

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

**Οι Λογιστικές Οικονομικές Καταστάσεις ως Εργαλείο Πρόβλεψης
Πτώχευσης των Επιχειρήσεων στο Φαρμακευτικό Κλάδο**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι.
ΚΡΗΤΗΣ ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος
Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική από την

Κυπριωτάκη Μαρία

Ηράκλειο

Απρίλιος 2013

«Η μεταπτυχιακή φοιτήτρια που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικό- ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λ.π.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

«Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν :

- *Σώρρος Ι. (Επιβλέπων)*
- *Σταματόπουλος Θ. (Μέλος)*
- *Αρβανίτης Σ. (Μέλος)*

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα».

Αφιερώνεται στη γιαγιά μου Άννα

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Επίκουρο Καθηγητή Ιωάννη Σώρρο για την επιλογή και ανάθεση του συγκεκριμένου θέματος ως διπλωματική εργασία, καθώς και όλους τους καθηγητές του ΠΜΣ «Λογιστική & Ελεγκτική» για τις γνώσεις που μου προσέφεραν.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω το φίλο και συνεργάτη μου Ιωάννη Χριστοδουλάκη για τη βοήθεια του στη συλλογή θεωρητικού υλικού, καθώς και τους συμφοιτητές μου Δερμιτζάκη Ελευθερία, Παρασύρη Αντιγόνη και Συμεουδάκη Μύρων για την υποστήριξη που δώσαμε ο ένας στον άλλον για όλο το χρονικό διάστημα διεξαγωγής αυτού του μεταπτυχιακού.

Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον αδερφό μου, Κυπριωτάκη Εμμανουήλ, για τη βοήθεια που μου προσέφερε στο λογιστικό μου γραφείο τις ώρες που απουσίαζα, καθώς και τους γονείς μου, Κυπριωτάκη Ιωάννη και Κυπριωτάκη – Σπανάκη Καλλιόπη, για την πολύτιμη ψυχολογική και οικονομική συμπαράσταση τους, σε αυτήν την προσπάθεια μου να αποκτήσω ένα μεταπτυχιακό τίτλο στη Λογιστική και Ελεγκτική.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος	1
Περίληψη	3
Abstract	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ & ΣΚΟΠΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΤΩΧΕΥΣΗ	8
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
2.2 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ	8
2.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΤΥΧΙΑ	9
2.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ	10
2.5 ΠΤΩΧΕΥΣΗ	11
2.6 ΑΛΛΟΙ ΟΡΙΣΜΟΙ	11
2.7 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ	14
3.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	17
4.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΥΠΑΡΕΞΗΣ ΕΝΟΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	17
4.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ BEAVER	18
4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ	19
4.4 ΤΟ ΓΡΑΜΜΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ	21
4.5 ΤΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ LOGIT & PROBIT	22
4.5.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ LOGIT	22
4.5.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ PROBIT	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	24
5.1 ΓΕΝΙΚΑ	24
5.2 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	24
5.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΤΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ “Z-SCORE” & “ZETA”	29
6.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ Ε. ALTAMN – “Z-SCORE”	29
Πίνακας 6.1: Αποτελέσματα Z-Score σε βάθος Πενταετίας	32
6.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ “ZETA”	35

6.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ “ZETA” & “Z-SCORE” -----	37
6.4 ΑΛΛΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ -----	37
6.4.1 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ SPRINGATE (1978) -----	37
6.4.2 Το ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ BATHORY (1987) -----	38
6.4.3 Η ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΤΙΑ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ELECTRE TRI -----	39
6.5 ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ E. ALTMAN -----	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΜΕΣΩ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ E. ALTMAN -----	46
7.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ -----	46
7.2 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ -----	48
Διάγραμμα 7.1: Κατάταξη των Χωρών με βάση τις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις -----	49
Διάγραμμα 7.2: Φαρμακευτική Δαπάνη -----	53
7.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΡΟΦΙΛ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ -----	54
Διάγραμμα 7.3: Μεριδίο Αγοράς στον Κλάδο όσον αφορά τον Κύκλο Εργασιών -----	55
Διάγραμμα 7.4: Μεριδίο Αγοράς στον Κλάδο όσον αφορά τα Κέρδη προ Φόρων -----	55
Πίνακας 7.1: Κύκλος Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	56
Διάγραμμα 7.5: Διαγραμματική Απεικόνιση Κύκλου Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	56
Πίνακας 7.2: Ποσοστιαία Μεταβολή Κύκλου Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	57
Διάγραμμα 7.6: Διαγραμματική Απεικόνιση Ποσοστιαίας Μεταβολής Κύκλου Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	57
Πίνακας 7.3: Ποσοστιαία Μεταβολή Καθαρών Κερδών & Ζημιών Χρήσεως Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	58
Διάγραμμα 7.7: Διαγραμματική Απεικόνιση Ποσοστιαίας Μεταβολής Καθαρών Κερδών & Ζημιών Χρήσεως Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011- Πίνακας 7.4: Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις Φαρμακευτικού Κλάδου 2007- 2011 -----	59 61

Πίνακας 7.5: Ποσοστιαία Μεταβολή Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	61
7.4 ΤΟ Z-SCORE ΤΟΥ Ε. ALTMAN ΓΙΑ ΤΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΛΑΔΟ-----	61
Πίνακας 7.6: Z-SCORE Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	62
Διάγραμμα 7.8: Διαγραμματική Απεικόνιση Z-Score Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011 -----	62
Πίνακας 7.7: Κατανομή Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων με βάση το Z-SCORE ανά έτος-----	63
Πίνακας 7.8: Κατανομή Συνεταιρισμών Φαρμακευτικών Εταιρειών με βάση το Z-SCORE ανά έτος-----	63
Πίνακας 7.9: Κατάταξη των επιχειρήσεων με βάση το Z-Score τους -----	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8-----	69
<i>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ</i> -----	69
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -----	73
<i>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</i> -----	73
<i>ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</i> -----	73
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: ΠΙΝΑΚΕΣ -----	76
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ</i> -----	76
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</i> -----	82
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Z-SCORE ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</i> -----	83
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Z-SCORE ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΝΑ ΕΤΟΣ & ΑΝΑ ΖΩΝΗ</i> -----	89
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Z-SCORE ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</i> -----	104
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Z-SCORE ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΝΑ ΕΤΟΣ & ΑΝΑ ΖΩΝΗ</i> -----	105
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β: ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ -----	110
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ</i> -----	110
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ ΚΕΡΔΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ</i> -----	112
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Z-SCORE ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟΝ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ ΤΖΙΡΟ</i> 114	
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Z-SCORE ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟΝ ΜΙΚΡΟΤΕΡΟ ΤΖΙΡΟ--</i> 115	
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: Z-SCORE ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΩΝ ΜΕ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ & ΜΕ ΜΙΚΡΟΤΕΡΟ ΤΖΙΡΟ</i> -----	116

<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: Z-SCORE ΤΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΙΣ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΖΗΜΙΕΣ-----</i>	<i>118</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: Z-SCORE ΤΩΝ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΑ ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΑ & ΛΙΓΟΤΕΡΑ ΚΕΡΔΗ-----</i>	<i>119</i>

Πρόλογος

Στις σύγχρονες οικονομίες η επιχείρηση αποτελεί τον πιο βασικό παράγοντα του παραγωγικού συστήματος. Οι επιχειρήσεις συνδυάζοντας τους παραγωγικούς συντελεστές, εργασία, έδαφος, κεφάλαιο, τεχνολογία, έρευνα και καινοτομία – σύμφωνα με τους σύγχρονους οικονομολόγους – μπορούν να επιτύχουν την αποτελεσματική τους λειτουργία.

Η διεθνοποίηση των αγορών, δημιουργεί για τις επιχειρήσεις ένα περιβάλλον που περιλαμβάνει υψηλό ανταγωνισμό και δημιουργεί απαιτήσεις που άλλοτε τις οδηγούν στη βιωσιμότητα και σε άλλες περιπτώσεις αποτελεί τροχοπέδη της ανάπτυξης τους. Οι πιθανότητες να υπάρξουν προβλήματα στη λειτουργία μιας επιχείρησης με αποτέλεσμα να την οδηγήσουν στην αποτυχία είναι πλέον πολλές.

Την τελευταία τετραετία παρατηρείται συνεχής πτώση της παραγωγικότητας πολλών επιχειρήσεων, η αύξηση της ανεργίας και γενικά η πτώχευση μεγάλου αριθμού οικονομικών μονάδων. Τα προβλήματα των επιχειρήσεων άρχισαν να γίνονται εντονότερα τα δύο τελευταία χρόνια λόγω της έντονης οικονομικής κρίσης που μαστίζει τη χώρα μας.

Έχουν αναπτυχθεί πολλές μελέτες, οι οποίες μέσω αναλύσεων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων, αναζητούν τα αίτια που οδηγούν αυτές στο να αποτύχουν. Το πιο συνηθισμένο πόρισμα είναι ότι οι επιχειρήσεις οδηγούνται σε πτώχευση γιατί αδυνατούν να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους. Το γενικό αυτό συμπέρασμα προέρχεται από επεξεργασία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων σε διάφορες μελέτες.

Παρόλα αυτά, απαιτείται να καθοριστούν οι πραγματικές αιτίες αποτυχίας των επιχειρήσεων, προκειμένου να οδηγηθούμε στη δυνατότητα πρόβλεψης πτώχευσης αυτών, πριν καν αυτό συμβεί. Η παρούσα μελέτη επιχειρεί να συνεισφέρει σε αυτό το πολύ επίκαιρο θέμα.

Η εργασία αυτή αποτελείται από οκτώ κεφάλαια.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία εισαγωγή για το αντικείμενο και το σκοπό της μελέτης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια της πτώχευσης και της εταιρικής αποτυχίας. Γίνεται αναφορά για τι ισχύει για την πτώχευση διεθνώς, αλλά και ειδικά για την Ελλάδα. Επίσης, παρατίθενται διάφοροι ορισμοί που έχουν δοθεί από διάφορους συγγραφείς.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια μικρή ανασκόπηση των μελετών που έχουν γίνει για την πρόβλεψη της πτώχευσης των επιχειρήσεων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αρχικά τονίζεται η σημασία ύπαρξης ενός υποδείγματος πρόβλεψης αποτυχίας των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια αναφέρονται τα πιο γνωστά και πιο πολυχρησιμοποιημένα υποδείγματα πρόβλεψης επιχειρήσεων.

Στο κεφάλαιο πέντε αναφέρονται οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στο υπόδειγμα του E. Altman, το οποίο αναλύεται εκτενώς στο κεφάλαιο έξι.

Στο προτελευταίο κεφάλαιο, αρχικά παρουσιάζεται ο φαρμακευτικός κλάδος που θα εξεταστεί και στη συνέχεια εφαρμόζεται το υπόδειγμα του z-score με σκοπό να ερευνησουμε πόσες και ποιες επιχειρήσεις κινδυνεύουν να πτωχεύσουν με βάση τα οικονομικά τους στοιχεία.

Τέλος, στο όγδοο κεφάλαιο, παρατίθενται τα συμπεράσματα της ανάλυσης, καθώς και ορισμένες προτάσεις προς τον εξεταζόμενο κλάδο.

Περίληψη

Ο άνθρωπος θέλοντας ανέκαθεν να νιώθει ασφάλεια και βεβαιότητα στην οικονομική του ζωή, προσπαθούσε να προβλέψει το μέλλον και τους κινδύνους που μπορούν να οδηγήσουν μια επιχείρηση σε οικονομική δυσπραγία, οπότε και σε εταιρική πτώχευση. Η πτώχευση είναι ένα φαινόμενο που παρατηρείται με μεγάλη συχνότητα την τελευταία πενταετία στον κόσμο και ιδιαίτερα στη χώρα μας.

Οι αιτίες που οδηγούν μια επιχείρηση σε πτώχευση είναι πολλές, αλλά πολλές είναι και οι μέθοδοι που έχουν αναπτυχθεί ανά τα χρόνια, για να προβλεφθεί η χρηματοοικονομική αυτή αποτυχία. Οι περισσότερες μέθοδοι προσπαθούν να μετρήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο, αφού έχει άμεση σχέση με την πτώχευση των επιχειρήσεων. Οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν το πιο σημαντικό εργαλείο για να απεικονιστεί όχι μόνο η περιουσία μιας επιχείρησης, αλλά και η πιστοληπτικής της ικανότητα.

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό την εξέταση των οικονομικών καταστάσεων του φαρμακευτικού κλάδου στην Ελλάδα, μέσω του υποδείγματος του z-score του E. Altman, προκειμένου να ερευνησουμε πόσες και ποιες επιχειρήσεις κινδυνεύουν να πτωχεύσουν. Το δείγμα αποτελείται από 188 επιχειρήσεις μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, για την χρονική περίοδο 2007 – 2011. Αρχικά, γίνεται μια αναφορά στην έννοια της εταιρικής πτώχευσης, καθώς και στα υπόλοιπα υποδείγματα πρόβλεψης πτώχευσης επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται από το παρελθόν μέχρι και σήμερα.

Λέξεις Κλειδιά: Πτώχευση επιχειρήσεων, Πρόβλεψη πτώχευσης, Εταιρική αποτυχία, E. Altman, Z-score, Φαρμακευτικός Κλάδος.

Abstract

People, wanting to feel secure and certain for their financial status, have always been trying to predict the future and the menaces which could drive a company to economic hardship and finally to company bankruptcy. Bankruptcy is a phenomenon which has frequently been observed all over the world and especially in our country during the last five years.

The reasons why a company is led to bankruptcy are many. However, many are the methods which have been developed through the years so that the company's financial failure would be predicted. Most of these methods have been trying to measure the credit jeopardy since it is directly involved in the bankruptcy of the companies. The economic statements play an important role in depicting a company's property and in measuring its credit capacity.

The present assignment aims to examine the financial statements of the pharmaceutical industry in Greece, through the use of E. Altman's Z-score model so as to research how many and which companies run the risk of bankruptcy. The sample is composed of 188 enterprises which are not listed in the Stock Market, for the years 2007 up to 2011. Initially, there is a reference to the concept of the company bankruptcy, as well as to other models of bankruptcy prediction which have been used so far.

Keywords: Bankruptcies, Bankruptcy Prediction, Corporate Failure, E. Altman, Z-score, Pharmaceutical Industry.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ & ΣΚΟΠΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Λίγο πριν την έναρξη της οικονομικής κρίσης είχε παρατηρηθεί αύξηση της δημιουργίας νέων επιχειρήσεων. Αυτές είχαν ως σκοπό να λειτουργήσουν αποτελεσματικά με εφικτούς επιχειρηματικούς σκοπούς. Το ίδιο σκοπό, φυσικά, είχαν και έχουν και οι επιχειρήσεις που λειτουργούν από το παρελθόν.

Οι κανόνες, όμως, της αγοράς αναγκάζουν ορισμένες επιχειρήσεις να αποτύχουν στο να δημιουργήσουν ή/και να διαμορφώσουν υγιείς οικονομικές συνθήκες λειτουργίας και πορείας. Αυτό συμβαίνει γιατί αδυνατούν από τη μία να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους και από την άλλη να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει.

Η αποτυχία των επιχειρήσεων να συνεχίσουν την πορεία τους το χώρο που δραστηριοποιούνται φέρει στη συνέχεια δυσμενή αποτελέσματα τόσο στην οικονομία γενικότερα όσο και σε κοινωνικό επίπεδο. Άλλωστε σήμερα έχουμε ήδη γίνει μάρτυρες πολλών κοινωνικών προβλημάτων που έχει φέρει η πτώχευση επιχειρήσεων, όπως η ανεργία, η απώλεια οικονομικών πόρων, κλπ. Στην περίπτωση των φαρμακευτικών επιχειρήσεων τα οικονομικά προβλήματα γίνονται εντονότερα, αφού πρέπει να λάβουμε υπόψη μας τον παράγοντα υγεία.

Σε τέτοιες περιπτώσεις είναι αναγκαία η παρέμβαση αρμόδιων φορέων προκειμένου να προβλεφθούν έγκαιρα ενδεχόμενα προβλήματα των επιχειρήσεων σε κοινωνικό και οικονομικό επίπεδο.

