της επιχείρησης είναι κριτήρια που ελέγχονται.

- Ο σύγχρονος τεχνολογικός εξοπλισμός καθώς και η ποιότητα και η ανταγωνιστικότητα του προϊόντος που παράγεται.
- Τέλος, ελέγχονται τα ποσοτικά δεδομένα της επιχείρησης όπως τα πάγια στοιχεία, τα αποθέματα, τα Ίδια και Ξένα Κεφάλαια, τα δάνεια, η ρευστότητα καθώς και οι πιστώσεις της επιχείρησης προς τους πελάτες της. Η εξέλιξη του κύκλου εργασιών τα τελευταία τρία χρόνια, τα μικτά κέρδη και η αποδοτικότητα της επιχείρησης είναι κάποια στοιχεία που ελέγχονται περιοδικά. Για το κάθε ένα ποσοτικό κριτήριο υπάρχει και το αντίστοιχο σημείο/α συναγερμού και επανελέγχου για στενότερη παρακολούθηση προκειμένου να περιοριστεί ο τυχόν πιστωτικός κίνδυνος που απορρέει από τα νέα δεδομένα και ο οποίος μπορεί να διακόψει ακόμη και την εναπομείνασα χρηματοδότηση ή να περάσει το υπόλοιπο του δανείου σε λογαριασμό καθυστερήσεων και να γίνει άμεσα απαιτητό.

Για τις επιχειρήσεις με λογιστικά βιβλία β' κατηγορίας ακολουθούνται τα ποιοτικά κριτήρια που προαναφέρθηκαν και για τις μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις. Για τα ποσοτικά κριτήρια όμως ακολουθείται για τα τελευταία τρία χρόνια η εξέλιξη των πωλήσεων, των υποχρεώσεων, των αποτελεσμάτων χρήσης καθώς και η σχέση Ιδίων προς Ξένα κεφάλαια.

Η απόφαση για τη χρηματοδότηση της επιχείρησης παίρνεται αφού ελεγχθεί:

- Η φήμη της επιχείρησης, η διάθεση της επιχείρησης να αποπληρώσει το δάνειο ή η ιστορικότητα ανάλογων αποπληρωμών της επιχείρησης,
- Το μέγεθος του δανείου αλλά και η συμμετοχή (μόχλευση) της επιχείρησης στη χρηματοδότηση. Ένα δάνειο μεγάλο σε σχέση με το κεφάλαιο της εταιρίας μπορεί να οδηγήσει γρήγορα την εταιρία σε πτώχευση,

- Τα κέρδη της επιχείρησης από τα οποία θα αποπληρώνεται το δάνειο,
- Οι εγγυήσεις που δίδονται σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης του δανειζόμενου,
- Το είδος του κύκλου εργασιών της επιχείρησης. Υψηλή μεταβλητότητα των κερδών αυξάνει το ενδεχόμενο ο δανειζόμενος να μην είναι σε θέση να αποπληρώσει τη δόση του δανείου.
- Το ύψος του επιτοκίου. Σε περιόδους υψηλών επιτοκίων οι καλοί δανειζόμενοι απομακρύνονται από την αγορά δανείων αυτοχρηματοδοτώντας την επένδυση ενώ απομένουν οι λιγότερο αξιόπιστοι για να χρηματοδοτηθούν.

Επειδή όμως το καθένα από τα παραπάνω χαρακτηριστικά δεν έχει συγκεκριμένο βάρος είναι φυσικό ένας ειδικός σε χρηματοδοτήσεις να χαρακτηρίζει τελείως διαφορετικά δύο δανειζόμενους αφού υπάρχει υποκειμενικότητα.

II. Αξιολόγηση δανειζόμενων σε κατηγορίες κινδύνου (Rating Systems)

Το παλαιότερο σύστημα αξιολόγησης δανειζόμενων χρησιμοποιείται στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής από ελεγκτικούς μηχανισμούς και τραπεζίτες προκειμένου να ελέγχουν τα αποθεματικά που διατηρούν για να καλύπτουν τις απώλειες που προέρχονται από δάνεια. Με την πάροδο του χρόνου, οι μηχανισμοί αξιολόγησης βελτιώθηκαν και σήμερα το 60% των τραπεζών έχει αναπτύξει εσωτερικά συστήματα αξιολόγησης 1-10 για χορηγήσεις δανείων. Οι αξιολογήσεις αυτές είναι AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C και D (αναμενόμενη απώλεια χορήγησης 100%).

III. Μοντέλα Μέτρησης Φερεγγυότητας (Credit Scoring Systems)

Τα μοντέλα μέτρησης φερεγγυότητας χρησιμοποιούν δεδομένα δανειζόμενων προκειμένου να υπολογιστεί η πιθανή πτώχευση του δανειζόμενου ή να ταξινομηθούν οι δανειζόμενοι σε κατηγορίες κινδύνου. Στηριζόμενα σε χρηματοοικονομικά στοιχεία του δανειζόμενου, π.χ. ο συντελεστής μόχλευσης, δείκτες κερδοφορίας κ.λπ., μπορούν να προσδιορίσουν την πιθανή πτώχευση του δανειζόμενου αναλύοντας στατιστικά τα παραπάνω χαρακτηριστικά:

Τα μοντέλα μέτρησης φερεγγυότητας μπορούν να χωριστούν σε:

- γραμμικά μοντέλα πιθανοτήτων
- μοντέλα Logit και
- μοντέλα γραμμικής διακριτικής ανάλυσης.

Τα δύο πρώτα μοντέλα χρησιμοποιούνται για την πιθανότητα πτώχευσης του δανειζόμενου ενώ το τρίτο μοντέλο κατανέμει τους δανειζόμενους σε υψηλού ή χαμηλού επιπέδου κατηγορία κινδύνου πτώχευσης.

ι. Γραμμικά μοντέλα πιθανοτήτων

Τα γραμμικά μοντέλα πιθανοτήτων χρησιμοποιούν δεδομένα παλαιότερων αποπληρωμών δανείων π.χ. συντελεστής μόχλευσης, κερδοφορίας κ.λπ ως στοιχεία πρόβλεψης αποπληρωμής νέου δανείου. Για παράδειγμα αν υποθέσουμε ότι δύο χαρακτηριστικά επηρέασαν στο παρελθόν πτωχεύσεις δανειοληπτών σ ένα κλάδο, όπως η μόχλευση (M) κατά 50% καθώς και οι πωλήσεις προς κεφάλαια (Π/Κ) κατά 10%, τότε το γραμμικό μοντέλο πιθανότητας πτώχευσης ενός δανειολήπτη του ίδιου κλάδου θα είναι $E(z)=0,5M+0,1Π/Κ+ε$. Αν λοιπόν μία εταιρία έχει συντελεστή μόχλευσης $M=0,3$ και $Π/Κ=2$ τότε η αναμενόμενη πιθανότητα πτώχευσης της εταιρίας είναι $E(z)=0,35$ ή 35%+ένα ποσοστό λάθους ε.

ii. Μοντέλα Logit

Η αναμενόμενη πιθανότητα πτώχευσης της δανειζόμενης εταιρίας $E(z)$ που προκύπτει από το προαναφερθέν γραμμικό μοντέλο μπορεί να δώσει πιθανότητα εκτός διαστήματος $[0..1]$. Το μοντέλο Logit προσπερνά την αδυναμία αυτή περιορίζοντας την κλίμακα σε $0..1$ χρησιμοποιώντας $F(z)=1/(1+e^{-z})$ όπου $e = 2.718$

iii. Μοντέλα γραμμικής διακριτικής ανάλυσης

Σύμφωνα με χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά οι δανειοδοτούμενοι ταξινομούνται σε κατηγορίες υψηλού ή χαμηλού κινδύνου.

Για παράδειγμα $z=1,2x_1+1,3x_2+0,1x_3+1,2x_4+3,2x_5$, όπου x_i διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες. Ανάλογα με την τιμή κινδύνου πτώχευσης z κατατάσσεται και η επιχείρηση. Ωστόσο, όλα τα μοντέλα μέτρησης φερεγγυότητας – credit scoring – παρουσιάζουν προβλήματα που απορρέουν π.χ. δύο μόνο καταστάσεις, πτώχευση και μη πτώχευση της επιχείρησης, ενώ στην πραγματικότητα υπάρχουν διαβαθμίσεις κατάπτωσης που προκύπτουν από την μη πληρωμή ή καθυστέρηση τόκων έως και την κατάπτωση όλων των πληρωμών τόκων και κεφαλαίου. Δεύτερον, το γεγονός ότι οι συντελεστές είναι σταθεροί μόνο για μικρές περιόδους και όχι συνέχεια όπως εμφανίζονται. Τέλος, μπορεί να θεωρηθεί το γεγονός ότι υπάρχουν παράμετροι που δεν ποσοτικοποιούνται και μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την πιθανότητα κατάπτωσης.

1.2.2 Νεότερα μοντέλα μέτρησης πιστωτικού κινδύνου.

Τα μοντέλα αυτά βασίζονται στην χρηματοοικονομική θεωρία καθώς και χρηματοοικονομικά δεδομένα της αγοράς προκειμένου να προσεγγίσουν την πιθανότητα κατάπτωσης μιας επιχείρησης ή ενός δανείου αυτής.

I. Μέθοδος με βάση τις αποδόσεις κρατικών και εταιρικών ομολογιών.

Η απόδοση i ενός κρατικού ομολόγου για μία περίοδο πρέπει να ισούται με την πιθανότητα p η επιχείρηση να αποπληρώσει στο τέλος της περιόδου το δανεισθέν κεφάλαιο και τόκο $1+k$ στη τράπεζα δηλ. θα πρέπει $I+i = p(I+k)$ προκειμένου να είναι αδιάφορο σε έναν επενδυτή σε ποιο από τα δύο είδη να επενδύσει. Συνεπώς ορίζοντας την πιθανότητα μη αποπληρωμής $1-p$ ο τραπεζικός οργανισμός μπορεί να ορίσει στη συνέχεια το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου, risk premium, $k-i$.

Η μέθοδος αυτή μπορεί να επεκταθεί για περισσότερες της μιας περιόδου αρκεί η πιθανότητα κατάπτωσης του δανείου ή της ομολογίας της επόμενης περιόδου να υπολογιστεί επί της πιθανότητας κατάπτωσης της προηγούμενης περιόδου.

II. Μέθοδος της οριακής θνησιμότητας

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί ιστορικά στοιχεία κατάπτωσης εταιρικών δανείων και ομολογιών δημόσια διαπραγματεύσιμων ανά κατηγορία φερεγγυότητας. Η πιθανότητα κατάπτωσης για κάθε επόμενο έτος αυξάνεται, υπολογίζεται δε ως

$MMR1 = (\text{συνολικό ποσοστό θνησιμότητας τον 1ο χρόνο}) /$

(συνολικό ποσοστό δανείων-ομολογιών που αποπληρώθηκαν κατά τον 1^ο χρόνο)

$MMR2$ κατά το 2ο χρόνο κ.ο.κ.

III. Μοντέλα RAROC

Τα μοντέλα RAROC ή μοντέλα απόδοσης κεφαλαίου προσαρμοσμένης στον κίνδυνο (Risk Adjusted Return on Capital) είναι τα δημοφιλέστερα μοντέλα αποτίμησης

πιστωτικού κινδύνου και βασίζονται σε ιστορικά δεδομένα. Σήμερα χρησιμοποιούνται ευρέως από μεγάλες τράπεζες της Αμερικής και της Ευρώπης.

Επειδή δεδομένα σχετικά με δάνεια είναι σπάνια μια και δεν δημοσιοποιούνται προκειμένου να υπολογιστεί το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου καταφεύγουμε σε εταιρικές ομολογίες που διαπραγματεύονται δημόσια.

Τα μοντέλα RAROC μετρούν βασικά το εισόδημα που προκύπτει από τόκους και αμοιβές διαχείρισης του δανείου ως προς τον κίνδυνο κατάπτωσης του δανείου. Ο κίνδυνος κατάπτωσης του δανείου αναλύεται περαιτέρω ως το ποσοστό μη αναμενόμενου κινδύνου (ποσοστό χειρότερης περίπτωσης - 99%) επί του ποσοστού του δανείου που θα χαθεί σε περίπτωση κατάπτωσης.

Αν ο συντελεστής RAROC του δανείου υπερβαίνει το εσωτερικό κόστος της χρηματοδότησης που η τράπεζα ορίζει το δάνειο χορηγείται διαφορετικά απορρίπτεται ή ζητείται μεγαλύτερο ασφάλιστρο.

IV. Μοντέλα Option

Ενώ το μοντέλο αυτό φαίνεται πραγματικά ένα εξαιρετικό εργαλείο που αποτιμά την πιθανότητα κατάπτωσης και προσδιορίζει το ασφάλιστρο κινδύνου, ωστόσο στην πράξη ο προσδιορισμός της πραγματικής αξίας της δανειζόμενης εταιρίας καθώς και της ρευστότητας των κεφαλαίων της εταιρείας αποτελεί πρόβλημα στην αξιοποίηση του μοντέλου.

1.2.3 Μοντέλα αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου χαρτοφυλακίου δανείων

I. Απλά μοντέλα αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου χαρτοφυλακίου δανείων.

Ένα απλό μοντέλο που μετρά την πιθανότητα ενός δανείου να υποτιμηθεί ή να ανατιμηθεί είναι το μοντέλο μετακίνησης του δανείου σε άλλη κλάση. Πίνακες ποσοστών τέτοιων μετακινήσεων προέρχονται από εσωτερικούς πίνακες φερεγγυότητας της τράπεζας ή διεθνείς οίκους όπως Moody's και S&P. Έτσι με την μέθοδο αυτή ο τραπεζικός οργανισμός μπορεί να απορρίψει δάνειο υψηλού κινδύνου προτιμώντας κάποιο άλλο με μικρότερο ποσοστό μετακίνησης σε υψηλότερου κινδύνου κλάση.

II. Η θεωρία του σύγχρονου χαρτοφυλακίου (MPT)

Σύμφωνα με τη θεωρία του σύγχρονου χαρτοφυλακίου ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου δανείων ή ομολογιών δημόσια διαπραγματεύσιμων $σρ^2$ ορίζεται ως $σρ^2 = \sum xi^2 σi^2 + \sum \sum xi xj ρij σi σj$, όπου

xi η ποσόστωση του δανείου i στο χαρτοφυλάκιο

$ρij$ ο συντελεστής συσχέτισης αποδόσεων δανείων i, j

$σi^2$ η απόκλιση απόδοσης του δανείου i

Ένας συνδυασμός λοιπόν χορηγήσεων με μειωμένους συντελεστές συσχέτισης μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου στο ελάχιστο για ένα τραπεζικό οργανισμό. Παρόλα αυτά οι περισσότεροι διαχειριστές χαρτοφυλακίων επιθυμούν μεγαλύτερες αποδόσεις ρισκάροντας όμως περισσότερο.

III. Διαχειριστής χαρτοφυλακίου δανείων KMV

Η KMV διαχείριση χαρτοφυλακίου δανείων βασίζεται σε options προκειμένου να μετρήσει την πιθανότητα κατάπτωσης του χαρτοφυλακίου. Η μέθοδος μετρά την απόδοση του δανείου, τον κίνδυνο του δανείου καθώς και το βαθμό συσχέτισης δύο δανείων να καταπέσουν την ίδια στιγμή. Γνωρίζοντας τα παραπάνω ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου είναι σε θέση να επιλέξει το αποδοτικότερο χαρτοφυλάκιο.

IV. Credit Risk +

Το μοντέλο αυτό αναπτύχθηκε από την CSFP (Credit Suisse Financial Products) και προσπαθεί να εκτιμήσει τον αναμενόμενο κίνδυνο ενός δανείου όπως και την κατανομή των απωλειών προσδιορίζοντας έτσι τα κεφάλαια που πρέπει να δεσμευτούν γι' αυτήν την χορήγηση. Σε αντίθεση με το μοντέλο CreditMetrics της J.P.Morgan όπου η ιστορικότητα των καταπτώσεων θεωρείται δεδομένη, στο μοντέλο CreditRisk+ η πιθανότητα κατάπτωσης δανείου σ' ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται τελείως τυχαία ενώ η συσχέτιση κατάπτωσης ανάμεσα σ' όλα τα ζεύγη δανείων θεωρείται μηδενική δηλ. δεν υπάρχει συσχέτιση και ένα δάνειο δεν μπορεί να επηρεάσει κάποιο άλλο. Το μοντέλο αυτό είναι ιδανικό για τραπεζικούς οργανισμούς που χορηγούν δάνεια χαμηλών ποσών.

V. Credit Metrics

Η μέθοδος αυτή αναπτύχθηκε το 1997 από την J.P.Morgan με χορηγούς την Bank of America και την Union Bank of Switzerland προκειμένου να αποτιμηθεί ο κίνδυνος μη διαπραγματεύσιμων κεφαλαίων όπως είναι τα δάνεια και οι εταιρικές ομολογίες με χρήση του value at risk (VAR).

Γνωρίζοντας την πιστοληπτική κατηγορία στην οποία ανήκει η δανειζόμενη επιχείρηση, την πιθανότητα να αλλάξει η πιστοληπτική κατηγορία του προς τα κάτω ή πάνω, το ποσοστό ανάκτησης δανείων που κατέπεσαν και τις αποδόσεις των ομολόγων μπορούμε να προσδιορίσουμε το VAR.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

2.1 Γενικά

Η αξιολόγηση πιστωτικής ικανότητας παίζει σημαντικό ρόλο στις κεφαλαιαγορές. Συμβάλλει στη δραματική ανάπτυξη, σταθερότητα και αποδοτικότητα των διεθνών και εγχώριων αγορών, οι οποίες ήδη περιλαμβάνουν περισσότερα από 80 τρισεκατομμύρια δολάρια σε αξιολογημένες μετοχές και άλλα χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος.

Η πραγματική αξία της συμβολής ενός οίκου αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας στην αποδοτικότητα της αγοράς εξαρτάται από την ικανότητά του να παρέχει αξιολογήσεις που αποτελούν σαφείς, αξιόπιστες και ακριβείς απόψεις κινδύνου, βασισμένες σε μια θεμελιώδη κατανόηση του πιστωτικού κινδύνου. Επιπλέον, για να παρέχουν ένα αξιόπιστο σημείο αναφοράς για επενδυτικές αποφάσεις, οι αξιολογήσεις ενός τέτοιου οίκου θα πρέπει να προσφέρουν ευρεία κάλυψη, αλλά και να βασίζονται σε μια σταθερή και πλήρη διαδικασία αξιολόγησης, που υποστηρίζεται από συμβούλια αξιολόγησης με πολυεθνική προοπτική.

Όταν οι αξιολογήσεις εξυπηρετούν τις ανάγκες των επενδυτών για αξιόπιστες εκτιμήσεις κινδύνου, η αξία τους επεκτείνεται επίσης τόσο σε δανειολήπτες που αναζητούν ευέλικτη και οικονομική χρηματοδότηση στις κεφαλαιαγορές όσο και σε

μεσάζοντες, ρυθμιστές, αποταμιευτές, κυβερνήσεις, οικονομολόγους, τον οικονομικό Τύπο και σε ένα πλήθος άλλων συμμετεχόντων και παρατηρητών της αγοράς.

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας συγκεντρώνουν και αναλύουν μια σειρά χρηματοοικονομικών, βιομηχανικών και οικονομικών στοιχείων, τα οποία συνθέτουν και στη συνέχεια δημοσιεύουν ανεξάρτητες και αξιόπιστες εκτιμήσεις σε σχέση με την πιστωτική αξία των αξιόγραφων και εκδοτών τους. Έτσι προσφέρουν στους επενδυτές έναν εύκολο τρόπο για να κρίνουν την πιστωτική ποιότητα των διαφόρων επενδυτικών εναλλακτικών.

Με απλά λόγια, οι αξιολογήσεις αυτές αποτελούν μια πιστοληπτική άποψη. Είναι δύσκολο για μια άποψη ή έναν οίκο αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας να κερδίσουν την εμπιστοσύνη κάποιου, αλλά και εύκολο να την χάσουν.

2.2 MOODY'S

2.2.1 Η εταιρεία

Η εταιρεία Moody's Investors Service αποτελεί έναν από τους πιο ευυπόληπτους και ευρέως γνωστούς οίκους αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας, ερευνών και ανάλυσης κινδύνου. Η δέσμευση και εμπειρία της Moody's συμβάλουν στη δημιουργία σταθερών, διαφανών και ολοκληρωμένων οικονομικών αγορών, προστατεύοντας την ακεραιότητα των πιστοδοτήσεων. Εκτός από αξιολογήσεις πιστωτικών ικανοτήτων, η Moody's παρέχει στοιχεία ερευνών και αναλυτικά εργαλεία για την εκτίμηση του κινδύνου, και δημοσιεύει κορυφαίες πιστωτικές απόψεις, μαζί με έρευνες και σχολιασμούς περί συναλλαγών. Επίσης εξυπηρετεί πάνω από 9.300 λογαριασμούς πελατών σε 2.400 πιστωτικούς οργανισμούς παγκοσμίως.

Λόγω της ανεξαρτησίας και ακεραιότητάς της, η Moody's έχει κερδίσει την εμπιστοσύνη των συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά ανά τον κόσμο. Οι αξιολογήσεις και αναλύσεις της παρακολουθούν την συμπεριφορά των οφειλών, καλύπτοντας πάνω από:

- 100 κράτη
- 12,000 εταιρικούς εκδότες
- 29,000 εκδότες δημοσίων χρηματοδοτήσεων
- 96,000 δομημένες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις

Η Moody's έχει γραφεία στα μεγαλύτερα οικονομικά κέντρα παγκοσμίως και απασχολεί περίπου 3.000 υπαλλήλους, συμπεριλαμβανομένων 1.000 αναλυτών.

Οι αξιολογήσεις πιστωτικής ικανότητας και η έρευνα βοηθούν τους επενδυτές να αναλύσουν τους πιστοληπτικούς κινδύνους που σχετίζονται με τίτλους σταθερού

εισοδήματος. Οι ανεξάρτητες αξιολογήσεις πιστωτικής ικανότητας και έρευνες συμβάλλουν επίσης στην αποδοτικότητα των αγορών σταθερού εισοδήματος και άλλων υποχρεώσεων, όπως ασφαλιστικά συμβόλαια και συναλλαγές παραγώγων, καθώς παρέχουν αξιόπιστες και ανεξάρτητες εκτιμήσεις πιστωτικού κινδύνου.

Εκτός από υπηρεσίες αξιολόγησης, η Moody's δημοσιεύει και πιστοληπτικές έρευνες που αφορούν κυρίως επενδυτές, με ιδιαίτερη έμφαση σε λεπτομερείς έρευνες σχετικά με μεγάλους εκδότες δανείων, βιομηχανικές μελέτες, ειδικά σχόλια και εγχειρίδια με πιστοληπτικές απόψεις.

2.2.2 MOODY'S KMV

I. Ιστορικό

Στα τέλη της δεκαετίας του '80 η Moody's δημιούργησε το Moody's KMV EDF™ (Expected Default Frequency - Αναμενόμενη Συχνότητα Αθέτησης Υποχρέωσης), που άλλαξε δραματικά τον τρόπο που υπολογίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος παγκοσμίως. Προσφέρει τα κορυφαία εργαλεία ποσοτικής ανάλυσης πιστωτικού κινδύνου για δανειστές, επενδυτές και επιχειρήσεις. Βοηθά τους πελάτες να βελτιώσουν τις οικονομικές αποδοχές των επιχειρήσεών τους. Δημιουργεί προϊόντα και υπηρεσίες βασισμένα σε υπερσύγχρονες εφαρμογές μοντέρνων οικονομικών θεωριών και στατιστικών αναλύσεων. Αυτά τα εργαλεία μετατρέπουν τους τεράστιους όγκους οικονομικών στοιχείων σε εφαρμογές για τη διαχείριση πιστωτικού κινδύνου. Τα προϊόντα της Moody's KMV χρησιμοποιούνται από περισσότερες από 2.000 κορυφαίες εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες διαχείρισης χρηματοοικονομικών και επιχειρήσεις σε 80 χώρες παγκοσμίως. Επίσης, οι 100 μεγαλύτεροι χρηματιστηριακοί οργανισμοί παγκοσμίως χρησιμοποιούν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της Moody's.

Πρόσφατα η Moody's εισήγαγε στην αγορά το δίκτυο διεθνών συγκριτικών μοντέλων ιδιωτικών εταιρειών Moody's KMV RiskCalc®, που έφερε την επανάσταση στον τρόπο με τον οποίο αναλύονται οι πιστωτικοί κίνδυνοι της μεσαίας αγοράς από τράπεζες και διαρθρωμένες χρηματοαγορές. Επίσης, η Moody's κυκλοφόρησε το Moody's KMV LossCalc™, το πρώτο μοντέλο στην αγορά που προβλέπει ποσοστιαία ζημία σε περίπτωση αθέτησης (Loss Given Default). Η δέσμευση της Moody's να παρέχει πρακτικές λύσεις συνδυάζεται με τη δέσμευσή της να προσφέρει εκπαίδευση, ώστε να διασφαλίζει ότι οι πελάτες της κατανοούν τις περίπλοκες και θεμελιώδεις έννοιες που εμπεριέχονται στην εξειδικευμένη ανάλυση και διαχείριση πιστωτικού κινδύνου. Εκτός από υπηρεσίες εκπαίδευσης πελατών, η Moody's KMV συμμετέχει ενεργά στην ακαδημαϊκή έρευνα, μέσω επιδοτήσεων για έρευνα και υποστήριξη ακαδημαϊκών φόρουμ, έτσι ώστε όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά να είναι πλήρως ενημερωμένοι για τους πιστωτικούς κινδύνους.

Για να είναι σε θέση να προσδιορίζει την αθέτηση υποχρεώσεων των ιδιωτικών εταιρειών, η Moody's έχει επίσης συνάψει συνεργασίες με ένα μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών οργανισμών παγκοσμίως, τα οποία της διοχετεύουν αναλυτικά στοιχεία αθέτησης υποχρεώσεων, οικονομικές καταστάσεις και στοιχεία για αποδόσεις δανείων. Η βάση δεδομένων της Moody's KMV περιέχει στοιχεία των τελευταίων 30 ετών για περισσότερες από 6.000 δημόσιες και 220.000 ιδιωτικές εταιρείες με ιστορικό αθέτησης υποχρεώσεων, σε σύνολο 60.000 δημόσιων και 2,8 εκατομμύριων ιδιωτικών εταιρειών, υγιών και μη, σε όλο τον κόσμο.

II. ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Συλλογή Στοιχείων & Εργαλεία Ανάλυσης

Η Moody's KMV παρέχει μια ολοκληρωμένη σειρά λύσεων για τη συλλογή, την αποθήκευση και τον έλεγχο βασικών στοιχείων οικονομικών καταστάσεων, μετρήσεων πιστωτικών κινδύνου πελατών και ποσοτικών μετρήσεων πιστωτικού κινδύνου.

□ **RiskAnalyst™** : Μια λύση για την πιστωτική ικανότητα η οποία βασίζεται σε φυλλομετρητή

Το Moody's KMV RiskAnalyst αποτελεί τη μελλοντική λύση της Moody's KMV, που έχει αναπτυχθεί ύστερα από περίπου 20 χρόνια εφαρμογών και εμπειρίας. Το RiskAnalyst συλλέγει, διαχειρίζεται και εκθέτει οικονομικά και μη οικονομικά στοιχεία, ούτως ώστε οι χρήστες να μπορούν να εκτιμήσουν την πιστωτική ικανότητα των δανειοληπτών όσο καλύτερα γίνεται. Προσφέρει τη δυνατότητα υπολογισμού των εσωτερικών πιστοληπτικών ικανοτήτων των δανειοληπτών και των εγκαταστάσεων τους και οργανώνει τα στοιχεία σε επίπεδο δανειοληπτών και χαρτοφυλακίου, και αποτελεί τη βάση για ανάλυση χαρτοφυλακίου.

Το Moody's KMV RiskAnalyst προσφέρει:

- Εργαλεία για την αποτελεσματική διάδοση των οικονομικών καταστάσεων και τη λήψη ορθών αποφάσεων πιστωτικού κινδύνου
- Ευελιξία στην επίτευξη στόχων που αφορούν εσωτερικές εκτιμήσεις πιστωτικού κινδύνου
- Ένα ισχυρό πλαίσιο για τη συλλογή, ανάλυση και αποθήκευση πιστωτικών στοιχείων με στόχο την ενιαία λήψη αποφάσεων

- Αρχαιοθετημένο ιστορικό αξιολόγησης αθέτησης υποχρέωσης δανειζομένων για ανάλυση και σύνταξη αναφορών.

Μεγάλη λειτουργικότητα

- Συστηματικά συλλέγει, αναλύει και αποθηκεύει τις ιστορικές και προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις, καθώς και μη οικονομικά στοιχεία αξιολόγησης για δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις
- Υπολογίζει την έκθεση σε περίπτωση αθέτησης (Exposure At Default), την ποσοστιαία ζημία σε περίπτωση αθέτησης (Loss Given Default) και την αναμενόμενη ζημία (Expected Loss), ώστε να στηρίζει το εσωτερικό σύστημα πιστοληπτικής ικανότητας και να διευκολύνει τον υπολογισμό του ρυθμιστικού κεφαλαίου
- Εκθέσεις που ξεπερνούν τις παραδοσιακές οικονομικές αναλύσεις, συμπεριλαμβανομένων αιτιολογικών εκθέσεων και εκθέσεων που περιγράφουν αποφάσεις που αφορούν την πιστοληπτική ικανότητα
- Προγνώσεις που χρησιμοποιούν μεταβλητές κλειδας (key variables) για την ευαισθητοποίηση και την αξιολόγηση της επίδρασης πιθανών μελλοντικών γεγονότων και επιχειρηματικών στρατηγικών στην οικονομική κατάσταση του πελάτη
- Η λειτουργία Rolling Statement Creator δημιουργεί τελικές δωδεκάμηνες οικονομικές καταστάσεις συνδυάζοντας τρίμηνες και μηνιαίες καταστάσεις

□ Moody's KMV Financial Analyst® : Ένα εργαλείο χρηματοοικονομικών πληροφοριών και ανάλυσης

Αποτελεί μια λύση που προσφέρει τις βάσεις για συστηματική πιστωτική ανάλυση. Η κεντροποιημένη δομή της βάσης δεδομένων του Moody's KMV Financial Analyst

προσφέρει ένα ισχυρό, εξαιρετικά οργανωμένο πλαίσιο για πιο γρήγορη λειτουργία, μεγαλύτερη ακεραιότητα δεδομένων, μεγαλύτερη ασφάλεια και διαμερισμό δεδομένων μεταξύ πολλών χρηστών, καθώς και συνεχή και αδιάκοπη σύνδεση των οικονομικών καταστάσεων με τα όργανα εσωτερικής πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο Financial Analyst της Moody's KMV προσφέρει:

- Συνεχή συλλογή δεδομένων και δυνατότητες ανάλυσης
- Ενιαία ανάλυση ροών μετρητών
- Εξατομικευμένους δείκτες και συγκριτικές αποδόσεις (benchmarking) για επιχειρηματικούς εταίρους
- Εντοπισμό συμβάσεων
- Εκδόσεις στα Ισπανικά, τα Γαλλικά και τα Γερμανικά

Μεγάλη λειτουργικότητα

- Επιτρέπει την πρόβλεψη με τη βοήθεια μεταβλητών κλειδας για την ευαισθητοποίηση και την αξιολόγηση της επίδρασης πιθανών μελλοντικών γεγονότων και επιχειρηματικών στρατηγικών
- Οργανώνει τα δεδομένα και εκδίδει αναφορές σε τυποποιημένη μορφή
- Εξάγει εύκολα στοιχεία οικονομικών καταστάσεων για να χρησιμοποιηθούν σε εκθέσεις χαρτοφυλακίου και προϊόντα κινδύνου
- Επιτρέπει την καταχώριση λεπτομερών σημειώσεων που αφορούν τον πελάτη, τις οικονομικές καταστάσεις και τους λογαριασμούς
- Το σύστημα σύνταξης (authoring system) προσφέρει τη δυνατότητα στις τράπεζες να δημιουργήσουν φόρμες οικονομικών δεδομένων που θα εναρμονίζονται με τους όρους της πιστωτικής τους πολιτικής.