Η πρόβλεψη πτώχευσης επιχειρήσεων είναι θέμα ζωτικής σημασίας για τους μετόχους, του πιστωτές, τις τράπεζες, στους μανάτζερ των επιχειρήσεων, κλπ. Επίσης, είναι χρήσιμο η πρόβλεψη να μπορεί να γίνει με τη χρήση δεδομένων που είναι διαθέσιμα στο κοινό. Γι αυτό το λόγο αποτελεί αντικείμενο ακαδημαϊκού ενδιαφέροντος. Έχουν γίνει διάφορες μελέτες σε διάφορες χώρες, που είχαν ως σκοπό να αντιμετωπιστεί το φαινόμενο της πτώχευσης των επιχειρήσεων (Blume (1974), Edmister (1972), Wilcox (1973), Moyer (1977), Taffler (1977), Scott (1981), Rose et al. (1982), Altman & Spivack (1983), Hamer (1983) Zmijewski (1984), κλπ.). Ένας από τους πιο σημαντικούς ερευνητές που έχει ασχοληθεί σε βάθος με το θέμα των

προβληματικών επιχειρήσεων είναι ο E. Altman. Ο E. Altman (1971, 1976, 1983) πιστεύει ότι η πτώχευση των επιχειρήσεων είναι «ένα γεγονός της καθημερινής ζωής». Σκοπός του ήταν να ανακαλύψει μεθόδους που να μπορούν να προβλέψουν τι συμβαίνει και από πού πηγάζει η κακή πορεία, οπότε και η αποτυχία των επιχειρήσεων. Γενικά τα μοντέλα πρόβλεψης είναι χρήσιμο να μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως «προειδοποιητικά εργαλεία», ώστε να γνωρίζουν εκ των προτέρων οι μάνατζερ που είναι το πρόβλημα και να λαμβάνουν στη συνέχεια τις σωστές αποφάσεις για την αποφυγή της πτώχευσης της επιχείρησης.

Όσο έχει εξετασθεί το φαινόμενο της πτώχευσης, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι, υπάρχουν μεγέθη και σχέσεις που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης που μπορούν αν χρησιμοποιηθούν για να αποδείξουν ή τουλάχιστον να θεωρηθούν ενδείξεις για την κακή πορεία μιας επιχείρησης. τέτοια μεγέθη μπορεί να είναι η μείωση της παραγωγικότητας, οι πηγές χρηματοδότησης, τα περιουσιακά στοιχεία, κλπ. Και στο παρελθόν, αλλά και σήμερα, τα προαναφερθέντα μεγέθη, καθώς και πολλά άλλα, παρουσιάζουν ιδιαίτερη επιδείνωση. Το γεγονός αυτό έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον πολλών οικονομολόγων, για έρευνα και μελέτη των προβληματικών επιχειρήσεων.

Λίγες είναι οι μελέτες, σε σύγκριση με τις διεθνείς επιστημονικές δημοσιεύσεις, που έχουν γίνει στη χώρα μας για το θέμα της πτώχευσης των επιχειρήσεων. Μια προσπάθεια έχει γίνει από τους Grammatikos & Gloubos (1984) που ασχολήθηκαν με την πρόβλεψη της πτώχευσης των βιομηχανικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα γενικότερα.

Ο κλάδος με τον οποίο θα ασχοληθεί η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία είναι ο φαρμακευτικός. Ειδικότερα, το αντικείμενο αυτής, αναφέρεται σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην παραγωγή, χονδρική πώληση και αποθήκευση φαρμακευτικών και παραφαρμακευτικών προϊόντων, και έχουν χαρακτηριστεί από το φαρμακευτικό κλάδο.

Για τη ανάλυση χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα του E. Altman, z-score για τις εταιρείες που ανήκουν στον ιδιωτικό τομέα και είναι μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών.

Το υπόδειγμα αυτό έχει χρησιμοποιηθεί για να προβλεφθεί η προβληματικότητα των επιχειρήσεων, αλλά και για να ελεγχθεί, αν μια επιχείρηση είναι προβληματική ή μη, ή με διαφορετικά λόγια, πτωχευμένη ή υγιείς.

Με το z-score του E. Altman γίνεται μια προσπάθεια να διαπιστώσουμε αν μπορούμε να προβλέψουμε την πτώχευση των επιχειρήσεων. Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα εξετάσουμε τις επιχειρήσεις κάτω από το πρίσμα της διάκρισης σε προβληματικές και μη επιχειρήσεις. Ο χαρακτηρισμός προβληματικές δίνεται βάση συγκεκριμένων κριτηρίων. Για την εκτίμηση του υποδείγματος χρησιμοποιήθηκαν ορισμένοι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, οι οποίοι υπολογίστηκαν από δεδομένα που συλλέχθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, που ανακτήθηκαν από την ηλεκτρονική βάση Hellastat. Τα οικονομικά στοιχεία των εξεταζόμενων επιχειρήσεων έχουν χρησιμοποιηθεί όπως αυτά παρουσιάζονται στις οικονομικές τους καταστάσεις και με το υπάρχον καθεστώς φορολόγησης των κερδών τους, καθώς και διανομής αυτών. Καμία τροποποίηση ή μεταβολή των στοιχείων δεν έχει γίνει από τη συγγραφέα, ούτε έχουν γενικά μεταβληθεί οι ισολογισμοί με βάση τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών.

Η διαχρονική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων είναι ικανή να μας οδηγήσει σε διαπιστώσεις και συμπεράσματα όσον αφορά την επιτυχία ή αποτυχία των στόχων τους. Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στη μελέτη του z-score, κατά την τελευταία πενταετία (5ετία), δηλαδή κατά διάρκεια των ετών 2007 με 2011.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΤΩΧΕΥΣΗ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί γίνεται μια προσπάθεια κατανόησης βασικών εννοιών, χρήσιμων για τη μελέτη μας. Οι έννοιες αυτές είναι: εταιρική αποτυχία και πτώχευση.

2.2 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ

Διεθνώς οι όροι που χρησιμοποιούνται για να εκφράσουν την αρνητική πορεία μιας επιχείρησης είναι failure, insolvency και bankruptcy. Κάθε ερευνητής, όμως, αντιλαμβάνεται τον κάθε όρο διαφορετικά.

Για τον Altman (1983), σύμφωνα με τα όσα έχει γράψει ο όρος failure σημαίνει ότι η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων μιας επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη και τον κίνδυνο, συνεχώς φθίνει. Φυσικά, η αποτυχία μιας επιχείρησης επηρεάζεται και από άλλα οικονομικά μεγέθη. Ο ίδιος παρατηρεί ότι ενδέχεται για πολλά χρόνια μια επιχείρηση να χαρακτηριστεί ως αποτυχημένη, αλλά να συνεχίζει τη δραστηριότητα της, ανταποκρινόμενη στις υποχρεώσεις της, απλά και μόνο γιατί δεν έχουν υπάρχουν υποχρεώσεις που να δέχονται δικαστική εκτέλεση.

Ο δεύτερος όρος, insolvency, που χρησιμοποιείται από τη διεθνή βιβλιογραφία, σημαίνει ότι μια επιχείρηση δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της, οι οποίες είναι και απαιτητές, με τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της. Δηλαδή, η επιχείρηση έλλειψη ρευστότητας. Στην κατάσταση αυτή, μπορεί να βρεθεί μια επιχείρηση σε διαφορετικές χρονικές στιγμές της «ζωής» της, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι θα διακοπεί η λειτουργία της. Αν όμως η κατάσταση αυτή συνεχιστεί, τότε πλέον μιλάμε για πτώχευση.

Τέλος, ο όρος bankruptcy, που σημαίνει πτώχευση, ενώ έχει περισσότερο σχέση με τη νομική διαδικασία, περισσότερο χρησιμοποιείται με τέτοιο τρόπο όπως ο όρος insolvency. Δηλαδή, υποδεικνύει την αρνητική καθαρή θέση μιας επιχείρησης. Άλλωστε κατά τη διαδικασία της πτώχευσης ρευστοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης προκειμένου να εξοφληθούν οι υποχρεώσεις της.

2.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΑΠΟΤΥΧΙΑ

Η Εταιρική Αποτυχία (corporate failure) πραγματοποιείται μέσα από ένα συνδυασμό νομικών και οικονομικών γεγονότων. Νομικά, η εταιρική αποτυχία καλείται πτώχευση (bankruptcy), όπως προαναφέρθηκε. Οι επιχειρήσεις που άρουν τις πληρωμές τους, και γι' αυτό εκδίδεται δικαστική απόφαση, θεωρείται νομικά ότι έχουν πτωχέσει. Η πτώχευση μπορεί να είναι είτε εθελοντική¹, είτε αναγκαστική². Κάθε πρόσωπο νομικό ή φυσικά, που φέρει τα χαρακτηριστικά της εμπορικής ιδιότητας³, και άρει τα πληρωμές του μπορεί να κηρυχθεί σε κατάσταση πτώχευσης.

Στο ελληνικό δίκαιο για την κήρυξη της πτώχευσης ακολουθείται η εξής διαδικασία:

1. Ο έλεγχος της περιουσίας της επιχείρησης «μεταβιβάζεται» σε δικαστικό λειτουργό, το σύνδικο.
2. Καλούνται οι πιστωτές να αποδείξουν τις απαιτήσεις τους. Μέσω διαπραγμάτευσης μεταξύ αυτών και του διοικητή της επιχείρησης, υπό την εποπτεία του συνδίκου.
3. Στην περίπτωση επιτυχούς διαπραγματεύσεως γίνεται συμβιβασμός. Σε αντίθετη περίπτωση τα περιουσιακά στοιχεία της υπό πτώχευση επιχείρησης ρευστοποιούνται και εξοφλούνται οι πιστωτές.

Με βάση τη διαδικασία που περιγράφηκε μπορεί να διαπιστωθεί ότι μια επιχείρηση σε πτώχευση δεν οδηγείται πάντα στη διάλυση. Στην περίπτωση του συμβιβασμού, η επιχείρηση μπορεί στη συνέχεια να ανακάμψει. Δυστυχώς, στις περισσότερες περιπτώσεις, η ιστορία έχει δείξει ότι, γίνεται ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και παύει να λειτουργεί.

Σε διάφορες μελέτες που έχουν γίνει (όπως θα δούμε και σε επόμενο κεφάλαιο), ως εταιρική αποτυχία χαρακτηρίζεται η οικονομική μονάδα που δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της, εξαντλεί και τα τελευταία περιθώρια πίστωσης προκειμένου να χρηματοδοτήσει την ή τις δραστηριότητες της και καταλήγει να βρίσκεται λίγο πριν την πτώχευση. Υπάρχουν, όμως, και περιπτώσεις, που ενώ βρίσκονται σε αυτό το στάδιο – λίγο πριν την πτώχευση – αντιμετωπίζουν

¹ Σε εθελοντική πτώχευση κηρύσσεται μια επιχείρηση μετά από αίτημα δικό της λόγω μη δυνατότητας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της

² Αναγκαστική πτώχευση καλείται η πτώχευση της επιχείρησης στην οποία κηρύχθηκε μετά από αίτημα των πιστωτών της.

³ Την εμπορική ιδιότητα την έχει εκείνος που προβαίνει σε εμπορικές πράξεις και έχει κατά το σύνηθες επάγγελμα την εμπορία, δηλαδή κατά τρόπο συνεχή και όχι ευκαιριακό.

την κρίση που περνούν, εκμεταλλεύονται τα περιθώρια ανάκαμψης που ενδέχεται να έχουν, εντοπίζουν τα αίτια της αρνητικής πορείας και με κατάλληλες ενέργειες επανέρχονται. Άλλωστε, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι υπάρχουν και οι επιχειρήσεις οι οποίες διέρχονται μια περίοδο κρίσης λόγω δυσμενών συγκυριών, εξαιτίας τους απρόβλεπτου οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργούν. Αξιόλογο παράδειγμα η παγκόσμια οικονομική κρίση.

Συμπερασματικά, η εταιρική αποτυχία φέρει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

1. Αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της.
2. Αδυναμία λήψης ορθολογικών αποφάσεων.
3. Έναρξη πτωχευτικής διαδικασίας και ολοκλήρωσης αυτής με ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων.

2.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ

Η εταιρική αποτυχία προκαλείται από τρεις παράγοντες. Ο πρώτος παράγοντας είναι το πρόβλημα της ρευστοποίησης. Η έλλειψη ρευστότητας των επιχειρήσεων οδηγεί στον αναστολή εκπλήρωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ο δεύτερος παράγοντας είναι η αδυναμία να ανταποκριθεί μια επιχείρηση στον ανταγωνισμό της αγοράς εγχώρια ή διεθνώς, ανάλογα με τη δραστηριότητα της. Ο τρίτος παράγοντας έχει να κάνει με τη διοίκηση της επιχείρησης, δηλαδή των πράξεων ή παραλείψεων των διοικούντων. Αναλυτικότερα:

Ο πρώτος παράγοντας εταιρικής αποτυχίας, η μη εκπλήρωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης, είναι και ο βασικότερος. Η αδυναμία αυτή οφείλεται στη μη σωστή διαχείριση των κεφαλαίων κίνησης και των ταμειακών ροών της επιχείρησης, στο βαθμό που δεν πραγματοποιείται ο άριστος συνδυασμός κεφαλαιακής διάρθρωσης. Αυτό σημαίνει ότι ακόμα κι αν έχουμε σε μια επιχείρηση με υψηλό κύκλο εργασιών, η κακή διαχείριση των κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε εταιρική αποτυχία.

Το οικονομικό περιβάλλον συνεχώς διαφοροποιείται και η αδυναμία μιας επιχείρησης να προσαρμόζεται συνεχώς σε αυτό, οδηγεί την επιχείρηση σε μια ακόμη αποτυχία. Ο παράγοντας αυτός της εταιρικής αποτυχίας θα μπορούσε να συνδυαστεί και με τον τρίτο. Η διοίκηση είναι αυτή που μπορεί να χαρακτηρίζεται από

διορατικότητα και δημιουργικότητα προκειμένου να προλαμβάνει μελλοντικές μεταβολές και να δημιουργεί στο συγκριτικό πλεονέκτημα που θα ισχυροποιήσει τη θέση της στην αγορά έναντι άλλων επιχειρήσεων. Η υιοθέτηση νέας και σύγχρονης τεχνολογίας, η πρόσληψη εξειδικευμένου προσωπικού, δημιουργούν οικονομίες κλίμακας, βελτιώνουν την ποιότητα των πωλούμενων αγαθών και υπηρεσιών και βελτιώνουν τη θέση της επιχείρησης στην αγορά εγχώρια ή/και διεθνώς.

Τέλος, υπάρχει και ο παράγοντας της κακής διοίκησης με την έννοια ότι ενώ οι επιχειρήσεις δεν εμφανίζουν οικονομικό πρόβλημα, παύει να εξοφλεί τις υποχρεώσεις της, δηλαδή δεν πληρώνει τους πιστωτές της, τους εργαζομένους της κλπ., κατόπιν αποφάσεων αυτής. Αυτό μπορεί να συμβαίνει, είτε γιατί προτιμά η διοίκηση τη χρήση κεφαλαίων για ίδιες δραστηριότητες – ιδίως όταν η διοίκηση ταυτίζεται με την ιδιοκτησία της επιχείρησης – είτε γιατί επιλέγει να κάνει επενδύσεις σε άλλες δραστηριότητες για παράδειγμα στο εξωτερικό, που δεν αφορούν την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης. τέτοιες αποφάσεις αποτελούν αξιόλογο παράγοντα της αποτυχίας της επιχείρησης.

2.5 ΠΤΩΧΕΥΣΗ

Όπως προαναφέρθηκε λίγο παραπάνω, με τον όρο πτώχευση (bankruptcy) υποδηλώνεται κυρίως η νομική διάσταση της αποτυχίας μιας επιχείρησης, η οποία επιβάλλεται από το πτωχευτικό δικαστήριο. Επιβάλλεται στις επιχειρήσεις που θεωρούνται αφερέγγυες ή αθετούν τις οικονομικές υποσχέσεις τους.