□ **Moody's KMV Risk Advisor™ : Σχεδιασμένο για να προάγει τις διαδικασίες αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας**

Αποτελεί μια άριστη λύση για πιστωτική αξιολόγηση, η οποία επισημοποιεί τις διαδικασίες αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας ενός οργανισμού, συνδυάζοντας και αναλύοντας μια σειρά αντικειμενικών και κριτικών παραγόντων εντός ενός εξαιρετικά ευέλικτου πλαισίου. Το ευπροσάρμοστο πλαίσιο του Moody's KMV Risk Advisor™ αποτυπώνει, αναλύει και αποθηκεύει όλους τους σχετικούς παράγοντες σε ένα μοντέλο κινδύνου, μειώνοντας τις δαπάνες και ενισχύοντας τη διαφάνεια και την πειθαρχία στη διαδικασία της αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας.

Ο σύμβουλος κινδύνου Moody's KMV Risk Advisor προσφέρει:

- το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να γίνει η σύνθεση όλων των τύπων παραγόντων κινδύνου, τόσο σε επίπεδο δανειζόμενου όσο και σε επίπεδο επιχείρησης
- ασφαλή αποθήκευση όλων των τρεχόντων παραγόντων κινδύνου στην πιστωτική ικανότητα
- ένα εξαιρετικό και ασφαλές αρχείο δεδομένων
- κεντρικοποιημένη εποπτεία και μεγάλη διαφάνεια της πιστωτικής διαδικασίας
- αποδοτικότητα που εξασφαλίζει μειωμένο κόστος ανασφάλισης και αναθεωρήσεων
- μια σταθερή τεχνολογική πλατφόρμα, η διαχείριση της οποίας γίνεται κεντρικά, αλλά που μπορεί να αναπτυχθεί σε ένα παγκόσμιο δίκτυο θυγατρικών εταιρειών.

Σταθεροποίηση της αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας

- Δυνατότητα παρακολούθησης της υπέρβασης του ορίου ενός λογαριασμού, των διασφαλίσεων και των εγγυητικών λεπτομερειών για τον υπολογισμό της

ποσοστιαίας ζημίας σε περίπτωση αθέτησης (Loss Given Default) ή για υπολογισμό ανάκτησης

- Αξιολόγηση δανειζομένων σε κατηγορίες κινδύνου και δυνατότητα υπέρβασης του ορίου ενός λογαριασμού, τόσο για τις δημόσιες όσο και για τις ιδιωτικές εταιρείες.
- Χρήση πολλαπλών μοντέλων αξιολόγησης κινδύνου ή δελτίων επιδόσεων πάνω στην ίδια τεχνολογική πλατφόρμα
- Σταθερό μοντέλο ανάλυσης θεμελιωδών μεγεθών στις επιχειρήσεις
- Υποστήριξη για καταχώριση δεδομένων σε οικονομικές καταστάσεις και διασφαλίσεις, τόσο χειρονακτικά όσο και αυτόματα
- Δυνατότητα δημιουργίας αρχείου όλων των παραγόντων που επηρεάζουν την αποτίμηση κινδύνου και ακόμη περισσότερα
- Πλαίσιο θεμελιωδών μεγεθών που περιλαμβάνει ένα σύνθετο αλγόριθμο ανάλυσης δεικτών, ο οποίος αξιολογεί τις τάσεις των δεικτών και την μεταβλητότητά τους
- Επεξηγηματικές εκθέσεις που δίνουν τη δυνατότητα λεπτομερούς εξέτασης του συλλογισμού που διέπει την ανάλυση

Αυτοδύναμα Μέτρα Πιστωτικού Κινδύνου

Το Moody's KMV διαθέτει επίσης ένα διαρκώς διευρυνόμενο φάσμα λύσεων για την εκτίμηση των ζημιών σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης.

☐ **Credit Monitor® : Βαθιά γνώση του πιστωτικού κινδύνου δημόσιων και ιδιωτικών επιχειρήσεων**

Είναι μια πλατφόρμα που προσφέρει τα πιστωτικά μέτρα για τις δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις που υπάρχουν στο Moody's KMV EDF™. Δίνει τη δυνατότητα σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ρυθμιστικές αρχές να βελτιώσουν σημαντικά τις διαδικασίες πιστωτικού κινδύνου, π.χ. κάνοντας διάκριση ανάμεσα σε 1 και 3.500 μονάδες βάσης κινδύνου, τοποθετώντας αναλυτικές πηγές εκεί που εντοπίζεται ο πραγματικός κίνδυνος και προβλέποντας πιστωτικά συμβάντα, αντί να αντιδρά σε αυτά. Ελέγχει την πιστωτική φερεγγυότητα σε πάνω από 27.000 εταιρείες του δημοσίου και σε όλες τις ιδιωτικές εταιρείες ενός χαρτοφυλακίου.

To Moody's KMV Credit Monitor προσφέρει:

- Έγκυρες και ακριβείς προβλέψεις αθέτησης υποχρέωσης δημοσίων και ιδιωτικών εταιρειών
- Αναλυτικές εκθέσεις για εταιρείες υψηλού κινδύνου και μεταβολές του κινδύνου
- Συγκριτική αξιολόγηση εταιρειών και χαρτοφυλακίων σε σχέση με κατηγορίες όπως η βιομηχανία, το κράτος, οι εσωτερικές και εξωτερικές βαθμίδες αξιολόγησης του κινδύνου και εξατομικευμένες συγκριτικές αξιολογήσεις
- Διαφάνεια των πιστωτικών παραμέτρων (credit drivers)

☐ **CreditEdge® : Βαθιά γνώση κινδύνου αφερεγγυότητας σε καθημερινή βάση**

Μια πλατφόρμα που εγγυάται καθημερινές μελλοντικές μετρήσεις για επιχειρήσεις δημοσίου που υποστηρίζουν την αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου και τις επενδυτικές αποφάσεις. Με 15 χρόνια εμπειρία σε στοιχεία και μοντέλα αγορών, οι μετρήσεις

είναι τεκμηριωμένες εκτενώς σε σχέση με την αθέτηση υποχρέωσης και τα πιστωτικά περιθώρια, και αποτελούν το πρότυπο της αγοράς για πιστωτές και επενδυτές.

Το Moody's KMV CreditEdge προσφέρει:

- Ειδοποιήσεις μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου για αλλαγές στις μετρήσεις βάσει των ορίων κινδύνου κάθε χρήστη
- Συγκριτική αξιολόγηση των μετρήσεως σε σχέση με προκαθορισμένα ή εξατομικευμένα σύνολα
- Ικανότητα διεξαγωγής αναλύσεων ευαισθησίας σε σχέση με μεταβαλλόμενες κεφαλαιακές διαρθρώσεις ή αξίες ιδίων κεφαλαίων
- Ευέλικτες δυνατότητες για ερωτήματα και σύνταξη εκθέσεων

☐ Moody's KMV LossCalc™ : Ένα ισχυρό εργαλείο πρόβλεψης LGD για την αξιολόγηση και διαχείριση κινδύνων

Μια λύση που παρέχει ακριβείς εκτιμήσεις ποσοστιαίας ζημίας σε περίπτωση αθέτησης (LGD-Loss Given Default), βασισμένες σε credit cycle, και πληροφορίες για τη κεφαλαιακή διάρθρωση. Το LossCalc είναι το μοναδικό μοντέλο που αποτυπώνει τη συσχέτιση μεταξύ κινδύνου αφερεγγυότητας και επανείσπραξης. Το Moody's KMV LossCalc είναι το πρώτο μοντέλο που μπορεί να υπολογίσει το LGD για δάνεια, γραμμάτια και προνομιούχες μετοχές. Διαμορφώνει τις πέντε βασικές παραμέτρους του LGD:

- Διασφάλιση
- Είδη οφειλών και ταξινόμηση σύμφωνα με το βαθμό αρχιότητα
- Πληροφορίες σχετικές με το δανειολήπτη
- Πληροφορίες σχετικά με τη βιομηχανία
- Μακροοικονομικές πληροφορίες ανά χώρα και περιοχή

□ **Moody's KMV RiskCalc®**

Μια λύση που χαρακτηρίζει τον πιστωτικό κίνδυνο ιδιωτικών εταιρειών για γρήγορες αποφάσεις στην έκδοση δανείων και πιο αποδοτική παρακολούθηση τάσεων των πιστωτικών χαρτοφυλακίων, συνδυάζοντας στοιχεία από οικονομικές καταστάσεις και πληροφορίες σχετικά με την αγορά των μετοχών. Αξιοποιεί πληροφορίες από το Moody's KMV Credit Research Database (CRD™), τη μεγαλύτερη και διαυγέστερη συλλογή πληροφοριών για ιδιωτικές εταιρείες παγκοσμίως και συνδυάζει στοιχεία για ιδιωτικές επιχειρήσεις με βαθιές γνώσεις σχετικά με τοπικές παραμέτρους αθέτησης υποχρέωσης ώστε να δημιουργήσει ένα παγκόσμιο δίκτυο μοντέλων.

III. ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

□ **Moody's KMV CreditMark® : Καθημερινές αποτιμήσεις για δάνεια**

Το Moody's KMV CreditMark αποτελεί μια λύση για καθημερινές αποτιμήσεις (mark-to-market) που δίνει τη δυνατότητα σε χρηματιστές και δανειζόμενους να κοστολογήσουν και σε διαχειριστές χαρτοφυλακίων να διεξάγουν καθημερινές αποτιμήσεις για δάνεια, ανακυκλούμενα δάνεια και άλλα πιστωτικά όργανα, συμπεριλαμβανομένων των περίπλοκων imbedded πιστωτικών επιλογών, όπως χρήση ανακυκλούμενων δανείων, κοστολόγηση grid, term-out και προπληρωμές.

To Moody's KMV CreditMark προσφέρει:

- Εξειλιγμένα πιστωτικά μοντέλα που αξιολογούν πιστωτικές επιλογές, όπως αξιοποίηση προπληρωμών, κοστολόγηση grid, term-out και ανακυκλούμενων δανείων

- Εξατομικευμένες ιεραρχίες αξιολόγησης που βελτιώνουν τον έλεγχο και παρέχουν ένα ιστορικό ελέγχων στο οποίο παρουσιάζονται αναλυτικά τα στοιχεία και τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν τόσο σε επίπεδο χαρτοφυλακίων όσο και σε επίπεδο ατομικής συμμετοχής
- Εκθέσεις, γραφικά και κατέβασμα αρχείων που προσφέρουν μια σαφή εικόνα των αξιών, περιθωρίων (spreads) και προθεσμιακών διαρθρώσεων (term structures), καθώς και των πιστωτικών αγορών, τόσο αρχικά όσο και περιοδικά
- Μια ισχυρή πλατφόρμα που ενσωματώνει συστηματικά στοιχεία της αγοράς με χαρτοφυλάκια

☐ **Moody's KVM CreditEdge Plus™: Παρέχει πληροφορίες για τη δυναμική των πιστωτικών περιθωρίων**

Η CreditEdge Plus είναι μια πλατφόρμα που γεφυρώνει τις αγορές παραγώγων των χρεογράφων, ομολόγων και πιστωτικών, παρέχοντας για πρώτη φορά βαθιά κατανόηση της επίδρασής τους στον πιστωτικό κίνδυνο. Αυτή η ολοκληρωμένη λύση δίνει τη δυνατότητα στους χρήστες να αξιολογήσουν τα χρεωστικά και πιστωτικά όργανα παραγώγων που οι εκδότες δανείων αγοράζουν, κρατούν, πουλούν, καλύπτουν και διασφαλίζουν με μεγαλύτερη ακρίβεια.

Το Moody's KVM CreditEdge Plus προσφέρει:

- Παρατηρημένα περιθώρια στις αγορές ομολόγων και μεταφοράς του κινδύνου αθέτησης υποχρέωσης (CDS - credit default swaps)
- Ένα πλαίσιο για την κατανόηση του τι υποδηλώνουν οι αγορές χρεογράφων, ομολόγων και CDS για την τιμή ενός συγκεκριμένου εξ αυτών,

περιλαμβανομένων και των χρεωστικών οργάνων του, εστιάζοντας στα πιστωτικά περιθώρια.

IV. ΜΕΤΡΗΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

□ Moody's KMV RiskFrontier™: Ένα ισχυρό εργαλείο για τη μέτρηση και διαχείριση χαρτοφυλακίων

Μια ολοκληρωμένη και προηγμένη λύση διαχείρισης χαρτοφυλακίων που παρέχει στοιχεία και αναλυτές κινδύνου και συσχετίσεων για γρήγορη, ακριβή μέτρηση και συγκριτική αξιολόγηση κινδύνου και αποδόσεων των πιστωτικών χαρτοφυλακίων για ολόκληρους οργανισμούς. Το RiskFrontier παρέχει ένα μοναδικό, συνολικό πλαίσιο συσχετίσεων στον ισολογισμό κάθε πιστωτικού ιδρύματος.

Το Moody's KMV Riskfrontier προσφέρει:

- Πληροφορίες για την συνεισφορά συγκεκριμένων ανοιγμάτων και πελατών στον κίνδυνο χαρτοφυλακίου και το οικονομικό κεφάλαιο
- Ανάλυση κινδύνου-απόδοσης για δανεισμούς, χρεόγραφα και συναλλαγές
- Πλήρεις κατανομές ζημίας και αξίας για χαρτοφυλάκια, τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και σε συνάρτηση με τα ενδεικτικά πρότυπα
- Εμπειρικές βαθμονομήσεις, βασισμένες στις πλουσιότερες πηγές πιστωτικών στοιχείων παγκοσμίως
- Αναλύσεις σεναρίων για την προσομοίωση καταστάσεων κρίσης ενός χαρτοφυλακίου και την πραγματοποίηση υποθετικών αναλύσεων

□ **Moody's KMV Portfolio Manager™**

Μια λύση διαχείρισης πιστωτικών χαρτοφυλακίων που χρησιμοποιείται από τα μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα του κόσμου για να μετρήσουν τον κίνδυνο και τις συγκεντρώσεις χαρτοφυλακίων, να διαχειριστούν οικονομικά κεφάλια και να εξερευνήσουν ευκαιρίες συναλλαγών.

Το Moody's KMV Portfolio Manager προσφέρει:

- Ανάλυση κινδύνου-απόδοσης για δανεισμούς, χρεόγραφα και συναλλαγές
- Πληροφορίες για την συνεισφορά θέσεων και πελατών στον κεφαλαιακό κίνδυνο χαρτοφυλακίου
- Πλήρεις κατανομές ζημίας και αξίας για χαρτοφυλάκια, τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και σε συνάρτηση με τα ενδεικτικά πρότυπα
- Σύγκριση επιδόσεων με κάποιο ενδεικτικό χαρτοφυλάκιο
- Εμπειρικές βαθμονομήσεις, βασισμένες στις πλουσιότερες πηγές πιστωτικών στοιχείων παγκοσμίως
- Μια προηγμένη βάση χρηστών που μοιράζεται και διαμορφώνει τις καλύτερες πρακτικές

□ **DealAnalyzer®: Η τεχνολογία διαχείρισης χαρτοφυλακίων και τα δάνεια**

Μια μηχανή υπολογισμού που χρησιμοποιεί τους αναλυτές χαρτοφυλακίων στην έκδοση δανείων, επιτρέποντας έτσι στους χρήστες να οργανώσουν, αξιολογήσουν και κοστολογήσουν τις συναλλαγές με ακρίβεια, δεδομένου του υπάρχοντος κινδύνου σε ένα πιστωτικό χαρτοφυλάκιο.

Το DealAnalyzer διευκολύνει τα πιστωτικά ιδρύματα να βελτιώσουν τις εκτιμήσεις τους σε νέες συναλλαγές, χρησιμοποιώντας την πρωτοπόρα μεθοδολογία του

Moody's KMV Portfolio Manager ώστε να ληφθεί υπόψη η επίδραση των συσχετίσεων και των πιστωτικών μετρήσεων του Moody's KMV EDF™. Το DealAnalyzer αξιοποιεί την υπερσύγχρονη τεχνολογία του Portfolio Manager στην έκδοση δανείων, παρέχοντας υπολογισμούς κινδύνου-απόδοσης σε πολύ λίγο χρόνο, κάτι που συμβαδίζει με τους γρήγορους ρυθμούς της αγοράς. Επίσης, το DealAnalyzer εκτιμά τον κίνδυνο και την απόδοση των προφίλ ανοιγμάτων, τα οποία είναι προφίλ πιστωτικού κινδύνου από παράγωγα ή άλλες συναλλαγές που δεν μπορούν να επεξεργαστούν ως απλά δάνεια.

Το Moody's KMV DealAnalyzer προσφέρει:

- Ενεργή διαχείριση χαρτοφυλακίου σε πραγματικό χρόνο κατά την διαδικασία έκδοσης δανείου
- Μελλοντικές μετρήσεις που αντανακλούν τις προσδοκίες της αγοράς
- Ποσοτικοποίηση του κινδύνου δανεισμού στο πλαίσιο ενός χαρτοφυλακίου

V. ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Το Moody's KMV έχει οργανώσει μια ομάδα ειδικευμένων επαγγελματιών που βοηθούν τα πιστωτικά ιδρύματα να κατανοήσουν γρήγορα όλες τις πληροφορίες που προσφέρουν οι λύσεις S&P.

▪ **Συμβουλευτικές υπηρεσίες Moody's KMV**

Η ομάδα συμβούλων επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα να αξιοποιήσουν πλήρως τις τελευταίες τεχνολογίες που προσφέρει Moody's KMV στη διαχείριση και αξιολόγηση χαρτοφυλακίων. Οι επαγγελματίες αυτοί παρέχουν ξεχωριστές συμβουλευτικές υπηρεσίες για κάθε πελάτη ώστε να ικανοποιήσει τις ανάγκες για ανάλυση, εφαρμογή και εκπαίδευση.

- **Υπηρεσίες εφαρμογής Moody's KMV**

Η ομάδα που προσφέρει υπηρεσίες εφαρμογής χρησιμοποιεί τις εκτενείς γνώσεις της Moody's KMV σε προϊόντα και υπηρεσίες ώστε να βοηθήσει τους πελάτες να επωφεληθούν πλήρως. Οι υπηρεσίες περιλαμβάνουν συντονισμό επαγγελματικών υπηρεσιών, πελατών, ομάδων πωλήσεων και συμβούλων, υποστήριξη για την εφαρμογή και ανάπτυξη των λύσεων Moody's KMV, εγκατάσταση προϊόντων, ενοποίηση, αναβαθμίσεις και διαμόρφωση, και εξατομίκευση, μετατροπή και εισαγωγή στοιχείων.

- **Υπηρεσίες προτύπων Moody's KMV**

Η ομάδα που προσφέρει υπηρεσίες προτύπων αξιολογεί την επίδοση των πιστωτικών μοντέλων, και παρέχει λεπτομερείς αναλύσεις και συγκριτική αξιολόγηση της συμπεριφοράς των εσωτερικών συστημάτων αξιολόγησης. Οι αναλύσεις αυτές βασίζονται σε εκτενείς πληροφορίες πραγματικών αθετήσεων υποχρεώσεων και ανακτήσεων από την βάση δεδομένων πιστωτικών ερευνών (Credit Research Database - CRD™), μια ασυναγώνιστη πηγή στον τομέα της διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου.

2.3 STANDARD & POOR'S

2.3.1 Εισαγωγή

Η Standard & Poor's είναι ένας πρωτοπόρος παροχέας πληροφοριών της χρηματοοικονομικής αγοράς. Αποτελεί την καλύτερη πηγή πιστωτικών αξιολογήσεων, δεικτών, επενδυτικής έρευνας, και αξιολόγησης κινδύνου και στοιχείων. Σε συνδυασμό με τις επιχειρήσεις έρευνας χρεογράφων, η Standard & Poor's προσμένει από τους υπαλλήλους της να τηρούν τους κανόνες ήθους όταν πραγματοποιούν τα καθήκοντά τους, καθώς και να αποφεύγουν τις αντιθέσεις συμφερόντων ή οτιδήποτε ανάλογο. Ο σταθερός στόχος της Standard & Poor's είναι να διεξάγει το έργο της με τρόπο που να διασφαλίζει ότι οι υπάλληλοί της ενεργούν σύμφωνα με όλους τους σχετικούς νόμους και ρυθμίσεις.

Η ιστορία της Standard & Poor's είναι παράλληλη με την ιστορία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών αγορών. Τα τελευταία 150 χρόνια, η Standard & Poor's και οι προκάτοχοί της εστιάζονται στις ανάγκες των επενδυτών για έγκαιρες και ποιοτικές πληροφορίες, στοιχεία και αναλύσεις, ανά τον κόσμο.

2.3.2 Κριτήρια & Μεθοδολογίες

Οι αναλυτικές υπηρεσίες και προϊόντα που παρέχει η Standard & Poor's είναι το αποτέλεσμα ξεχωριστών δραστηριοτήτων, ούτως ώστε να διασφαλίζεται η ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα κάθε αναλυτικής διαδικασίας. Κάθε αναλυτικό προϊόν ή υπηρεσία βασίζεται σε πληροφορίες που έχει περισυλλέξει η αναλυτική ομάδα που είναι υπεύθυνη για το συγκεκριμένο προϊόν ή υπηρεσία. Η Standard & Poor's έχει διαμορφώσει πολιτικές και διαδικασίες για να διατηρήσει τη μυστικότητα των non-public πληροφοριών που συλλέγονται.

2.3.3 Αξιολογήσεις της Standard & Poor's

Οι αναλυτικές υπηρεσίες που παρέχει η Υπηρεσία Αξιολογήσεων της Standard & Poor's είναι το αποτέλεσμα ξεχωριστών δραστηριοτήτων, που είναι σχεδιασμένες για να διατηρούν την ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα των γνωμοδοτήσεων περί αξιολογήσεων. Οι αξιολογήσεις πιστωτικής ικανότητας που εκδίδονται από την Υπηρεσία Αξιολογήσεων είναι αποκλειστικά γνωμοδοτικές και δεν αποτελούν δήλωση ή σύσταση για την αγορά, πώληση ή διακράτηση τίτλων, ή για τη λήψη άλλων επενδυτικών αποφάσεων. Έτσι, όλοι οι χρήστες των αξιολογήσεων πιστωτικής ικανότητας που εκδίδονται από την Υπηρεσία Αξιολογήσεων δεν θα πρέπει να βασίζονται σε αυτές τις αξιολογήσεις ή άλλες γνωμοδοτήσεις της Υπηρεσίας για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Οι αξιολογήσεις βασίζονται σε πληροφορίες που παρέχει η Υπηρεσία Αξιολογήσεων. Άλλες διευθύνσεις της Standard & Poor's ίσως έχουν πληροφορίες, οι οποίες όμως δεν είναι διαθέσιμες στην Υπηρεσία Αξιολογήσεων.

Η Υπηρεσία Αξιολογήσεων εισπράττει αποζημίωση για τις αξιολογήσεις της. Η αποζημίωση αυτή καταβάλλεται είτε από τους εκδότες των τίτλων είτε από τρίτους που συμμετέχουν στην πώληση των τίτλων. Παρόλο που η Standard & Poor's επιφυλάσσεται του δικαιώματός της να κοινοποιήσει την αξιολόγηση, δεν επιβάλλει κάποιο κόστος για αυτό, εκτός από το κόστος εγγραφής στις διάφορες εκδόσεις της.

2.3.4 Λύσεις αντιμετώπισης κινδύνου της Standard & Poor's

Οι υπηρεσίες ανάλυσης που προσφέρουν οι λύσεις αντιμετώπισης κινδύνου της Standard & Poor's είναι το αποτέλεσμα ξεχωριστών δραστηριοτήτων που έχουν

σχεδιαστεί έτσι ώστε να διατηρούν την ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα κάθε μίας από τις διαδικασίες ανάλυσης της Standard & Poor's.

2.3.5 Η Standard & Poor's Equity Research

Οι εκθέσεις στην εταιρική επενδυτική έρευνα και οι επενδυτικές συστάσεις που γίνονται από την Υπηρεσία Επενδυτικής Έρευνας της Standard & Poor's διεξάγονται ξεχωριστά από τις υπόλοιπες αναλύσεις της Standard & Poor's. Η καλή φήμη και το όνομα της Standard & Poor's έχουν τεράστια σημασία και εν μέρει αντανακλούν την δύναμη του τομέα του franchise της εταιρείας. Αυτή η καλή φήμη και το όνομα της εταιρείας δημιουργούν την ανάγκη για έκδοση γνωμοδοτήσεων οι οποίες συντάσσονται με τις υψηλότερες επαγγελματικές προδιαγραφές, είναι σωστές και ακριβείς και δεν επηρεάζονται από συγκρούσεις συμφερόντων.

Η Υπηρεσία Επενδυτικής Έρευνας της Standard & Poor's δεν έχει πρόσβαση σε non-public πληροφορίες από άλλα τμήματα της Standard & Poor's. Η Standard & Poor's δεν εμπορεύεται για ίδιον συμφέρον.

2.3.6 Ερευνητική διαδικασία

I. Εισαγωγή

Η Υπηρεσία Επενδυτικής Έρευνας της Standard & Poor's προσεγγίζει την επενδυτική έρευνα μέσω του συνδυασμού της μεθοδολογίας θεμελιωδών μεγεθών με την αναλυτική συνεργασία. Η μεθοδολογία της βασίζεται στην επιστημονική ανάλυση θεμελιωδών μεγεθών, η οποία γίνεται από εκπαιδευμένους και έμπειρους αναλυτές, και συνδυάζεται με οικονομική και τομεακή ανάλυση με τη μέθοδο "top-down". Παρακάτω παρουσιάζεται μια περίληψη των παραγόντων τους οποίους εξετάζει η

Standard & Poor's όταν αξιολογεί μια εταιρείας προκειμένου να τη συμπεριλάβει στο σύστημα προτεινόμενων μετοχών STARS (Stock Appreciation Ranking System).

Οι αναλυτές μετοχών της Standard & Poor's διεξάγουν έρευνα θεμελιωδών μεγεθών, η οποία περιλαμβάνει αφενός την ενδελεχή εξέταση σχετικών οικονομικών, πολιτικών και ρυθμιστικών τάσεων, και αφετέρου βιομηχανικά και εταιρικά ζητήματα τα οποία ενδέχεται να επηρεάσουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει έσοδα και κέρδη. Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την εξέταση δεδομένων και στατιστικών που σχετίζονται με την εταιρεία και το αξιόγραφο που εξετάζεται. Περιλαμβάνει επίσης την κατανόηση και ερμηνεία διαφόρων άυλων στοιχείων, όπως για παράδειγμα η ποιότητα και το βάθος του management, η εταιρική πρακτική διοίκησης, οι εμπορικές δυνατότητες νέων προϊόντων και το ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Η Υπηρεσία Επενδυτικής Έρευνας της Standard & Poor's χρησιμοποιεί μια μέθοδο "bottom-up" για την ανάλυση μιας εταιρείας προκειμένου να τη συμπεριλάβει στο σύστημα προτεινόμενων μετοχών STARS. Η μέθοδος "bottom-up" αποτελείται κυρίως από τρεις τεχνικές αξιολόγησης θεμελιωδών μεγεθών:

- Ανάλυση εσωτερικής αξίας: Η εκτίμηση της πραγματικής αξίας (fair value) κυρίως βάσει ανάλυσης των προεξοφληθέντων "ελεύθερων" ταμειακών ροών (discounted "free" cash flow). Οι εκτιμήσεις για μελλοντικές κινήσεις κεφαλαίου προεξοφλούνται σε δολάρια ή αντίστοιχο εγχώριο νόμισμα και ενσωματώνουν μεταβλητές όπως η εκτίμηση κινδύνου και η κεφαλαιακή δομή της εταιρείας.
- Σχετική αποτίμηση: Η εκτίμηση της σχετικής αξίας ενός τίτλου μέσω σύγκρισης των κατάλληλων χρηματοοικονομικών δεικτών μεταξύ ομότιμων ομάδων (peer groups).

Άθροισμα διαφορετικών μερών (sum-of-parts): Η εκτίμηση της πραγματικής αξίας μιας μετοχής, μέσω του υπολογισμού της ιδιωτικής αγοραίας τιμής προσδιορισμών, ξεχωριστών μονάδων.

II. Η μεθοδολογία της Standard & Poor's

1. Κριτήριο αξιολόγησης (benchmark)

Ο δείκτης Standard & Poor's 500 Index είναι το βασικό κριτήριο αξιολόγησης που χρησιμοποιείται στη Βόρεια Αμερική. Διάφοροι άλλοι δείκτες αξιολόγησης χρησιμοποιούνται εκτός των ΗΠΑ, όπως ο ευρωπαϊκός Standard & Poor's Europe 350 και ο Standard & Poor's Asia 50 στην Ασία.

2. Τιμή-στόχος (target price)

Η Standard & Poor's χρησιμοποιεί μια δωδεκάμηνη τιμή-στόχο για να υποδείξει στους επενδυτές το λογικό επίπεδο της τιμής που αναμένεται να φτάσει μια μετοχή σε μια περίοδο δώδεκα μηνών, κατά την κρίση του αναλυτή μετοχών της S&P και με βάση μια ανάλυση θεμελιωδών μεγεθών όλων των σχετικών στοιχείων, καθώς επίσης και μακρο- και μικρο-προβλέψεις.

Αυτή η τιμή λαμβάνει υπόψη το μελλοντικό κίνδυνο (π.χ. beta) κάθε μετοχής. Για παράδειγμα, μια μετοχή με υψηλό beta θα έχει τιμή-στόχο με υψηλότερο ποσοστό κέρδους έναντι μιας μετοχής με χαμηλό beta. Οι δωδεκάμηνες τιμές-στόχοι αναθεωρούνται σε συνεχή βάση από τους αναλυτές μετοχών και τους τομεάρχες, για να διασφαλιστεί ότι γίνεται επαναξιολόγηση έπειτα από σημαντικές κινήσεις στις τιμές των μετοχών ή σημαντικά εταιρικά γεγονότα.

3. Ποσοτική ανάλυση

Η Standard & Poor's χρησιμοποιεί τρία θεμελιώδη ποσοτικά συστήματα αξιολόγησης:

- (i) το σύστημα αξιολόγησης κερδών και μερισμάτων (Standard & Poor's Earnings and Dividend Ranking System)
 - (ii) την κλίμακα πραγματικής αξίας (Fair Value Rank)
 - (iii) το δείκτη επενδυτικότητας IQ (Investability Quotient)
- Το σύστημα αξιολόγησης κερδών και μερισμάτων υπολογίζει τη σχετική ανάπτυξη και σταθερότητα των κερδών και μερισμάτων μιας εταιρείας.
 - Η κλίμακα πραγματικής αξίας υπολογίζει την πραγματική αξία μιας μετοχής με βάση το συνδυασμό ποσοτικών μεγεθών και επηρεάζεται σημαντικά από τη λογιστική αξία μεγεθών και την απόδοση των μετοχών.
 - Ο δείκτης επενδυτικότητας IQ είναι ένα πολυμεταβλητό μοντέλο που αξιολογεί τη σχετική επενδυτικότητα ενός χρεογράφου. Τα εισαγόμενα στοιχεία στο μοντέλο περιλαμβάνουν ποσοτικές και ποιοτικές αξιολογήσεις της S&P, καθώς και ιστορικούς συντελεστές εκμετάλλευσης.

4. Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων

Η ανάλυση οικονομικών καταστάσεων αποτελεί για τη Standard & Poor's ERS βασικό στοιχείο αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας, και είναι ενσωματωμένη στα μοντέλα προεξόφλησης της ταμειακής ροής που αναπτύσσονται από την Standard & Poor's για κάθε μία από τις συνεργαζόμενες εταιρείες. Οι αναλυτές μετοχών είναι εκπαιδευμένοι να εντοπίζουν τις βασικές οικονομικές τάσεις που ερμηνεύουν τη συνεχή οικονομική ευρωστία, καθώς και τις μελλοντικές προοπτικές.

5. Ισχύς του ισολογισμού

Η ισχύς του ισολογισμού είναι ένα ακόμη θεμελιώδες στοιχείο που χρησιμοποιούν οι αναλυτές μετοχών για την ποιοτική αξιολόγηση μιας εταιρείας. Οι αναλυτές μετοχών είναι εκπαιδευμένοι να αναλύουν το ενεργητικό, το παθητικό και το μετοχικό κεφάλαιο των μετόχων μιας εταιρείας για να αποφασίσουν αν η εταιρεία έχει επαρκείς πόρους για να παράγει εισόδημα και ταμειακή ροή, και αν έχει επαρκή ρευστότητα για να διασφαλίσει τη συνοχή της ως μια ανθούσα επιχείρηση.

6. Ισχύς της ρευστότητας

Η κατανόηση του πώς μια εταιρεία παράγει ταμειακή ροή αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την οικονομική ευρωστία και την ικανότητα ανάπτυξης μιας εταιρείας. Κατά την μελέτη των καταστάσεων ταμειακής ροής μιας εταιρείας, οι οικονομικοί αναλυτές προσπαθούν να προσδιορίσουν τις τάσεις που θα του βοηθήσουν να κατανοήσουν πώς μια εταιρεία παράγει ταμειακή ροή, πώς την επενδύει, και πώς χρηματοδοτεί την οικονομική της δραστηριότητα. Επίσης, προσπαθούν να προβλέψουν το επίπεδο ετήσιων «ελεύθερων» ταμειακών ροών που μπορεί να παράγει η εταιρεία (οι ετήσιες «ελεύθερες» ταμειακές ροές γενικά ορίζονται ως το καθαρό εισόδημα, συν τα έξοδα απόσβεσης/χρεολυσίας, μείον τις κεφαλαιακές δαπάνες, τα μερίσματα και τις πωλήσεις εγκαταστάσεων, περιουσιακών στοιχείων και εξοπλισμού). Οι αναλυτές μετοχών της Standard & Poor's χρησιμοποιούν αυτόν τον υπολογισμό για να προσδιορίσουν την εσωτερική αξία μιας μετοχής, προεξοφλώντας τα μελλοντικά επίπεδα ελεύθερων ταμειακών ροών στο διηνεκές σε τιμές που αντανακλούν το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) της εταιρείας.

7. Ιστορική ανάλυση των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών δεικτών

Η Standard & Poor's συχνά περιλαμβάνει στις εκθέσεις έρευνάς του την ποιοτική ανάλυση, το σχολιασμό και τις προβλέψεις για τους θεμελιώδεις χρηματοοικονομικούς δείκτες.

8. Ανάλυση ποιότητας των κερδών

Η μέθοδος αυτή αξιολογεί τα κέρδη μετά από φόρους που παράγονται από τη βασική επιχείρηση ή επιχειρήσεις μιας εταιρείας. Στον ορισμό των κυρίως κερδών συμπεριλαμβάνονται οι δαπάνες για επιχορηγήσεις εργαζόμενων στην εταιρείας προκειμένου να έχουν δικαίωμα αγοράς μετοχών σε προνομιακή τιμή, το κόστος αναδιάρθρωσης για τις τρέχουσες επιχειρηματικές δραστηριότητες, οι αποσβέσεις (write-downs) αποσβέσιμων και προβλέψιμων λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων, ασφαλιστικές δαπάνες και δαπάνες σε τρίτους για έρευνα και τεχνολογία. Από αυτόν τον ορισμό εξαιρείται η απομείωση της υπεραξίας, κέρδη και απώλειες από την πώληση στοιχείων του ενεργητικού, ασφαλιστικά κέρδη, μη πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημιές από πράξεις hedging, έξοδα για συγχωνεύσεις και αγορές, καθώς και η επίλυση διαφορών.

9. Αξιολόγηση εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance)

Οι οικονομικοί αναλυτές της Standard & Poor's επιθεωρούν τις δηλώσεις εξουσιοδότησης (εφόσον είναι διαθέσιμες), καθώς και άλλα εταιρικά αρχεία, προκειμένου να μετρήσουν τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρείας και να μεταφέρουν την αξιολόγησή τους στην ανάλυση κινδύνου της εταιρείας.

10. Το δικαίωμα αγοράς μετοχών σε προνομιακή τιμή ως έξοδο της εταιρείας

Ως μέρος της ανάλυσης των κυρίως κερδών από τη Standard & Poor's, και κατά την αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας, οι αναλυτές μετοχών της

Standard & Poor's πρέπει να συμπεριλάβουν τη δαπάνη της εταιρείας για το δικαίωμα αγοράς μετοχών σε προνομιακή τιμή, εφόσον υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία.

11. Ποιοτικός σχολιασμός της αξιοπιστίας της διοίκησης

Οι οικονομικοί αναλυτές της S&P έχουν εκπαιδευτεί να περιλαμβάνουν στις αναλύσεις τους ποιοτικές αξιολογήσεις των διοικητικών ικανοτήτων μιας εταιρείας, και της τήρησης όλων των σχετικών κανόνων. Έχουν επίσης την ευθύνη αξιολόγησης του επιπέδου διαφάνειας των οικονομικών καταστάσεων, της συνέπειας στην αύξηση των κερδών και της συνολικής εικόνας της εταιρείας όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση.

12. Διαδικασία επιλογής

Τα βασικά κριτήρια επιλογής περιλαμβάνουν εταιρείες που επιδεικνύουν κορυφαίους δείκτες, κεφαλαιοποίηση, εμπορική δραστηριότητα και ευρύ επενδυτικό ενδιαφέρον.

13. Λογική και επαρκής βάση

Όλες οι αναλύσεις των αναλυτών μετοχών πρέπει να τεκμηριώνονται από σχετικά στοιχεία και στατιστικές, και το αιτιολογικό για τις επενδύσεις πρέπει να περιλαμβάνει λογικές και ρεαλιστικές υποθέσεις, καθώς και αξιολόγηση κινδύνου.

Όλες οι συστάσεις πρέπει να έχουν μια λογική και επαρκή βάση, και πρέπει να βασίζονται στα στοιχεία, τις στατιστικές, τις τιμές μετοχών στην αγορά και τις προβλέψεις που παρουσιάζονται στην ανάλυση. Οι αναλυτές μετοχών πρέπει να διατηρούν για το χρονικό διάστημα που κρίνεται απαραίτητο τα αρχεία του υλικού που χρησιμοποιείται για να υποστηρίξει μια σύσταση.

14. Στοιχεία απόδοσης

Όταν παρουσιάζει την ιστορική απόδοση των συστάσεων STAR, η Standard & Poor's προσπαθεί να διασφαλίσει ότι όλα τα στοιχεία απόδοσης παρουσιάζονται με δίκαιο, ακριβή, και πλήρη τρόπο.

2.3.7 Σύστημα Αξιολόγησης Μετοχών (Equity Ranking System)

Η θεμελιώδης ανάλυση του συστήματος αξιολόγησης μετοχών (ERS) της Standard & Poor's, το οποίο από την 1^η Ιουλίου 2005 καλύπτει περίπου 1.900 μετοχές παγκοσμίως, παρουσιάζεται στο σύστημα αξιολόγησης μετοχών STARS (Stock Appreciation Ranking System). Υπάρχουν πέντε κατηγορίες στο σύστημα αυτό:

- **5-STARS (Ισχυρή αγορά - Strong Buy):** Η συνολική απόδοση αναμένεται να ξεπεράσει τη συνολική απόδοση ενός σχετικού κριτηρίου αξιολόγησης (benchmark), με μεγάλη διαφορά τους επόμενους 12 μήνες, με τις μετοχές να αυξάνουν την τιμή τους σε απόλυτη βάση.
- **4-STARS (Αγορά - Buy):** Η συνολική απόδοση αναμένεται να ξεπεράσει τη συνολική απόδοση ενός σχετικού κριτηρίου αξιολόγησης (benchmark) τους επόμενους 12 μήνες, με τις μετοχές να αυξάνουν την απόλυτη τιμή τους.
- **3-STARS (Διακράτηση - Hold):** Η συνολική απόδοση αναμένεται να προσεγγίσει αρκετά τη συνολική απόδοση ενός σχετικού κριτηρίου αξιολόγησης (benchmark) τους επόμενους 12 μήνες, με τις μετοχές να αυξάνουν γενικά την τιμή τους σε απόλυτη βάση.
- **2-STARS (Πώληση - Sell):** Η συνολική απόδοση αναμένεται να ξεπεραστεί από τη συνολική απόδοση ενός σχετικού κριτηρίου αξιολόγησης (benchmark) τους επόμενους 12 μήνες και η τιμή της μετοχής δεν αναμένεται να παρουσιάσει κέρδη.

- **1-STARS (Ισχυρή πώληση - Strong Sell):** Η συνολική απόδοση αναμένεται να ξεπεραστεί κατά πολύ από τη συνολική απόδοση ενός σχετικού κριτηρίου αξιολόγησης (benchmark) τους επόμενους 12, με τις μετοχές να χάνουν την αξία τους σε απόλυτη βάση.

2.4 FITCH

2.4.1 Γενική εικόνα – Προφίλ

Ο οίκος είναι ένας πρωτοπόρος οίκος αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας που παρέχει στην παγκόσμια πιστωτική αγορά στοιχεία ερευνών και αναλυτικά εργαλεία για την ανεξάρτητη, επίκαιρη και μελλοντική εκτίμηση πιστωτικού κινδύνου. Την τελευταία δεκαετία, η Fitch Ratings αναπτύσσεται ραγδαία και ενισχύει την παρουσία της στην παγκόσμια αγορά, αλλά και στην αγορά μακροχρόνιων τίτλων σταθερού εισοδήματος (fixed-income market).

Η Fitch Ratings έχει την έδρα της στην Νέα Υόρκη και το Λονδίνο, με 50 γραφεία και μεικτές επιχειρήσεις που καλύπτουν επιχειρήσεις σε πάνω από 100 χώρες. Επίσης, αξιολογήσεις οικονομικής ευρωστίας σε πάνω από 2000 ασφαλιστικές εταιρείες. Το 2006, η Fitch δημιούργησε την Derivative Fitch, μια εταιρεία αξιολόγησης που προσφέρει υπηρεσίες αξιολόγησης για τις εγγυημένες χρεωστικές υποχρεώσεις (Collateralised Debt Obligations) και τις αγορές παραγώγων. Μία ακόμη θυγατρική της Fitch είναι η Fitch Training, μια κορυφαία εταιρεία εκπαίδευσης στελεχών επιχειρήσεων στον τομέα των χρηματοοικονομικών.

Η Fitch Ratings και η Derivative Fitch είναι μέλη του ομίλου Fitch Group, μια θυγατρική εταιρεία που πλειοψηφικά ανήκει στη Fimalac, S.A., ένα διεθνή όμιλο επιχειρηματικών υπηρεσιών με έδρα στο Παρίσι.

2.4.2 Η διαφορά της Fitch

Η Fitch Ratings διαφέρει από τους άλλους οίκους αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας. Αντί να υιοθετεί μια σταθερή μέθοδο αξιολόγησης των επιχειρήσεων, η εταιρεία προωθεί την προσανατολισμένη στο μέλλον σκέψη (forward thinking), και

την αρχή ότι πρωταρχικό ρόλο παίζει ο επενδυτής. Τα χαρακτηριστικά που καθορίζουν την ποιότητα της Fitch και την ξεχωρίζουν από τους άλλους οίκους αξιολόγησης πιστωτικής ικανότητας είναι:

> **Ηγετικός ρόλος:** Η εταιρεία αποδεικνύει τον ηγετικό της ρόλο όχι μόνο αναπτύσσοντας καινοτομικές μεθόδους αξιολόγησης των νέων και ιδιαίτερα σύνθετων μετοχών, αλλά και εισάγοντας στην αγορά νέα πρωτοποριακά προϊόντα.

> **Άμεση ανταπόκριση:** Οι αναλυτές της Fitch ανταποκρίνονται αμέσως στα ερωτήματα των επενδυτών, δημοσιεύουν έγκαιρα τις διαδικασίες αξιολόγησης, σχολιάζουν, και κάνουν έρευνα της αγοράς.

> **Διαφάνεια:** Η εταιρεία προσφέρει απόλυτη διαφάνεια σε ό,τι αφορά τη μεθοδολογία και προσέγγιση αξιολόγησης που υιοθετεί προκειμένου να αξιολογήσει τις διάφορες μετοχές.

> **Προοπτική:** Η Fitch είναι μια διεθνής εταιρεία που αντανακλά στην έρευνα και ανάλυσή της τις τοπικές απόψεις και τάσεις.

Λόγω της μοναδικής της προσέγγισης στην αξιολόγηση πιστωτικής ικανότητας η Fitch έχει αναπτυχθεί εντυπωσιακά την τελευταία δεκαετία και ασκεί ολοένα και μεγαλύτερη επιρροή στις χρηματοοικονομικές αγορές. Οι αξιολογήσεις της εταιρείας ενσωματώνονται από διεθνείς οίκους, όπως οι Lehman Brothers, Merrill Lynch, iBoxx κ.α., στη μεθοδολογία αξιολόγησης σημαντικών δεικτών σταθερού εισοδήματος σε όλες τις μεγάλες χρηματαγορές. Οι περισσότεροι μεγάλοι επενδυτές έχουν ενσωματώσει τις αξιολογήσεις της Fitch στις επενδυτικές τους οδηγίες, και οι ρυθμιστικές αρχές και άλλοι φορείς της παγκόσμιας αγοράς χρησιμοποιούν επίσης τις αξιολογήσεις της εταιρείας.

2.4.3 Η Derivative Fitch

Η Derivative Fitch ιδρύθηκε τον Οκτώβριο του 2006 και ήταν η πρώτη εταιρεία αξιολόγησης η οποία είχε σκοπό να προσφέρει στην αγορά CDO και την αγορά παραγώγων πιστωτικού κινδύνου εξειδικευμένες αξιολογήσεις, έρευνα, analytics και υπηρεσίες εκτίμησης που σχετίζονται με τους ιδιαίτερους κινδύνους τους.

Ο αντικειμενικός στόχος της Derivative Fitch είναι η κατανόηση του κινδύνου και η βελτίωση της διαφάνειας στον ολοένα διευρυνόμενο τομέα των πιστωτικών παραγώγων.

Η Derivative Fitch, με τη βοήθεια της τεχνολογίας, προσφέρει καινοτόμα analytics και αξιολογήσεις χαρτοφυλακίων διευρύνοντας τα εργαλεία και τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για την ανάλυση της πιστωτικής σταθερότητας και του κινδύνου της αγοράς που διέπει τα δομημένα πιστωτικά προϊόντα. Ένα σημαντικό παράδειγμα είναι το RAP CD, μια ολοκληρωμένη λύση που προσφέρει analytics για τους κινδύνους της αγοράς και εργαλεία τιμολόγησης για τα πιστωτικά παράγωγα. Η πλατφόρμα παράγει ανεξάρτητη mark-to-model τιμολόγηση, πλήρη διαφάνεια της τιμολόγησης, καθώς επίσης και προσομοίωση ευαισθησίας και ακραίων καταστάσεων.

Άλλα προϊόντα και υπηρεσίες της Derivative Fitch περιλαμβάνουν:

- Το VECTOR 3.0, ένα μοντέλο συγκριτικής αξιολόγησης που προσδιορίζει την αξιολόγηση προϊόντων παραγώγων
- Η Valuspread, μια υπηρεσία τιμολόγησης παραγώγων
- Το Stability Scores, που μετρά την σταθερότητα αξιολόγησης των συνθετικών CDO σε βάθος χρόνου 12 μηνών

- Η πλατφόρμα Fitch CDx, μια πλατφόρμα που για την αγορά πιστωτικών παραγώγων είναι βασισμένη στο διαδίκτυο

2.4.4 Η Fitch Research

Η Fitch Research, η συνδρομητική online υπηρεσία της εταιρείας, προσφέρει πρόσβαση στις αξιολογήσεις της Fitch, την έρευνα και την πλέον σύγχρονη επιτήρηση, καθώς επίσης και τα εργαλεία μοντελοποίησης και ανάλυσης ομοτίμων. Οι χρονικά ευαίσθητες γνώμες, οι πιστωτικές αναλύσεις και οι ειδοποιήσεις αξιολόγησης που είναι διαθέσιμες μέσω της Fitch Research, μπορεί να είναι εξατομικευμένες για μεμονωμένα χαρτοφυλάκια και να παραδίδονται σε μια φιλική για το χρήστη μορφή, ώστε να ενισχύουν τις επενδύσεις και τις επιχειρηματικές αποφάσεις.

Οι συνδρομητές της Fitch Research έχουν απευθείας πρόσβαση στους αναλυτές της Fitch και συχνά προσκαλούνται σε σεμινάρια, τηλεσυνεδριάσεις και διαδικτυακές μεταδόσεις. Τα παραπάνω καλύπτουν έγκαιρα θέματα όπως νέες μεθοδολογίες αξιολόγησης, ενημερώσεις σχετικά με την άποψη της Fitch για διάφορους τομείς της αγοράς και σημαντικές νέες αξιολογήσεις ή αλλαγές. Οι συνδρομητές επικοινωνούν με ένα relationship manager για τα ερωτήματά τους ή για υποστήριξη.

2.4.5 Η υπηρεσία Ratings Delivery Service

Η Fitch's Ratings Delivery Service (RDS) προσφέρει ηλεκτρονική πρόσβαση σε όλες τις αξιολογήσεις της Fitch έγκαιρα και εύκολα. Μεγάλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, χρηματιστηριακοί οίκοι και διαχειριστές κεφαλαίων χρησιμοποιούν την υπηρεσία RDS για συμπληρώνουν τα συστήματα εσωτερικών πιστώσεων και επενδύσεων, αλλά και τις βάσεις δεδομένων.

Η RDS, η οποία μπορεί να παραληφθεί εντός της ημέρας ή στο τέλος της ημέρας, βοηθά τους επενδυτές να ενισχύσουν τις συναλλαγές χαρτοφυλακίου, καθώς και τα συστήματα συμμόρφωσης και διαχείρισης κινδύνου. Η υπηρεσία μειώνει το κόστος, γιατί περιορίζει την παρακολούθηση, την τροφοδοσία και τη συντήρηση των αξιολογήσεων με το χέρι.

Οι συνδρομές είναι διαθέσιμες σε συγκεκριμένους φορείς, όπως η Corporate Finance, η Structured Finance και η Public Finance. Λεπτομερείς πληροφορίες και περιγραφή προσφέρονται σε κάθε εκδότη και κάθε έκδοση. Προσφέρονται επίσης ημερομηνία λήξης, νόμισμα, μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση, παρακολούθηση της αξιολόγησης και ειδοποιήσεις, φορολογικό καθεστώς, ημερομηνία έκδοσης και ποσό.

2.4.6 Αξιολογήσεις

Η Fitch δημοσιεύει διάφορες γνωμοδοτήσεις αξιολόγησης, οι πιο κοινές από τις οποίες είναι οι αξιολογήσεις πιστωτικής ικανότητας. Οι αξιολογήσεις πιστωτικής ικανότητας γνωμοδοτούν για την ικανότητα μιας οντότητας ή μιας μετοχής να ανταποκριθεί έγκαιρα στις οικονομικές της δεσμεύσεις, όπως το επιτόκιο, τα προνομιάτα μερίσματα ή την αποπληρωμή του αρχικού κεφαλαίου.

Οι αξιολογήσεις χρέους της Fitch εκφράζονται μέσω ενός συστήματος βαθμολογίας που χρησιμοποιεί τα σύμβολα 'AAA'—'BBB' (International Long-term) και 'F1'—'F3' (International Short-term) για να προσδιορίσει τους εκδότες και τα εργαλεία «επενδυτικής ποιότητας» με σχετικά χαμηλή πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης. Τα σύμβολα 'BB'—'D' (International Long-term) και 'B'—'D' (International Short-term) προσδιορίζουν εκδότες, και τα σύμβολα 'BB'—'C' και 'B'—'C' προσδιορίζουν όργανα, τα οποία εμπίπτουν στο φάσμα «κερδοσκοπικής ποιότητας»,

που δηλώνει μια σχετικά υψηλότερη πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης και πραγματικής αθέτησης υποχρέωσης. Οι αξιολογήσεις περιορίζονται από τους αντίστοιχους ορισμούς τους.

Οι αξιολογήσεις μπορεί να ισχύουν για διάφορες οντότητες και διάφορα όργανα όπως χρέη και τραπεζικά δάνεια. Οι αξιολογήσεις πιθανόν να αντανακλούν την οικονομική δύναμη ασφαλιστικών εταιρειών, τραπεζών και χρηματοοικονομικών εγγυητών.

2.4.7 Recovery Ratings

Η Fitch δημιούργησε την κλίμακα αξιολόγησης ανάκτησης Recovery Ratings για να προσφέρει στους επενδυτές μια ολοκληρωμένη και συστηματική προσέγγιση μέτρησης των πρωταρχικών παραγόντων πιστωτικού κινδύνου, δηλαδή την πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης και την ποσοστιαία ζημία σε περίπτωση αθέτησης (Loss Given Default). Αυτές οι καινοτόμες, και πρωτοπόρες αξιολογήσεις παρέχουν διαφάνεια και προοπτική μέσω ολοκληρωμένων εκτιμήσεων κινδύνου των αξιολογηθέντων οντοτήτων και των ανεξόφλητων εκδόσεων τους.

Για τις οντότητες που έχουν βαθμολογηθεί με 'B+' και κάτω, η Fitch δίνει αξιολογήσεις ανάκτησης χρησιμοποιώντας μια κλίμακα από 'RR1' έως 'RR6,' σε συνδυασμό με τις αξιολογήσεις αθέτησης εκδότη (Issuer Default Ratings). Αξιολογήσεις ανάκτησης έχουν δοθεί παγκοσμίως στους τομείς των επιχειρήσεων, των χρηματοοικονομικών οργανισμών, των ασφαλιστικών εταιρειών, κ. ά.

Οι αξιολογήσεις αυτές θέτουν νέες βάσεις στην ανάλυση πιστωτικού κινδύνου και αποδεικνύουν την δέσμευση του οίκου να παρέχει στους επενδυτές αξιόπιστα εργαλεία ανάλυσης.

Κλίμακα αξιολόγησης ανάκτησης και ορισμοί

Αξιολόγηση ανάκτησης	Προοπτικές ανάκτησης σε περίπτωση αθέτησης	Ποσοστά ιστορικού ανάκτησης
RR1	Εξαιρετική	91-100%
RR2	Πολύ καλή	71-90
RR3	Καλή	51-70
RR4	Μέτρια	31-50
RR5	Κάτω του μετρίου	11-30
RR6	Κακή	0-10

2.4.8 Κριτήρια και μεθοδολογίες αξιολογήσεων

Η Fitch βασίζει τις αναλύσεις και αποφάσεις αξιολόγησης, που αποτελούν απόψεις της Fitch, στα καθιερωμένα κριτήρια, μεθοδολογίες και ορισμούς αξιολογήσεών της, που εφαρμόζει συστηματικά.

Η Fitch αναθεωρεί και εκσυγχρονίζει τα κριτήρια και τις μεθοδολογίες της σε τακτά χρονικά διαστήματα, εφόσον το θεωρεί απαραίτητο. Η Fitch δημοσιοποιεί όλες τις ουσιώδεις μεταβολές στα κριτήρια, τις μεθοδολογίες και τις πιο σημαντικές πρακτικές και διαδικασίες. Η Fitch δημοσιοποιεί τις προγραμματισμένες ουσιώδεις μεταβολές πριν την ημερομηνία εφαρμογής τους, αν είναι εφικτό και κατάλληλο. Η Fitch λαμβάνει υπόψη τις διάφορες χρήσεις των αξιολογήσεων πριν προβεί σε μεταβολές των κριτηρίων, μεθοδολογιών, πρακτικών και διαδικασιών.

2.4.9 Διαδικασία αξιολόγησης της Derivative Fitch

Η διαδικασία αξιολόγησης ξεκινά όταν η Fitch λάβει κάποιο αίτημα από έναν arranger ή ένα χρηματοδοτικό ίδρυμα διαρθρωμένων προϊόντων παραγώγων. Σε πρώτη φάση, ο asset manager, originator ή servicer πραγματοποιεί μια αναθεώρηση ώστε να εξακριβώσει τα κίνητρα της συναλλαγής και να διαπιστώσει αν υπάρχει δυνατότητα διαχείρισης του χαρτοφυλακίου.

Στη συνέχεια, εξακριβώνεται η ποιότητα του χαρτοφυλακίου και η πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης. Ανάλογα με το αν το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών είναι στατικό ή όχι, η Fitch θα κρίνει τα επίπεδα αθέτησης υποχρέωσης και ανάκτησης, είτε σε πραγματική βάση είτε με βάση την καταλληλότητα και τα κριτήρια που αναφέρονται στο συμφωνητικό. Μετά, θα αναθεωρήσει την προτεινόμενη διάρθρωση και την επίδρασή της στη ρευστότητα των συναλλαγών. Υλοποιώντας διάφορα σενάρια ρευστότητας, πετυχαίνουν διαφορετικά μοτίβα αθέτησης υποχρέωσης ώστε να διαπιστωθεί αν τα επίπεδα ιεραρχίας και η προτεραιότητα της ρευστότητας είναι αρκετά για να επιτευχθούν οι επιθυμητές αξιολογήσεις. Επίσης αναθεωρούνται και τα νομικά έγγραφα για να εξασφαλιστεί ότι η διάρθρωση είναι σαφώς προσδιορισμένη και τα συμφέροντα των επενδυτών αντιπροσωπεύονται ορθά.

Μόλις κλείσει η συναλλαγή, η Fitch ελέγχει ενεργά την απόδοση και την τήρηση των οδηγιών μέσω συνεχούς παρακολούθησης.

2.4.10 Κριτήρια αξιολόγησης

Η Derivative Fitch καθορίζει πιστωτικές αξιολογήσεις με βάση τρεις παράγοντες: τη συμπεριφορά των υποκρυπτόμενων περιουσιακών στοιχείων, τα διαρθρωτικά

χαρακτηριστικά και την απόδοση του asset manager. Τα κριτήρια επίσης λαμβάνουν υπόψη το αγχωτικό πιστωτικό περιβάλλον που επικρατούσε από το 2000 ως το 2002, όταν παρατηρήθηκαν περισσότερες αθετήσεις υποχρέωσης ομόλογων απ' ότι σημειώθηκαν συνολικά στην εικοσαετία που προηγήθηκε (1980-1999).

Η μεθοδολογία αξιολογήσεων της Fitch CDO βασίζεται στο μοντέλο Fitch Default VECTOR, ένα αναλυτικό εργαλείο χαρτοφυλακίων που χρησιμοποιεί εξομοιώσεις Monte Carlo, στις οποίες ενσωματώνει πιθανότητες αθέτησης υποχρέωσης, υποθέσεις ποσοστών ανάκτησης και συσχετισμούς περιουσιακών στοιχείων, για να υπολογίζει πιθανές αθετήσεις υποχρέωσης χαρτοφυλακίων και κατανομή ζημιών.

Σε κάθε βήμα της διαδικασίας εξομοίωσης, το χαρτοφυλάκιο περιουσιακών στοιχείων ενημερώνεται αφαιρώντας τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία σημειώνεται αθέτηση υποχρέωσης, ενημερώνοντας τα ιστορικά και καταχωρώντας τα γεγονότα αθέτησης υποχρέωσης και τις ανακτήσεις.

2.4.11 Μοντέλα πιστωτικού κινδύνου

Η ανάλυση κινδύνων αθέτησης υποχρέωσης της Derivative Fitch για τα CDO (Collateralised Debt Obligations – Εγγυημένες χρεωστικές υποχρεώσεις) στηρίζεται κατά βάση σε μοντέλα που χρησιμοποιούν εξομοιώσεις Monte Carlo για πολλαπλές περιόδους. Το σημαντικότερο είναι:

The logo for the Vector model, featuring the word "Vector" in blue and red text with a red arrow pointing to the right.

Το μοντέλο Derivative Fitch Default VECTOR (VECTOR) είναι το κύριο ποσοτικό εργαλείο που χρησιμοποιεί η Derivative Fitch για να αξιολογήσει τον κίνδυνο αθέτησης υποχρέωσης σε πιστωτικά χαρτοφυλάκια που υποστηρίζουν CDO. Το

μοντέλο χρησιμοποιείται τόσο για εταιρικά CDO όσος και για αξιόγραφα περιουσιακών στοιχείων.

Το VECTOR εξομοιώνει την συμπεριφορά αθέτησης υποχρέωσης ξεχωριστών περιουσιακών στοιχείων ενός χαρτοφυλακίου για κάθε χρόνο που γίνεται μια συναλλαγή. Βασίζεται στη διαρθρωτική μεθοδολογία που υποστηρίζει ότι μια εταιρεία θα γίνει αθέτησει τις υποχρεώσεις της αν το ενεργητικό είναι χαμηλότερο από το παθητικό (γνωστό και ως όριο αθέτησης υποχρέωσης). Η εξομοίωση Monte Carlo είναι ένα ευρέως διαδεδομένο εργαλείο και αναπαριστά την κατανομή αθέτησης υποχρέωσης και ζημιών ενός χαρτοφυλακίου, λαμβάνοντας υπόψη πιθανότητες αθέτησης υποχρέωσης και ποσοστά ανάκτησης, καθώς και συσχετίσεις μεταξύ περιουσιακών στοιχείων ενός χαρτοφυλακίου.

Τα κύρια στοιχεία που παράγει το VECTOR είναι το RDR (rating default rate – ποσοστό αξιολόγησης αθέτησης υποχρέωσης), το RLR (rating loss rate – ποσοστό αξιολόγησης ζημίας) και το RRR (rating recovery rate – ποσοστό αξιολόγησης ανάκτησης). Τα στοιχεία αυτά επίσης περιλαμβάνουν και διάφορα στατιστικά χαρτοφυλακίων καθώς και την κατανομή αθέτησης υποχρέωσης και ζημιών, και τη συνολική κατανομή αθετήσεων υποχρέωσης γενικά. Το VECTOR δεν είναι μοντέλο ρευστότητας και δεν λαμβάνει υπόψη διαρθρωτικά χαρακτηριστικά. Τα RDR, RRR και ο χρόνος αθέτησης υποχρέωσης αποτελούν στοιχεία που χρησιμοποιούνται σε μοντέλα ρευστότητας. Σε συνθετικές συμφωνίες που δεν επωφελούνται από διαρθρωτική υποστήριξη, το RLR παρουσιάζει τον υπολογισμό της κατώτερης πιστωτικής βελτίωσης για κάθε αξιολόγηση.

Το VECTOR επίσης επιτρέπει μια πιο λεπτομερή ανάλυση των συνθετικών CDO των χαρτοφυλακίων CDO (CDO στο τετράγωνο). Το μοντέλο εξομοιώνει το σύμπαν των υποκρυπτόμενων περιουσιακών στοιχείων που συνθέτουν τα «εσωτερικά» CDO

και υπολογίζει τη ζημία που υφίσταται το «κύριο» CDO, λαμβάνοντας υπόψη τα σημεία σύνδεσης και απόσπασης των μερών (tranches) των «εσωτερικών» CDO. Οι εξομοιώσεις των ποσοστών συσχέτισης και ανάκτησης που υφίστανται τα «εσωτερικά» CDO βασίζονται στα ξεχωριστά υποκρυπτόμενα χαρτοφυλάκια και δεν απαιτούνται επιπλέον υποθέσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΤΟΧΕΣ ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ

3.1 Γενικά

Ο Πρόεδρος του ΧΑ έχει το δικαίωμα να αναστείλει τη διαπραγμάτευση μιας κινητής αξίας όταν δεν διασφαλίζεται ή απειλείται προσωρινά η ομαλή λειτουργία της αγοράς ή όταν το επιβάλλει γενικότερα η προστασία του επενδυτή.

Η γενική ρύθμιση της διαγραφής περιέχεται στο άρθρο 11 παρ. 2 του ΠΔ 350, σύμφωνα με το οποίο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αυτεπαγγέλτως ή κατόπιν εισήγησης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών δύναται να αποφασίζει τη διαγραφή μίας κινητής αξίας από το Χρηματιστήριο Αθηνών, όταν έχει την πεποίθηση ότι λόγω των ειδικών συνθηκών η ομαλή και κανονική αγορά αυτής της κινητής αξίας δεν δύναται να διατηρηθεί.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μετά από γνώμη του ΧΑ, μπορεί να αποφασίσει τη διαγραφή μετοχών μετά από αίτηση της εκδότριας εταιρείας, εφόσον η αίτηση υποβάλλεται μετά από απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της εκδότριας εταιρείας που λαμβάνεται κατά πλειοψηφία 95% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου ανά κατηγορία μετοχών για τις οποίες υποβάλλεται η αίτηση διαγραφής.

Οι μετοχές των εταιρειών που βρίσκονται σε αναστολή δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, οι τιμές τους είναι παγωμένες από την ημέρα που αποφασίσθηκε η αναστολή τους, ενώ δεν έχουν το δικαίωμα να προχωρήσουν σε άντληση κεφαλαίων

από τη χρηματιστηριακή αγορά. Πιο απλά, όσοι βρέθηκαν να κατέχουν μετοχές εταιρειών που είναι σε αναστολή δεν μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές τους.

3.2 Τέσσερα κριτήρια

Σύμφωνα με τον νόμο 3371 που δημοσιεύθηκε στις 14 Ιουλίου 2005 στο ΦΕΚ καθορίζονται τέσσερα κριτήρια βάσει των οποίων η Επιτροπή μπορεί να διαγράψει οριστικά από τη Σοφοκλέους μια μετοχή.

Τα νέα κριτήρια είναι τριών ειδών:

1. Ποσοτικά κριτήρια (συσσωρευμένες ζημιές, μεγαλύτερα από τα ίδια κεφάλαια, διαμόρφωση ιδίων κεφαλαίων σε επίπεδα μικρότερα του 50% του μετοχικού κεφαλαίου και αρνητικά κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων).
2. Ποιοτικά κριτήρια που έχουν να κάνουν με αμφιβολίες για την ομαλή εξέλιξη των εργασιών εμπλουτισμένα με ληξιπρόθεσμες οφειλές της εταιρείας.
3. Με ελέγχους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που διαπιστώνουν παραλείψεις στη δουλειά των ορκωτών λογιστών και στην ακρίβεια των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων.

Βεβαίως, θα πρέπει να επισημανθεί ότι το Χρηματιστήριο δεν προχωρεί αυτόματα στην υπαγωγή μιας μετοχής σε καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης, ασχέτως αν πληροί κάποια από τις παραπάνω προϋποθέσεις. Η διαδικασία προβλέπει την προειδοποίηση της εταιρείας, η οποία θα απαντήσει και θα εξηγήσει πού οφείλεται η μη ομαλή πορεία των εργασιών της. Αν οι εξηγήσεις κριθούν επαρκείς (π.χ., η μείωση της κερδοφορίας μπορεί να οφείλεται σε συγκυρία, όπως ζημιά από καιρικές συνθήκες κτλ.) και υπάρχουν τα εχέγγυα για ανάκαμψη των εργασιών, τότε η διοίκηση του ΧΑ δεν προχωρεί στην επιβολή του μέτρου.

Προκειμένου να αποφασιστεί από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών η επαναδιαπραγμάτευση μετοχών που τελούν υπό αναστολή διαπραγμάτευσης για χρονικό διάστημα άνω των τριών (3) μηνών, θα πρέπει, κατά την εξέταση της επαναδιαπραγμάτευσης των μετοχών, να πληρούνται σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

1. Η εκδότρια εταιρία να εμφανίζει θετική καθαρή θέση, σύμφωνα με τις τελευταίες, πριν την εξέταση της επαναδιαπραγμάτευσης, δημοσιευμένες και ελεγμένες λογιστικές καταστάσεις όπως θα έχει αναμορφωθεί από τις παρατηρήσεις των τακτικών και ανεξάρτητων ελεγκτών.
2. Η εκδότρια εταιρία να έχει ελεγχθεί φορολογικά και να υποβάλει βεβαίωση ότι έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της προς τους οικείους ασφαλιστικούς φορείς.
3. Η εκδότρια εταιρία να υποβάλει στο ΧΑ ενημερωτικό δελτίο, από το οποίο να προκύπτει σαφώς η διασπορά των μετοχών, η δραστηριότητα, οι προοπτικές και οι λόγοι που δικαιολογούν την βιωσιμότητα της εταιρίας, το εύρος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης και η παρουσίαση των μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμησή του, η εξάλειψη του λόγου για τον οποίο οι μετοχές τέθηκαν σε αναστολή και παρέμειναν εκτός διαπραγμάτευσης καθώς και όλες οι ειδικότερες ενέργειες για την αντιμετώπιση των αιτιών που οδήγησαν στην αναστολή διαπραγμάτευσης των μετοχών. Όλα τα παραπάνω στοιχεία θα πρέπει να αποτελούν ξεχωριστό κεφάλαιο του ενημερωτικού δελτίου.
4. Το ενημερωτικό δελτίο να συντάσσεται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει τη δυνατότητα να παρέχει την κύρια επενδυτική υπηρεσία της αναδοχής («Ανάδοχος») και το οποίο υπογράφει από κοινού με την εκδότρια εταιρία και

ευθύνεται για την ορθότητα, ακρίβεια, πληρότητα, σαφήνεια και επικαιρότητα όπως ορίζεται στον Κανονισμό Αναδοχών.

5. Ο Ανάδοχος να προσδιορίσει την τιμή έναρξης της επαναδιαπραγμάτευσης των μετοχών. Ο Ανάδοχος ανακοινώνει την τιμή έναρξης της επαναδιαπραγμάτευσης τουλάχιστον τρεις (3) εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη της επαναδιαπραγμάτευσης.
6. Ο Ανάδοχος να διαπιστώνει και βεβαιώνει ότι:
 - α. Η νομική κατάσταση της εταιρείας είναι σύμφωνη προς τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται όσον αφορά την ίδρυσή της και την καταστατική της λειτουργία και οι εταιρικές πράξεις στις οποίες προέβη η εταιρεία κατά τη διάρκεια της αναστολής ήταν σύμφωνες με την κείμενη νομοθεσία και σε κάθε περίπτωση να έχουν τηρηθεί οι προβλεπόμενες από τον νόμο διαδικασίες. Επίσης, ο Ανάδοχος διαπιστώνει και βεβαιώνει ότι μετοχές που έχουν τυχόν προκύψει από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που η εταιρεία πραγματοποίησε κατά τη διάρκεια της αναστολής, πληρούν όλες τις προϋποθέσεις που αφορούν τις μετοχές που αποτελούν αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής στο ΧΑ.
 - β. Η εταιρεία έχει τηρήσει όλες τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από την χρηματιστηριακή νομοθεσία και την ιδιότητά της ως εταιρείας που έχει εισαγάγει τις μετοχές της στο ΧΑΑ.
7. Το αργότερο κατά το χρόνο έναρξης της επαναδιαπραγμάτευσης των μετοχών να έχει επιτευχθεί επαρκής διασπορά η οποία κρίνεται από το ΔΣ του ΧΑ, ανεξάρτητα από τους όρους αρχικής εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας. Προς το σκοπό αυτό, θα δεσμευτεί η εταιρεία ότι θα υποβάλλει στο ΧΑ βεβαίωση στην οποία θα φαίνεται το ποσοστό που κατέχουν συνολικά οι μεγαλομέτοχοι προκειμένου να εκτιμηθεί από το ΔΣ του ΧΑ η ύπαρξη της επαρκούς διασποράς. Η απόφαση του ΔΣ του ΧΑ για

την επαναδιαπραγμάτευση των μετοχών που τελούσαν υπό αναστολή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του ΧΑ.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

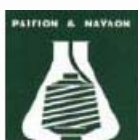
3.3 Συγκριτική μελέτη εταιρειών και ανάλυση των χρηματοοικονομικών τους δεικτών

Οι εταιρείες που βρίσκονται κάτω από το καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης και θα μελετηθούν συγκριτικά με υγιείς του ίδιου κλάδου ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα παρουσιάζονται διαγραμματικά ως εξής:

Α. ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ

➤ ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



ΕΤΜΑ
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΕΧΝΗΤΗΣ ΜΕΤΑΤΑΞΗΣ



ΕΛΛΑΤΕΞ
ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε.

II. ΥΓΙΕΙΣ:



REPLAY FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.



ΔΟΥΡΟΣ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΕΤΟΙΜΩΝ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.

➤ ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.

II. ΥΓΙΗΣ:

RIDENCO SA ΡΙΝΤΕΝΚΟ
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

B. ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

➤ **ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ**

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:

ΓΕΝΕΡ ΓΕΝΕΡ
ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΓΕΝΙΚΗ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ
ΕΤΑΙΡΕΙΑ

II. ΥΓΙΗΣ:



ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.
ΟΜΙΛΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ

Γ. ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ

➤ **ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ**

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:

HitechSNT For Immediate Release ΗΙΤΕΧ SNT Α.Ε.
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ, ΔΙΚΤΥΑ, ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Α.Ε.

II. ΥΓΙΗΣ:

unibrain A.E. UNIBRAIN
ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ ΚΑΙ
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ
ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ

Δ. ΧΗΜΙΚΑ- ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



PETZETAKIS
Α.Γ. ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΛΑΣΤΙΚΟΥ

Α.Γ. ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ Α.Ε.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ & ΕΛΑΣΤΙΚΟΥ

II. ΥΓΙΗΣ:



CYCLON ΕΛΛΑΣ

**ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ & ΕΜΠΟΡΙΑΣ
ΛΙΠΑΝΤΙΚΩΝ & ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ**

3.3.1 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Οι εταιρείες θα μελετηθούν με βάση τους ακόλουθους δείκτες:

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλοφοριακή ρευστότητα =
$$\frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) =
$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

- Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROA) =
$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Συνολικά Απασχολούμενα Κεφάλαια}}$$

- Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (ΠΚΚ) =
$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

- Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους (ΠΜΚ) =
$$\frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

- Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια (Ξ/Ι) =
$$\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

- Δείκτης Κάλυψης Τόκων (ΔΚΤ) =
$$\frac{\text{Κέρδη ΠΦΤΑ}}{\text{Τόκοι Χρεωστικοί}}$$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

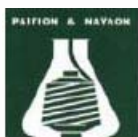
- Δείκτης Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E) = $\frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$
- Δείκτης Τιμής προς Λογιστική Αξία ανά Μετοχή (P/BV) = $\frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Λογιστική Αξία ανά Μετοχή}}$, όπου $\text{LAM} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$

3.3.2 Αποτελέσματα ανάλυσης

Α. ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ

➤ ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ

Ι. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



ΕΤΜΑ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΕΧΝΗΤΗΣ ΜΕΤΑΤΑΞΗΣ

1. Γενικές Πληροφορίες

Η εταιρεία ΕΤΜΑ Α.Ε. ιδρύθηκε το 1925, έχει τη μορφή Ανωνύμου Εταιρείας και είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τις 07/07/1938. Η κύρια δραστηριότητά της είναι η βιομηχανική παραγωγή, επεξεργασία κι εμπορία συνεχών νημάτων βισκόζης και νάυλον. Η εταιρεία, σύμφωνα με το ισχύον καταστατικό της, έχει πλην των άλλων χαρακτήρα συμμετοχικής εταιρείας και ασκεί την βιομηχανική και εμπορική της δραστηριότητα μέσω των θυγατρικών της εταιρειών, οι οποίες είναι:

- α) ΕΛΛΑΤΕΞ Α.Ε.
- β) HEILONGJIANG ETMA Chemical Fibre Co. Ltd και HEILONGJIANG LONGMA Chemical Fibre Co. Ltd στην Κίνα
- γ) RONALTEX S.A.S, στην οποία η ΕΤΜΑ συμμετέχει μέσω της θυγατρικής ΕΛΛΑΤΕΞ Α.Ε. στην Γαλλία.

Η μητρική εταιρία καθώς και η θυγατρική ΕΛΛΑΤΕΞ ΑΕ από το Σεπτέμβριο του 2006 δεν ασκούν βιομηχανική και εμπορική δραστηριότητα καθώς έχουν τεθεί σε αναστολή από το ΧΑΑ.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₄ = $17.325.200,92/54.046.446,30 = 0,32\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $10.597.084,30/55.390.849,47 = 0,19\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $5.802.127/2.549.447 = 2,276\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2004} = -4.652.494,24/70.276.100,81 = -6,6\%$
- $ROE_{2005} = -9.481.567,65/66.968.226,92 = -14,2\%$
- $ROE_{2006} = -53.491.042/32.593.836 = -1,64\chi$

b.

- $ROA_{2004} = -4.652.494,24/131.324.120,26 = -3,54\%$
- $ROA_{2005} = -9.481.567,65/128.523.737,27 = -7,38\%$
- $ROA_{2006} = -53.491.042/36.251.156 = -1,48\chi$

c.

- $ΠΚΚ_{2004} = -4.652.494,24/20.300.000,00 = -23\%$
- $ΠΚΚ_{2005} = -9.481.567,65/9.639.525,00 = -98,4\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = -53.491.042/4.808.067 = -11,13$

d.

- $ΠΜΚ_{2004} = 3.136.909,81/20.300.000,00 = 15,6\%$
- $ΠΜΚ_{2005} = -871.706,00/9.639.525,00 = -9\%$
- $ΠΜΚ_{2006} = 1.211.935/4.808.067 = 25\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

▪ $\Xi/I_{2004} = 61.048.019,39/70.276.100,81 = 0,87\chi$

▪ $\Xi/I_{2005} = 61.825.510,28/66.698.226,92 = 0,93\chi$

▪ $\Xi/I_{2006} = 3.657.320/32.593.836 = 0,11\chi$

b.

▪ $\Delta KT_{2004} = -1.634.044,91/2.894.910,26 = -0,56\chi$

▪ $\Delta KT_{2005} = -4.621.477,91/2.864.224,00 = -1,6\chi$

▪ $\Delta KT_{2006} = -3.441.772/2.489.117 = -1,38\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 31/08/2006 ήταν 1,41 και ο αριθμός των μετοχών 13.237.251.

a.

▪ P/E_{2004}

▪ P/E_{2005}

▪ P/E_{2006}

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι πάντα θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιές.

b.

▪ $P/BV_{2004} = 1,41/5,31 = 0,26\chi$, $\Lambda AM_{2004} = 70.276.100,81/13.237.251 = 5,31$

▪ $P/BV_{2005} = 1,41/5,04 = 0,28\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 66.698.226,92/13.237.251 = 5,04$

▪ $P/BV_{2006} = 1,41/2,46 = 0,57\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 32.593.836/13.237.251 = 2,46$



ΕΛΛΑΤΕΞ

ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε.

1. Γενικές Πληροφορίες

Η εταιρεία ΕΛΛΑΤΕΞ ιδρύθηκε το 1969 και είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από τις 19/03/1996. Η κύρια δραστηριότητά της είναι η παραγωγή πάσης φύσεως συνθετικών νημάτων, βιομηχανική επεξεργασία και εμπορία συνθετικών νημάτων. Η εταιρεία, σύμφωνα με το ισχύον καταστατικό της, έχουσα πλην των άλλων χαρακτήρα συμμετοχικής εταιρείας, ασκεί την εμπορική της δραστηριότητα μέσω της θυγατρικής της εταιρείας RONALTEX S.A.S.

Η εταιρεία βρίσκεται σε αναστολή διαπραγμάτευσης από την 1^η Σεπτεμβρίου 2006.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₄ = $5.600.568,52/27.669.561,67 = 0,20\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $4.329.762,09/28.715.804,79 = 0,15\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $1.833.425/10.748,526 = 0,17\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2004} = -3.040.167,77/11.744.160,45 = -26\%$
- $ROE_{2005} = -3.580.230,66/8.358.611,32 = -43\%$
- $ROE_{2006} = -29.551.584/7.857.451 = -3,76\chi$

b.

- $ROA_{2004} = -3.040.167,77/41.428.182,01 = -7,34\%$

- $ROA_{2005} = -3.580.230,66/38.974.682,21 = -9,19\%$

- $ROA_{2006} = -29.551.584/3.165.126 = -9,34\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2004} = -3.040.167,77/9.192.110,43 = -33\%$

- $ΠΚΚ_{2005} = -3.580.230,66/5.480.577,00 = -65\%$

- $ΠΚΚ_{2006} = -29.551.584/4.808.067 = -6,15\%$

d.

- $ΠΜΚ_{2004} = 768.569,11/9.192.110,43 = 8\%$

- $ΠΜΚ_{2005} = 680.021,00/5.480.577,00 = 12\%$

- $ΠΜΚ_{2006} = 1.211.935/4.808.067 = 0,25$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $Ξ/I_{2004} = 26.654.021,56/11.774.160,45 = 2,52\%$

- $Ξ/I_{2005} = 30.616.070,89/8.358.611,32 = 3,66\%$

- $Ξ/I_{2006} = 11.022.577/-7.857.451 = -1,40\%$

b.

- $ΔΚΤ_{2004} = -1.693.211,91/1.237.616,68 = -1,37\%$

- $ΔΚΤ_{2005} = -1.198.025,20/1.274.019 = -0,94\%$

- $ΔΚΤ_{2006} = -247.393,12/1.237.759 = -0,20\%$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 31/08/2006 ήταν 0,40 και ο αριθμός των μετοχών 10.157.368.

a.

- P/E_{2004}

- P/E_{2005}

- P/E_{2006}

} Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι πάντα θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιές.

b.

- $P/BV_{2004} = 0,40/1,16 = 0,34\%$, $ΛΑΜ_{2004} = 11.774.160,45/10.157.368 = 1,16$

- $P/BV_{2005} = 0,40/0,82 = 0,49\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 8.358.611,32/10.157.368 = 0,82$
- $P/BV_{2006} = 0,40/-0,77 = -0,52\chi$, $\Lambda AM_{2006} = -7.857.451/10.157.368 = -0,77$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών για τις εταιρείες ΕΤΜΑ Α.Ε. και ΕΛΛΑΤΕΞ Α.Ε.

Ο κίνδυνος ρευστότητας παραμένει σε σχετικά αυξημένα επίπεδα. Οι αρνητικοί αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μαρτυρούν την πτώση της κερδοφόρας δυναμικότητας των εταιρειών, γεγονός που ενισχύεται και από τις χαμηλές τιμές των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων. Οι τιμές τους δείχνουν την ανικανότητα των εταιρειών για πραγματοποίηση κερδών και την αποτυχία της διοίκησής τους στην χρησιμοποίηση των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων. Οι μόνιμα αυτοί χαμηλοί αριθμοδείκτες παρέχουν ένδειξη για διακοπή των δραστηριοτήτων τους. Οι δείκτες μικτού κέρδους φανερώνουν τη λειτουργική αναποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων. Το χαμηλό ποσοστό μικτού κέρδους δεν τους επιτρέπει να καλύπτουν τα λειτουργικά και άλλα έξοδά τους, γεγονός που τις φέρνει σε δυσμενή θέση από άποψη κερδών. Το χαμηλό ποσοστό καθαρού κέρδους δείχνει την αδυναμία των εταιρειών να επιτύχουν κέρδος από τις λειτουργικές τους δραστηριότητες. Μάλιστα, εντός της χρήσεως του 2006 η εταιρεία ΕΤΜΑ Α.Ε. προέβη σε πώληση του μεγαλύτερου μέρους της ακίνητης περιουσίας της και παρουσίασε υψηλές ζημιές, με αποτέλεσμα να δημιουργείται σοβαρή αμφιβολία ως προς τη δυνατότητα να συνεχίσει τη δραστηριότητά της. Οι υψηλοί δείκτες ξένων προς ιδίων κεφαλαίων φανερώνουν ότι οι εταιρείες στηρίζονται, για τη χρηματοδότηση των περιουσιακών τους στοιχείων στα ξένα κεφάλαια και λιγότερο στα δικά τους. Οι πολύ χαμηλές τιμές των δεικτών κάλυψης τόκων δείχνουν το μεγάλο ποσοστό δανεισμού των εταιρειών και την ανικανότητά τους να πληρώνουν

τους τόκους τους. Τέλος, οι δείκτες τιμής προς κέρδη ανά μετοχή ενισχύουν την πολύ κακή κατάσταση των εταιρειών.

II. ΥΓΙΕΙΣ:



FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.

1. Γενικές Πληροφορίες

Η εταιρεία FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε. – ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑ ΕΤΟΙΜΩΝ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ είναι ανώνυμη εταιρεία και αποτελεί θυγατρική κατά 40,3% της ιταλικής Fashion Box Industries S.p.A. Ιδρύθηκε το 1995 στη Θεσσαλονίκη, αλλά η έδρα της μεταφέρθηκε σχεδόν αμέσως στην Αθήνα. Οι μετοχές της εταιρείας εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2002.

Η δραστηριότητα της εταιρείας συνίσταται στην κατ' αποκλειστικότητα εισαγωγή, διανομή και προώθηση ολοκληρωμένων σειρών προϊόντων (συλλογών) που καλύπτουν τα εξής είδη: ανεπίσημη ένδυση (casual wear), συνοδευτικά ένδυσης (αξεσουάρ), υποδήματα, οπτικά και είδη οικιακής χρήσεως, και φέρουν το βασικό σήμα της Fashion Box Group S.p.A., REPLAY, καθώς και τα εμπορικά σήματα των υπολοίπων εταιρειών του Ομίλου REPLAY & SONS, REPLAY BABY, E-PLAY, REPLAY KNITWEAR, REPLAY SHOES καθώς και στην παραγωγή προϊόντων basic (σε αντιδιαστολή προς τα fashion προϊόντα) με το εμπορικό σήμα REPLAY. Οι κατηγορίες προϊόντων με το σήμα REPLAY και τα σήματα των άλλων εταιρειών του Ομίλου συνθέτουν την ολοκληρωμένη πρόταση της Fashion Box Group S.p.A. προς τους καταναλωτές, με την παρουσίαση 3.500 μμοντέλων κάθε χρόνο σε μεγάλη ποικιλία χρωμάτων, υλικών και εφαρμογών. Πιο συγκεκριμένα, τα προϊόντα που προωθούνται από την εταιρία καλύπτουν τις εξής κατηγορίες:

- Ανεπίσημα Ενδύματα (Casual wear): Ανδρικές και γυναικείες σειρές
- Ενδύματα Jeans wear: Ανδρικές και γυναικείες σειρές
- Ενδύματα ιδιαίτερου σχεδιασμού, που προορίζονται κυρίως για τις βραδινές εξόδους των νέων: (Club wear): Ανδρικές και γυναικείες σειρές
- Πλεκτά: Ανδρικές και γυναικείες σειρές
- Αξεσουάρ Ένδυσης: Είδη ταξιδιού, γάντια, ζώνες, τσάντες, καπέλα, κοσμήματα (Faux bijoux), γυαλιά οράσεως και ηλίου
- Βρεφικά και παιδικά ενδύματα: Καλύπτουν τις ηλικίες από 6 μηνών έως 16 ετών
- Σπορ Ένδυση (Sportswear): Ανδρικά και γυναικεία ενδύματα και αξεσουάρ για θαλάσσια και χειμερινά αθλήματα

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₄ = $10.701.181/4.719.171 = 2,27\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $12.210.107/6.523.423 = 1,87\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $14.711.558/7.494.642 = 1,96\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2004} = 415.337/5.803.174 = 7\%$
- $ROE_{2005} = 545.243/6.161.859 = 9\%$
- $ROE_{2006} = 843.191/6.924.585 = 12\%$

b.

- $ROA_{2004} = 415.337/13.871.507 = 3\%$
- $ROA_{2005} = 545.243/15.868.652 = 3,4\%$
- $ROA_{2006} = 843.191/18.864.267 = 4,5\%$

- c.**
- $\text{ΠΚΚ}_{2004} = 415.337/15.926.499 = 3\%$
 - $\text{ΠΚΚ}_{2005} = 545.243/19.627.665 = 3\%$
 - $\text{ΠΚΚ}_{2006} = 843.191/24.530.624 = 3\%$
- d.**
- $\text{ΠΜΚ}_{2004} = 6.715.565/15.926.499 = 42\%$
 - $\text{ΠΜΚ}_{2005} = 7.788.879/19.627.665 = 40\%$
 - $\text{ΠΜΚ}_{2006} = 10.525.564/24.530.624 = 43\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

- a.**
- $\Xi/I_{2004} = 8.068.333/5.803.174 = 1,4\chi$
 - $\Xi/I_{2005} = 9.706.793/6.161.859 = 1,58\chi$
 - $\Xi/I_{2006} = 11.939.682/6.924.585 = 1,72\chi$
- b.**
- $\Delta\text{ΚΤ}_{2004} = 1.363.999/176.729 = 7,72\chi$
 - $\Delta\text{ΚΤ}_{2005} = 1.643.829/168.675 = 9,75\chi$
 - $\Delta\text{ΚΤ}_{2006} = 2.541.048/261.222 = 9,73\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 27/09/2007 ήταν 2,67 και ο αριθμός των μετοχών 8.593.750.

- a.**
- $P/E_{2004} = 2,67/0,07 = 38,14\chi$
 - $P/E_{2005} = 2,67/0,09 = 29,7\chi$
 - $P/E_{2006} = 2,67/0,12 = 22,25\chi$
- b.**
- $P/BV_{2004} = 2,67/0,68 = 3,9\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{2004} = 5.803.174/8.593.750 = 0,68$
 - $P/BV_{2005} = 2,67/0,72 = 3,71\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{2005} = 6.161.859/8.593.750 = 0,72$

- $P/BV_{2006} = 2,67/0,81 = 3,3\chi$, $\Delta AM_{2006} = 6.924.585/8.593.750 = 0,81$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

➤ 2004 -2005

Ενοποιημένα Αποτελέσματα σε €	31.12.05	% Δ	31.12.04
Πωλήσεις	19.627.665	23,2%	15.926.449
EBITDA	1.643.829	20,5%	1.363.999
EBT	1.093.889	12,4%	973,067
EAT	545.323	31,3%	415.337
Κέρδη ανά μετοχή	0,09	28,6%	0,07

Οι ενοποιημένες πωλήσεις ανήλθαν στα €19.627.665 παρουσιάζοντας αύξηση κατά 23,2%. Όσον αφορά στα ενοποιημένα Κέρδη μετά από φόρους του Ομίλου, ανήλθαν στα €545.323 αυξημένα κατά 31,3% από €415.337 το αντίστοιχο περσινό διάστημα.

➤ 2005 - 2006

Ενοποιημένα Αποτελέσματα σε €	31.12.06	% Δ	31.12.05
Πωλήσεις	24.530.624	25,0%	19.627.665
EBITDA	2.541.048	54,6%	1.643.829
EBT	1.567.205	67,4%	936.115
EAT	843.554	54,7%	545.323
Κέρδη ανά μετοχή	0,12	40,6%	0,09

Οι ενοποιημένες πωλήσεις ανήλθαν στα €24.530.624 παρουσιάζοντας αύξηση κατά 25%. Παράλληλα, το περιθώριο μικτού κέρδους διαμορφώθηκε για τη χρήση 2006 σε 42,9% επί του ενοποιημένου κύκλου εργασιών έναντι 39,7% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Η ανωτέρω βελτίωση αποδίδεται κυρίως στην απομείωση των εκπτώσεων προς τους πελάτες χονδρικής και στην συγκριτικά μεγαλύτερη αύξηση των

πωλήσεων των Replay Stores έναντι των Replay Outlets, τα οποία λειτουργούν με μικρότερο περιθώριο κέρδους. Όσον αφορά στα ενοποιημένα Κέρδη μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας του Ομίλου, ανήλθαν στα €843.554 αυξημένα κατά 54,7% από €545.323 το αντίστοιχο περσινό διάστημα.



ΔΟΥΡΟΣ

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΕΤΟΙΜΩΝ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.

1. Γενικές Πληροφορίες

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1971 και προέρχεται από συγχώνευση και μετατροπή σε ανώνυμη εταιρεία των ομορρύθμων εταιρειών «ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΘΕΟΔΩΡΟΥ ΔΟΥΡΟΣ ΚΑΙ ΑΦΟΙ» και « ΘΕΟΔΩΡΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΔΟΥΡΟΣ ΚΑΙ ΥΙΟΙ» οι οποίες ιδρύθηκαν τα έτη 1965 και 1969 αντίστοιχα. Οι μετοχές της εταιρίας εισηχθήσαν στην παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. τον Ιούνιο του 2000 (κλάδος «Είδη Ενδυμασίας»).

Η εταιρεία ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε. δραστηριοποιείται στους τομείς παραγωγής και εμπορίας ετοιμών ενδυμάτων. Συγκεκριμένα, η εταιρεία παράγει ανδρικά ενδύματα σε εγκαταστάσεις ιδιόκτητες καθώς επίσης και σε εργοστάσια τρίτων στο εσωτερικό και στο εξωτερικό (φασόν).

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₄ = 7.839.464,51/1.382.624,43 = 5,67χ
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = 8.498.964,39/1.877.002,73 = 4,53χ
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = 7.737.466,10/1.583.513,23 = 4,89χ

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2004} = 229.174,69/13.438.335,95 = 2\%$
- $ROE_{2005} = -148.117,88/13.290.218,07 = -1\%$
- $ROE_{2006} = -203.572,96/13.085.878,98 = -2\%$

b.

- $ROA_{2004} = 229.174,69/17.638.880,55 = 1,3\%$
- $ROA_{2005} = -148.117,88/17.839.286,38 = -0,83\%$
- $ROA_{2006} = -203.572,96/17.164.527,07 = -1,19\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2004} = 229.174,69/9.245.735,53 = 2\%$
- $ΠΚΚ_{2005} = -148.117,88/8.397.045,68 = -2\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = -203.572,96/8.286.867,45 = -2\%$

d.

- $ΠΜΚ_{2004} = 3.890.882,87/9.245.735,53 = 42\%$
- $ΠΜΚ_{2005} = 3.931.856,37/8.397.045,68 = 47\%$
- $ΠΜΚ_{2006} = 3.735.657,75/8.286.867,45 = 45\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $\Xi/I_{2004} = 4.200.544,6/13.438.335,95 = 0,31\chi$
- $\Xi/I_{2005} = 4.549.068,31/13.290.218,07 = 0,34\chi$
- $\Xi/I_{2006} = 4.078.646,09/13.085.878,98 = 0,31\chi$

b.

- $\Delta ΚΤ_{2004} = 1.112.169,81/178.007,05 = 6,25\chi$
- $\Delta ΚΤ_{2005} = 604.120,82/181.112,57 = 3,34\chi$
- $\Delta ΚΤ_{2006} = 422.837,05/213.335,15 = 1,98\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 27/09/2007 ήταν 1,56 και ο αριθμός των μετοχών 3.961.300.

a.

- $P/E_{2004} = 1,56/0,058 = 26,9\chi$
- Η εταιρεία κατά τα έτη 2005, 2006 παρουσιάζει ζημίες.

b.