Η επιχείρηση που πτωχεύει αντιμετωπίζει σοβαρά οικονομικά και άλυτα προβλήματα πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα πριν την πτώχευση. Η πτώχευση είναι το τελευταίο στάδιο.

2.6 ΑΛΛΟΙ ΟΡΙΣΜΟΙ

Ο Beaver (1966) ορίζει την εταιρική αποτυχία ως την αδυναμία μιας επιχείρησης να ανταπεξέλθει στις απαιτήσεις του εξωτερικού δανεισμού.

Οι περισσότεροι ερευνητές ορίζουν την εταιρική αποτυχία με χαρακτηριστικά νομικά: «*κήρυξη της επιχείρησης σε πτώχευση, η οποία επέρχεται ύστερα από απόφαση των δικαστικών αρχών, σύμφωνα πάντα με την ισχύουσα νομοθεσία κάθε χώρας*⁴».

2.7 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Αντίστοιχα, οι όροι που χρησιμοποιούνται στην Ελλάδα είναι αφερέγγυτητα και πτώχευση. Από έλληνες ερευνητές (βλ. Δ. Γκίνογλου, 1994) έχουν χρησιμοποιηθεί οι όροι «προβληματική επιχείρηση» και «προβληματικότητα».

Σύμφωνα με το πτωχευτικό δίκαιο (Κ. Ρόκας, 1978), αφερέγγυος θεωρείται κάποιος, ο οποίος δεν πληρώνει τις υποχρεώσεις του γιατί το ενεργητικό του, λογιστικά και οικονομικά είναι αισθητά μικρότερο από το παθητικό του. Δηλαδή, συνολικά η οικονομική του κατάσταση είναι σε αρνητική πορεία.

Αντίθετα, σύμφωνα με το άρθρο 525 του Εμπορικού Κώδικα της χώρας μας, με τον όρο πτώχευση θεωρείται το καθεστώς στο οποίο βρίσκεται ένας «έμπορος», ο οποίος έχει παύσει τις πληρωμές του λόγω μόνιμης έλλειψης ρευστότητας. Δηλαδή, δεν μπορεί να ανταπεξέλθει σε γενικό επίπεδο στις άμεσες επιχειρηματικές του υποχρεώσεις. Η κήρυξη της πτώχευσης γίνεται είτε από τον οφειλέτη, είτε από κάποιον πιστωτή, είτε αυτεπάγγελτα από το πτωχευτικό δικαστήριο (άρθρο 5 του Πτωχευτικού Κώδικα).

Τέλος ο όρος «προβληματική επιχείρηση» πρωτοεμφανίστηκε και υιοθετήθηκε από το Ν.1288/1982, άρθρο 10. Στο άρθρο αυτό καθιερώθηκε «*το ανεύθυνο νέων διοικήσεων των «προβληματικών επιχειρήσεων» που είχαν περιέλθει στο δημόσιο τομέα, για χρέη τους προς το Δημόσιο, τους Ασφαλιστικούς Οργανισμούς κλπ.*» (Δ. Γκίνογλου, 1994). Νεότερος νόμος που αφορούσε τις «προβληματικές επιχειρήσεις» ήταν ο Ν.1386/1983. Σύμφωνα με το νόμο αυτό μια επιχείρηση είναι προβληματική όταν παύει τις πληρωμές της, δηλαδή, ότι ορίζει και πτωχευτικός κώδικας.

Παράλληλα με τον όρο «προβληματική επιχείρηση» κινείται και ο όρος «προβληματικότητα». Με τον όρο αυτό εννοείται ότι η επιχείρηση για μεγάλο

⁴ Altman (1968), Haldeman & Narayanan (1977), Ohlson (1980), Mensah (1984), Gloubos & Grammatikos (1984), Βρανάς (1991), Zopounidis & Grammatikos (1998).

χρονικό διάστημα δεν έχει τη δυνατότητα να ανταποκριθεί στις ληξιπρόθεσμες και απαιτητές υποχρεώσεις της, λόγω έλλειψης ρευστότητας, ή μείωσης της δανειοληπτικής της ικανότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ

3.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ

Υπάρχει παγκόσμιο ενδιαφέρον για το θέμα της πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας. Έρευνες έχουν γίνει σε ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και Γαλλία, καθώς και αναπτυσσόμενες χώρες όπως οι Ελλάδα.

Τις τελευταίες δεκαετίες έχουν αναπτυχθεί αρκετά υποδείγματα που είχαν ως σκοπό να βρουν ένα τρόπο πρόβλεψης πτώχευσης των επιχειρήσεων. Τα περισσότερα από αυτά ταξινομούν τις επιχειρήσεις σε δύο κατηγορίες, στις υγιείς και στις πτωχευμένες.

Από το 1930 ξεκίνησαν οι πρώτες προσπάθειες οι οποίες όμως μέχρι το 1965 βασίζονταν στη μονοδιάστατη στατιστική, δηλαδή, στην απλή ανάλυση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Παρόλα αυτά, τα συμπεράσματα τους μπορούν να κριθούν αξιόλογα και χρήσιμα και αποτέλεσαν γερή βάση για να στηθούν πιο σύγχρονα και επιτυχημένα μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης επιχειρήσεων.

Πολλές είναι και οι μελέτες που έγιναν και μετά το 1966 για την πρόβλεψη πτώχευσης των επιχειρήσεων. Οι μελέτες αυτές θα μπορούσαν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες. Σε αυτές που η πρόγνωση των επιχειρήσεων βασίζεται σε υποδείγματα Διαχωριστικής Ανάλυσης ή Διακριτικής Ανάλυσης ή Ανάλυσης Διαχωρισμού (discriminant analysis) και σε αυτές που δεν βασίζονται σε αυτά τα υποδείγματα.

Οι μελέτες που δεν βασίστηκαν σε υποδείγματα Διακριτικής Ανάλυσης είναι αυτές των W. Beaver (1967), R. Libby (1975), M. Tamari (1984), J. Warner (1977), κ.α. Σε τέτοιες μελέτες προτιμήθηκε η ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών συνήθως για μια πενταετία. Σε κάθε μελέτη χρησιμοποιήθηκε διαφορετικός αριθμός αριθμοδεικτών και διαφορετικοί αριθμοδείκτες. Δηλαδή, σε κάθε μελέτη εμπεριέχεται το υποκειμενικό κριτήριο, αφού ο κάθε μελετητής με βάση τη δική του κρίση και εμπειρία, επέλεγε ποιους και πόσους αριθμοδείκτες θα χρησιμοποιήσει. Οι τεχνικές που χρησιμοποιήθηκαν ήταν η παλινδρόμηση (Regression Analysis), η Principle – Components Analysis, καθώς και άλλες τεχνικές.

Στόχος των μέχρι τώρα αναφερόμενων μελετών είναι να διαπιστώσουν ποιοι είναι εκείνοι, οι καλύτεροι και αποτελεσματικότεροι αριθμοδείκτες, που μπορούν οι επιχειρήσεις να υπολογίζουν, ελέγχουν και χρησιμοποιούν, προκειμένου να προβλέψουν την πτώχευση τους σε δύο έως πέντε χρόνια πριν αυτή πράγματι συμβεί.

Ο Beaver (1967) για παράδειγμα χρησιμοποίησε τους ακόλουθους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες:

- Αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return of Assets)
- Δανειακή Επιβάρυνση (Dept Ratio)
- Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης/Σύνολο Ενεργητικού (Net Working Capital/Total Asset)
- Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio)
- Ταμειακές Ροές/Σύνολο Υποχρεώσεων (Cash Flow/Total Liabilities)
- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (Return of Equity)

Οι υπόλοιποι ερευνητές είτε χρησιμοποίησαν περισσότερους αριθμοδείκτες, είτε συμπεριέλαβαν και ψυχολογικούς λόγους, όπως έκανε ο Warner (1977), ο οποίος έλαβε υπόψη του το ρόλο του «κόστους πτώχευσης⁵».

Ό,τι παραμέτρους και να χρησιμοποίησε ο κάθε ερευνητής, το γεγονός είναι ένα: όλοι κατέληξαν σε διαφορετικά συμπεράσματα, για το ποιος είναι αυτός ο δείκτης που μπορεί να αποδείξει καλύτερα την πτωτική πορεία των επιχειρήσεων.

Όπως προαναφέρθηκε, οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν επιλέχθηκαν με υποκειμενικά κριτήρια. Το γεγονός αυτό έχει δεχθεί πολλές κριτικές από πολλούς μελετητές και κυρίως από τον E. Altman. Ο Altman και οι υπόλοιποι που υιοθετούν αυτήν την άποψη χρησιμοποίησαν τους αριθμοδείκτες, αλλά ως ερμηνευτικές μεταβλητές σε μελέτες που βασίζονται σε υποδείγματα Διακριτικής Ανάλυσης.

Μερικοί μελετητές που ακολούθησαν μεθόδους που βασίζονται σε υποδείγματα Διακριτικής Ανάλυσης, τα οποία θεωρούνται ως τα πιο διαδεδομένα,

⁵ Το κόστος πτώχευσης έχει δύο μορφές. Την άμεση και την έμμεση. Ως άμεση νοείται όλα τα έξοδα που πρέπει να πραγματοποιήσει μια επιχείρηση για να διεξαχθεί η διαδικασία της πτώχευσης, δικαστικά έξοδα, λογιστικά έξοδα κλπ. Ως έμμεση μορφή κόστους πτώχευσης θεωρείται το κοινωνικό κόστος που πραγματοποιείται στην αγορά με την αποχώρηση μιας επιχείρησης και το κενό που δημιουργείται σε πωλήσεις, κέρδος, κλπ, καθώς και την αφερεγγυότητα των προσώπων που συμμετέχουν σε μια αυτήν.

είναι οι: E. Altman (1968), E. Deakin (1976), M Blum (1974), R. Eisenbeis (1977), R. Taffler (1981), V. Stein και W. Zieger(1984).

Οι παραπάνω ερευνητές χρησιμοποίησαν πολλούς χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες κατά το πρώτο στάδιο της επεξεργασίας των δεδομένων και κατά το δεύτερο στάδιο καταλήγουν σε μικρότερο αριθμό αυτών, που είναι, όμως, ικανοί να προβλέψουν την πτώχευση των επιχειρήσεων.

Και σε αυτήν την κατηγορία όπου ο ερευνητές χρησιμοποιούν υποδείγματα που βασίζονται στη Διακριτική Ανάλυση δεν έχουν καταλήξει σε ίδια συμπεράσματα μεταξύ τους. Άλλοι μελετητές χρησιμοποίησαν περισσότερους και άλλον λιγότερους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες.

Ενδεικτικά, ο E. Deakin (1976) χρησιμοποίησε ένδεκα αριθμοδείκτες, ενώ ο R. Taffler (1981) μόνο τέσσερις. Ο πρώτος διέκρινε από τους ένδεκα ότι ο καλύτερος δείκτης είναι ο:

Συνολικό Χρέος/ Ενεργητικό

Ενώ, ο δεύτερος θεωρεί ότι και οι τέσσερις που επιλέχθηκαν είναι κατάλληλοι για την πρόβλεψη πτώχευσης επιχειρήσεων. Αυτοί είναι:

- Κέρδη προ Τόκων και Φόρων/ Συνολικό Ενεργητικό
- Κεφάλαιο Κίνησης/Συνολικό Ενεργητικό
- Συνολικές Υποχρεώσεις/ Καθαρό Απασχολούμενο Κεφάλαιο
- (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα)/Συνολικό Ενεργητικό

Ενδεχόμενα προβλήματα των υποδειγμάτων που βασίζονται στη Διακριτική Ανάλυση είναι η κατανομή και η ερμηνεία των μεταβλητών, η ομαδοποίηση κλπ. (R.Eisenbeis, 1977).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

4.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΥΠΑΡΞΗΣ ΕΝΟΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η ύπαρξη ενός μοντέλου πρόβλεψης πτώχευσης των επιχειρήσεων αποτελεί τον μεγαλύτερο στόχο πολλών οικονομολόγων που ασχολούνται με το θέμα αυτό. Όπως έχει προαναφερθεί οι επιχειρήσεις είναι αυτές που χρησιμοποιώντας τους παραγωγικούς συντελεστές παράγουν προϊόντα και υπηρεσίες τα οποία θα ικανοποιήσουν τις ανάγκες των ατόμων, και θα στηρίζουν το παραγωγικό σύστημα της οικονομίας μιας χώρας. Οπότε η αποτελεσματική και επιτυχής λειτουργία των επιχειρήσεων συνεπάγεται αποτελεσματική και επιτυχής λειτουργία του παραγωγικού συστήματος. Ένα ισχυρό παραγωγικό σύστημα ενισχύει τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που έχει μια οικονομία έναντι άλλων διεθνών οικονομιών, με αποτέλεσμα τη συνεχή εξέλιξη και ανάπτυξη της.

Η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης εξαρτάται από τη λήψη σωστών αποφάσεων. Οι αποφάσεις λαμβάνονται από τη διοίκηση της εκάστοτε επιχείρησης, οι οποίες, όμως, επηρεάζονται και από την οικονομική πολιτική, καθώς και το θεσμικό πλαίσιο της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται μια επιχείρηση. Άρα, ένας κακός συνδυασμός αυτών μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη πορεία μια επιχείρηση. Αυτή η επιχείρηση μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα και σε άλλες επιχειρήσεις, και με βάση τη θεωρία του ντόμινο, το πρόβλημα να γενικευθεί και να μιλάμε πλέον για κρίση στο παραγωγικό σύστημα.

Η ύπαρξη, λοιπόν, ενός υποδείγματος που μπορεί να προβλέψει τις αιτίες που οδηγούν στην αποτυχία, αποτελεί πολύτιμη πληροφορία προκειμένου να διασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία μιας επιχείρησης, αλλά και του παραγωγικού συστήματος γενικότερα.

Πολλά είναι τα υποδείγματα που έχουν δημοσιευθεί τα τελευταία σαράντα χρόνια από την επιστημονική κοινότητα. Τις πρώτες δεκαετίες επικεντρώθηκαν οι ερευνητές, στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Οι έρευνες αυτές αμφισβητήθηκαν αρκετά γιατί δεν έδιναν μια πραγματική λύση στο πρόβλημα. Η ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών θεωρήθηκε ευαίσθητη στο να

ερμηνεύει λανθασμένα και να προκαλεί σύγχυση στους διευθύνοντες των επιχειρήσεων. Επιτακτική ανάγκη να απαντηθεί το ερώτημα, ποιοι είναι οι πιο σημαντικοί αριθμοδείκτες στο να προβλέψουν μια ενδεχόμενη πτώχευση μιας επιχείρησης, με τι συντελεστές στάθμισης θα πρέπει να «συνοδεύονται» οι αριθμοδείκτες αυτοί, και πως θα καθορίζονται αντικειμενικά αυτοί οι συντελεστές στάθμισης (Altman, 1968).

Τη λύση στα ερωτήματα αυτά, ήρθαν να δώσουν τα υποδείγματα Πολυμετάβλητης Διακριτικής Ανάλυσης (Multiple Discriminant Analysis – MDA) από τον E. Altman (1968).

4.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ BEAVER

Ο Beaver (1967, 1968) θα μπορούσε να χαρακτηριστεί πρωτεργάτης των ερευνών για τη δημιουργία ενός υποδείγματος πρόβλεψης πτώχευσης επιχειρήσεων. Τα εργαλεία του είναι οι οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες. Προτείνει τη Μονομετάβλητη Μέθοδο Ανάλυσης (Univariate Analysis).

Ο Beaver δεν έμεινε μόνο στο να επαληθεύει εμπειρικά τις αιτίες που οδηγούν στην πτώχευση, αλλά προσπάθησε και να αναπτύξει ένα υπόδειγμα πρόβλεψης μέσω σημαντικών αριθμοδεικτών. Περαιτέρω, ο Beaver, για να αξιολογήσει το βαθμό κινδύνου πτώχευσης επιχειρήσεων, δημιούργησε ένα κύκλωμα ταμειακών ροών. Ως εισροές θεωρούνται τα ίδια κεφάλαια και ο εξωτερικός δανεισμός. Ως εκροές θεωρούνται τα χρηματικά κεφάλαια που πρέπει η επιχείρηση να καταβάλλει στις δύο προαναφερόμενες πηγές, για να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της από τη χρήση των κεφαλαίων αυτών.

Για να βρει το σημείο ισορροπίας εισροών και εκροών καθώς και τις αιτίες μεταβολής αυτού, πήρε ένα δείγμα 158 εταιρειών, από 38 διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους των Η.Π.Α. για μία δεκαετία (1954 – 1964). Τις 158 εταιρείες τις χώρισε σε δύο υπό-ομάδες των 79. Σε αυτές που απέτυχαν και σε αυτές που δεν απέτυχαν. Δηλαδή, σε υγιείς και πτωχευμένες. Η τεχνική αυτή καλείται κατά ζεύγη επιλογή (pair sample design).

Για τις επιχειρήσεις που απέτυχαν, συλλέχθηκαν οι οικονομικές καταστάσεις για πέντε έτη πριν την πτώχευση. Στη συνέχεια συνέλεξε τις οικονομικές καταστάσεις μη πτωχευμένων επιχειρήσεων, για το ίδιες χρονικές περιόδους με τις πτωχευμένες. Δεν επιλέχθηκαν, όμως, αυθαίρετα οι εταιρείες που δεν πτώχευσαν. Έπρεπε να ανήκουν στον ίδιο κλάδο με τις αντίστοιχες πτωχευμένες, να έχουν την ίδια δραστηριότητα, και να έχουν τα ίδια περίπου μεγέθη σε συνολικά κεφάλαια.

Στη συνέχεια επιλέχθηκαν τριάντα χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες από τους οποίους διακρίθηκαν έξι λόγο των προβλημάτων συγγραμμικότητας και επίσης, κρίθηκαν ως οι καταλληλότεροι για να συμβάλλουν στην πρόβλεψη της πτώχευσης. Οι δείκτες αυτοί έχουν ήδη αναφερθεί στην παράγραφο 3.1.

Από τους έξι αυτούς χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες επιλέγεται ένας δείκτης ως διχοτόμος μεταβλητή⁶. Αυτή η διχοτόμος μεταβλητή καλείται να ταξινομήσει τις επιχειρήσεις σε πτωχευμένες και μη. Παράλληλα περιορίζει τα λάθη τύπου I⁷ και II⁸.

Από τη δημιουργία του υποδείγματος αυτού, ο Beaver κατέληξε σε τρία συμπεράσματα:

1. Η αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης αυξάνει τις πιθανότητες πτώχευσης.
2. Υψηλό επίπεδο λειτουργικών ταμειακών εισροών και εκροών περιορίζει την πιθανότητα πτώχευσης. Θα πρέπει είτε να υπάρχει ισορροπία, είτε θετική διαφορά.
3. Ο πιο σημαντικό δείκτης από τους έξι είναι ο δείκτης Ταμειακές Ροές/Σύνολο Υποχρεώσεων.

4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Μια από τις παλαιότερες στατιστικές τεχνικές, η οποία ασχολείται με θέματα διάκρισης πολυμετάβλητων μετρήσεων, είναι το Υπόδειγμα Διακριτικής Ανάλυσης, το οποίο ξεκίνησε να αναπτύσσεται από τον Altman το 1968. Η συγκεκριμένη

⁶ Στις λογαριθμικές παλινδρομήσεις γίνεται μια εκτίμηση κατά πόσο η εξαρτημένη μεταβλητή της συνάρτησης μπορεί να πάρει συγκεκριμένη τιμή. Η εξαρτημένη αυτή μεταβλητή αποτελεί τη διχοτόμο μεταβλητή.

⁷ Σφάλμα τύπου I: Δέχεται ως σωστή μια υπόθεση που στην πραγματικότητα είναι λάθος.

⁸ Σφάλμα τύπου II: Δέχεται ως λάθος μια υπόθεση που στην πραγματικότητα είναι σωστή.

μέθοδος ταξινομεί μια παρατήρηση σε μια καθορισμένη ομάδα. Για παράδειγμα, με βάση και το αντικείμενο της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, έχοντας στη διάθεση μας μια σειρά από χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες, με σκοπό να χρησιμοποιηθούν για να αξιολογήσουμε μια επιχείρηση αν είναι υγιείς ή όχι.

Με διαφορετικά λόγια η Διακριτική Ανάλυση ασχολείται με προβλήματα Διάκρισης (Discrimination), Ταξινόμησης (Classification) και Ανάλυσης (Dissection), (M. Kendal και S. Stuart, 1968). Δηλαδή, πρέπει να προσδιοριστεί ένας κανόνας που θα βοηθήσει στη διανομή του δείγματος σε ομάδες, οι οποίες να είναι ευδιάκριτες και κατανοητές. Καταλήγουμε, όμως, σε ένα άλλο πρόβλημα, αυτό του προσδιορισμού των ομάδων. Το πρόβλημα αυτό υπάρχει όταν υφίστανται οι εξής περιπτώσεις:

- a. Lost Information = Χαμένη Πληροφόρηση: Δεν έχουμε στη διάθεση μας τις απαραίτητες πληροφορίες (δεν τις έχουμε βρει).
- b. Unattainable Information = Αnéφικτη Πληροφόρηση: Οι πληροφορίες που χρειαζόμαστε προκειμένου να κάνουμε το διαχωρισμό δεν είναι εφικτό να συλλεχτούν. Για παράδειγμα, το κόστος εύρεσης τους είναι υψηλό.
- c. Prediction = Πρόβλεψη: Προκειμένου για το διαχωρισμό των στοιχείων, είναι ανάγκη να προβλέψουμε μελλοντικά χαρακτηριστικά διακρίσεως, λαμβάνοντας υπόψη πληροφορίες από το παρελθόν και το παρόν.
- d. Testing to Destruction = Έλεγχος ενός Αντικειμένου με αποτέλεσμα την Καταστροφή του: Με διαφορετικά λόγια, διενεργούνται έλεγχοι σε ένα δείγμα με σκοπό την κατανόηση της δομής του, για να ανακαλύψουμε διακριτικές μεταβλητές που θα μας βοηθήσουν να προβλέψουμε το αποτέλεσμα του τεστ.

Στην ουσία η Διακριτική Ανάλυση είναι μια μέθοδος που χρησιμοποιεί μια γραμμική συνάρτηση ανεξάρτητων μεταβλητών, η οποία κατατάσσει τις παρατηρήσεις έτσι ώστε να ελαχιστοποιούνται οι λανθασμένες ταξινομήσεις. Η χρήση ενός κριτηρίου, ή μιας ψευδομεταβλητής, μπορεί να πετύχει την ελαχιστοποίηση της λανθασμένης ταξινόμησης.

Στη γενική μορφή η συνάρτηση αποτελείται από μια εξαρτημένη μεταβλητή z_i , η οποία αντιπροσωπεύει την τιμή (score) για κάθε επιχείρηση I, τους συντελεστές διαχωρισμού a_1, a_2, \dots, a_n , καθώς και τις ανεξάρτητες μεταβλητές x_i . Δηλαδή:

$$z_i = a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_nx_n$$

Οι πιο συνηθισμένες μορφές ανάλυσης διαχωρισμού είναι η Γραμμική και η Τετραγωνική Διακριτική Ανάλυση.

Η Γραμμική Διακριτική Ανάλυση (Linear Discriminant Analysis – LDA) έχει τη μορφή:

$$z_i = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_nx_n$$

όπου a_0 είναι ο σταθερός όρος και a_1, a_2, \dots, a_n οι γραμμικοί συντελεστές διαχωρισμού. Η μορφή αυτή θυμίζει την ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis). Η διαφορά τους είναι ότι στη Γραμμική Διακριτική Ανάλυση, η εξαρτημένη μεταβλητή είναι μια μεταβλητή ταξινόμησης, ενώ στην ανάλυση παλινδρόμησης μια αριθμητική ποσότητα (Fisher, 1936).

Η Τετραγωνική Διακριτική Ανάλυση (Quadratic Discriminant Analysis) χρησιμοποιήθηκε στην ουσία για να αντικαταστήσει την Γραμμική Διακριτική Ανάλυση, όταν υπήρχαν προβλήματα ανισότητας των πινάκων διακύμανσης – συνδιακύμανσης. Σε τέτοιες περιπτώσεις η τετραγωνική ρίζα είναι πιο αποδοτική ως προς τα αποτελέσματα (Smith, 1947).

4.4 ΤΟ ΓΡΑΜΜΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ

Το Γραμμικό Υπόδειγμα Πιθανότητας (Linear Probability Model – LPM) είναι ένα υπόδειγμα παλινδρόμησης. Στο υπόδειγμα αυτό υφίσταται συνήθως μια μεταβλητή ποιοτική, η οποία, επειδή ακριβώς είναι ποιοτική παίρνει τιμές 0 ή 1. Η μονάδα χαρακτηρίζει συνήθως κάτι θετικό, ενώ το μηδέν κάτι αρνητικό. Η συνάρτηση που χρησιμοποιείται είναι της μορφής:

$$Y_i = b_0 + b_1x_{1i} + b_2x_{2i} + \dots + b_px_{pi} + \varepsilon$$

όπου $i=1,2,\dots,n$, ανάλογα με το δείγμα.

Η εξαρτημένη μεταβλητή Y_i παίρνει τιμές 0 ή 1⁹, με βάση την προαναφερθείσα λογική, δηλαδή είναι διχοτομική. Τα b_0, b_1, \dots, b_p αποτελούν τους συντελεστές παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, και τέλος, τα x_1, x_2, \dots, x_p αναπαριστούν τις τιμές (θα μπορούσαμε να πούμε τους αριθμοδείκτες λαμβάνοντας υπόψη το θέμα που εξετάζουμε). Τέλος, το ε_i παριστά το τυχαίο σφάλμα¹⁰.

Η εκτίμηση των παραμέτρων πραγματοποιείται κανονικά, εκτός εάν υπάρχουν τα ακόλουθα προβλήματα:

- a. Η κατανομή των σφαλμάτων είναι δυωνομική
- b. Δεν ισχύει η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας
- c. Ο συντελεστής R^2 είναι αξιόλογο μέτρο του υποδείγματος

Οι πρώτοι που χρησιμοποίησαν τη μέθοδο είναι οι Meyer και Pifer (1970).

4.5 ΤΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ LOGIT & PROBIT

Τα υποδείγματα Logit και Probit είναι μοντέλα πολυμετάβλητων στατιστικών μεθόδων. Σε σχέση με τα προηγούμενα μοντέλα τα υποδείγματα αυτά δεν είναι γραμμικά, αλλά βασίζονται σε περιορισμούς. Ανήκουν στη μεγαλύτερη κατηγορία των Πολυμετάβλητων υπό Όρους Μοντέλα (Multivariate Conditional Models). Και τα δύο βασίζονται σε μια αθροιστική συνάρτηση πιθανότητας, η οποία κατατάσσει μια επιχείρηση σε υγιή ή πτωχευμένη. Και τα δύο αυτά μοντέλα τα τελευταία χρόνια κερδίζουν συνεχώς έδαφος, λόγω της χρήση πολλών μεταβλητών ταυτοχρόνως (Μ. Γκλεζάκος & Α. Καρυτινός, 1994).

4.5.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ LOGIT

Το υπόδειγμα Logit (Logit Model) θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ένα υπόδειγμα ποιοτικής επιλογής. Βασίζεται σε μια συνάρτηση πιθανότητας της λογιστικής κατανομής, αθροιστικά. Δηλαδή, πρόκειται για μια συνάρτηση που προβλέπει την πτώχευση των επιχειρήσεων ανάλογα με τα χρηματοοικονομικά

⁹ 0: Η επιχείρηση θα πτωχεύσει & 1: Η επιχείρηση θα συνεχίσει να λειτουργεί.

¹⁰ Τυχαίο σφάλμα είναι το σφάλμα που οφείλεται σε τυχαίες άγνωστες και απρόβλεπτες διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια ενός πειράματος.

χαρακτηριστικά αυτών (R. Pindyck & Rubinfeld, 1981 & Γκίνογλου Δ., 1996). Εκφράζεται με μια μαθηματική συνάρτηση του τύπου:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-z}}, \text{ όπου } z_i = b_0 + b_1x_{1i} + \dots + b_px_{pi}$$

Στο υπόδειγμα αυτό, για να υπολογιστούν οι συντελεστές μεγιστοποιείται η λογαριθμική συνάρτηση πιθανότητας. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι εκφρασμένη σαν λογάριθμος της πιθανότητας ότι η επιχείρηση θα πτωχεύσει ή όχι. Με βάση το υπόδειγμα Logit η πιθανότητα της πτώχευσης βρίσκεται μέσα στο διάστημα [0,1]. Όταν η τιμή μιας επιχείρησης πλησιάζει προς τη μονάδα, τότε η εξεταζόμενη επιχείρηση έχει πιθανότητες να συνεχίσει τη λειτουργία της.

Το υπόδειγμα Logit κατατάσσεται ως το δεύτερο πιο διαδεδομένο μοντέλο από τα μοντέλα πολυμετάβλητης διακριτικής ανάλυσης. Αρχικά, χρησιμοποιήθηκε για την πρόβλεψη αποτυχία των τραπεζών (Dimitras, Zanakis & Zorounidis, 1995).

4.5.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ PROBIT

Το υπόδειγμα Probit (Probit Model), είναι και αυτό ένα υπόδειγμα ποιοτικής επιλογής. Ενώ το υπόδειγμα Logit βασίζεται σε μια συνάρτηση πιθανότητας της λογιστικής κατανομής αθροιστικά, το υπόδειγμα Probit βασίζεται σε μια συνάρτηση πιθανότητας της κανονικής κατανομής. Η πιθανότητα αυτή ορίζεται από τον τύπο:

$$P_i = F(b_0 + b_1x_i) = F(z_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{z_i} e^{-\frac{s^2}{2}} ds$$

όπου F είναι η αθροιστική συνάρτηση πιθανότητας της κανονικής κατανομής, και η S είναι μια τυχαία μεταβλητή που ακολουθεί την κανονική κατανομή (R. Pindyck & Rubinfeld, 1981 & Γκίνογλου Δ., 1996).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

5.1 ΓΕΝΙΚΑ

Στην παράγραφο 4.1 αναφέρθηκε ότι υπάρχουν μελέτες που δεν βασίζονται σε υποδείγματα της διακριτικής ανάλυσης, αλλά στην ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Παρόλα αυτά, και οι μελέτες που βασίζονται σε υποδείγματα διακριτικής ανάλυσης, χρησιμοποιούν ως μεταβλητές τους, τους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες που εξάγονται με τη βοήθεια των οικονομικών καταστάσεων¹¹ των εξεταζόμενων επιχειρήσεων.

Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες έχουν την ικανότητα συνδυάζοντας δύο οικονομικά μεγέθη, να παρέχουν χρήσιμες και κρίσιμες πληροφορίες με αξιόπιστο τρόπο και παράλληλα να απλοποιούν την ερμηνεία σύνθετων καταστάσεων.

Όπως έχει προαναφερθεί, πολλές είναι οι μελέτες στις οποίες χρησιμοποιήθηκαν οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες. Μερικές μελέτες κατέληξαν ότι οι πτωχευμένες επιχειρήσεις εμφανίζουν σημαντικά διαφορετικές μετρήσεις στους αριθμοδείκτες τους από ότι οι υγιείς (Merwin C, 1942 & Altman, 1968). Γενικά, χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, όπως κερδοφορίας, ρευστότητας και φερεγγυότητας θεωρούνται ως οι πιο σημαντικοί. Η σειρά με την οποία θα μπορούσαμε να τους κατατάξουμε ανάλογα με τη σπουδαιότητα τους ποικίλει, γιατί σχεδόν κάθε ερμηνευτική μελέτη δίνει και διαφορετικό αποτέλεσμα (Altman E., 1968).