- $P/BV_{2004} = 1,56/3,39 = 0,46\chi$, $\Lambda AM_{2004} = 13.438.335,95/3.961.300 = 3,39$
- $P/BV_{2005} = 1,56/3,36 = 0,46\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 13.290.218,07/3.961.300 = 3,36$
- $P/BV_{2006} = 1,56/3,3 = 0,47\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 13.085.878,98/3.961.300 = 3,3$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

➤ **2004 -2005**

	31.12.05	% Δ	31.12.04
Πωλήσεις	8.397.045,68	-9,18%	9.245.735,53
EBITDA	604.120,82	-45,7%	1.112.169,81
Ξένα / Ίδια κεφάλαια	0,34	9,7%	0,31
EAT	-148.117,69	-35,4%	229.174,69

- Ο Κύκλος Εργασιών μειώθηκε κατά 9,18%, σε σχέση με την προηγούμενη χρήση 2004 και ανήλθε σε 8.397.045,68 Ευρώ έναντι 9.245.735,53 Ευρώ της χρήσης 2004. Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως:
 - Στη διακοπή των εργασιών του καταστήματος Πειραιά από τον Φεβρουάριο 2005.
 - Στη μετάθεση των ημερομηνιών των δύο εποχιακών εκπτώσεων στη χρήση, που είχε σαν αποτέλεσμα την υστέρηση των πωλήσεων σε όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου.

- Τα Καθαρά Αποτελέσματα καταλήγουν σε ζημίες 148.117,69 Ευρώ έναντι 229.174,69 Ευρώ κερδών στη χρήση 2004. Το αρνητικό αποτέλεσμα της χρήσης οφείλεται κατά κύριο λόγο στο έκτακτο γεγονός της διαγραφή του κόστους δημιουργίας και εξοπλισμού του καταστήματος Πειραιά ύψους 304.801,27 Ευρώ, το οποίο διέκοψε τη λειτουργία του στη χρήση 2005. Χωρίς την έκτακτη αυτή ζημιά, το αποτέλεσμα θα ήταν κερδοφόρο ανερχόμενο σε 156.683,58 Ευρώ.

➤ **2005 -2006**

	31.12.05	% Δ	31.12.06
Πωλήσεις	8.397.045,68	-1,31%	8.286.867,45
EBITDA	604.120,82	42,9%	422.837,05
Ξένα / Ίδια κεφάλαια	0,34	9,7%	0,31
EAT	-148.117,69	27,2%	-203.572,96

- Ο Κύκλος Εργασιών μειώθηκε κατά 1,31%, σε σχέση με την προηγούμενη χρήση 2005 και ανήλθε σε 8.286.867,45 Ευρώ έναντι 8.397.045,68 Ευρώ της χρήσης 2005. Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως:
 - Στην παροχή αυξημένων εκπτώσεων λόγω του ανταγωνισμού, που είχε σαν αποτέλεσμα την υστέρηση των πωλήσεων σε όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου.
- Τα Καθαρά Αποτελέσματα καταλήγουν σε ζημίες 203.572,96 Ευρώ έναντι 148.117,88 Ευρώ ζημιών στη χρήση 2005. Το αρνητικό αποτέλεσμα της χρήσης οφείλεται κατά κύριο λόγο στην υστέρηση του τζίρου λόγω διακοπής για ένα μήνα των καταστημάτων Καλαμάτας και Αγρινίου λόγω εργασιών ανακαίνισης σε συνδυασμό με την αύξηση των λειτουργικών και

χρηματοοικονομικών εξόδων. Γενικά η υστέρηση σε τζίρο και κέρδη οφείλεται στο στάδιο μετάβασης της επιχείρησης από κατεχογήν χονδρική πώληση σε λιανική.

➤ ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.

1. Γενικές Πληροφορίες

Η Εταιρεία ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε. ιδρύθηκε το 1989 και δραστηριοποιείται στον χώρο της εμπορίας υποδημάτων και ειδών σπορ.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1990, αλλά από τις 19 Απριλίου του 2006 βρίσκονται σε καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₄ = $9.581.758,94 / 1.835.562,79 = 5,22\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $9.797.680,50 / 2.184.890,54 = 4,48\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $9.163.000 / 2.708.000 = 3,38\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2004} = 226.028,19 / 6.314.653,86 = 3,6\%$
- $ROE_{2005} = 216.200,72 / 6.530.854,35 = 3\%$
- $ROE_{2006} = -881.000 / 5.650.000 = -16\chi$

b.

- $ROA_{2004} = 226.028,19 / 15.443.577,67 = 1,46\%$
- $ROA_{2005} = 216.200,72 / 15.654.887,24 = 1,38\%$
- $ROA_{2006} = -881.000 / 14.867.000 = -5,93\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2004} = 226.028,19/4.281.383,47 = 5\%$
- $ΠΚΚ_{2005} = 216.200,72/2.181.252,82 = 10\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = -881.000/600.000 = -1,47\chi$

d.

- $ΠΜΚ_{2004} = 1.856.034,171/4.281.383,47 = 43\%$
- $ΠΜΚ_{2005} = 1.478.557,99/2.181.252,82 = 68\%$
- $ΠΜΚ_{2006} = 272.000/600.000 = 45\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $\Xi/I_{2004} = 9.128.923,81/6.314.653,86 = 1,45\chi$
- $\Xi/I_{2005} = 9.124.032,89/6.530.854,35 = 1,40\chi$
- $\Xi/I_{2006} = 9.217.000/5.650.000 = 1,63\chi$

b.

- $\Delta ΚΤ_{2004} = 755.771,73/257.042,51 = 2,94\chi$
- $\Delta ΚΤ_{2005} = 697.743,39/352.408,13 = 1,98\chi$
- $\Delta ΚΤ_{2006} = 374.000/338.000 = 1,11\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 18/04/2006 ήταν 2,19 και ο αριθμός των μετοχών 2.864.400.

a.

- $P/E_{2004} = 2,19/0,0759 = 28,8\chi$
- $P/E_{2005} = 2,19/0,0726 = 30,16\chi$
- Η εταιρεία κατά το έτος 2006 παρουσιάζει ζημίες.

b.

- $P/BV_{2004} = 2,19/2,20 = 0,99\chi$, $\Lambda AM_{2004} = 6.314.653,86/2.864.400 = 2,20$
- $P/BV_{2005} = 2,19/2,28 = 0,96\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 6.530.854,35/2.864.400 = 2,28$
- $P/BV_{2006} = 2,19/1,97 = 1,11\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 5.650.000/2.864.400 = 1,97$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Ο όμιλος παρουσιάζει πτωτική πορεία από έτος σε έτος, με έμφαση τη χρήση του 2006, όπου και εμφανίζει σημαντικές ζημίες και κατακόρυφη πτώση των πωλήσεων. Σ' αυτό συνέβαλλαν κυρίως οι αποσβέσεις της περιόδου 0€ (2005: 0€), οι οποίες αύξησαν το κόστος πωλήσεων, αύξησαν το κόστος διοικητικής λειτουργίας καθώς και το κόστος λειτουργίας διαθέσεως. Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι ο όμιλος κατά το 2006 δεν διατηρεί σχεδόν καθόλου μετρητά και χρηματικά διαθέσιμα, ενώ παράλληλα υπέστη και μεγάλες φορολογικές επιπτώσεις.

II. ΥΓΙΗΣ:

RIDENCO SA PINTENKO

ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

1. Γενικές Πληροφορίες

Η PINTENKO ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ με διακριτικό τίτλο RIDENKO Α.Ε. είναι εταιρεία εγγεγραμμένη στην Ελλάδα και ιδρύθηκε το 1982. Το κύριο αντικείμενο εργασιών της είναι η εμπορία και η διάθεση (χονδρική και λιανική) ειδών ένδυσης και υπόδησης.

Οι μετοχές της εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1991.

Στις 31/12/2006 η εταιρεία αριθμούσε 11 εταιρίες (η μητρική πλέον 10 πλειοψηφικές συμμετοχές) σε 9 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι εταιρείες λειτουργούσαν 30 καταστήματα και 44 shop in shop στην Ελλάδα καθώς και 49 καταστήματα στο εξωτερικό. Παράλληλα υπήρχαν 13 επιλεγμένες αποκλειστικές συνεργασίες τύπου franchising με ισάριθμα καταστήματα τρίτων στην Ελλάδα.

Σήμερα, ο αριθμός των ως άνω καταστημάτων παραμένει ο ίδιος, ο δε Όμιλος έχει παρουσία σε χώρες συνολικού πληθυσμού 217 εκατ. Ήτοι σε Ελλάδα, Κύπρο, Τουρκία, Ρουμανία, Ουγγαρία, Πολωνία, Τσεχία, Εσθονία και Ιταλία.

Περαιτέρω η RIDENKO κατέχει 4 μειοψηφικές συμμετοχές με σπουδαιότερη αυτή της ΑΤΤΙΚΑ ΠΟΛΥΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ Α.Ε.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₄ = $57.419.120,55/39.747.434,57 = 1,44\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $66.904.897,65/40.125.527,97 = 1,67\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $67.431.616,11/45.730.851,62 = 1,47\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2004} = -1.135.895,64/29.242.127,80 = -3,9\%$
- $ROE_{2005} = -490.182,61/27.327.268,94 = -1,8\%$
- $ROE_{2006} = 761.088,74/28.249.091,84 = 2,7\%$

b.

- $ROA_{2004} = -1.135.895,64/77.154.560,98 = -1,47\%$
- $ROA_{2005} = -490.182,61/86.051.055,69 = -0,57\%$
- $ROA_{2006} = 761.088,74/93.329.163,62 = 0,82\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2004} = -1.135.895,64/35.109.620,82 = -3,2\%$
- $ΠΚΚ_{2005} = -490.182,61/39.827.755,33 = -1,2\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = 761.088,74/46.739.380,14 = 1,6\%$

d.

- $ΠΜΚ_{2004} = 22.590.536,59/35.109.620,82 = 64\%$
- $ΠΜΚ_{2005} = 27.978.618,20/39.827.755,33 = 70\%$
- $ΠΜΚ_{2006} = 33.723.864,78/46.739.380,14 = 72\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $\Xi/I_{2004} = 47.912.433,18/29.242.127,80 = 1,64\chi$
- $\Xi/I_{2005} = 58.723.786,75/27.327.268,94 = 2,15\chi$
- $\Xi/I_{2006} = 65.080.071/28.249.091,84 = 2,30\chi$

b.

- $\Delta KT_{2004} = 3.411.039,14/1.332.971,72 = 2,56\chi$
- $\Delta KT_{2005} = 6.281,15/1.287,89 = 4,88\chi$
- $\Delta KT_{2006} = 4.991,35/2.201,77 = 2,27\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 27/09/2007 ήταν 1,33 και ο αριθμός των μετοχών 23.059.688.

a.

- Η εταιρεία κατά τα έτη 2004, 2005 παρουσιάζει ζημίες
- $P/E_{2006} = 1,33/0,03 = 44,33\chi$

b.

- $P/BV_{2004} = 1,33/1,27 = 1,05\chi$, $\Lambda AM_{2004} = 29.242.127,80/23.059.688 = 1,27$
- $P/BV_{2005} = 1,33/1,19 = 1,12\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 27.327.268,94/23.059.688 = 1,19$
- $P/BV_{2006} = 1,56/1,23 = 1,08\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 28.249.091,84/23.059.688 = 1,23$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Η πορεία των οικονομικών μεγεθών του ομίλου παρά τη γενικότερη ύφεση τόσο στην ελληνική αγορά όσο και στη διεθνή χαρακτηρίζεται ικανοποιητική, ιδιαίτερα για τη χρήση του 2006.

Ενοποιημένα Αποτελέσματα σε χιλ. €	31.12.06	% Δ	31.12.05
Πωλήσεις	46.739,4	17,4%	39.827,8
EBITDA	4.991,4	-20,5%	6.281,2
EBT	119,5	-94,0%	2.000,2
EAT	761,1	253,3%	-490,2

Τα κατωτέρω οικονομικά στοιχεία αποδεικνύουν έμπρακτα την αποτελεσματικότητα των επιχειρηματικών επιλογών του ομίλου σε όλους τους τομείς της δραστηριότητάς του.

Τα ως άνω αποτελέσματα για τη χρήση 2006, με εξαίρεση τα καθαρά κέρδη, εμφανίζονται μειωμένα σε σχέση με τα αντίστοιχα της χρήσης του 2005. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι κατά τη διάρκεια της χρήσης του 2006 διεγράφη απαίτηση από πελάτη λόγω αφερεγγυότητας συνολικού ποσού €2.615.000 περίπου, με συνέπεια τα αποτελέσματα για την εν λόγω χρήση να είναι ισόποσα μειωμένα.

B. ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

➤ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



**ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΓΕΝΙΚΗ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ
ΕΤΑΙΡΕΙΑ**

1. Γενικές Πληροφορίες

Ο Όμιλος Εταιρειών GENEP Α.Ε. ιδρύθηκε το 1980 και δραστηριοποιείται στον Ελληνικό κατασκευαστικό χώρο και πιο συγκεκριμένα στην κατασκευή μεγάλων Δημοσίων και Ιδιωτικών έργων.

Οι μετοχές της Μητρικής Εταιρείας διαπραγματεύονταν στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 1996 και από τις 19 Μαρτίου 2007 βρίσκονται σε αναστολή διαπραγμάτευσης.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $33.964/24.604 = 1,38\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $16.278/25.455 = 0,64\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα_{6/2007} = $19.009/19.295 = 0,98\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2005} = -757/21.771 = -3,5\%$
- $ROE_{2006} = -18.747/3.023 = -6,20\chi$
- $ROE_{6/2007} = -477/2.571 = -18\chi$

- b.**
- $ROA_{2005} = -757/55.138 = -1,37\%$
 - $ROA_{2006} = -18.747/34.952 = -53,6\%$
 - $ROA_{6/2007} = -477/24.983 = -1,91\%$
- c.**
- $ΠΚΚ_{2005} = -757/16.045 = -4,7\%$
 - $ΠΚΚ_{2006} = -18.747/5.152 = -3,64\%$
 - $ΠΚΚ_{6/2007} = -477/158 = -3,2\chi$
- d.**
- $ΠΜΚ_{2005} = 2.967/16.045 = 18\%$
 - $ΠΜΚ_{2006} = -775/5.152 = -15\%$
 - $ΠΜΚ_{6/2007} = -220/158 = -1,39\chi$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

- a.**
- $\Xi/I_{2005} = 33.367/21.771 = 1,53\chi$
 - $\Xi/I_{2006} = 31.929/3.023 = 10,56\chi$
 - $\Xi/I_{6/2007} = 22.414/2.571 = 8,72\chi\chi$
- b.**
- $\Delta ΚΤ_{2005} = 474/867 = 0,55\chi$
 - $\Delta ΚΤ_{2006} = -16.219/627 = -25,9\chi$
 - $\Delta ΚΤ_{6/2007} = 127/319 = 0,40\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 31/08/2006 ήταν 0,16 και ο αριθμός των μετοχών 21.707.400.

- a.**
- P/E_{2005}
 - P/E_{2006}
 - $P/E_{6/2007}$
- Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι πάντα θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιές.
- b.**
- $P/BV_{2005} = 0,16/1,003 = 0,16\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 21.771/21.707.400 = 1,003$

- $P/BV_{2006} = 0,16/0,14 = 1,14\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 3.023/21.707.400 = 0,14$
- $P/BV_{6/2007} = 0,16/0,12 = 1,33\chi$, $\Lambda AM_{6/2007} = 2.571/21.707.400 = 0,12$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Η οικονομική κατάσταση του ομίλου είναι ιδιαίτερος δυσχερής.

Ο κίνδυνος ρευστότητας βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, λόγω της μη ύπαρξης επαρκών ταμειακών διαθεσίμων και πιστωτικών ορίων. Δεν υπάρχουν διαθέσιμες αχρησιμοποίητες εγκεκριμένες τραπεζικές πιστώσεις προς τον όμιλο, με αποτέλεσμα να έχει καταστεί δυσχερής η αποτελεσματική αντιμετώπιση οποιαδήποτε πιθανής ελλείψεως ταμειακών διαθεσίμων.

Ο όμιλος εμφανίζει αυξημένες απαιτήσεις σε προμηθευτές και μεγάλο λειτουργικό κόστος που σχετίζεται κυρίως με την αύξηση επιπλέον παροχών στους εργαζομένους του λόγω καταβολής συντάξεων και αποζημιώσεων. Επιπλέον, αντιμετωπίζει σοβαρό κίνδυνο επιτοκίου εξαιτίας των σημαντικών βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανειακών του υποχρεώσεων.

Τέλος, κατά τη διάρκεια της τρέχουσας χρήσεως, και ειδικότερα κατά το τελευταίο τρίμηνο αυτής, εμφάνισε σημαντική μείωση της κατασκευαστικής δραστηριότητάς του, μείωση του αριθμού του απασχολούμενου από αυτόν προσωπικού, συσσώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών και επιδείνωση της ρευστότητάς του.

II. ΥΓΙΗΣ:



ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.

ΟΜΙΛΟΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ

1. Γενικές Πληροφορίες

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1973 από τον Κωνσταντίνο Στέγγο και είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών. Η διάρκεια της εταιρείας ορίστηκε σε 100 έτη, δηλαδή μέχρι το 2073.

Στο διάστημα 1973-1989 η δραστηριότητα της εταιρείας ήταν καθαρά εμπορική. Από το 1989 δραστηριοποιήθηκε στον κλάδο δημόσιων και ιδιωτικών έργων, ιδιαίτερα στο νομό Αχαΐας. Επιπλέον το Νοέμβριο του 1991 δημιούργησε ξεχωριστό κλάδο βιομηχανικής παραγωγής και εμπορίας ετοιμού σκυροδέματος στην ευρύτερη περιοχή των Πατρών. Το 1994, η εταιρεία εισήγαγε τις μετοχές της στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν καλύφθηκαν εξ' ολοκλήρου από το ευρύ επενδυτικό κοινό.

Η εταιρεία διαθέτει υποκαταστήματα τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό. Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία διαθέτει ένα υποκατάστημα στις Η.Π.Α, το οποίο είχε εισφερθεί ως περιουσιακό στοιχείο από την ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ μαζί με τον κλάδο των τεχνικών της έργων. Τέλος η εταιρεία διαθέτει ένα υποκατάστημα στη Ρουμανία, τέσσερα υποκαταστήματα παραγωγής και εμπορίας σκυροδέματος και δεκατρία υποκαταστήματα εκτέλεσης τεχνικών έργων σε διάφορες περιοχές της Ελλάδας.

Το 1995 η εταιρεία προχώρησε στην εξαγορά του συνόλου των μετοχών της εταιρείας ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Ε. Το 1996 εξαγοράστηκε το σύνολο των μετοχών της εταιρείας ΑΜΒΡΑΚΙΑ Α.Τ.Ε., την οποία το Νοέμβρη του 1996 απορρόφησε δια συγχωνεύσεως. Το 1997 αποφασίστηκε η ίδρυση της θυγατρικής εταιρείας στη Ρουμανία EUROROM CONSTRUCTII97-SRL στην οποία η ΜΟΧΛΟΣ συμμετέχει στο μετοχικό της κεφάλαιο κατά 100%. Με την απόφαση της έκτακτης Γενικής Συνέλευσης στις 14/8/2002 αποφασίστηκε η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. μέσω συγχώνευσης α) αυτουσίας των εταιρειών ΑΛΦΑ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε., ΣΚΟΡΔΑΛΟΣ ΘΕΟΦΙΛΟΣ Α.Τ.Ε.Β.Ε και ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Τ.Ε. και β) των κλάδων τεχνικών έργων που εισέφεραν οι εταιρείες ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε. και ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. Στις 26/7/2002 η EUROROM (θυγατρική της ΜΟΧΛΟΣ κατά 100%) και η LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε. ίδρυσαν από κοινού την εταιρεία LAMDA-OLYMPIC SRL η οποία έχει αντικείμενο δραστηριότητας την ανάπτυξη ακινήτων. Τέλος το 2004 η εταιρεία προχώρησε στην ίδρυση υποκαταστήματος στη Ρουμανία.

Το αντικείμενο δραστηριότητας της ΜΟΧΛΟΣ εκτείνεται στο βιομηχανικό κλάδο, όπου η εταιρεία παράγει και εμπορεύεται έτοιμο σκυρόδεμα, και στον κατασκευαστικό κλάδο, όπου η εταιρεία κατέχει 7ης τάξεως πτυχίο για όλες τις κατηγορίες έργων, λιμενικά, υδραυλικά, οδοποιίες, ηλεκτρο-μηχανολογικά, βιομηχανικά και οικοδομικά.

Με την αναδιάρθρωση του Ομίλου το 2002 και την ανάληψη του συνόλου σχεδόν της κατασκευαστικής δραστηριότητας από τη ΜΟΧΛΟΣ και τη θυγατρική της ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Ε., η μητρική εταιρεία έχει δημιουργήσει ένα ισχυρότατο άξονα διαχείρισης συμμετοχών στους τομείς των κατασκευών, ανάπτυξης γης, ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, ενέργειας και εκμετάλλευσης τουριστικών μαρίνων.

Πιο συγκεκριμένα ο Όμιλος δραστηριοποιείται στα εξής:

- ο στον κλάδο των κατασκευών, συμμετέχοντας με την μητρική εταιρεία ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε. η οποία εξασφαλίζει την πρόσβαση του Ομίλου στα μεγάλα τεχνικά έργα αλλά και στα μικρότερα μέσω της εταιρείας του Ομίλου ΤΟΞΟΤΗΣ ΑΤΕ.
- ο στον κλάδο των κατασκευών real estate του τομέα των επενδύσεων ακινήτων, μέσω της συμμετοχής της στις εταιρείες ΑΝΑΠΤΥΞΕΙΣ ΑΘΗΝΑΪΚΩΝ ΠΡΟΑΣΤΙΩΝ Α.Ε. στην Ελλάδα και EUROROM CONSTRUCTII SRL και LAMDA OLYMPIC SRL στη Ρουμανία.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $102.334/79.5877 = 1,28\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $98.717/80.664 = 1,22\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα_{6/2007} = $127.337/96.125 = 1,32\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2005} = -22.050/60.533 = -36\%$
- $ROE_{2006} = -594/64.296 = -0,92\%$
- $ROE_{6/2007} = 4.294/67.239 = 6,4\%$

b.

- $ROA_{2005} = -22.050/158.168 = -13,9\%$
- $ROA_{2006} = -594/157.969 = -0,38\%$
- $ROA_{6/2007} = 4.294/184.656 = 2,33\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2005} = -22.050/329.180 = -6,7\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = -594/370.026 = -0,16\%$

- $\text{ΠΚΚ}_{6/2007} = 4.294/178.032 = 2,41\%$

d.

- $\text{ΠΜΚ}_{2005} = -13.925/329.180 = -4\%$

- $\text{ΠΜΚ}_{2006} = 11.979/370.026 = 3\%$

- $\text{ΠΜΚ}_{6/2007} = 10.652/178.032 = 6\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $\Xi/I_{2005} = 97.635/60.533 = 1,61\chi$

- $\Xi/I_{2006} = 93.043/64.926 = 1,43\chi$

- $\Xi/I_{6/2007} = 117.417/67.239 = 1,75\chi$

b.

- $\Delta\text{ΚΤ}_{2005} = -14.323/3.095 = -4,62\chi$

- $\Delta\text{ΚΤ}_{2006} = 8.887/2.642 = 3,36\chi$

- $\Delta\text{ΚΤ}_{6/2007} = 9.075/1.254 = 7,24\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 27/09/2007 ήταν 0,71 και ο αριθμός των μετοχών 73.410.192.

a.

- Η εταιρεία κατά τα έτη 2005, 2006 παρουσιάζει ζημιές

- $P/E_{6/2007} = 0,71/0,06 = 11,83\chi$

b.

- $P/BV_{2005} = 0,71/0,82 = 0,87\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{2005} = 60.533.000/73.410.192 = 1,27$

- $P/BV_{2006} = 0,71/0,88 = 0,81\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{2006} = 64.296.000/73.410.192 = 1,19$

- $P/BV_{6/2007} = 0,71/0,92 = 0,77\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{6/2007} = 67.239.000/73.410.192 = 1,23$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Οι οικονομικές καταστάσεις της χρήσης του 2005 είναι οι πρώτες Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις που δημοσιεύονται με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. Η επίδραση των ΔΠΧΠ στη διαμόρφωση των οικονομικών αποτελεσμάτων του Ομίλου ήταν αρνητική, λόγω της ιδιαίτερα συντηρητικής παρουσίας των δραστηριοτήτων του.

Ο κύκλος εργασιών ανήλθε σε 329,1 εκατομ. Ευρώ, τα δε οικονομικά αποτελέσματα παρουσίασαν ζημία ύψους 22,01 εκατομ. Ευρώ.

Ο κατασκευαστικός κλάδος είναι ένας από τους σημαντικότερους της ελληνικής οικονομίας και συνδέεται στενά με την οικονομική ανάπτυξη της χώρας, συμμετέχοντας στην διαμόρφωση του ΑΕΠ. Παρόλα αυτά, από την ολοκλήρωση των Ολυμπιακών έργων και καθόλη την διάρκεια του 2005 και 2006, η συνολική ζήτηση κατασκευαστικού έργου καταγράφεται ως πτωτική, αγγίζοντας τα χαμηλότερα επίπεδα από το 1998, προκαλώντας, ταυτόχρονα, και σημαντικές καθυστερήσεις στις δημοπρατήσεις των έργων.

Ωστόσο, καταγράφηκε κάποια, έστω και οριακή, ανάκαμψη από το 2006, η οποία, φαίνεται ότι θα συνεχιστεί το 2007 και μετά. Παρά τις δύσκολες συνθήκες, η εταιρεία, είτε η ίδια, είτε μέσω κοινοπραξιών στις οποίες συμμετέχει, είτε μέσω θυγατρικών της εταιρειών, είτε και μέσω των υποκαταστημάτων της, ολοκλήρωσε κατά το 2006, όχι μόνο τις παλαιότερες συμβατικές της υποχρεώσεις, αλλά και διατήρησε την σημαντική παρουσία της στον κλάδο, υπογράφοντας νέες συμβάσεις εκτέλεσης έργων και επεκτείνοντας περαιτέρω την δραστηριότητά της στο εξωτερικό.

Γ. ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ

➤ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ

I. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ, ΔΙΚΤΥΑ, ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Α.Ε.

1. Γενικές Πληροφορίες

Η εταιρεία ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ, ΔΙΚΤΥΑ, ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Α.Ε με δ.τ. HITECH SNT A.E. ιδρύθηκε τον Ιούνιο του 1996 με νομική μορφή ΕΠΕ και την επωνυμία ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Ε.Π.Ε. με δ.τ. Hitech Consultants LTD και μετατράπηκε σε Α.Ε. το 1999. Με την από 28/8/2003 απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων που ενέκριναν τη συγχώνευση της απορροφώσας Hitech Consultants Α.Ε. με την απορροφώμενη SNT HELLAS Α.Ε., η εταιρική επωνυμία της νέας εταιρίας ορίσθηκε να είναι ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ, ΔΙΚΤΥΑ, ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Α.Ε με δ.τ. HITECH SNT Α.Ε..

Δυνάμει της απόφασης Κ2-10710 από 23-8-2005 του Υπουργείου Ανάπτυξης, εγκρίθηκε η συγχώνευση με απορρόφηση της μη εισηγμένης εταιρείας «ΤΗΛΕΔΑΝΟΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΩΝ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ» και διακριτικό τίτλο “ΤΗΛΕΔΑΝΟΣ Α.Ε.Ε.” από την εταιρεία «ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ, ΔΙΚΤΥΑ, ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και διακριτικό τίτλο “HITECH SNT

Α.Ε.” σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69-77 του κ.ν. 2190/1920, σε συνδυασμό με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν. 2166/1993, όπως ισχύουν.

Η εταιρεία δραστηριοποιείται στους τομείς των τηλεπικοινωνιών, των συστημάτων ασφαλείας και της πληροφορικής, διεξάγει μελέτες ανάλυσης κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, σκοπιμότητας για την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων, software, και παρέχει συμβούλους και υπηρεσίες με στόχο τη βελτίωση της οργάνωσης, λειτουργίας και της παραγωγικότητάς τους.

Οι μετοχές της Μητρικής Εταιρείας διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2002 και από τις 26 Φεβρουαρίου 2007 βρίσκονται σε αναστολή διαπραγμάτευσης.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $11.158.193,41/10.109.132,86 = 1,10\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $5.863.399,53/9.118.922,93 = 0,64\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα_{6/2007} = $7.114.736,18/6.584.106,29 = 1,08\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2005} = -4.287.702,60/4.756.192,27 = -90\%$
- $ROE_{2006} = -2.291.214,97/2.660.548,33 = -86\%$
- $ROE_{6/2007} = -713.635,83/1.959.765,05 = -3,6\%$

b.

- $ROA_{2005} = -4.287.702,60/20.350.836,10 = -21,1\%$
- $ROA_{2006} = -2.291.214,97/14.436.740,24 = -15,9\%$
- $ROA_{6/2007} = -713.635,83/15.401.140,32 = -4,6\%$

- c.**
- $\text{ΠΚΚ}_{2005} = -4.287.702,60/10.156.622,42 = -42\%$
 - $\text{ΠΚΚ}_{2006} = -2.291.214,97/5.544.642,00 = -41\%$
 - $\text{ΠΚΚ}_{6/2007} = -713.635,83/349.779,53 = -2,04\chi$
- d.**
- $\text{ΠΜΚ}_{2005} = 981.966,12/10.156.622,42 = 9,7\%$
 - $\text{ΠΜΚ}_{2006} = 915.124,82/5.544.642,00 = 16\%$
 - $\text{ΠΜΚ}_{6/2007} = -184.437,77/349.779,53 = -53\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

- a.**
- $\Xi/I_{2005} = 15.594.643,83/4.756.192,27 = 3,28\chi$
 - $\Xi/I_{2006} = 11.776.191,91/2.660.548,33 = 4,43\chi$
 - $\Xi/I_{6/2007} = 13.441.375,27/1.959.765,05 = 6,86\chi$
- b.**
- $\Delta\text{ΚΤ}_{2005} = -544.875,27/775.857,27 = -0,7\chi$
 - $\Delta\text{ΚΤ}_{2006} = 164.707,84/652.578,63 = 0,25\chi$
 - $\Delta\text{ΚΤ}_{6/2007} = -320.692,22/9.499,49 = -33,76\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 23/02/2007 ήταν 0,62 και ο αριθμός των μετοχών 10.638.576.

- a.**
- Η εταιρεία κατά τα έτη 2005, 2006 παρουσιάζει ζημίες
 - Τα κέρδη ανά μετοχή κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους 2007 είναι μηδέν.
- b.**
- $P/BV_{2005} = 0,62/0,45 = 1,38\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{2005} = 4.756.192,27/10.638.576 = 0,45$
 - $P/BV_{2006} = 0,62/0,25 = 2,48\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{2006} = 2.660.548,33/10.638.576 = 0,25$
 - $P/BV_{6/2007} = 0,62/0,18 = 3,44\chi$, $\Lambda\text{ΑΜ}_{6/2007} = 1.959.765,05/10.638.576 = 0,18$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Η εταιρεία εκτίθεται σε πολλαπλούς κινδύνους οι πιο σημαντικοί από τους οποίους είναι ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας.

Ο πιστωτικός κίνδυνος απορρέει από την αδυναμία της μη τήρησης των συμβατικών υποχρεώσεων των πελατών.

Ο κίνδυνος ρευστότητας απορρέει από την αδυναμία της εταιρείας να εκπληρώσει τις ταμιακές της υποχρεώσεις κυρίως όσον αφορά την πληρωμή προμηθευτών και Τραπεζικών χορηγήσεων.

Επιπλέον, το μεγαλύτερο μέρος από το λογαριασμό αποθέματα, αφορά είδη που είναι ακίνητα ή βραδέως σε βάρος των αποτελεσμάτων χρήσης με συνέπεια και την ανάλογη επιβάρυνση των ιδίων κεφαλαίων.