5.2 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες που υφίστανται στη βιβλιογραφία είναι πολλοί. Δε θα εξεταστούν όμως όλοι εδώ. Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα εξεταστούν αυτοί που χρησιμοποιούνται για την εξαγωγή του Altman's z-score (1968, 2000) και για την εξαγωγή του υποδείγματος "zeta" [Altman, Haldeman & Narayanan, (1977) & Altman (2000)]. Αυτοί είναι:

¹¹ Βλ. στην αμέσως επόμενη παράγραφο.

- a. $X_1 = \text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$ (Working Capital / Total Assets): Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται κυρίως σε μελέτες που ασχολούνται με εταιρική προβλήματα. Είναι ένας δείκτης που μετράει τα καθαρά ρευστά διαθέσιμα σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια. Ως καθαρό κεφάλαιο κίνησης προσδιορίζεται η διαφορά ανάμεσα στο κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Κατά τη διεξαγωγή της μελέτης του Altman (1968), κρίθηκε ως ο πιο σημαντικό αριθμοδείκτης από την ομάδα της ρευστότητας¹². Την ίδια άποψη έχει και ο Merwin (1942).
- b. $X_2 = \text{Μη Διανεμόμενα Κέρδη} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$ (Retained Earnings / Total Assets): Ο δείκτης αυτός είναι από τους «νέους»¹³ που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη. Έμμεσα, σε αυτόν τον δείκτη συμπεριλαμβάνεται η «ηλικία» μιας επιχείρησης. Μια νέα επιχείρηση συνήθως εμφανίζει χαμηλή τιμή κατά τον υπολογισμό του δείκτη γιατί, λόγω της μικρής μέχρι στιγμής διάρκειας ζωής της, δεν έχει προλάβει να συσσωρεύσει κέρδη. Μπορεί, λοιπόν, εύκολα να κριθεί ως μια επιχείρηση που μπορεί να πτωχεύσει. Άλλωστε, έρευνες έχουν δείξει ότι είναι πιο πιθανό μια «νεαρή» επιχείρηση να αποτύχει, έναντι μιας με περισσότερα χρόνια στην αγορά.
- c. $X_3 = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$ (Return of Assets = Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) / Total Assets): Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας το σύνολο του ενεργητικού σε κέρδη πριν αφαιρεθούν φόροι και τόκοι. Ο δείκτης αυτός μετράει την πραγματική παραγωγικότητα των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Άλλωστε, η απόλυτη δύναμη κάθε επιχείρησης βασίζεται στη σωστή εκμετάλλευση των περιουσιακών της στοιχείων. Ο λόγος αυτών των τιμών θεωρείται ένας από τους καταλληλότερους για την πρόβλεψη της εταιρικής αποτυχίας.
- d. $X_4 = \text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$ (Market Value Equity / Book Value of Total Dept): Τα ίδια κεφάλαια μετρώνται αθροίζοντας την αγοραστική αξία των μετοχών, κοινών και προνομιούχων, ενώ το χρέος, σε τρέχουσες και μακροπρόθεσμες τιμές.

¹² Βλ. παράγραφο 6.1

¹³ Βλ. και εδώ παράγραφο 6.1

Ο δείκτης αυτός δείχνει ότι η αγοραστική αξία μιας επιχείρησης μπορεί να μειωθεί πριν καλά – καλά αυτό αποδειχθεί από τις οικονομικές της καταστάσεις, δηλαδή, προτού δείξουν ότι οι υποχρεώσεις της βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα από ότι τα περιουσιακά της στοιχεία. Ο Altman συμπεριέλαβε αυτόν τον δείκτη, ενώ άλλες μελέτες που ασχολήθηκαν για την πτώχευση δεν τον έλαβαν καν υπόψη τους.

- e. $X_5 = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$ (Sales / Total Assets): Ο δείκτης αυτός απεικονίζει την ικανότητα των ιδίων κεφαλαίων να πραγματοποιούν πωλήσεις. Παράλληλα, μετράει την ικανότητα των διοικούντων να πράττουν με ανταγωνιστικούς όρους. Αυτός, ο τελευταίος, δείκτης, είναι ο λιγότερος σημαντικός από όλους (όπως θα δούμε και στο κεφάλαιο 6). Όμως, έρχεται δεύτερος στην ικανότητα να διαφοροποιεί τις ομάδες της διακριτικής συνάρτησης.

Για το υπόδειγμα “zeta”, οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν ήταν εφτά.

Ως αριθμοδείκτης X_1 χρησιμοποιήθηκε ο X_3 (Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού) από το υπόδειγμα Altman’s z-score. Στο υπόδειγμα “zeta” εμφανίζει μικρή σημαντικότητα, αλλά αποτελεί σημαντικό παράγοντα διαχωρισμού.

Η μεταβλητή X_2 καλείται «Σταθερότητα των Κερδών (Stability of Earnings)». Ο δείκτης αυτός θεωρείται ότι είναι δεύτερος σε σειρά σημαντικότητας. Υπολογίζεται ως το τυπικό σφάλμα της εκτίμησης του δείκτη X_1 για πέντε ή δέκα χρόνια, ανάλογα με το διάστημα που εξετάζεται.

Η μεταβλητή X_3 είναι: Κέρδη προ Τόκων και Φόρων / Χρηματοοικονομικά Έξοδα (Debt Service = EBIT / Total Interest Payments). Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την κάλυψη των τόκων. Λόγο της ιδιομορφίας του δείκτη αυτού, για να συμπεριληφθεί στο υπόδειγμα, χρησιμοποιείται ο λογάριθμος του. Με τον τρόπο αυτό βελτιώνεται η ικανότητα και η ομοιογένεια του.

Στο ρόλο της X_4 στο υπόδειγμα “zeta” χρησιμοποιήθηκε η X_2 (Μη Διανεμόμενα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού) του υποδείματος z-score. Και εδώ χρησιμοποιήθηκε για να συμπεριλάβει την «ηλικία» της επιχείρησης, καθώς και για να υποδείξει τη σωρευτική κερδοφορία αυτής. Αποτελεί πολύ σημαντική μεταβλητή σε όλα τα επίπεδα.

Η μεταβλητή X_5 του μοντέλου είναι ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας: Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities). Οι κριτικές του παρελθόντος για τον αριθμοδείκτη αυτόν, τον αξιολογούν ως αποτελεσματικό για την πρόβλεψη πτώχευσης επιχειρήσεων.

Η μεταβλητή X_6 υπολογίζεται ως εξής: Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Συνολικά Κεφάλαια (Market Values Equity / Total Capital). Διαφορετικά καλείται Capitalization Ratio, ή / και οικονομικής ανεξαρτησίας. Ο δείκτης αυτός επηρεάζει τη ρευστότητα της επιχείρησης που είναι απαιτητή για τη δημιουργία τακτικών ταμειακών εκροών, για την κάλυψη των ξένων κεφαλαίων.

Τέλος, η μεταβλητή X_7 είναι η Μεταβολή Ενεργητικού (Total Assets). Παρουσιάζει τις αλλαγές στο μέγεθος της περιουσίας της επιχείρησης. Και αυτή η μεταβλητή έχει υποστεί μεταβολές προκειμένου να ταιριάζει στο υπόδειγμα και να εμφανίζει την κανονικότητα που απαιτείται.

5.3 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Κατά τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης υπάρχει ο στόχος της αποτύπωσης των οικονομικών χαρακτηριστικών της με όσο μεγαλύτερη ακρίβεια γίνεται. Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτών πρέπει να είναι:

1. Αποτύπωση των παγίων περιουσιακών στοιχείων, στα οποία συμπεριλαμβάνονται γήπεδα, οικόπεδα, κτίρια, εγκαταστάσεις, τεχνικά έργα, εργαλεία, έπιπλα, σκεύη και λοιπά έξοδα πολυετούς απόσβεσης.
2. Ο λογαριασμός απαιτήσεις περιλαμβάνει γραμμάτια, πελάτες, κλπ.
3. Ο λογαριασμός διαθέσιμα περιλαμβάνει τα χρηματικά διαθέσιμα του ταμείου, τα χρεόγραφα καθώς και τις καταθέσεις όψεως.
4. Η καθαρή θέση αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά (έκτακτο, τακτικό, κλπ.), τις προβλέψεις, μείον τυχόν ζημίες.

5. Ο λογαριασμός βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελείται από τους προμηθευτές, τους λοιπούς πιστωτές, καθώς και τα γραμμάτια πληρωτέα.
6. Ο λογαριασμός μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελείται από τα δάνεια της επιχείρησης.
7. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα αποτελούνται από τους τόκους και λοιπά μη κοστολογήσιμα έξοδα, εκτός των αποσβέσεων.
8. Τα κέρδη προ τόκων και αποσβέσεων προκύπτουν αν από τα μικτά κέρδη αφαιρεθούν τα χρηματοοικονομικά έξοδα.
9. Τα κέρδη προ φόρων προκύπτουν αν από τα κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων αφαιρεθούν οι αποσβέσεις.
10. Τέλος, τα διανεμόμενα κέρδη προκύπτουν αν από τα κέρδη προ φόρων αφαιρεθεί ο φόρος εισοδήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΤΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ “Z-SCORE” & “ZETA”

6.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ Ε. ALTMAN – “Z-SCORE”

«Ο Edward Altman προσπάθησε να κατασκευάσει ένα μοντέλο πρόβλεψης της πιθανότητας πτώχευσης μιας επιχείρησης. Στο άρθρο του «*Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*» (1968) περιγράφει τη μέθοδο της Πολυμετάβλητης Διακριτής Ανάλυσης (MDA), την οποία χρησιμοποίησε για την κατασκευή του μοντέλου του, έναντι της παραδοσιακής ανάλυσης ποσοστών που χρησιμοποιούσαν μέχρι τότε. Στη βιβλιογραφία αναφέρεται ως κύριο πλεονέκτημα της MDA μεθόδου το γεγονός ότι δίνει τη δυνατότητα να αναλυθούν ταυτόχρονα όλοι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που επιλέγονται. Παράλληλα επισημαίνεται ότι με τη μέθοδο αυτή δεν εξασφαλίζεται η ανεξαρτησία των μεταβλητών και αυτό αποτελεί μειονέκτημα της μεθόδου» (Κυπριωτάκη Μαρία, Παρασύρη Αντιγόνη, Συμεουδάκης Μύρων, 2011¹⁴).

Το υπόδειγμα Πολυμετάβλητης Διακριτικής Ανάλυσης έχει χρησιμοποιηθεί σε διάφορους επιστημονικούς κλάδους, όπως στη βιολογία και στις κοινωνικές επιστήμες. Η ανάλυση αυτή είναι μια στατιστική τεχνική η οποία χρησιμοποιείται για να ταξινομήσει μια παρατήρηση μεταξύ ομάδων, οι οποίες έχουν διαμορφωθεί από πριν, βασιζόμενοι σε ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά. Στην περίπτωση της πτώχευσης επιχειρήσεων το υπόδειγμα αυτό καλείται να προβλέψει πως θα ταξινομηθούν ποιοτικές εξαρτημένες μεταβλητές μεταξύ υγείων και πτωχευμένων επιχειρήσεων.

Αρα το πρώτο βήμα είναι ο διαχωρισμός του δείγματος σε ομάδες (δύο ή περισσότερες). Μετά το διαχωρισμό, συλλέγονται οι απαραίτητες πληροφορίες. Η Πολυμετάβλητη Διακριτική Ανάλυση δημιουργεί ένα γραμμικό συνδυασμό των ανεξάρτητων μεταβλητών των ομαδοποιημένων επιχειρήσεων. Η επιτυχία του υποδείγματος είναι στο γεγονός ότι ανάμεσα στις ομάδες των εξεταζόμενων επιχειρήσεων η διακύμανση μεγιστοποιείται, ενώ εκτός αυτών ελαχιστοποιείται.

Το πλεονέκτημα της Πολυμετάβλητης Διακριτικής Ανάλυσης είναι ότι μπορεί να εξετάζει μια σειρά από κοινά χαρακτηριστικά για ένα πλήθος επιχειρήσεων και

¹⁴ Μη δημοσιευμένη εργασία που εκπονήθηκε στα πλαίσια των σπουδών στο ΠΜΣ Λογιστική & Ελεγκτική.

ταυτόχρονα και όχι διαδοχικά να ελέγχει την αλληλεπίδραση αυτών. Σε σύγκριση με την παραδοσιακή ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών η Πολυμετάβλητη Διακριτική Ανάλυση, θα μπορούσαμε να πούμε ότι αναδιατυπώνει το πρόβλημα σωστά. Με βάση τα προαναφερθέντα κρίνεται ότι το υπόδειγμα της Πολυμετάβλητης Διακριτικής Ανάλυσης είναι το πιο κατάλληλο για να μελετηθεί η πτώχευση επιχειρήσεων.

Ο Altman (1968) συνέλεξε εξήντα έξι επιχειρήσεις ως δείγμα για την έρευνα του. Οι τριάντα τρεις από αυτές ήταν πτωχευμένες και οι υπόλοιπες τριάντα τρεις χαρακτηρίζονταν ως υγιείς. Η πρώτη ομάδα των τριάντα τριών πτωχευμένων επιχειρήσεων είχαν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

1. Είχαν υποβάλλει αίτηση πτώχευσης στο χρονικό διάστημα 1946 με 1965 με βάση τις ισχύουσες διατάξεις,
2. Είχαν μέσω μέγεθος Ενεργητικού τα \$6,4 εκατ., του οποίου όμως το εύρος ήταν αρκετά μεγάλο, δηλαδή, \$0,7 - \$25,7 εκατ., και
3. Το δείγμα των τριάντα τριών πτωχευμένων επιχειρήσεων δεν ήταν ομοιογενές ως προς τον κλάδο.

Οι τριάντα τρεις υγιείς επιχειρήσεις επιλέχθηκαν με πιο προσεχτικό τρόπο από τον Altman, ώστε να αποτελούν ένα πιο αξιόπιστο δείγμα. Οι επιχειρήσεις αυτές ήταν πιο ομοιογενείς ως προς τον κλάδο και το μέσω μέγεθος Ενεργητικού τους ήταν στα \$9,6 εκατ., με εύρος \$1 - \$25 εκατ.. Επίσης, οι επιχειρήσεις αυτές συνέχισαν να λειτουργούν και μετά το 1966.

Και για τις εξήντα έξι επιχειρήσεις επιλέχθηκαν οι οικονομικές καταστάσεις των ιδίων οικονομικών περιόδων. Αρχικά ο Altman δημιούργησε μια λίστα με είκοσι δύο χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες. Οι δείκτες αυτοί θεωρείτο ότι, μπορούσαν να προσφέρουν χρήσιμες πληροφορίες, με βάση μελέτες που είχαν γίνει στο παρελθόν, τη δημοτικότητα τους και τη σχετικότητα τους με το θέμα. Συμπεριλήφθηκαν, όμως, και κάποιοι νέοι. Αξίζει να σημειωθεί εδώ ότι, ο λόγος Ταμειακής Ροής / Συνολικό Χρέος που χρησιμοποιήθηκε από τον Beaver ως ο πιο σημαντικός δείκτης, δεν συμπεριλήφθηκε από τον Altman στη μελέτη του.

Ο Altman ταξινόμησε τους αριθμοδείκτες σε πέντε ομάδες:

1. Ρευστότητας (Liquidity)
2. Αποδοτικότητα (Profitability)

3. Μόγλευσης (Leverage)
4. Φερεγγυότητας (Solvency), και
5. Δραστηριότητας (Activity).

Από τους είκοσι αριθμοδείκτες ο Altman κατέληξε σε πέντε δείκτες, τους οποίους θεώρησε καταλληλότερους για το υπόδειγμά του. Κατέληξε σε αυτούς αφού προέβει στις ακόλουθες ενέργειες:

1. Ανάλυση της στατιστικής σημαντικότητας τους.
2. Ανάλυση της συνεισφοράς τους στο μοντέλο.
3. Αξιολόγηση των αλληλοσυσχετίσεων των μεταβλητών.
4. Αξιολόγηση της προβληματικής ικανότητας των μεταβλητών.
5. Βασίστηκε στην κρίση του.