Εξαιτίας των θεμάτων που μνημονεύονται ανωτέρω, πολλών επίδικων απαιτήσεων και του ύψους των υποχρεώσεων, του μειωμένου τζίρου όπως αυτά εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις δημιουργείται αμφιβολία ως προς την δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει σαν βιώσιμη οντότητα τη δραστηριότητα της και, να καλύψει τις υποχρεώσεις της μέσα στα πλαίσια των συνήθως εργασιών της.

II. ΥΓΙΗΣ:

unibrain A.E. UNIBRAIN

ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ ΚΑΙ
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ

1. Γενικές Πληροφορίες

Η UNIBRAIN A.E. είναι Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία Παραγωγής Λογισμικού και Ηλεκτρονικών Συστημάτων Πολλαπλών Χρήσεων και ιδρύθηκε στις 12 Μαρτίου 1990.

➤ Οι κύριες δραστηριότητες της εταιρείας και ο σκοπός της εταιρείας είναι:

- a) Η παραγωγή λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων.
- b) Η εμπορία κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων που παράγει η εταιρεία ή εισάγει από την αλλοδαπή.
- c) Η αντιπροσώπευση οίκων της αλλοδαπής και της ημεδαπής που έχουν ομοειδείς ή συναφείς δραστηριότητες με την εταιρεία και η διαμεσολάβηση για τη σύναψη από αυτές εμπορικών συμβάσεων με τρίτους.
- d) Η μελέτη, σχεδιασμός και εκτέλεση κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων του Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, οργανισμών κοινής ωφέλειας και γενικά οποιωνδήποτε Οργανισμών, Δημοσίων Επιχειρήσεων και ιδιωτών, ως και η αγορά και η εισαγωγή υλικών για την εκτέλεση των παραπάνω έργων.
- e) Η επίβλεψη εκτελέσεως των ως άνω έργων.

- f) Η συμμετοχή σε διαγωνισμούς, οποιασδήποτε φύσεως, του Δημοσίου, Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ιδιωτικού Δικαίου, Οργανισμών κοινής ωφέλειας και γενικά Οργανισμών, Δημοσίων Επιχειρήσεων με σκοπό την ανάληψη των παραπάνω έργων ως αναδόχου ή ως υπεργολάβου.
- g) Η μελέτη, σχεδιασμός και εκτέλεση κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων της Ε.Ο.Κ. αλλοδαπών Δημοσίων, αλλοδαπών Νομικών Προσώπων Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, αλλοδαπών Οργανισμών κοινής ωφέλειας ή επιχειρήσεων και αλλοδαπών ιδιωτών ως και η αγορά και εισαγωγή υλικών για την εκτέλεση των παραπάνω έργων.
- h) Η συμμετοχή σε διαγωνισμούς οποιασδήποτε φύσεως της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλοδαπών Δημοσίων, Νομικών Προσώπων Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, αλλοδαπών Οργανισμών Κοινής ωφέλειας ή επιχειρήσεων και αλλοδαπών ιδιωτών, με σκοπό την ανάληψη των ως άνω έργων ή ως αναδόχου ή ως υπεργολάβου.
- i) Η με οποιονδήποτε τρόπο συμμετοχή ή συνεργασία της Εταιρείας με δικά της κεφάλαια, με άλλες επιχειρήσεις ή εταιρείες οποιασδήποτε νομικής μορφής που υφίστανται ή που θα ιδρυθούν στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή που έχουν τους ίδιους σκοπούς ή παρεμφερείς σκοπούς με αυτήν.
- j) Όλες οι συναφείς με τις παραπάνω εργασίες. Για την επιδίωξη των σκοπών της η εταιρεία δύναται να ιδρύει υποκαταστήματα και πρακτορεία οπουδήποτε στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή.
- Ο Όμιλος δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και στις Η.Π.Α. Οι μετοχές της Εταιρείας διαπραγματεύονται στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $4.293.220,07/901.312,46 = 4,76\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $5.110.330,06/860.410,31 = 5,94\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα_{6/2007} = $5.127.634,45/640.822,81 = 8\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2005} = 469.684,10/5.222.008,17 = 9\%$
- $ROE_{2006} = 605.223,38/6.001.854,04 = 10,1\%$
- $ROE_{6/2007} = 226.087,89/6.223.915,83 = 3,6\%$

b.

- $ROA_{2005} = 469.684,10/6.184.882,51 = 7,6\%$
- $ROA_{2006} = 605.223,38/6.907.683,99 = 8,8\%$
- $ROA_{6/2007} = 226.087,89/6.910.158,25 = 3,3\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2005} = 469.684,10/4.625.122,20 = 10\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = 605.223,38/5.223.015,29 = 12\%$
- $ΠΚΚ_{6/2007} = 226.087,89/3.340.391,75 = 7\%$

d.

- $ΠΜΚ_{2005} = 1.818.270,67/4.625.122,20 = 39\%$
- $ΠΜΚ_{2006} = 2.207.846,46/5.223.015,29 = 42\%$
- $ΠΜΚ_{6/2007} = 1.003.527,46/3.340.391,75 = 30\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $\Xi/I_{2005} = 942.874,34/5.222.008,17 = 0,18\chi$
- $\Xi/I_{2006} = 905.829,95/6.001.854,04 = 0,15\chi$

- $\Xi/I_{6/2007} = 686.242,45/6.223.915,83 = 0,11\chi$

b.

- $\Delta KT_{2005} = 1.243.993,30/14.520,12 = 85,7\chi$

- $\Delta KT_{2006} = 1.021.772,63/14.744,50 = 69,3\chi$

- $\Delta KT_{6/2007} = 425.200,70/6.733,51 = 63,15\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 27/09/2007 ήταν 4,06 και ο αριθμός των μετοχών 11.700.000.

a.

- $P/E_{2005} = 4,06/0,124 = 32,74\chi$

- $P/E_{2006} = 4,06/0,155 = 26,2\chi$

- $P/E_{6/2007} = 4,06/0,058 = 70\chi$

b.

- $P/BV_{2005} = 4,06/0,45 = 9,02\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 5.222.008,17/11.700.000 = 0,45$

- $P/BV_{2006} = 4,06/0,51 = 7,96\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 6.001.854,04/11.700.000 = 0,51$

- $P/BV_{6/2007} = 4,06/0,53 = 7,66\chi$, $\Lambda AM_{6/2007} = 6.223.915,83/11.700.000 = 0,53$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

➤ 2005

Αναφορικά με τα οικονομικά στοιχεία, το έτος 2005 κρίνεται θετικό.

Τα κύρια σημεία των ενοποιημένων αποτελεσμάτων είναι:

- Αύξηση πωλήσεων κατά 15.83% από €3,993,020.60 σε €4,625,122.20
- Αύξηση λειτουργικών κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) κατά 137.22% από €522,036.36 σε €1,238,357.59
- Αύξηση κερδών προ φόρων από -€266,344.16 σε €893,929.72
- Αύξηση καθαρών κερδών, μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας από €319,667.96 σε €413,985.53

Ο Όμιλος, με την εξαίρεση των μετρητών στην τράπεζα, δεν έχει περιουσιακά στοιχεία που να φέρουν τόκο ούτε συνάπτει δάνεια. Η ρευστότητα βρίσκεται σε πολύ καλά επίπεδα καθώς διατηρεί ικανοποιητικά ποσά ταμιακών διαθεσίμων. Επιπλέον, δεν υπάρχει συγκέντρωση του πιστωτικού κινδύνου σε σχέση με τις απαιτήσεις από πελάτες, καθώς ο Όμιλος έχει μεγάλο αριθμό πελατών και ο πιστωτικός κίνδυνος διασπείρεται. Ωστόσο, παρά τα θετικά στοιχεία για το 2005 η διοίκηση αποφάσισε να προτείνει προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων τη μη διανομή μερίσματος λόγω συσσωρευμένων ζημιών των παρελθόντων ετών.

➤ **2006**

Αναφορικά με τα οικονομικά στοιχεία, το έτος 2006 κρίνεται επίσης θετικό.

Τα κύρια σημεία των ενοποιημένων αποτελεσμάτων είναι :

- Αύξηση πωλήσεων κατά 12,93% από 4.625.122,20€ σε 5.223.015,29€.
- Μείωση κερδών προ φόρων κατά 20,54% από 949.628,29€ σε 754.548,07€
- Αύξηση καθαρών κερδών, μετά από φόρους κατά 28,86% από 469.684,10€ σε 605.223,38€

➤ **6/2007**

Ήδη τα στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του 2007 είναι εξαιρετικά αισιόδοξα δεδομένου ότι σχεδόν όλα τα μεγέθη έχουν αυξηθεί συγκριτικά με το αντίστοιχο του 2006.

Δ. ΧΗΜΙΚΑ- ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ

Ι. ΥΠΟ ΑΝΑΣΤΟΛΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ:



Α.Γ. ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ Α.Ε.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ & ΕΛΑΣΤΙΚΟΥ

1. Γενικές Πληροφορίες

Η μητρική εταιρεία του Ομίλου ιδρύθηκε στην Αθήνα το 1960 με διάρκεια ζωής 50 χρόνια, η οποία με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων την 28η Ιουλίου 2006 πήρε παράταση για άλλα 50 χρόνια από την αρχική, η οποία έληγε το 2010.

Οι μετοχές της εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το έτος 1973. Από τις 02 Απριλίου 2007 η εταιρεία είναι υπό αναστολή διαπραγμάτευσης.

Κύρια δραστηριότητα του Ομίλου είναι η κατασκευή, επεξεργασία και εμπορία οποιονδήποτε ειδών που παράγονται από ελαστική ύλη, ελαστικό ή μέταλλο και οποιουδήποτε άλλου συναφούς προϊόντος και γενικά οποιαδήποτε συναφή εμπορική, βιομηχανική και οικονομική συνεργασία ή επιχείρηση καθώς και η ίδρυση ή συμμετοχή στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό εμπορικών ή βιομηχανικών εταιρειών, οποιασδήποτε μορφής, που επιδιώκουν τους αυτούς ή παρεμφερείς σκοπούς.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Ι. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $111.872/185.136 = 0,60\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $98.163/183.334 = 0,54\chi$

- Κυκλ. Ρευστότητα $_{6/007} = 84.734/187.872 = 0,45\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2005} = -1.465/57.901 = -2,5\%$
- $ROE_{2006} = -28.900/17.7393 = -1,63\chi$
- $ROE_{6/2007} = -3.978/885 = -4,5\chi$

b.

- $ROA_{2005} = -1.465/275.053 = -0,53\%$
- $ROA_{2006} = -28.900/220.666 = -13,1\%$
- $ROA_{6/2007} = -3.978/201.255 = -1,98\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2005} = -1.465/182.193 = -0,8\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = -28.900/202.203 = -14,3\%$
- $ΠΚΚ_{6/2007} = -3.978/84.929 = -4,7\chi$

d.

- $ΠΜΚ_{2005} = 52.649/182.193 = 26\%$
- $ΠΜΚ_{2006} = 42.269/202.203 = 23\%$
- $ΠΜΚ_{6/2007} = 19.823/84.929 = 23\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $\Xi/I_{2005} = 217.152/57.901 = 3,75\chi$
- $\Xi/I_{2006} = 202.927/17.739 = 11,44\chi$
- $\Xi/I_{6/2007} = 200.370/885.000 = 22,6\chi$

b.

- $\Delta ΚΤ_{2005} = 5.960/9.901 = 0,6\chi$
- $\Delta ΚΤ_{2006} = 3.834/12.203 = 0,31\chi$
- $\Delta ΚΤ_{6/2007} = 1.934/5.872 = 0,33\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 30/03/2007 ήταν 0,99 και ο αριθμός των μετοχών 24.956.646.

- a.
- P/E_{2005}
 - P/E_{2006}
 - $P/E_{6/2007}$
- Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι πάντα θετικό μέγεθος και δεν υπολογίζεται όταν η επιχείρηση έχει ζημιές.
- b.
- $P/BV_{2005} = 0,99/2,32 = 0,43\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 57.901.000/24.956.646 = 2,32$
 - $P/BV_{2006} = 0,99/0,71 = 1,39\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 17.739.000/24.956.646 = 0,71$
 - $P/BV_{6/2007} = 0,99/0,035 = 28,3\chi$, $\Lambda AM_{2007} = 885.000/24.956.646 = 0,035$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Η δεδομένη στενότητα στη ρευστότητα της εταιρείας και οι συνέπειες στην ανταπόκριση σε άμεσες υποχρεώσεις την οδηγούν σε κρίσιμη οικονομική θέση. Η εταιρεία αντιμετωπίζει κίνδυνο επιτοκίων, ο οποίος συνδέεται κυρίως με το μακροπρόθεσμο δανεισμό της.

Οι ληξιπρόθεσμες οφειλές της Εταιρείας αφορούν κυρίως σε δάνεια ύψους 64 εκατομ. Ευρώ περίπου. Λόγω αυτών των ληξιπρόθεσμων οφειλών προς τους προμηθευτές και της αδυναμίας εξασφάλισης πρώτων υλών η παραγωγική δραστηριότητα της Εταιρείας το 2007 είναι αισθητά μειωμένη.

Επιπλέον, εκκρεμούν διάφορες επίδικες απαιτήσεις εναντίον της εταιρείας που ανέρχονται σε 6,4 εκατομ. ευρώ περίπου.

Συγκεντρωτικά:

- Το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού του ομίλου στα τέλη του 2006 ανήλθε σε χιλ. € 98.163 από χιλ. € 11.872 το 2005. Το 25,7% αφορά τα αποθέματα και το 57,8% αφορά τα υπόλοιπα πελατών και επιταγών εισπρακτέων.
- Τα ίδια κεφάλαια διαμορφώθηκαν σε χιλ. € 17.739 από χιλ. € 57.901 το 2005.
- Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ανέρχονται σε χιλ. € 183.334, το 23,2% των οποίων αφορά το λογαριασμό των προμηθευτών και επιταγών πληρωτέων και το 67,1% τα βραχυπρόθεσμα δάνεια.
- Ο κύκλος εργασιών το 2006 ανήλθε σε ενοποιημένο επίπεδο στο ποσό των χιλ. € 182.193 έναντι χιλ. € 202.203 το 2005 παρουσιάζοντας μείωση 9,9%
- Τα μικτά κέρδη ανήλθαν στο ποσό των χιλ. € 42.269 έναντι χιλ. € 52.649 το 2005, παρουσιάζοντας μείωση 19,72%. Η μείωση οφείλεται καταρχήν στην πτώση του όγκου πωλήσεων αλλά και στην αύξηση του κόστους πωλήσεων και συγκεκριμένα στην αύξηση του κόστους α' υλών.
- Τα λειτουργικά κέρδη (προ αποσβέσεων, χρηματοοικονομικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων και λοιπών εσόδων-εξόδων) ανήλθαν στο ποσό των χιλ. € 11.752 έναντι χιλ. € 19.274 το 2005 παρουσιάζοντας μείωση 39,1%.
- Οι ζημίες προ φόρων ανήλθαν σε χιλ. € 31.643 έναντι κερδών χιλ. € 662 το 2005. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην αύξηση των χρεωστικών τόκων, στις ζημίες από πρόβλεψη υποτίμησης συμμετοχών θυγατρικών εταιρειών της μητρικής καθώς και στις ανεπίδεκτες είσπραξης απαιτήσεις της μητρικής και της θυγατρικής της στην Αφρική.
- Αντίστοιχα, οι ζημίες μετά από φόρους αντίστοιχα ανήλθαν στο ποσό των χιλ. € 28.900 έναντι χιλ. € 1.465 το 2005.

II. ΥΓΙΗΣ:



CYCLON ΕΛΛΑΣ

**ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ & ΕΜΠΟΡΙΑΣ
ΛΙΠΑΝΤΙΚΩΝ & ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ**

1. Γενικές Πληροφορίες

Η μητρική εταιρεία του Ομίλου CYCLON ΕΛΛΑΣ («ο Όμιλος») είναι η εταιρεία CYCLON ΕΛΛΑΣ Ανώνυμη Βιομηχανική Εταιρεία Επεξεργασίας και Εμπορίας Λιπαντικών & Πετρελαίων («η Εταιρεία»), η οποία είναι ανώνυμη εταιρεία και έχει συσταθεί στην Ελλάδα το 1974. Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον κλάδο των λιπαντικών και πετρελαιοειδών και οι κύριες δραστηριότητες της αφορούν εμπορία καυσίμων και εμπορία λιπαντικών.

Κύριοι μέτοχοι της CYCLON ΕΛΛΑΣ. Α.Ε. είναι:

- REPUBLIC BAY VENTURES (11,25%)
- ΒΑΡΔΙΝΟΓΙΑΝΝΗΣ Ι. του Θεοδώρου (11,12%)
- ΒΑΡΔΙΝΟΓΙΑΝΝΗΣ Ν. του Θεοδώρου (11,12%)
- GREEN POWER SHIPPING COMPANY SA (8,77%)

Η σημαντικότερη από τις θυγατρικές εταιρείες του Ομίλου είναι η ΕΛΤΕΠΕ Α.Ε. η οποία δραστηριοποιείται στην εναλλακτική διαχείριση αποβλήτων λιπαντικών ελαίων.

Οι μετοχές της Εταιρείας διαπραγματεύονται στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το έτος 1990.

2. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

I. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₅ = $45.607/35.583 = 1,28\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα₂₀₀₆ = $58.470/44.523 = 1,31\chi$
- Κυκλ. Ρευστότητα_{6/2007} = $47.336/32.555 = 1,47\chi$

II. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

a.

- $ROE_{2005} = 115/21.828 = 0,5\%$
- $ROE_{2006} = 1.560/23.323 = 6,7\%$
- $ROE_{6/2007} = 1.678/25.028 = 7\%$

b.

- $ROA_{2005} = 115/79.697 = 0,14\%$
- $ROA_{2006} = 1.560/96.059 = 1,62\%$
- $ROA_{6/2007} = 1.678/85.473 = 1,96\%$

c.

- $ΠΚΚ_{2005} = 115/188.280 = 0,06\%$
- $ΠΚΚ_{2006} = 1.560/281.115 = 0,55\%$
- $ΠΚΚ_{6/2007} = 1.678/129.933 = 1,29\%$

d.

- $ΠΜΚ_{2005} = 14.918/188.280 = 7,92\%$
- $ΠΜΚ_{2006} = 20.601/281.115 = 7,33\%$
- $ΠΜΚ_{6/2007} = 11.410/129.933 = 8,78\%$

III. ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

a.

- $\Xi/I_{2005} = 57.869/21.828 = 2,65\chi$
- $\Xi/I_{2006} = 72.736/23.323 = 3,12\chi$

- $\Xi/I_{6/2007} = 60.445/25.028 = 2,42\chi$

b.

- $\Delta KT_{2005} = 2.774/1.046 = 2,65\chi$

- $\Delta KT_{2006} = 5.788/1.370 = 4,22\chi$

- $\Delta KT_{6/2007} = 3.908/843 = 4,64\chi$

IV. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στις 27/09/2007 ήταν 1,95 και ο αριθμός των μετοχών 26.664.840.

a.

- $P/E_{2005} = 1,95/0,01 = 195\chi$

- $P/E_{2006} = 1,95/0,06 = 32,5\chi$

- $P/E_{6/2007} = 1,95/0,06 = 32,5\chi$

b.

- $P/BV_{2005} = 1,95/0,82 = 2,38\chi$, $\Lambda AM_{2005} = 21.828.000/26.664.840 = 0,82$

- $P/BV_{2006} = 1,95/0,87 = 2,24\chi$, $\Lambda AM_{2006} = 23.323.000/26.664.840 = 0,87$

- $P/BV_{6/2007} = 1,95/0,94 = 2,07\chi$, $\Lambda AM_{6/2007} = 25.028.000/26.664.840 = 0,94$

3. Ερμηνεία Χρηματοοικονομικών Δεικτών

➤ **2005 -2006**

	31.12.06	% Δ	31.12.05
Πωλήσεις	281.115	49,3%	188.280
ROE	6,7%	12,4%	0,5%
ROA	1,62%	10,6%	0,14%
Ξένα / Ίδια κεφάλαια	3,12	17,7%	2,65
EAT	1.560	49,3%	115

Οι Καθαρές Πωλήσεις του Ομίλου ανήλθαν σε €281.115 χιλιάδες έναντι €188.280 χιλιάδες της προηγούμενης χρήσης, ποσοστό αύξησης 49,3%. Η αύξηση προήλθε από την αύξηση του όγκου πωλήσεων τόσο στον τομέα καυσίμων όσο και των λοιπών δραστηριοτήτων και ήταν το αποτέλεσμα της στρατηγικής διεύρυνσης του μεριδίου αγοράς Καυσίμων και Λιπαντικών προϊόντων, για την χρήση 2006.

➤ **2006 -6/2007**

	30.06.07	% Δ	31.12.06
Πωλήσεις	129.933	-53.8%	281.115
ROE	7%	4,48%	6,7%
ROA	1,96%	21%	1,62%
Ξένα / Ίδια κεφάλαια	2,42	-22,4%	3,12
EAT	1.678	7,6%	1.560

Συνοπτικά, παρατηρούμε ότι ο όμιλος παρουσιάζει αυξημένη ρευστότητα μέσω διαδικασιών, όπως η διατήρηση ικανοποιητικών ποσών μετρητών και άλλων περιουσιακών στοιχείων με υψηλή ρευστότητα καθώς και ενός ικανοποιητικού ποσού σε εξασφαλισμένες πιστωτικές διευκολύνσεις. Επιπλέον, ο όμιλος έχει ένα καλό ποσοστό μικτού κέρδους που του επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα έξοδά του και συγχρόνως αφήνει ένα ικανοποιητικό ποσοστό καθαρού κέρδους, σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Τέλος, η διάρθρωση των κεφαλαίων και η δανειακή επιβάρυνση του Ομίλου διατηρείται σε καλά επίπεδα, γεγονός που καταδεικνύει ότι ο όμιλος κρατά ένα καλό περιθώριο ασφαλείας.

3.3.3 Γραφικές Παραστάσεις Χρηματοοικονομικών Δεικτών

1.



ΕΤΜΑ
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΕΧΝΗΤΗΣ ΜΕΤΑΤΑΞΗΣ



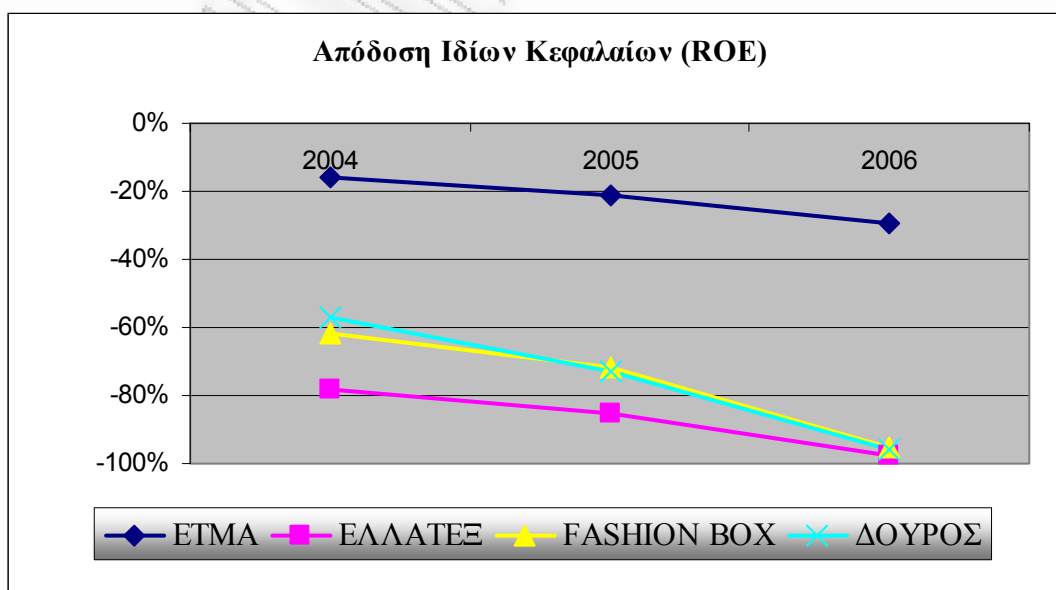
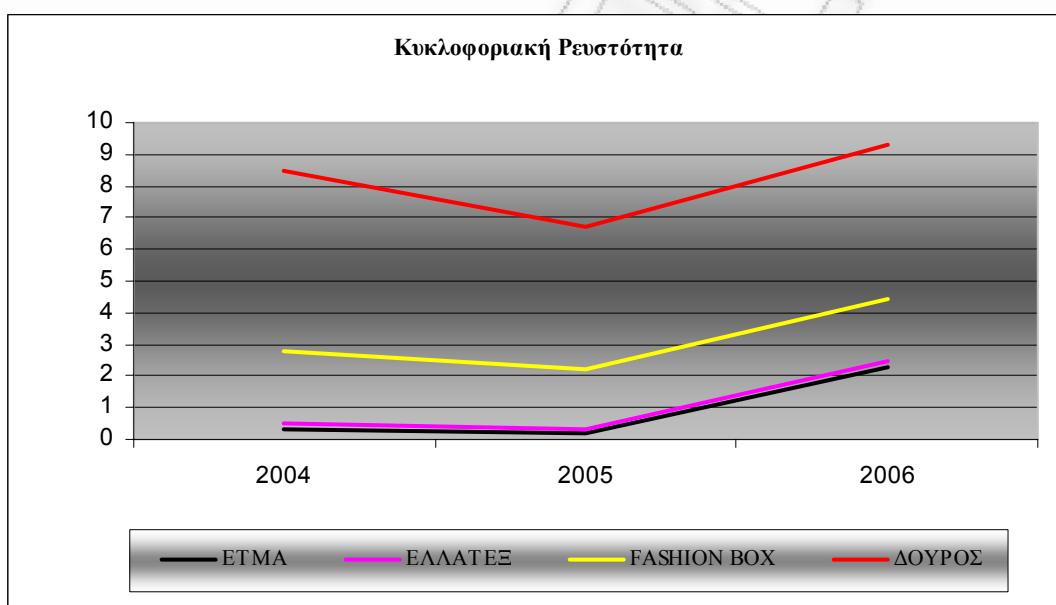
ΕΛΛΑΤΕΞ
ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε.



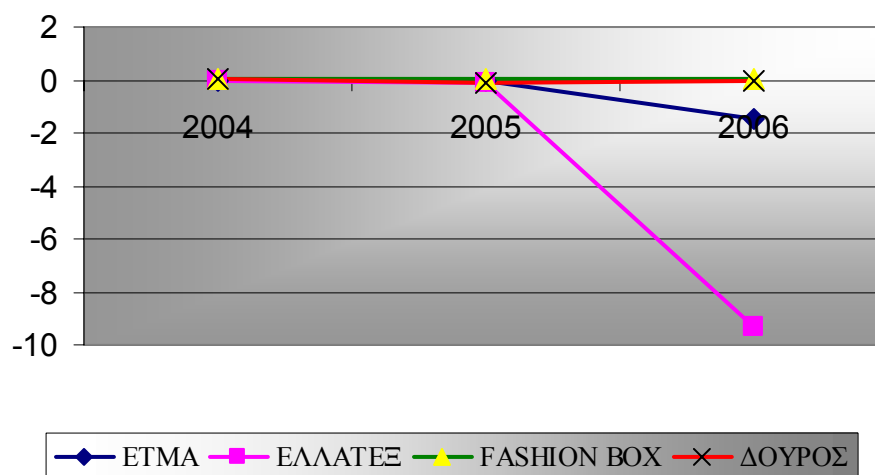
FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.



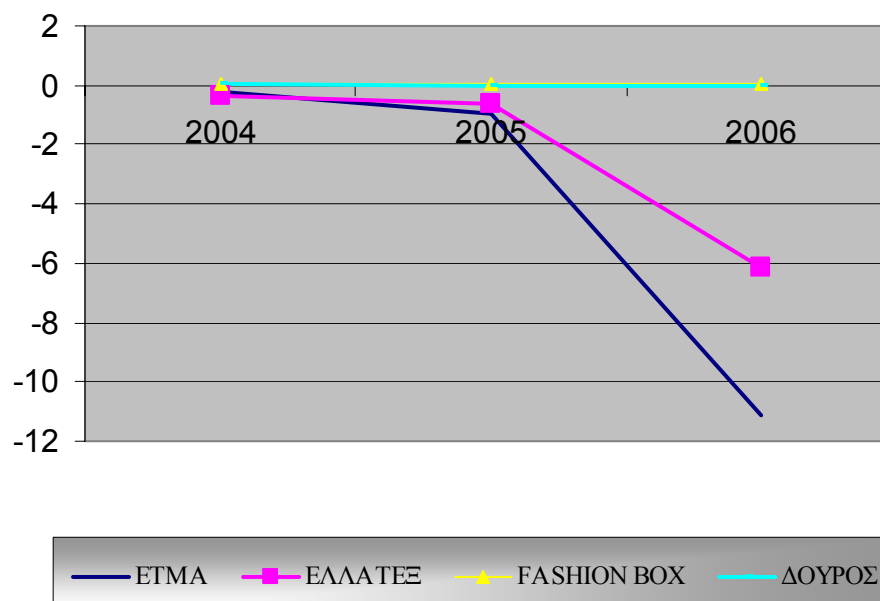
ΔΟΥΡΟΣ

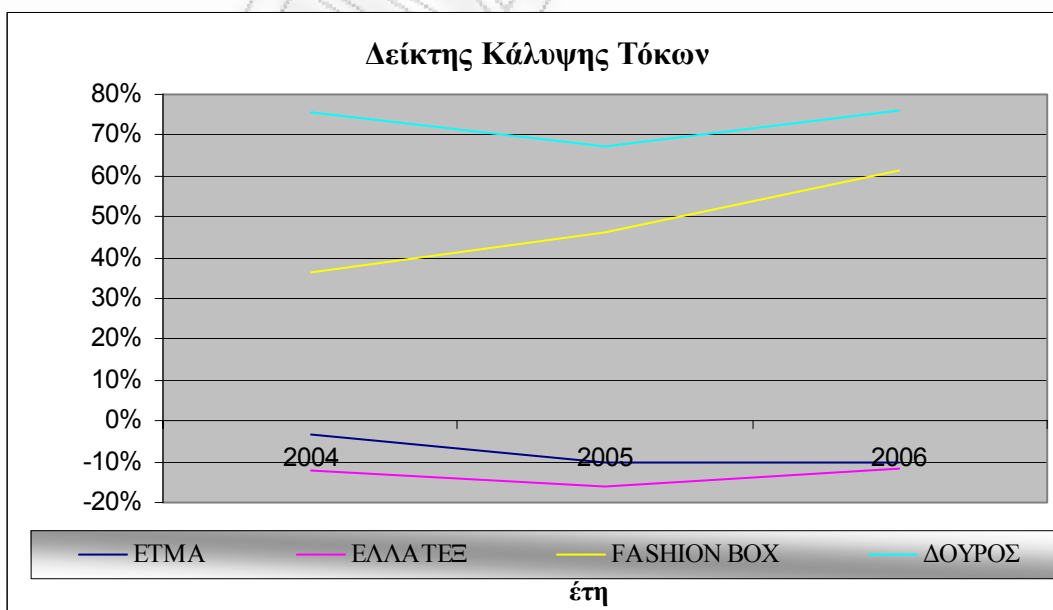
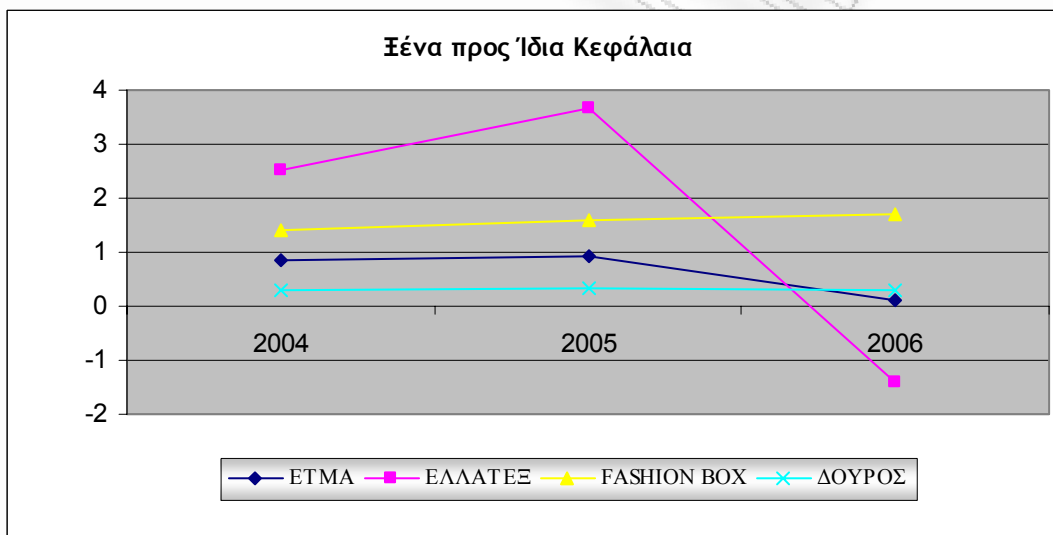
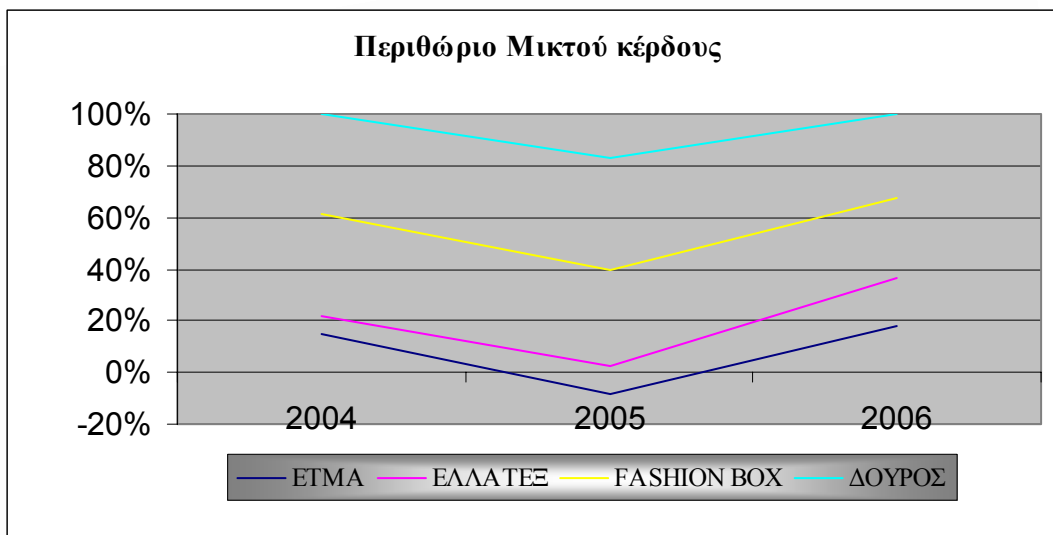


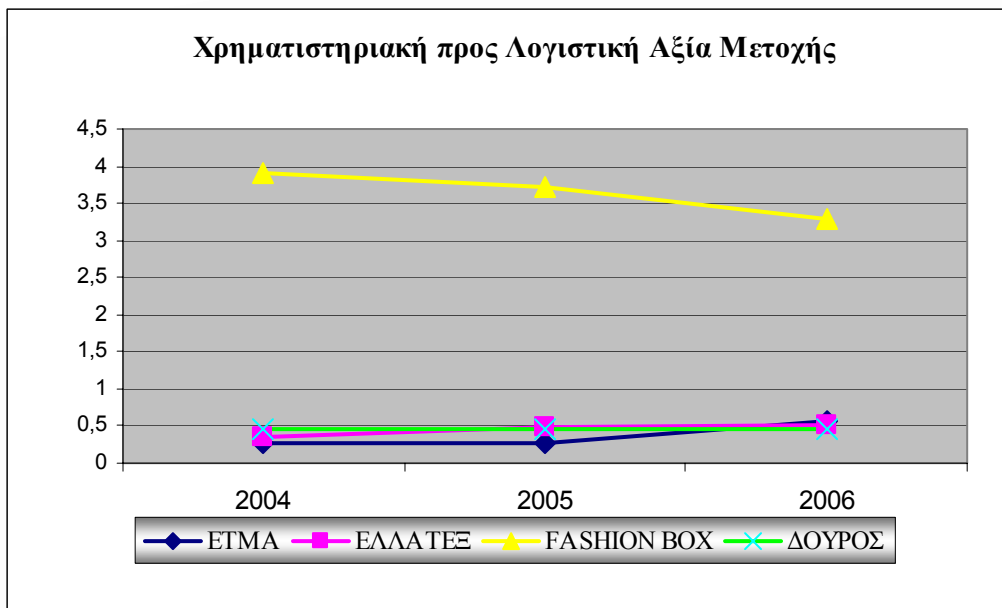
Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROA)



Περιθώριο Καθαρού Κέρδους







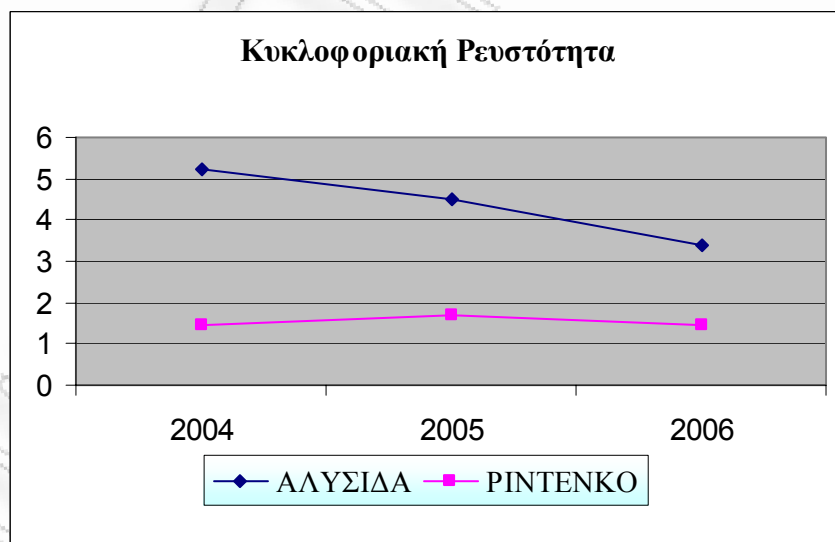
2.

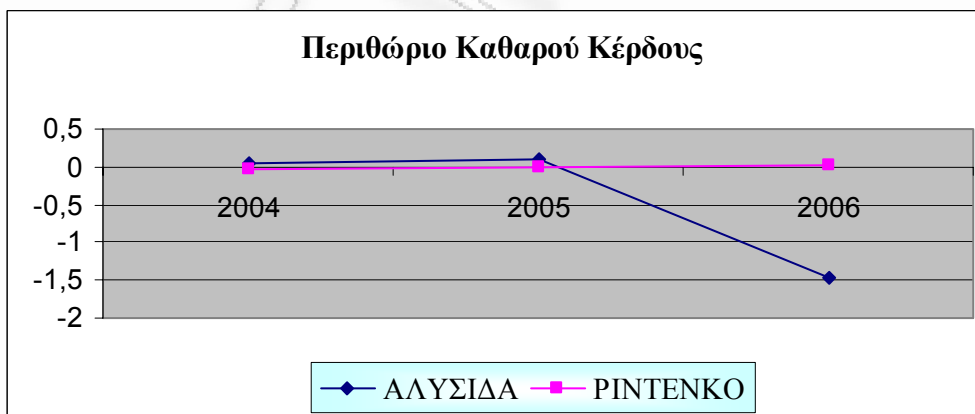
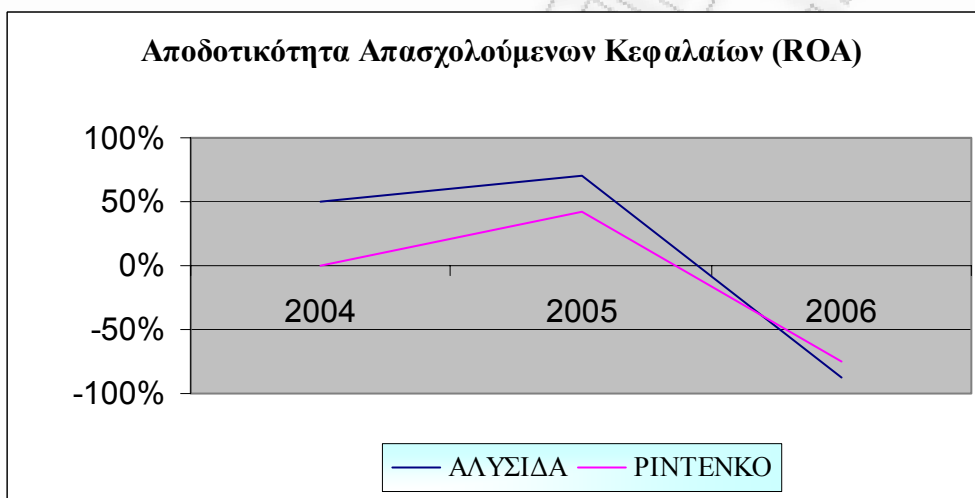
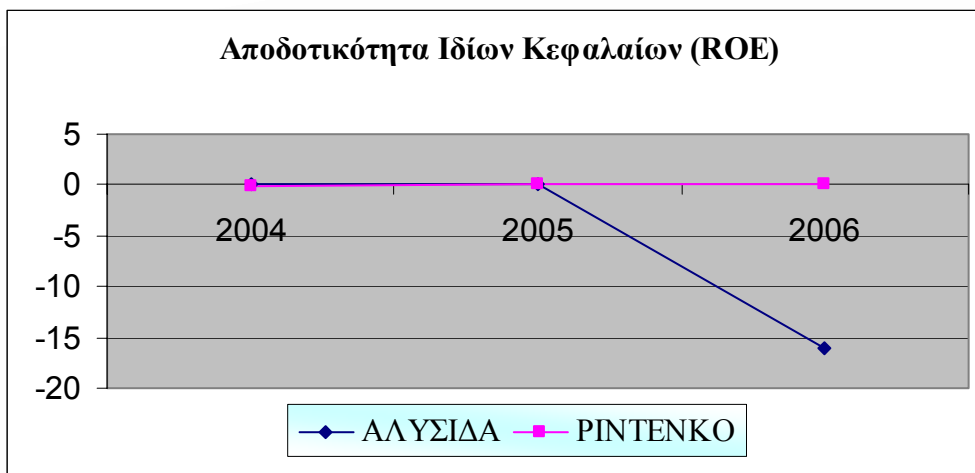


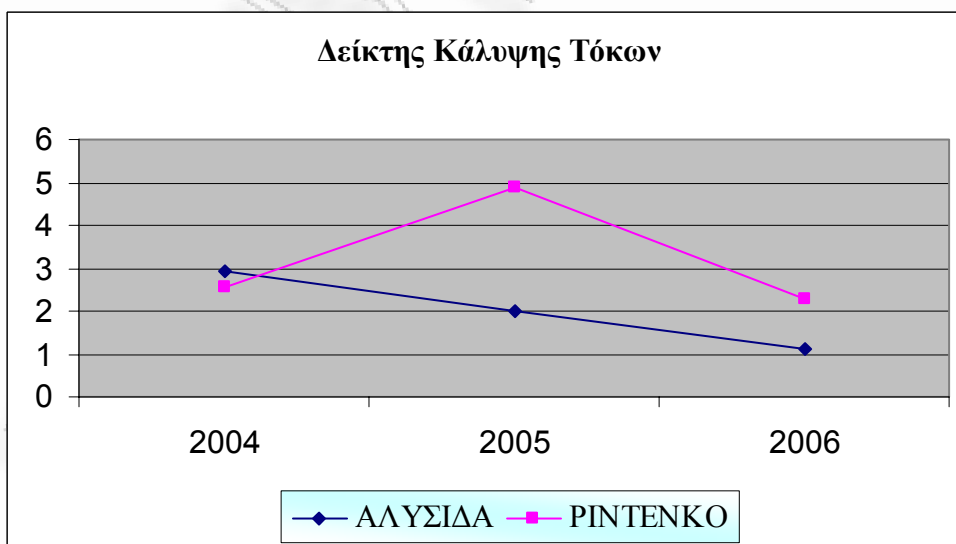
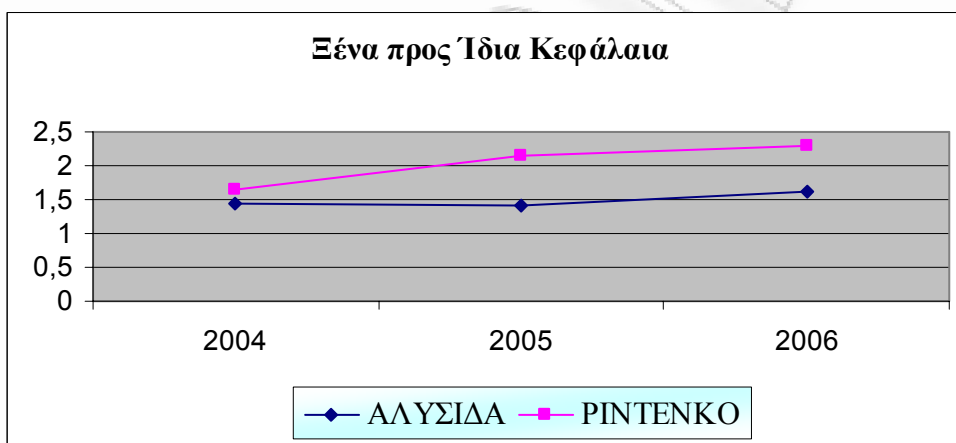
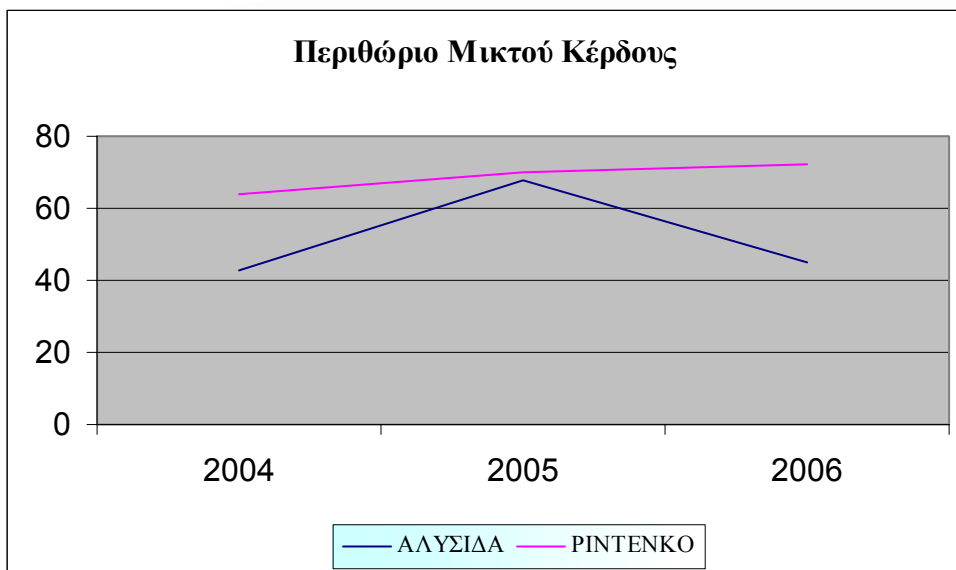
ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε

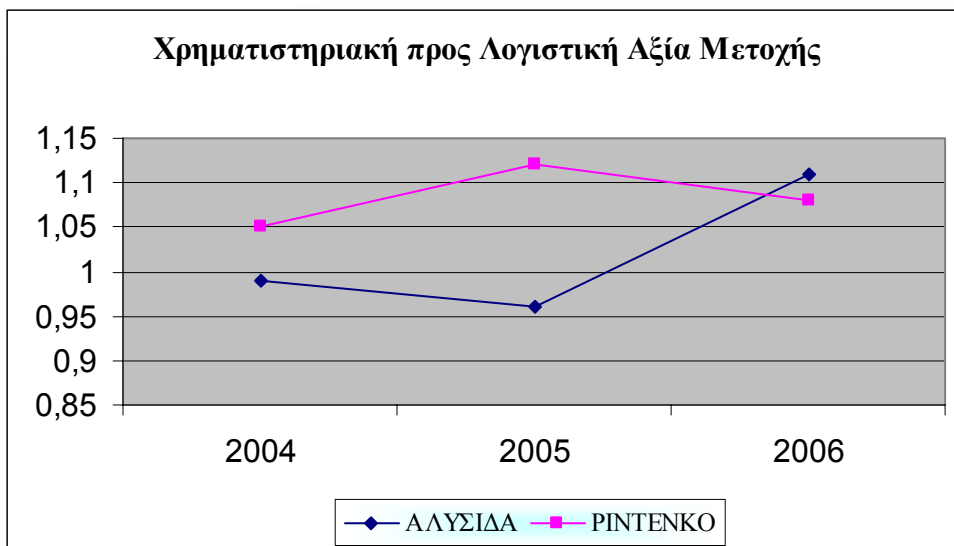
RIDENCO SA.

PINTENKO







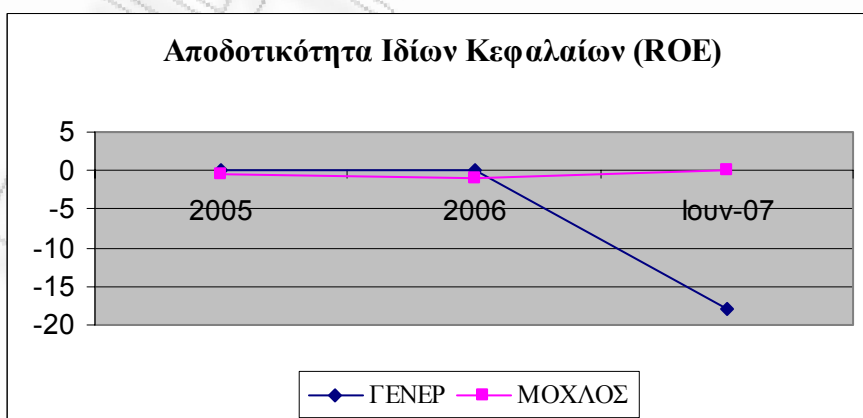
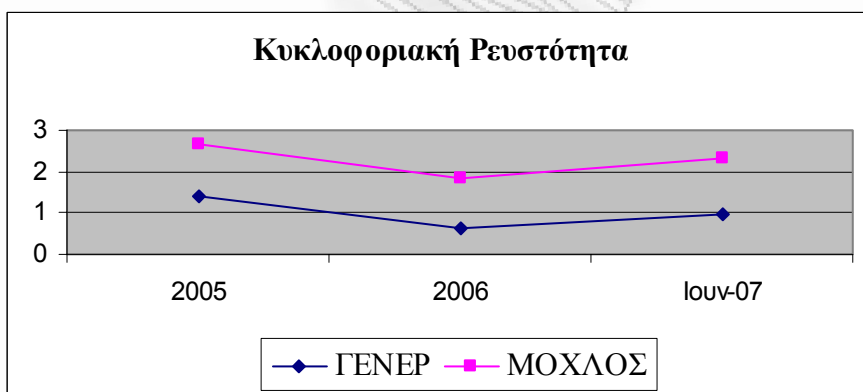


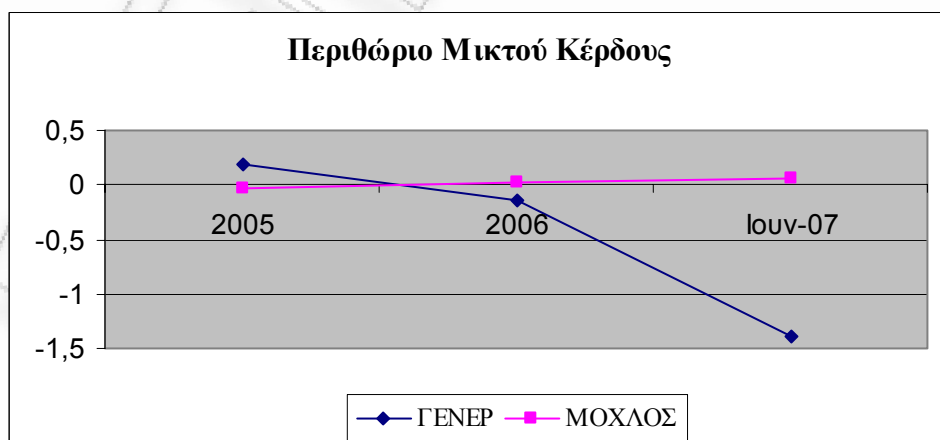
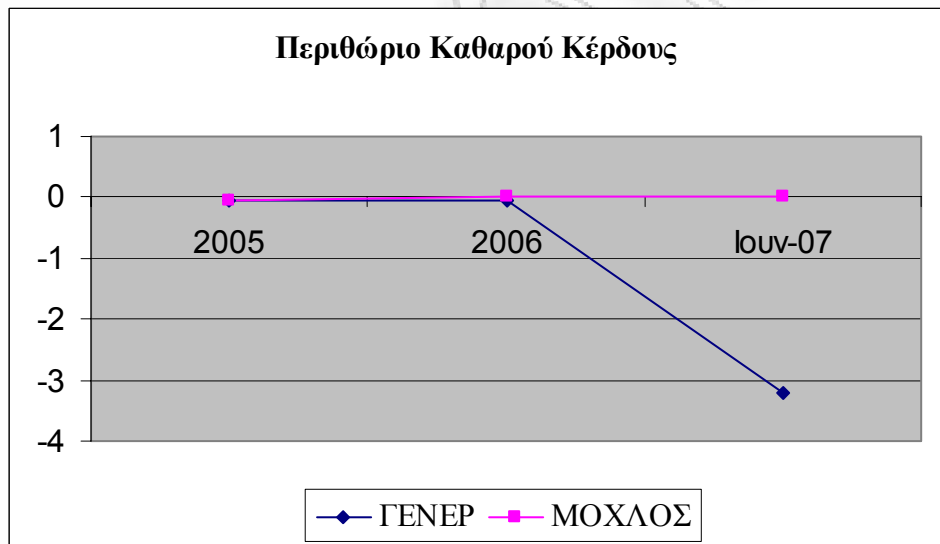
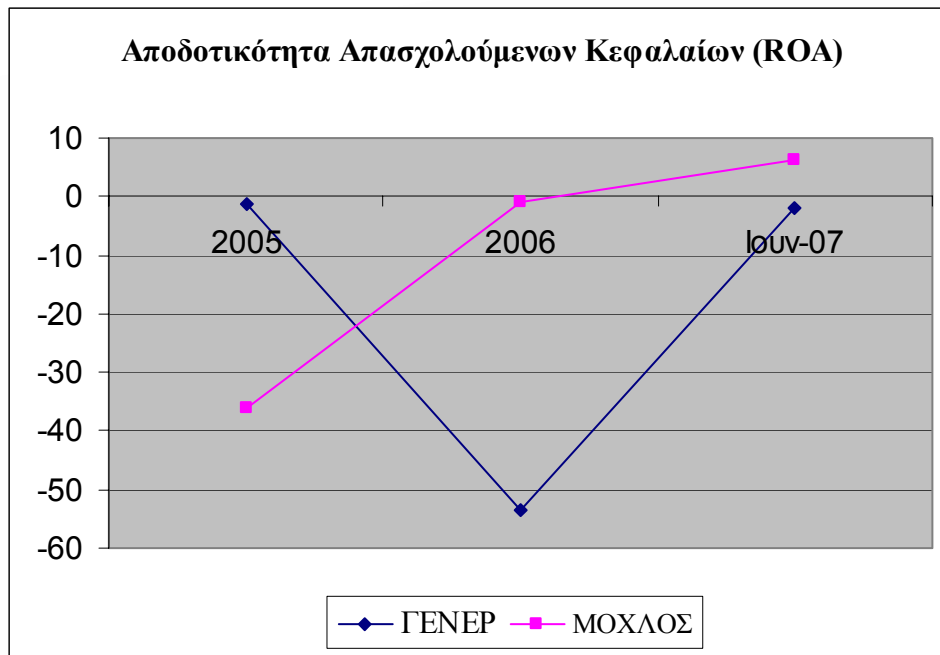
3.

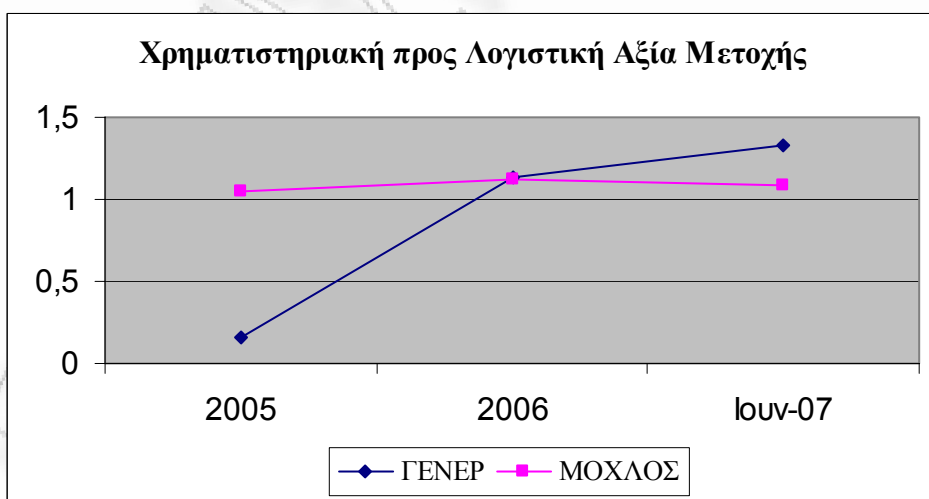
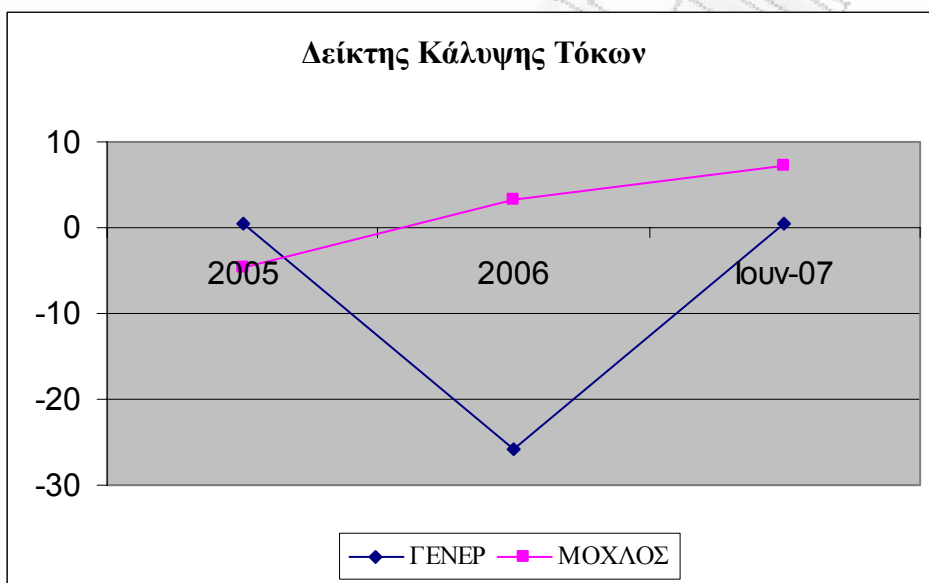
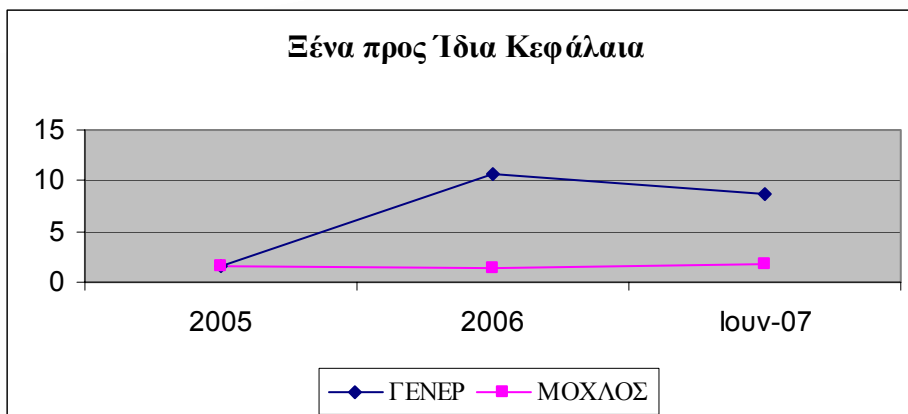
ΓΕΝΕΡ GENEER



ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.