Η συνάρτηση στην οποία κατέληξε (z-score Model) ήταν η εξής:

$$Z = 0.012x_1 + 0.014x_2 + 0.033x_3 + 0.006x_4 + 0.999x_5$$

Όπου:

X1: Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού (Working Capital / Total Assets)

X2: Μη Διανεμόμενα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού (Retained Earnings / Total Assets)

X3: Κέρδη προ Φόρων & Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού (Return of Assets = Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) / Total Assets)

X4: Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού (Market Value Equity / Book Value of Total Dept)

X5: Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού (Sales / Total Assets)

Ο Altman διεξήγαγε διάφορα τεστ προκειμένου να ελέγξει τη σημαντικότητα του κάθε αριθμοδείκτη, καθώς και τη συνεισφορά του στο μοντέλο. Υπολογίστηκαν οι μέσες τιμές των αριθμοδεικτών καθώς και ο έλεγχος “F”. Επίσης, υπολογίστηκε και η τυπική απόκλιση. Τα αποτελέσματα των τεστ έδειξαν ότι οι πιο σημαντικοί αριθμοδείκτες είναι οι X₁ έως X₄, ενώ στο θέμα της συνεισφοράς πιο σημαντικοί είναι οι X₃ και X₅ και ακολουθούν οι X₄, X₂ και X₁. Το πιο σημαντικό είναι ότι η

Πολυμετάβλητη Διακριτική Ανάλυση, έχει την ικανότητα να διαχωρίζει τις ομάδες χρησιμοποιώντας πολυκριτήρια μέτρα.

Για να καταλήξει ο Altman στο τελικό του μοντέλο έκανε μια σειρά από τεστ, προκειμένου να αποδείξει πόσο ακριβές είναι. Αρχικά, υπολόγισε την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου συλλέγοντας οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων για ένα έτος πριν από την πτώχευση. Το μοντέλο είχε 95% επιτυχία. Δηλαδή, τριάντα μία στις τριάντα τρεις επιχειρήσεις ταξινομήθηκαν σωστά. Το σφάλμα τύπου I ήταν 6%, ενώ του τύπου II στο 3%.

Τα αποτελέσματα ήταν ικανοποιητικά, αλλά έπρεπε να γίνει ένας παραπάνω έλεγχος. Επειδή, ο προαναφερθέν έλεγχος, έγινε με τη βοήθεια του ίδιου δείγματος με το οποίο κατασκευάστηκε το υπόδειγμα, ο Altman δημιούργησε ένα δεύτερο δείγμα από είκοσι πέντε πτωχευμένες επιχειρήσεις για να ελέγξει την επιτυχία του. Τα αποτελέσματα ήταν και πάλι πολύ ικανοποιητικά. Το 96% ταξινομήθηκε σωστά και το 4% εμφάνισε σφάλμα τύπου I. Για την περίπτωση των υγιών συλλέχθηκε ένα άλλο, τρίτο δείγμα, εξήντα έξι επιχειρήσεων. Το ποσοστό επιτυχίας ήταν 79%. Από τις εξήντα έξι επιχειρήσεις οι δέκα τέσσερις κρίθηκαν ως πτωχευμένες. Από αυτές τις δέκα τέσσερις οι δέκα κρίθηκαν ότι ανήκουν στην «γκρίζα ζώνη», όπως θα δούμε παρακάτω.

Ο Altman, εκτός από τα προαναφερθέντα τεστ, και έχοντας ως στόχο να κριθεί το μοντέλο τους ως πιο αξιόπιστο, επέκτεινε την ανάλυση τους για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, συγκεκριμένα πενταετία, πριν από την πτώχευση. Τα αποτελέσματα της μελέτης του είναι τα ακόλουθα:

Πίνακας 6.1: Αποτελέσματα Z-Score σε βάθος Πενταετίας

Έτη πριν από την Πτώχευση	Αριθμός Επιχειρήσεων	Σωστές Ταξινομήσεις	Λανθασμένες Ταξινομήσεις	Ποσοστό Επιτυχίας
1ο	n=33	31	2	95,00%
2ο	n=32	23	9	72,00%
3ο	n=29	14	15	48,00%
4ο	n=28	8	20	29,00%
5ο	n=25	9	16	36,00%

Πηγή: E. Altman, 1968

Κατέληξε, λοιπόν, ο Altman στο να κατασκευάσει τη συνάρτηση που αναφέρθηκε παραπάνω, η οποία ανάλογα με την τιμή που λαμβάνει το Z μπορεί να καταταχθεί μια επιχείρηση με ασφάλεια σε μια κατηγορία. Συγκεκριμένα, οι κριτικές τιμές του z-score για την πιθανότητα πτώχευσης μιας επιχείρησης είναι (Altman, 1968, Γαγάνης, Δούμπος & Ζοπουνίδης, 2006, Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005):

Z-score < 1,81	Η επιχείρηση κινδυνεύει άμεσα με πτώχευση.
1,81 < Z-score < 2,67	Η επιχείρηση βρίσκεται σε αμφισβητούμενη περιοχή, δηλ. δεν μπορεί να βγει ασφαλές συμπέρασμα.
Z-score > 2,67	Η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή περιοχή, δηλ. δεν βρίσκεται σε άμεσο κίνδυνο.

Το 2000 ο Altman, αφού πρώτα άσκησε κριτική των μοντέλων που είχαν κατά καιρούς δημοσιευθεί από διάφορους ερευνητές κατέληξε ότι, οι αριθμοδείκτες που θεωρούνται πιο σημαντικοί είναι αυτοί της κερδοφορίας, της ρευστότητας και της φερεγγυότητας, χωρίς όμως να διευκρινίζεται ποιος είναι ο ποιος σημαντικός. Θέτοντας τα ερωτήματα ποιοι είναι οι ποιο κατάλληλοι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, τι βάρος πρέπει να δίνουμε στον καθένα από αυτούς και πως θα καθοριστούν αντικειμενικά αυτά τα βάρη, ο Altman και πάλι προτείνει – λαμβάνοντας υπόψη του και την άποψη πολλών ερευνητών – μια ακόμη πιο εξελιγμένη μορφή:

$$Z = 1.2x_1 + 1.4x_2 + 3.3x_3 + 0.6x_4 + 1.0x_5$$

Οι κριτικές τιμές για τη συνάρτηση αυτή είναι 1,8 έως 3. Η διαφορά με την προηγούμενη συνάρτηση έγκειται στο ότι οι συντελεστές X_1 και X_4 είναι πολλαπλασιαζόμενοι με το 100.

Στη συνέχεια, αναθεωρώντας τους το μοντέλο ακόμη περισσότερο και επανεκτιμώντας τους συντελεστές στάθμισης του υποδείγματος, ο Altman αντικατέστησε στη μεταβλητή X_4 την Αγοραία Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων με τη Λογιστική Αξία. Η αντικατάσταση αυτή έγινε προκειμένου το μοντέλο να βρίσκει εφαρμογή και σε επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα, μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η μορφή της συνάρτησης είναι η ακόλουθη:

$$Z = 0.717x_1 + 0.847x_2 + 3.107x_3 + 0.420x_4 + 0.998x_5$$

Οι κριτικές τιμές για τη συνάρτηση αυτή είναι 1,23 έως 2,90. Για τιμές κάτω της 1,23 οι επιχειρήσεις κατατάσσονται στην κατηγορία του άμεσου κινδύνου για πτώχευση. Μεταξύ των τιμών κατατάσσονται οι επιχειρήσεις που ανήκουν στην γκριζα ζώνη, ενώ οι επιχειρήσεις που λαμβάνουν τιμές πάνω από το 2,90 είναι ασφαλείς. Σε εκτιμήσεις που έγιναν από τον Altman (2000), παρατηρήθηκε ότι η νέα X_4 εξακολουθεί να αποτελεί την Τρίτη σημαντικότερη μεταβλητή αν και εμφανίζει πιο χαμηλή σημαντικότητα από την παλαιότερη.

Τέλος, ο Altman, αποπειράθηκε μια ακόμη τροποποίηση, λαμβάνοντας αυτή τη φορά υπόψη του τις ανάγκες των επιχειρήσεων των αναπτυσσόμενων αγορών. Έχει κριθεί ιδιαίτερος σημαντικό το να γνωρίζουν οι επενδυτές την πορεία των επιχειρήσεων σε μια αναπτυσσόμενη αγορά.

Η τροποποίηση που έγινε αφορούσε την αφαίρεση της μεταβλητής X_5 . Οπότε η συνάρτηση παίρνει τη μορφή:

$$Z = 6.56x_1 + 3.26x_2 + 6.72x_3 + 1.05x_4$$

Οι κριτικές τιμές για τη συνάρτηση αυτή είναι 1,1 έως 2,60. Όπως έχουμε προαναφέρει η μεταβλητή X_5 συμπεριλαμβάνει τις επιδράσεις του κλάδου. Αφαιρώντας την στην ουσία βγαίνει εκτός η επίδραση του κλάδου, κάτι που είναι χρήσιμο όταν έχουμε επιχειρήσεις που η χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων τους διαφέρει σημαντικά, κάτι που ισχύει και στις επιχειρήσεις που δρουν σε αναπτυσσόμενες αγορές (Κυπριωτάκη Μαρία, Παρασύρη Αντιγόνη, Συμεουδάκης Μύρων, 2011¹⁵). Με το θέμα αυτό ασχολήθηκε ο Altman μαζί με τους Hartzell και Peck το 1995. Ασχολήθηκαν με τις επιχειρήσεις του Μεξικό, που τότε θεωρείτο ως μια αναπτυσσόμενη αγορά. Οι τροποποιήσεις που έκαναν αποδείχθηκαν ακριβείς τόσο στην πρόβλεψη της υποβάθμισης της εξεταζόμενης επιχείρησης, όσο και στην αναβάθμιση αυτής.

Η συνάρτηση αυτή χρησιμοποιείται και για μη κατασκευαστικές επιχειρήσεις (non – manufacturing business), (Altman, 2002).

¹⁵ Μη δημοσιευμένη εργασία που εκπονήθηκε στα πλαίσια των σπουδών στο ΠΜΣ Λογιστική & Ελεγκτική.

Το μοντέλο του Altman δε συστήνεται για χρηματοπιστωτικές εταιρείες. Αυτό συμβαίνει λόγω της μη διαφάνειας των οικονομικών τους καταστάσεων, καθώς και των συχνών πληροφοριών που υπάρχουν εκτός των ισολογισμών τους¹⁶.

Τα αποτελέσματα του μοντέλου οδήγησαν τον ερευνητή να προτείνει διάφορες κινήσεις και διαδικασίες προκειμένου μια επιχείρηση να βελτιώσει τη θέση της στην αγορά και ενδεχομένως να «βγει» από την ζώνη της πτώχευσης ή / και της γκρίζας ζώνης και να «περάσει» στην ασφαλή περιοχή. Μερικές από αυτές τις προτάσεις είναι η βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης, η βελτίωση του εσωτερικού ελέγχου της, καθώς και οι επενδυτικές της επιλογές.

6.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ “ZETA”

Ο E. Altman μαζί με τους R. Haldeman και P Narayanan το 1977 επέκτειναν το αρχικό μοντέλο του πρώτου¹⁷ που είχε εφαρμογή σε μικρές επιχειρήσεις στο μοντέλο “zeta”. Η μελέτη τους καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο “zeta” δίνει σωστή πρόβλεψη πτώχευσης ένα χρόνο πριν, με πιθανότητα αυτό να συμβεί πράγματι κατά 90%, και πέντε χρόνια πριν με πιθανότητα 70%.

Το υπόδειγμα αυτό χαρακτηρίζεται ως υπόδειγμα δεύτερης γενιάς και αποτελεί και αυτό ένα μοντέλο πολυμετάβλητης ανάλυσης. Οι λόγοι που οδήγησαν στην αναθεώρηση του παλαιού μοντέλου είναι πέντε:

1. Οι αλλαγές του χρηματοοικονομικού προφίλ των πτωχευμένων επιχειρήσεων
2. Η ανάγκη χρήσης οικονομικών δεδομένων που βασίζονται στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς.
3. Η ανάγκη ανάπτυξης υποδειγμάτων που να βρίσκουν εφαρμογή και εκτός του κλάδου της βιομηχανίας.
4. Η ανάγκη προσαρμογής με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) και τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές.
5. Η κριτική και η αξιολόγηση των μειονεκτημάτων της Πολυμετάβλητης Διακριτικής Ανάλυσης.

¹⁶ <http://www.stockopedia.co.uk/content/the-altman-z-score-is-it-possible-to-predict-corporate-bankruptcy-using-a-formula-55725/> (ανάκτηση 11/06/2012)

¹⁷ Αναφερόμαστε στο μοντέλο του E. Altman που δημιούργησε το 1968 και όχι στις μεταγενέστερες τροποποιήσεις, οι οποίες βασίστηκαν και στο υπόδειγμα “zeta”.

Το υπόδειγμα “zeta” έχει τη δυνατότητα να κατατάξει σωστά τις πτωχευμένες επιχειρήσεις και πέντε έτη πριν αυτές πράγματι πτωχεύσουν. Επίσης, το δείγμα του υποδείγματος περιλαμβάνει και κατασκευαστικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο λιανικό εμπόριο.

Συγκεκριμένα, στο δείγμα του υποδείγματος “zeta” χρησιμοποιήθηκαν 53 πτωχευμένες και 58 υγιείς επιχειρήσεις¹⁸, ισάξια μοιρασμένες σε λιανικό εμπόριο και βιομηχανία.

Λαμβάνοντας υπόψη προηγούμενες μελέτες και θεωρήσεις οι Altman, Haldeman και Narayanan επέλεξαν αρχικά είκοσι επτά μεταβλητές – αριθμοδείκτες. Οι είκοσι επτά αυτοί αριθμοδείκτες – μεταβλητές ομαδοποιήθηκαν σε έξι ομάδες:

1. Αποδοτικότητα
2. Μόχλευσης
3. Ρευστότητας
4. Κεφαλαιοποίησης
5. Μεταβολής κερδών, και
6. Διάφοροι αριθμοδείκτες

Από αυτούς κατέληξαν σε επτά, τους πιο στατιστικά σημαντικούς, δηλαδή, που ταξινομούσαν το δείγμα σωστά. Οι αριθμοδείκτες αυτοί παρουσιάστηκαν στην παράγραφο 5.2 και επιγραμματικά είναι:

$X_1 = \text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Return of Assets = Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) / Total Assets)}$

$X_2 = \text{Σταθερότητα των Κερδών (Stability of Earnings)}$

$X_3 = \text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων} / \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (Debt Service = EBIT / Total Interest Payments)}$

$X_4 = \text{Μη Διανεμόμενα Κέρδη} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Retained Earnings / Total Assets)}$

$X_5 = \text{Γενικής Ρευστότητας: Κυκλοφορούν Ενεργητικό} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities)}$

¹⁸ Αρχικά επιλέχθηκαν 53 επιχειρήσεις και στη συνέχεια προστέθηκαν πέντε λόγο ανεπαρκών στοιχείων.

$X_6 = \text{Τρέχουσα Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Συνολικά Κεφάλαια (Market Values Equity / Total Capital)}$

$X_7 = \text{Μεταβολή Ενεργητικού (Total Assets)}$.

6.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ “ZETA” & “Z-SCORE”

Συγκρίνοντας το υπόδειγμα “zeta” με το “z-score”, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το πρώτο είναι πιο βελτιωμένο και αποτελεσματικό. Η αλήθεια είναι ότι, το δείγμα που εξετάζει είναι μεγαλύτερο και πιο κοντά στις τρέχουσες συνθήκες της οικονομίας. Και τα ποσοστά, όμως, είναι πιο βελτιωμένα. Το ποσοστό ακριβείας τους μοντέλου “zeta” είναι 96% έναντι 94% του “z-score” για πρόβλεψη αποτυχίας ένα έτος πριν αυτή συμβεί, στο σφάλμα τύπου I. όσον αφορά για την πρόβλεψη πέντε έτη πριν την πτώχευση τα αποτελέσματα είναι πιο εκπληκτικά. Το υπόδειγμα “zeta” εμφανίζει προβλεπτική ικανότητα σε ποσοστό 70% έναντι μόλις 36% του “z-score”, στο σφάλμα τύπου I. Επίσης, έχει αποδειχτεί ότι το υπόδειγμα “zeta” είναι πιο αξιόπιστο και για επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους.