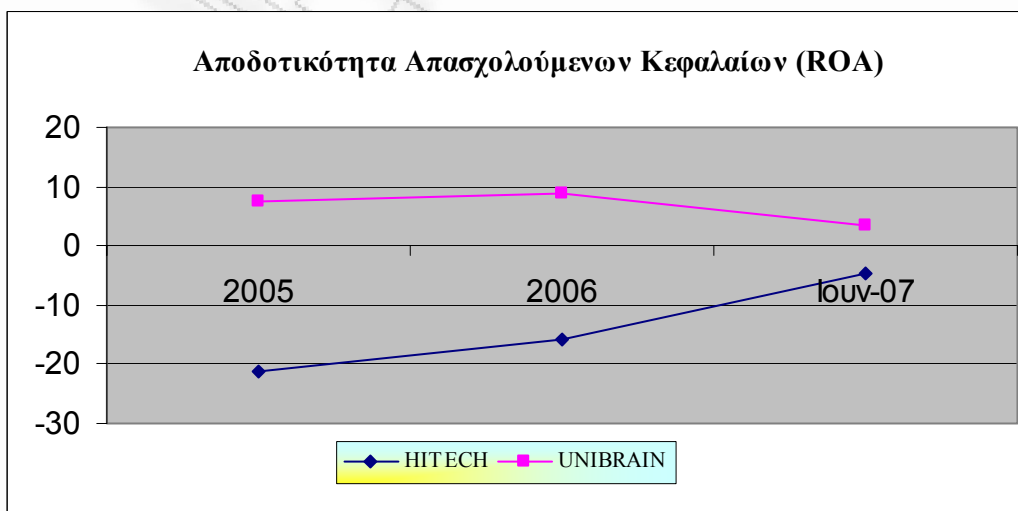
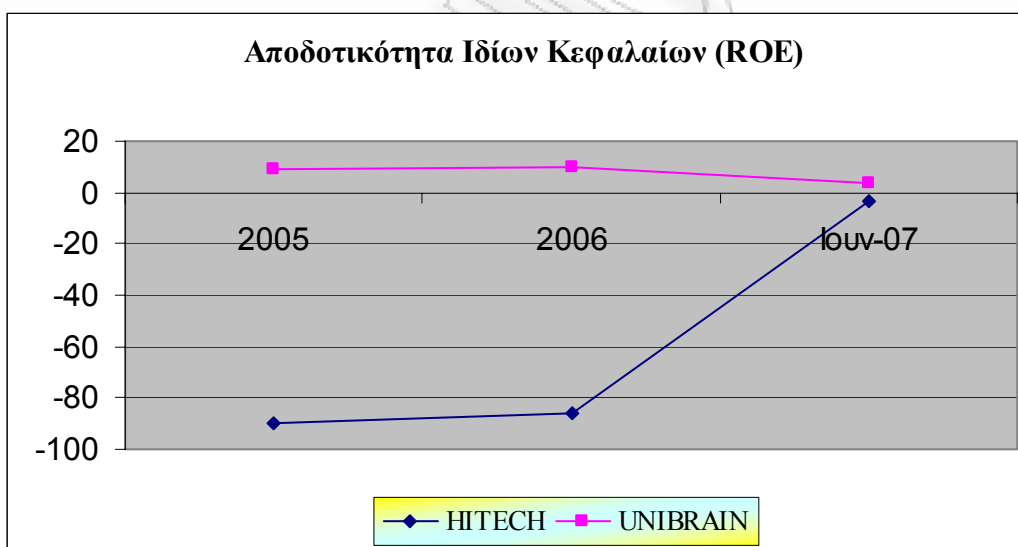
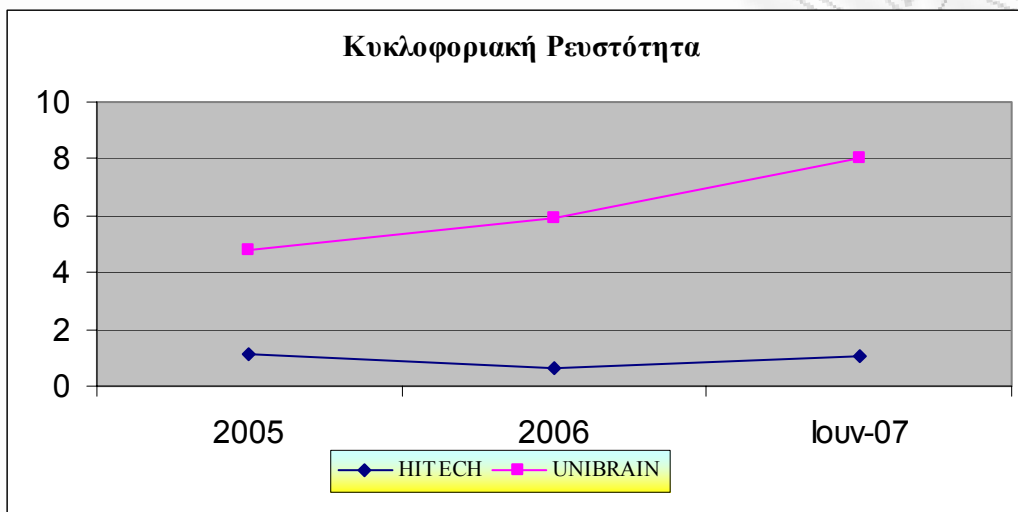


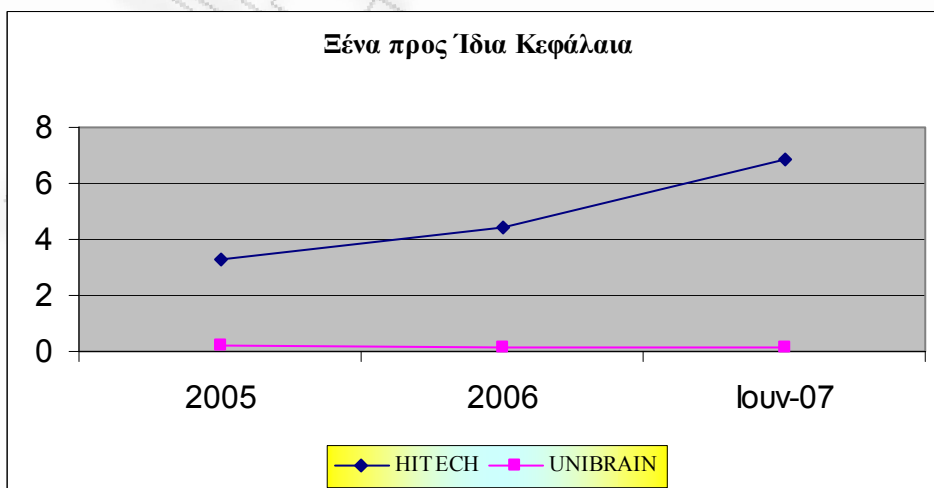
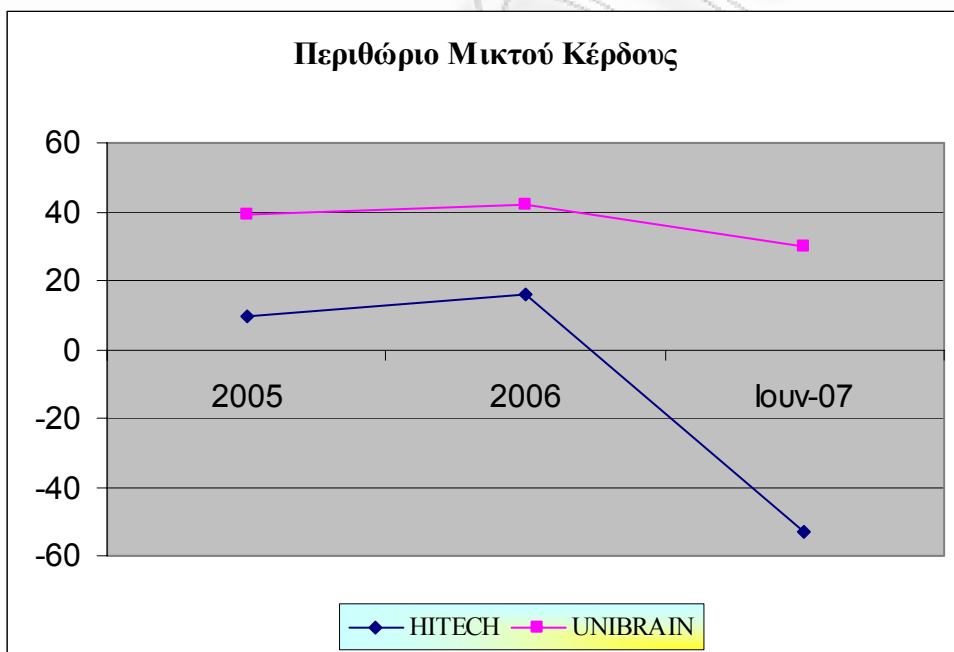
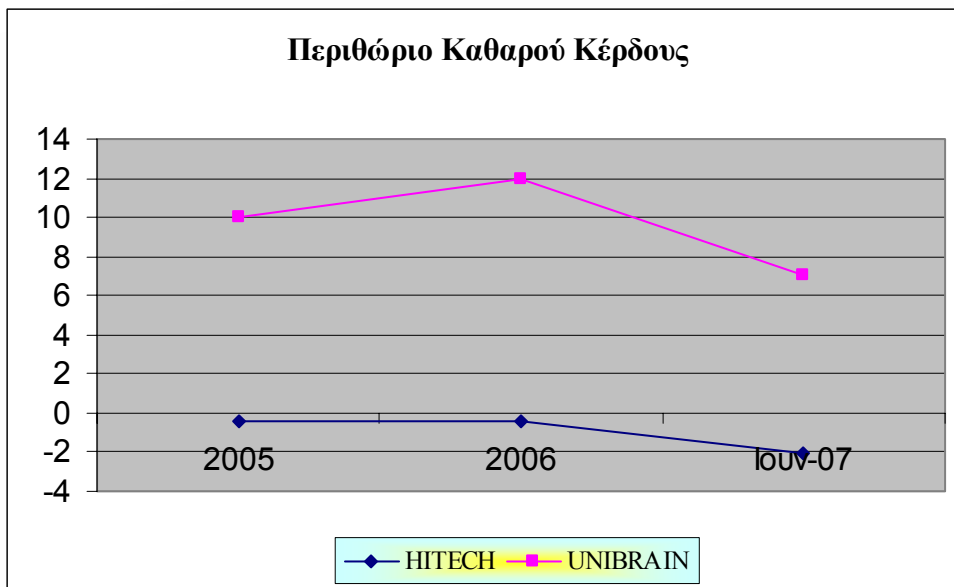
4.

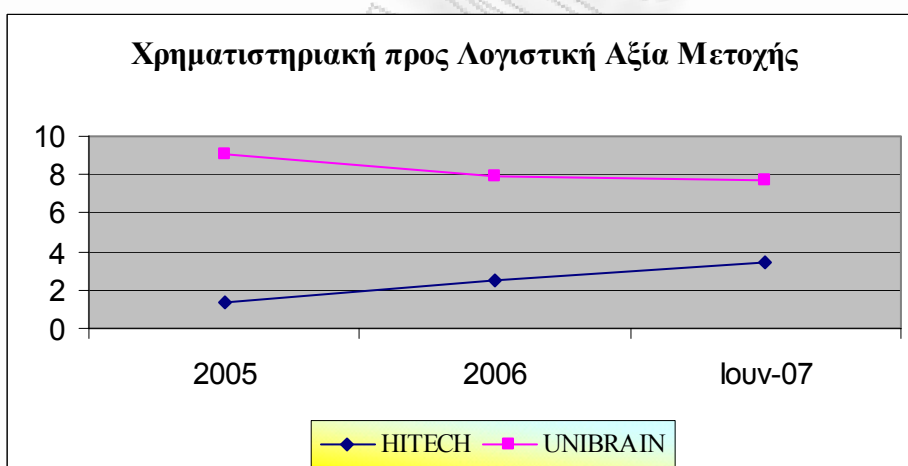
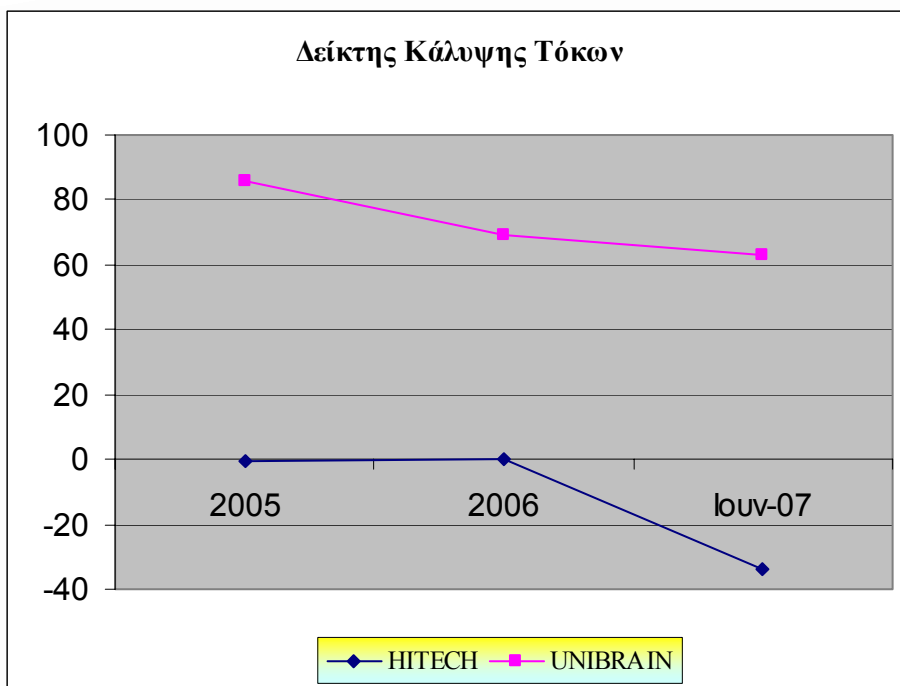
unibrain A.E. UNIBRAIN

HitechSNT
For Immediate Release

HITECH SNT A.E.







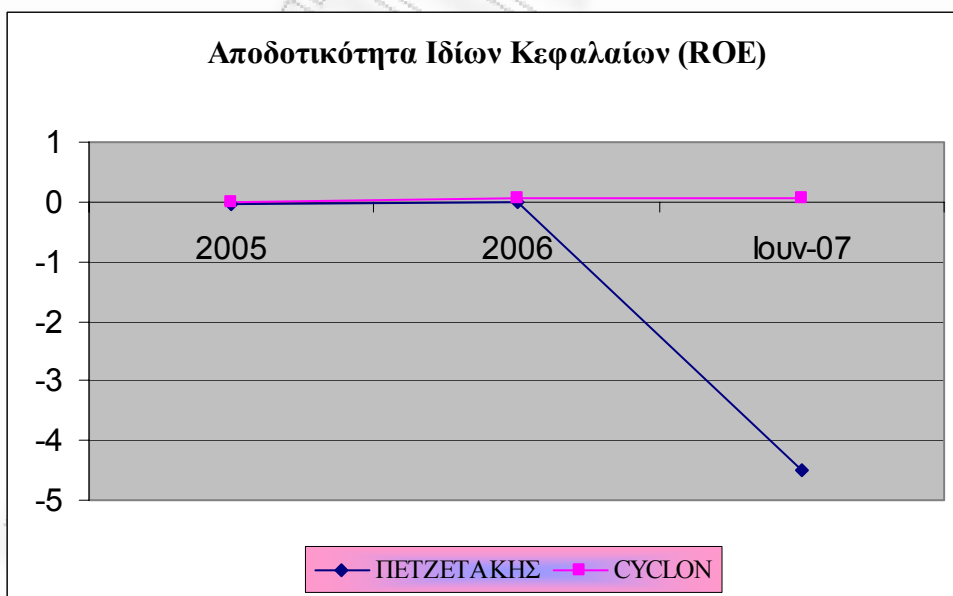
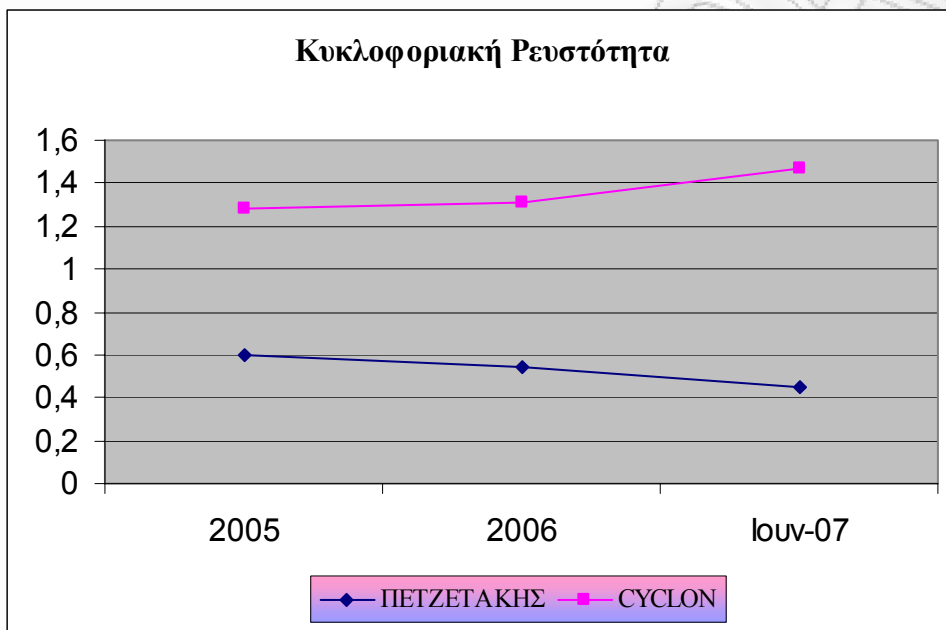
5.

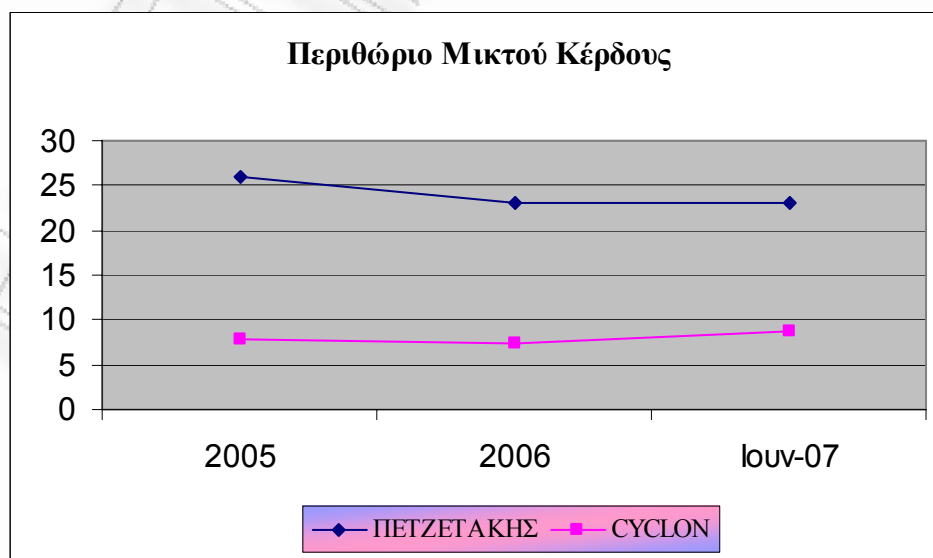
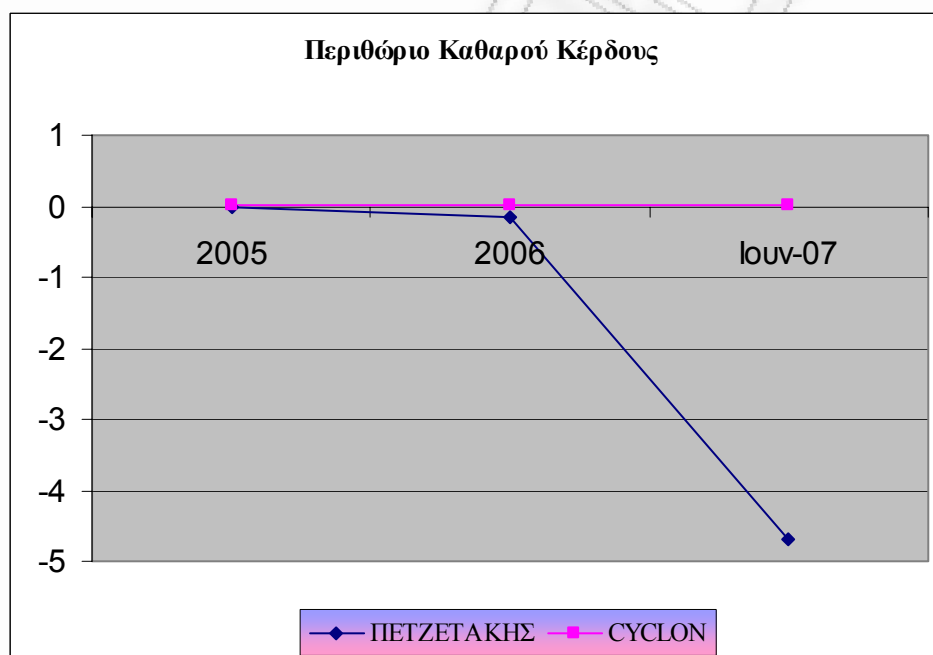
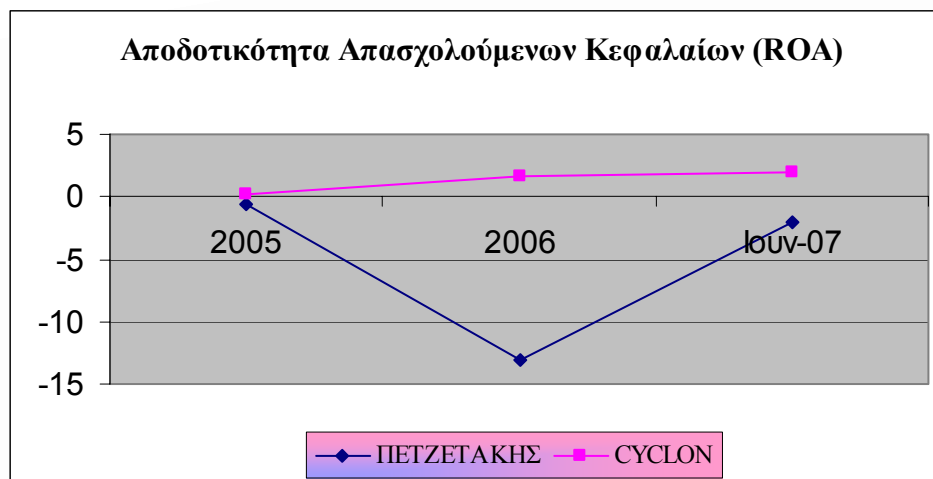


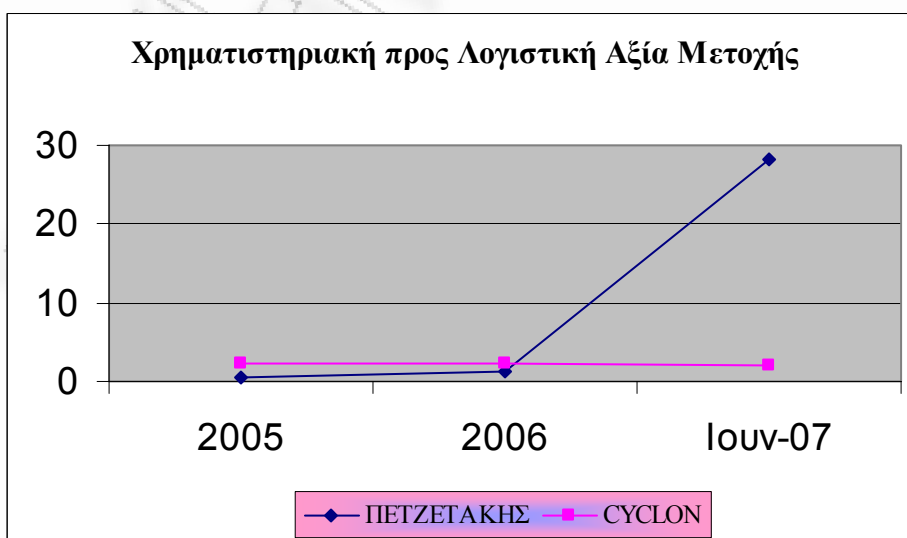
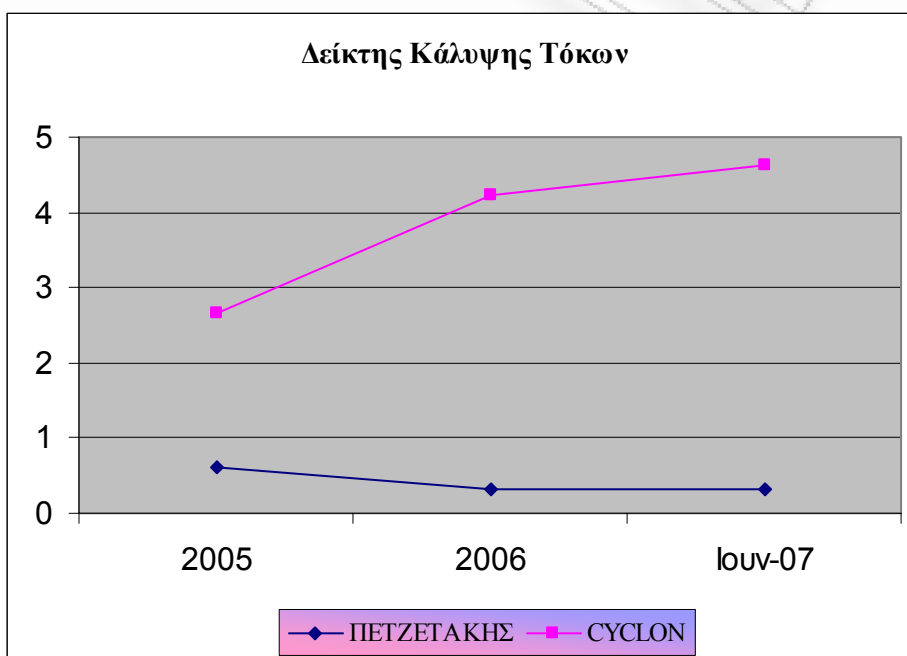
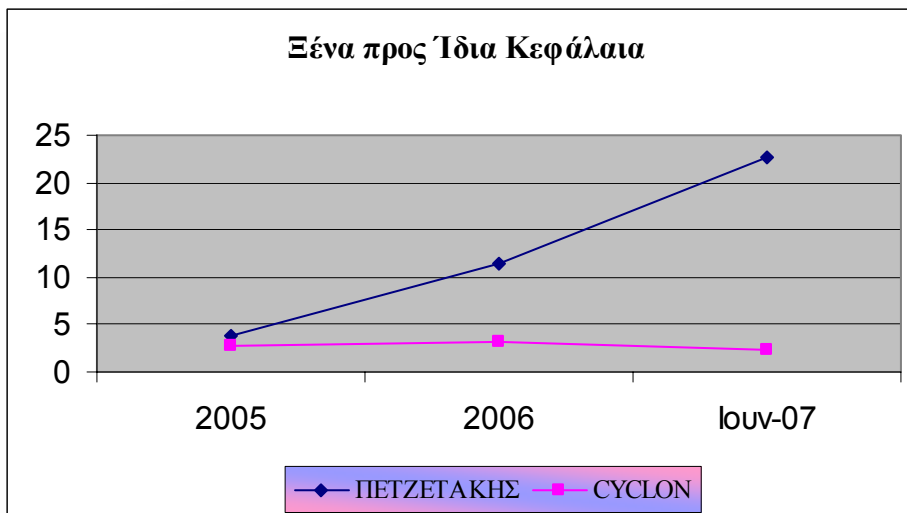
CYCLON ΕΛΛΑΣ



Α.Γ. ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ Α.Ε.







3.3.4 Συμπεράσματα

Ανακεφαλαιώνοντας, η διαπραγμάτευση μιας κινητής αξίας αναστέλλεται όταν δεν διασφαλίζεται ή κινδυνεύει προσωρινά η ομαλή λειτουργία της αγοράς ή όταν το επιτάσσει η προστασία του επενδυτή.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής, οι μετοχές των εταιρειών που βρίσκονται σε αναστολή δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Οι τιμές τους παγώνουν από την ημέρα όπου αποφασίσθηκε η αναστολή τους και, ασφαλώς, δεν έχουν το δικαίωμα να προχωρήσουν σε άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά..

Όπως προκύπτει από την προηγούμενη ανάλυση των δεικτών των εταιρειών που τελούν υπό αναστολή διαπραγμάτευσης σε σχέση με τους αντίστοιχους υγιών εταιρειών του ίδιου κλάδου, τα κριτήρια για την ένταξή τους σε αυτήν την κατηγορία διακρίνονται στα εξής:

- i. Ποιοτικά κριτήρια που σχετίζονται με την ανακοίνωση γεγονότων, τα οποία θέτουν σε αμφισβήτηση την βιωσιμότητα τους.
- ii. Ποσοτικά κριτήρια που αφορούν σε αποτελέσματα που δημιουργούν αμφιβολία για την ομαλή πορεία των εργασιών τους, και από τις δημοσιευμένες ετήσιες λογιστικές τους καταστάσεις προκύπτει η συνδρομή μίας από τις ακόλουθες περιπτώσεις:
 - α) τα ετήσια αποτελέσματα μετά φόρων είναι αρνητικά για τις τρεις τουλάχιστον τελευταίες χρήσεις, χωρίς να υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις, όπως η σημαντική μείωση των ζημιών, για την ανάκαμψη της κερδοφορίας τους.
 - β) τα αποτελέσματα μετά φόρων της τελευταίας χρήσης παρουσιάζουν απότομη και σημαντική πτώση και συγκεκριμένα: i) τα αποτελέσματα αυτά είναι αρνητικά

και σε απόλυτο μέγεθος μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα κέρδη της χρήσης που προηγήθηκε και ii) σε απόλυτο μέγεθος είναι μεγαλύτερα από το 20% του κύκλου εργασιών της εταιρείας.

γ) οι εταιρείες έχουν ιδιαίτερα χαμηλή παραγωγική δραστηριότητα που απεικονίζεται σε πολύ μικρό κύκλο εργασιών χωρίς να ανήκουν στον κλάδο των συμμετοχών.

δ) οι εταιρείες εμφανίζουν σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές.

Συνοπτικά, οι εταιρείες παρουσιάζουν:

- * Χαμηλά επίπεδα ρευστότητας.
- * Χαμηλή αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων.
- * Χαμηλή αποδοτικότητα των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων.
- * Μικρό περιθώριο μικτού και καθαρού κέρδους.
- * Αυξημένη δανειακή επιβάρυνση σε συνδυασμό με μειωμένη δυνατότητα κάλυψης των τόκων.
- * Αρνητικά κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA).
- * Ζημίες χρήσης μεγαλύτερες του 20% της καθαρής θέσης.
- * Ζημίες ανά μετοχή, πολύ χαμηλά εμπιστοσύνη, δηλαδή, των επενδυτών απέναντι στην εταιρεία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

1. Best, Philip W. (1998). *Implementing Value at Risk*, John Wiley & Sons, Wiley series in financial engineering, West Sussex.
2. Culp, Christopher L. (2001). *The Risk Management process: Business Strategy and Tactics*, John Wiley & Sons.
3. Ong, Michael (1999). *Internal Credit Risk Models*, Risk Books.
4. Saunders, Antony and Allen Linda (2002). *Credit Risk Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, John Wiley & Sons.
5. Brockhaus, Oliver and Farkas Michael (2000). *Equity Derivatives and Market Risk Models*, Risk Books.
6. Barnhill Jr., T. M./Maxwell, W.F. (2002). Modeling Correlated Market and Credit Risk in Fixed Income Portfolios, *Journal of Banking & Finance*.
7. Finger, C.C. (1999). *Conditional Approaches for Credit Metrics Portfolio Distributions*, Credit Metrics Monitor.
8. Iscoe, I./Kreinin, A./Rosen, D. (1999). *An Integrated Market and Credit Risk Portfolio Model*, Algo Research Quarterly.
9. Kijima, M. and Muromachi, Y. (2000). *Evaluation of Credit Risk of a Portfolio with Stochastic Interest Rate and Default Processes*, *Journal of Risk*
10. Servignv, Arnaud and Renault Olivier. (2004). *The Standard & Poor's Guide to Measuring and Managing Credit Risk*, McGraw-Hill
11. Marrison, Christopher. (1999). *The Fundamentals of Risk Measurement*, McGraw-Hill.
12. Shimko, Danid. (1999). *Credit Risk- Models and Management*, Risk Books.
13. Douglas R., Eremy, John D. Finnerty and John D. Stowe. (1997). *Corporate Financial Management*, Pearson Education.
14. Horngren T., Charles, Gary L. Sundem, John A. Elliott and Donna R. Philbrick. (2002). *Introduction to Financial Management*, Pearson Education.

Άρθρα

1. Simons, Katerina. (1932). *Value at Risk - New Approaches to Risk Management*, New England Economic Review.
2. Rochet, Jean-Charles and Jean Tirole. (1996). *Controlling Risk in Payment Systems*, Journal of Money.
3. Park, Sangkyum. (1998). *Credit Risk*, ABA Banking Journal.

Πηγές από ιστοχώρους

1. Χρηματιστήριο Αθηνών, <http://www.ase.gr>
2. <http://www.hitechsnt.gr>
3. <http://www.fashionbox.gr>
4. <http://www.cyclon.gr>
5. <http://unibrain.com>
6. <http://www.gener.gr>
7. <http://www.etma.gr>
8. <http://www.hellatex.gr>
9. <http://petzetakis.com>
10. <http://www.ridenco.gr>
11. <http://www.alisida.com>
12. <http://www.dur.gr>
13. <http://www.mochlos.com>
14. <http://www.moody.com>
15. <http://www.fitch.com>
16. <http://www.standardandpoors.com>

Περιεχόμενα συνοδευτικού CD

Το συνοδευτικό CD περιλαμβάνει τις οικονομικές καταστάσεις για κάθε μία από τις εταιρείες που μελετήθηκαν στο κεφάλαιο 3 για 3 συνεχόμενες χρήσεις, όπως ήταν καταχωρημένες στον δικτυακό τόπο του Χρηματιστηρίου Αθηνών.