6.4 ΑΛΛΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ

Μετά τα Altman ακολούθησαν και άλλοι μελετητές που βασιζόμενοι στο αρχικό μοντέλο, προσπάθησαν να φτιάξουν το δικό τους υπόδειγμα, ακολουθώντας, όμως, τη λογική και τεχνική του πρώτου. Ενδεικτικά τρία από αυτά είναι: το μοντέλο του Springate, το μοντέλο του Bathory και η πολυκριτήρια μέθοδος αποφάσεων ELECTRE TRI. Πιο συγκεκριμένα:

6.4.1 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ SPRINGATE (1978)

Ο Springate το 1978 ακολουθώντας την τεχνική του Altman ανέπτυξε και αυτός με τη σειρά του ένα μοντέλο. Χρησιμοποιώντας τέσσερις από τους δέκα εννέα πιο γνωστούς και δημοφιλείς χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες, σε μια πολυμετάβλητη διακριτική ανάλυση, προσπάθησε να διαχωρίσει τις υγιείς από τις μη πτωχευμένες επιχειρήσεις. Η μορφή του μοντέλου αυτού είναι:

$$Z = 1.03x_1 + 3.07x_2 + 0.66x_3 + 0.4x_4$$

Όπου:

$X_1 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Working Capital / Total Assets)}$

$X_2 = \text{Κέρδη προ Τόκων \& Φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (EBIT / Total Assets)}$

$X_3 = \text{Κέρδη προ Φόρων} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Earnings Before Taxes / Current Liabilities)}$

$X_4 = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Sales / Total Assets)}$

Σύμφωνα με τον Springate όσο υψηλότερη είναι η τιμή του z τόσο πιο υγιής είναι μια επιχείρηση και το αντίθετο. Για τιμές μικρότερες από την 0,862 ο Springate ταξινομεί τις επιχειρήσεις στην κατηγορία των πτωχευμένων. Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιήθηκε από τον ίδιο σε ένα δείγμα σαράντα επιχειρήσεων με ποσοστό επιτυχίας 92,5%. Το ποσοστό, όμως, αυτό μειώθηκε όταν το ίδιο μοντέλο χρησιμοποιήθηκε στο μέλλον από άλλους οικονομολόγους σε διαφορετικά δείγματα. Ενδεικτικά, το 1979 ο Botheras, έβγαλε ένα ποσοστό επιτυχίας 88% για ένα δείγμα πενήντα επιχειρήσεων, και το 1980 ο Sands 83,3%, σε ένα δείγμα είκοσι τεσσάρων επιχειρήσεων.

6.4.2 Το MONTELO TOY BATHORY (1987)

Ο Bathory το 1987, βασιζόμενος ναι μεν στο υπόδειγμα του Altman, δημιούργησε έναν νέο δείκτη z. Επέλεξε μεταβλητές που αντανakλούσαν τα βασικά λειτουργικά χαρακτηριστικά της επιχειρήσεις. Επίσης, έκανε την υπόθεση ότι κάθε μεταβλητή είναι το ίδιο σημαντική για το μοντέλο. Για το λόγο αυτό, όπως θα δούμε στη συνέχεια, η συνάρτηση φέρει τα ίδια βάρη. Ο Bathory χρησιμοποίησε πέντε μεταβλητές. Η συνάρτηση είναι:

$$Z = 0.2x_1 + 0.2x_2 + 0.2x_3 + 0.2x_4 + 0.2x_5$$

Όπου:

$X_1 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Working Capital / Total Assets)}$

$X_2 = \text{Ίδια Κεφάλαια} / \text{Σύνολο Υποχρεώσεων (Equity / Current Liabilities)}$

$X_3 = \text{Κέρδη προ Φόρων} / \text{Απασχολούμενο Κεφάλαιο (Earnings Before Taxes / Capital Employed)}$

$X_4 = \text{Καθαρή Αξία Υλικών Περιουσιακών Στοιχείων} / \text{Σύνολο Υποχρεώσεων (Total Assets – Intangibles Assets - Liabilities / Total Liabilities)}$

$X_5 = \text{Ακαθάριστες Ταμειακές Ροές} / \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Gross Cash Flow / Current Liabilities)}$

Και αυτό το υπόδειγμα χρησιμοποιήθηκε σε πολλές μελέτες, αλλά δεν έδωσε τα επιθυμητά αποτελέσματα.

6.4.3 Η ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΤΙΑ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ELECTRE TRI¹⁹

Η μέθοδος ELECTRE TRI είναι μια προσπάθεια των Dimitras, Zourounidis & Hurson (1995) για την εκτίμηση του κινδύνου πτώχευσης επιχειρήσεων. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί την ιδέα της συμφωνίας και διαφωνίας των δεικτών. Στη μελέτη χρησιμοποιήθηκαν τριάντα εννέα επιχειρήσεις. Εδώ οι ομάδες είναι τρεις αντί για δύο. Η ομάδα χαμηλού κινδύνου, η ομάδα υψηλού κινδύνου και η ομάδα αβεβαιότητας, όπως αυτές αποκαλούνται από τους μελετητές. Στην πρώτη ομάδα ανήκουν οι είκοσι από τις τριάντα εννέα επιχειρήσεις, στη δεύτερη δέκα και στην τρίτη εννέα. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποίησε πέντε χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες και δύο ποιοτικές μεταβλητές. Αυτά είναι:

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

$X_1 = \text{Κέρδη προ Τόκων \& Φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (EBIT / Total Assets)}$

$X_2 = \text{Καθαρά Κέρδη μετά από Φόρους} / \text{Ίδια Κεφάλαια (Earnings After Tax / Equity)}$

$X_3 = \text{Σύνολο Υποχρεώσεων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Total Liabilities / Total Assets)}$

$X_4 = \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα} / \text{Πωλήσεις (Total Interest Payments / Sales)}$

$X_5 = \text{Γενικά \& Διοικητικά Έξοδα} / \text{Πωλήσεις (General \& Administrative Expenses / Sales)}$

¹⁹ Βλ. Κ. Ζοπουνίδης, 1996.

Ποιοτικές Μεταβλητές:

X_6 = Εμπειρία των Διευθυντικών Στελεχών

X_7 = Ανταγωνιστική Θέση της Επιχείρησης στην Αγορά

Η μέθοδος αυτή είχε υψηλά ποσοστά επιτυχίας στο να διακρίνει τις επιχειρήσεις μεταξύ των τριών ομάδων. Η αισιόδοξη προσέγγιση²⁰ είχε ποσοστό επιτυχίας 82,05%, ενώ η απαισιόδοξη²¹ 89,74%. Έχει θεωρηθεί ως ένα αξιόπιστο εργαλείο στην αξιολόγηση των επιχειρήσεων. Έχει τη δυνατότητα να αξιοποιεί ικανοποιητικά ποσοτικές και ποιοτικές πληροφορίες.

Πηγαίνοντας ένα βήμα ακόμα παραπέρα, και λαμβάνοντας υπόψη και τις μελέτες του παρελθόντος (βλ. Altman, κ.α.), η μέθοδος ELECTRE TRI βελτιώθηκε στην πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής αποτυχίας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Ακολουθώντας τη λογική του Altman, το πρώτο δείγμα αποτελούνταν από εξήντα βιομηχανικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Οι τριάντα κηρύχθηκαν σε πτώχευση (όχι την ίδια χρονιά όλες) σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία, κατά τη χρονική περίοδο 1985 – 1990 και αποτελούν την ομάδα υψηλού κινδύνου αποτυχίας (πτωχευμένες επιχειρήσεις). Οι άλλες τριάντα θεωρούνται υγιείς και αποτελούν την ομάδα χαμηλού κινδύνου αποτυχίας (υγιείς επιχειρήσεις). Για το δείγμα αυτό υπολογίστηκαν δέκα οκτώ χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες. Επίσης, επιλέχθηκε ένα δεύτερο δείγμα είκοσι-τεσσάρων επιχειρήσεων. Οι δώδεκα από αυτές ήταν πτωχευμένες και οι άλλες δώδεκα υγιείς. Λαμβάνοντας υπόψη παλαιότερες μελέτες και διάφορα στατιστικά τεστ, από τους δέκα οκτώ χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες επιλέχθηκαν επτά. Αυτοί είναι:

X_1 = Μικτά Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού (Gross Profit / Total Assets)

X_2 = Καθαρά Κέρδη / Σύνολο Υποχρεώσεων (Net Earnings / Total Liabilities)

X_3 = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Assets / Current Liabilities)

X_4 = Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Assets – Inventory / Current Liabilities)

²⁰ «Η απαισιόδοξη προσέγγιση χρησιμοποιείται όταν απαιτείται η εφαρμογή μιας συντηρητικής πολιτικής ή όταν οι διαθέσιμοι πόροι είναι πολύ περιορισμένοι» (Κ. Ζοπουνίδης, 1996, σελ. 77).

²¹ «Η αισιόδοξη προσέγγιση χρησιμοποιείται κυρίως για προβλήματα όπου ο λήπτης αποφάσεων επιθυμεί να δώσει συγκριτικό πλεονέκτημα σε εναλλακτικές λύσεις που παρουσιάζουν κάποιο ιδιαίτερο ενδιαφέρον ή διαθέτουν κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά» (Κ. Ζοπουνίδης, 1996, σελ. 77).

$X_5 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Working Capital / Total Assets)}$

$X_6 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Working Capital / Current Assets)}$

$X_7 = \text{Σύνολο Υποχρεώσεων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Total Liabilities / Total Assets)}$

Οι X_1 και X_2 είναι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, οι X_3 και X_4 είναι αριθμοδείκτες ρευστότητας, οι X_5 και X_6 είναι αριθμοδείκτες κεφαλαίου κίνησης και ο X_7 είναι ο αριθμοδείκτης δανειακής επιβάρυνσης. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αυτής έδειξαν ότι για την απαισιόδοξη προσέγγιση το σφάλμα τύπου I είναι 6,67% και για το σφάλμα τύπου II είναι 13,33%. Ενώ για την αισιόδοξη προσέγγιση το σφάλμα τύπου I είναι 30% και για το σφάλμα τύπου II είναι 3,33%. Να αναφέρουμε ότι για έναν λήπτη αποφάσεων το σφάλμα τύπου I είναι πολύ σημαντικό γιατί προκαλεί απώλεια κεφαλαίου. Ενώ το σφάλμα τύπου II προκαλεί κόστος ευκαιρίας. Όπως και να έχει πρέπει και τα δύο σφάλματα να περιοριστούν γιατί σε πραγματικές συνθήκες αποτελούν προσδιοριστικοί παράγοντες στη λήψη αποφάσεων.

6.5 ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ Ε. ALTMAN

Μεγάλο μέρος της αρθρογραφίας εξετάζει εάν το z-score του E. Altman είναι ένα επιτυχημένο όργανο για να προβλέψει την πτώχευση των επιχειρήσεων. Όπως έχει, άλλωστε, προαναφερθεί, το υπόδειγμα “z-score” του E. Altman έχει απασχολήσει πολλούς μελετητές στο παρελθόν και συνεχίζει να απασχολεί πολλούς περισσότερους μέχρι και σήμερα. Μερικοί από αυτούς χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα ως εργαλείο για την πρόβλεψη πτώχευσης επιχειρήσεων σε κάποιο κλάδο. Άλλοι το χρησιμοποίησαν ως εργαλείο για τη δημιουργία μιας νέας εφαρμογής με νέα δεδομένα. Και άλλοι πάλι το χρησιμοποίησαν ως μέτρο σύγκρισης άλλων προτεινόμενων μεθόδων που είχαν όμως, ως αρχή τη διακριτική ανάλυση. Υπάρχουν όμως και ερευνητές που άσκησαν αρνητική κριτική στη μέθοδο του Altman. Στη συνέχεια θα γίνει μια μικρή προσπάθεια αρθρογραφικής ανασκόπησης του υποδείγματος, όπως αυτό έχει εφαρμοστεί ή / και κριθεί:

Ένας από τους πρώτους κριτές του υποδείγματος του Altman ήταν ο R. Edmister (1972). Ο Edmister έκρινε ότι ο Altman ναι μεν εφάρμοσε μια εξελιγμένη στατιστική τεχνική χρησιμοποιώντας τα χρηματοοικονομικά δεδομένα πτώχυνμένων και υγιών επιχειρήσεων, αλλά το υπόδειγμα που δημιούργησε έβρισκε εφαρμογή σε μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις. Το ερώτημα όμως είναι ότι, τι γίνεται με τις μικρές επιχειρήσεις που μάλιστα καταλαμβάνουν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς. Σίγουρα είναι δύσκολη η εύρεση των οικονομικών δεδομένων τους, ιδίως την εποχή που δημιουργήθηκε το υπόδειγμα, αφού οι περισσότερες δεν είχαν ούτε έχουν την υποχρέωση σύνταξης οικονομικών καταστάσεων.

Ο Deakin την ίδια χρονιά (1972), χρησιμοποιώντας δεκατέσσερις μεταβλητές και εφαρμόζοντας μια σειρά από διάφορα μοντέλα πολυμετάβλητης διακριτικής ανάλυσης, απέδειξε ότι τέτοιου είδους μοντέλα είναι τουλάχιστον κατά 95% ακριβή για τα πρώτα τρία έτη πριν συμβεί η πτώχευση, έδωσε εύσημα στο υπόδειγμα του Altman.

Οι Joy και Tollefson (1975) εστίασαν την κριτική τους στην ικανότητα του μοντέλου να προβλέπει την πτώχευση των επιχειρήσεων, στην σχετική ικανότητα των μεταβλητών να ταξινομούν τις επιχειρήσεις καθώς και στην αποτελεσματικότητα της διακριτικής ανάλυσης.

Έντονη κριτική ασκήθηκε από τον Scott (1981). Σε έρευνα του δίνει ιδιαίτερη έμφαση στον παράγοντα υποκειμενικότητα που υπάρχει στο υπόδειγμα του Altman. Θεωρεί ότι είναι ένας σημαντικός λόγος διαστρέβλωσης των αποτελεσμάτων. Δηλαδή, αρχικά ο Altman επιλέγει ένα μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών και στη συνέχεια, κατά τη δική του κρίση, τους μειώνει σε επτά. Οι αριθμοδείκτες αυτοί τείνουν να είναι αναποτελεσματικοί όταν το δείγμα είναι από διαφορετικές επιχειρήσεις ή από διαφορετικές περιόδους σε σχέση με το αρχικό δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για τη δημιουργία του υποδείγματος. Επίσης ο Scott παρατήρησε ότι ο Altman δεν είχε κάνει μεγάλη έρευνα για την έννοια της πτώχευσης.

Το 1984 οι Grammatikos & Gloubos χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Altman στις ελληνικές βιομηχανικές επιχειρήσεις, ενδεχομένως και για πρώτη

φόρα²², απέδειξαν ότι έχει εφαρμογή και στα ελληνικά δεδομένα, κάτι που δεν είχε γίνει από την χώρα μας. Συμφωνώντας και με τον Deakin το μοντέλο έχει μεγάλη επιτυχία για τρία χρόνια πριν από την πτώχευση. Για είκοσι εννέα εταιρείας που ήταν το δικό τους δείγμα για το χρονικό διάστημα 1977 – 1981, το μοντέλο είχε επιτυχία κατά 91% για το πρώτο έτος, 76% για το δεύτερο και 70% για το τρίτο.

Ο Zmijewski (1984) αξιολόγησε δέκα εφτά υποδείγματα προκειμένου να εξετάσει εμπειρικά και εννοιολογικά διαστρεβλώσεις που είναι πιθανόν να υπάρξουν κατά τη διαδικασία εκτίμησης των δεδομένων, όταν το δείγμα είναι τυχαίο. Όσον αφορά το υπόδειγμα του Altman διαπίστωσε δύο διαστρεβλώσεις. Η πρώτη αφορά την επιλογή του δείγματος. Θεωρείται ότι γίνεται υπέρ-δειγματοληψία επιχειρήσεων με οικονομικά προβλήματα. Η δεύτερη διαστρέβλωση αφορά την έλλειψη δεδομένων από τις επιχειρήσεις που έχουν οικονομικά προβλήματα.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και η κριτική του Paleru (1986). Ο Paleru, λοιπόν, έδειξε ότι οι τεχνικές πρόβλεψης πτώχευσης επιχειρήσεων συνήθως υπερεκτιμούν την προβλεπτική τους ικανότητα. Τα προβλήματα που υφίστανται αφορούν κυρίως την επιλογή του δείγματος κατά το στάδιο της εκτίμησης και πρόβλεψης, όπως επίσης και την έλλειψη πληροφοριών που κρίνονται απαραίτητες για τη λήψη αποφάσεων.

Σε μελέτη που έγινε από τους Moyer, Marr & Cha (1987) έχει αναφερθεί ότι ο Moyer το 1977 σε μελέτη που έκανε με σκοπό να ελέγξει αν οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποίησε ο Altman είναι στατιστικά σημαντικοί, αποδείχτηκε ότι ο τελευταίος αριθμοδείκτης ($X_5 = \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού (Sales / Total Assets)}$) του “z-score” όχι μόνο δεν θεωρείται στατιστικά σημαντικός, αλλά θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι το επηρεάζει και αρνητικά. Η διαπίστωση αυτή επιβεβαιώνεται περισσότερο για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν σοβαρά οικονομικά προβλήματα και εκδίδουν μη μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές. Επίσης, χρησιμοποίησε μια πιο σταδιακή Διακριτική Ανάλυση για να αποδείξει τα λεγόμενα του.

Οι Begley, Ming και Watts (1996) εξέτασαν το μοντέλο του Altman και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο έχει καλύτερη εφαρμογή στις

²² Όσο μπορούμε να γνωρίζουμε η έρευνα των Grammatikos & Gloubos, είναι η πρώτη ακαδημαϊκή ελληνική μελέτη στο θέμα της πτώχευσης των ελληνικών επιχειρήσεων.

επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 1980 από ότι κατά τη χρονική περίοδο 1990 – 1995.

Οι Grice & Ingram (2001) θέλοντας να γενικεύσουν το υπόδειγμα, χρησιμοποίησαν ένα παρόμοιο με του Altman δείγμα επιχειρήσεων, για τη χρονική περίοδο 1988 – 1991. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες μεταβάλλονται ανάλογα με την χρονική περίοδο που εξετάζουμε, οπότε και η ερμηνεία των αποτελεσμάτων πρέπει να γίνεται με ιδιαίτερη προσοχή, λαμβάνοντας υπόψη κάθε φορά την υπάρχουσα κατάσταση στην αγορά.

Οι Smarakoon και Hasan (2003) εφάρμοσαν και τις τρεις εκδοχές του z-score του Altman για να εξετάσουν την αναπτυσσόμενη αγορά της Sri Lanka. Τα αποτελέσματα για ακόμη μια φορά ήταν εκπληκτικά. Και σε αυτήν την έρευνα αποδείχτηκε για μια ακόμα φορά ότι το μοντέλο έχει επιτυχία και στις αναπτυσσόμενες αγορές, ανεξάρτητα από το ποια εκδοχή του z-score χρησιμοποιηθεί.

Οι Christopoulos και Vergos (2006) και οι Vergos, Christopoulos και Mylonakis (2008) απέδειξαν ότι τα αποτελέσματα που από την εφαρμογή του μοντέλου του Altman μπορεί να δημιουργήσουν φήμες στην αγορά, οι οποίες να επηρεάσουν περισσότερο τις αποφάσεις των επενδυτών και των πιστωτών, και γενικά του κάθε ενδιαφερόμενου, από ότι οι τιμές αγορά των μετοχών – αν μιλάμε για χρηματιστηριακές εταιρείες – ή η αγοραστική αξία της επιχείρησης – αν μιλάμε για μη εισηγμένες. Η διαπίστωση αυτή οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο του Altman είναι πιο χρήσιμο από ότι οι παραδοσιακές χρηματοοικονομικές αναλύσεις.

Το 2009 δημοσιεύτηκε μια ακόμη ενδιαφέρουσα μελέτη για την ελληνική αγορά από τους Gerantonis, Vergos και Christopoulos, οι οποίοι απέδειξαν ότι το z-score του Altman μπορεί να εφαρμοστεί με πολύ καλά αποτελέσματα στις ελληνικές χρηματιστηριακές επιχειρήσεις. Η επιλογή του δείγματος έγινε με σκοπό η έρευνα αυτή να αποτελέσει εργαλείο για τους χρηματιστές για τη λήψη αποφάσεων ως προς την επιλογή των μετοχών, καθώς και για τους επενδυτές ως προς την αγοραπωλησία μετοχών που ανήκουν σε επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο πτώχευσης. Η έρευνα τους απέδειξε ότι μπορεί να προβλεφθεί η πτώχευση στις ελληνικές χρηματιστηριακές εταιρείες με το μοντέλο του Altman με επιτυχία μέχρι και δύο έτη πριν από την πτώχευση. Επίσης, μέσω της έρευνας τους κρίθηκε ως ένα μοντέλο που μπορεί να συνδυάσει τα οικονομικά δεδομένα της επιχείρησης με την αγοραστική της αξία.

Μια εμπειρική μελέτη που έγινε από τον A. Jacobi (2010) για τις επιχειρήσεις του Ισραήλ, απέδειξε ότι το μοντέλο του Altman έχει μεγάλη επιτυχία στο να προβλέπει ποιες επιχειρήσεις πρόκειται να πτωχεύσουν. Αντίθετα, το z-score δεν είναι αποτελεσματικό στο να προβλέψει ποιες επιχειρήσεις είναι σταθερές, ή με διαφορετικά λόγια ανήκουν στην «γκρίζα ζώνη». Σε αυτήν την κατηγορία των επιχειρήσεων δίνει το μοντέλο πολλά λανθασμένα αποτελέσματα. Η επιβεβαίωση για το συμπέρασμα αυτό έγινε εφαρμόζοντας το μοντέλο του Ingbar²³. Χρησιμοποιώντας το μοντέλο αυτό οι σταθερές επιχειρήσεις ταξινομήθηκαν πιο αποτελεσματικά.

Οι Apergis N., Sorros J., Artikis P. και Zissis V. το 2011, προσπάθησαν να εξετάσουν κατά πόσο η απόδοση της τιμής της μετοχής μπορεί να συσχετισθεί με την πιθανότητα πτώχευσης των επιχειρήσεων, όπως αυτή υπολογίζεται από το μοντέλο του Altman. Εξετάστηκαν οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις του Παρισιού, του Λονδίνου και της Φρανκφούρτης (συνολικά 669 επιχειρήσεις), για τη χρονική περίοδο 2003 – 2009 (εφταετία), σε μια περίοδο δηλαδή που επικρατούσε «ηρεμία» στα χρηματιστήρια. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι υπάρχει θετική ετεροσυσχέτιση μεταξύ του z-score του Altman και της τιμής των μετοχών. Στις επιχειρήσεις οι οποίες ο δείκτης της πτώχευσης είναι μειωμένος αποδεικνύεται ότι εμφανίζουν και μειωμένη αξία μετοχής. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ένα υψηλό ή έστω ένα βελτιωμένο δείκτη πτώχευσης, η τιμή της μετοχής τους ακολουθεί ανοδική πορεία. Αυτή η συσχέτιση αποδεικνύει ότι οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους κάθε είδους οικονομική πληροφορία της επιχείρησης που επιθυμούν να επενδύσουν. Δηλαδή, φυσικά και θα λάβουν υπόψη τους τα αποτελέσματα του z-score μιας επιχείρησης.

²³ Ο Yair Ingbar (1994) τροποποίησε τη συνάρτηση του Altman που αφορούσε τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο χρησιμοποιώντας μεταβλητές που κανονικά χρησιμοποίησε για τις μη εισηγμένες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΜΕΣΩ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ Ε. ALTMAN

7.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ²⁴

Μέσω του υποδείγματος του ο Ε. Altman, δεν επιθυμεί απλά να προβλέψει την πτώχευση των επιχειρήσεων. Θέλει παράλληλα, να μετρήσει τον πιστωτικό κίνδυνο της κάθε επιχείρησης. Στοιχείο που είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον για την πορεία μιας επιχείρησης, ιδίως αυτήν την χρονική περίοδο που διανύουμε λόγο της οικονομικής κρίσης. Η κρίση αυτή είναι το αποτέλεσμα ενός αποτυχημένου πρότυπου ανάπτυξης που βασιζόταν στην υπερκατανάλωση του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα και τον υπερβολικό δανεισμό. Για να ξαναμπεί η χώρα μας σε μία νέα τροχιά βιώσιμης ανάπτυξης, πρέπει το αναπτυξιακό μοντέλο που εφαρμοζόταν μέχρι τώρα να αλλάξει. Πρέπει η αγορά να γίνει πιο εξωστρεφής και η ανάπτυξη να βασίζεται στην επιχειρηματικότητα, την καινοτομία, τις ιδιωτικές επενδύσεις και τις εξαγωγές.

Η σημαντική υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας κυρίως το 2010 οδήγησε σε μια σαφή επιδείνωση της χρηματοοικονομικής θέσης των επιχειρήσεων, καθώς η πλειοψηφία των επιχειρήσεων καταγράφει πλέον ζημιές και ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών προς τις επιχειρήσεις έχει υποχωρήσει σημαντικά.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, η υποχώρηση της πιστωτικής επέκτασης αντανακλά στην προσφορά και στη ζήτηση. Από την πλευρά της ζήτησης, η απότομη πτώση των ιδιωτικών επενδύσεων τα τελευταία δυο χρόνια οδήγησε, όπως ήταν αναμενόμενο, σε χαμηλότερη ζήτηση τραπεζικών δανείων. Από την πλευρά της προσφοράς, η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου αναγκάζει τις τράπεζες να εφαρμόζουν αυστηρότερα κριτήρια δανειοδότησης, με αποτέλεσμα την μείωση των χορηγήσεων δανείων. Οφείλουμε να αξιολογήσουμε θετικά όμως το γεγονός ότι, οι τράπεζες συνέχισαν να παρέχουν ρευστότητα στις επιχειρήσεις, έστω και σε μικρό βαθμό, παρά τις έντονες δυσκολίες χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν και οι ίδιες. Την κατάσταση αυτή επέτεινε και η εκροή καταθέσεων των επιχειρήσεων και όχι μόνο προς το εξωτερικό κάτω από τη φήμη της στάσης πληρωμών της χώρας.

²⁴ Ομιλία καθηγητή Δημήτρη Μαλλιαρόπουλου στο 3^ο Συνέδριο Credit Risk Management της ICAP με θέμα: «Η Οικονομική Κατάσταση της Ελλάδας και πως Επηρεάζει τη Διαχείριση Κινδύνου στις Τράπεζες και τις Εταιρείες» - Μη δημοσιευμένη.

Μια από τις σημαντικότερες συνέπειες της οικονομικής ύφεσης για τις τράπεζες είναι η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου στα δανειακά τους χαρτοφυλάκια. Η επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών έχει ήδη οδηγήσει σε αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Η μέτρηση και διαχείριση του Πιστωτικού Κινδύνου αποτελεί μια από τις πιο σημαντικές προκλήσεις που καλούνται να αντιμετωπίσουν σήμερα τα στελέχη των επιχειρήσεων, προκειμένου να βελτιώσουν τις ταμειακές ροές των εταιρειών τους, να εντοπίσουν περιοχές ανάπτυξης πελατολογίου και να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους μέσω εφαρμογών διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Η σε βάθος πληροφόρηση και η ανταλλαγή πιστωτικών δεδομένων είναι απαραίτητα στοιχεία για να πετύχουμε τα παραπάνω.

Λαμβάνοντας υπόψη τα προαναφερθέντα είναι εύκολο να διαπιστώσουμε ποιες είναι οι προκλήσεις για τη διαχείριση πιστωτικού κινδύνου, έχοντας, φυσικά, υπόψη την παρούσα οικονομική συγκυρία. Αυτές είναι:

1. Η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου ατομικών δανείων με τα υπάρχοντα συστήματα αξιολόγησης.
2. Η κυκλική φύση του πιστωτικού κινδύνου στη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου. Και
3. Η διαχείριση πιστωτικού κινδύνου σε μεγάλα δανειακά κεφάλαια.

Όσον αφορά τη μέτρηση κινδύνου σε επίπεδο ατομικών δανείων, το υπόδειγμα του καθηγητή Altman είναι αξιόπιστο στο θέμα της διάκρισης μεταξύ «καλών» και «κακών» δανειοληπτών κατά μέσο όρο και σε μεγάλα χρονικά διαστήματα. Όμως, η ακρίβεια της εκτίμησης του κινδύνου με το υπόδειγμα αυτό είναι πιθανόν να διαφέρει στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου λόγω της κυρτότητας των κατανομών των αποδόσεων δανειακών τίτλων και χαρτοφυλακίων.

Όπως προαναφέρθηκε, ο πιστωτικός κίνδυνος είναι έντονα κυκλικός. Μέσα στην ύφεση αποκαλύπτεται η πραγματική διάσταση του πιστωτικού κινδύνου καθώς οι επισφάλειες αυξάνουν όπως και τα ασφάλιστρα κινδύνου των μετοχών. Εμπειρικές μελέτες τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χώρες δείχνουν ότι η διακύμανση της πιθανότητας αθέτησης εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από τον οικονομικό κύκλο και ειδικότερα από την διακύμανση μακροοικονομικών μεταβλητών όπως ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας και το ποσοστό ανεργίας.

Η κυκλικότητα του πιστωτικού κινδύνου δεν είναι εύκολο να εξηγηθεί μέσω υποδειγμάτων αξιολόγησης των δανειοληπτών καθώς αυτά χαρακτηρίζονται ως στατικά. Τα υποδείγματα αξιολόγησης των δανειοληπτών, επικεντρώνονται κυρίως στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου στηριζόμενα στη δανειακή επιβάρυνση, την κερδοφορία, τη ρευστότητα κλπ, του δανειολήπτη, τη στιγμή που λαμβάνει το δάνειο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ένα «καλό» δάνειο, το οποίο εκδόθηκε σε μία χρονική στιγμή που το υπόδειγμα αξιολόγησης έδωσε θετικά αποτελέσματα για το δανειολήπτη, σε μία περίοδο ύφεσης της οικονομίας, να μετατραπεί σε «κακό» δάνειο και να αυξηθεί ο συστηματικός κίνδυνος. Επίσης, στα περισσότερα υποδείγματα, οι κεντρικοί παράμετροι εκτιμώνται με βάση τις τιμές των μετοχών. Κατά συνέπεια, οι αγοραπωλησίες των στα χρηματιστήρια, που γίνονται με σκοπό το κέρδος, επηρεάζουν τις εκτιμήσεις για την πορεία των επιχειρήσεων.

Για να εκτιμηθεί με σχετική ασφάλεια η πιθανότητα αθέτησης εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των δανειοληπτών, σε καταστάσεις ύφεσης της οικονομίας με κάποιο υπόδειγμα είναι απαραίτητη η χρήση μιας μεγάλης βάσης δεδομένων για επισφάλειες και ζημιές, η οποία, μάλιστα, πρέπει να εκτείνεται σε βάθος χρόνου και να καλύπτει έναν ικανό αριθμό προηγούμενων υφέσεων. Δυστυχώς, στην Ελλάδα, μια τέτοια βάση δεδομένων δεν υπάρχει σε εθνικό επίπεδο, καθώς η εφαρμογή των σύγχρονων συστημάτων αξιολόγησης δανείων και διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου ξεκίνησε πολύ πρόσφατα. Κατά συνέπεια, είναι δύσκολο και για τις τράπεζες να εκτιμήσουν με ασφάλεια τις βασικές παραμέτρους των εσωτερικών τους συστημάτων.

Η προαναφερθείσα κριτική, αναφέρεται σε στατικά υποδείγματα και δεν αφορά υποδείγματα που έχουν ως βάση διαστρωματικά χαρακτηριστικά όπως το υπόδειγμα του E. Altman.

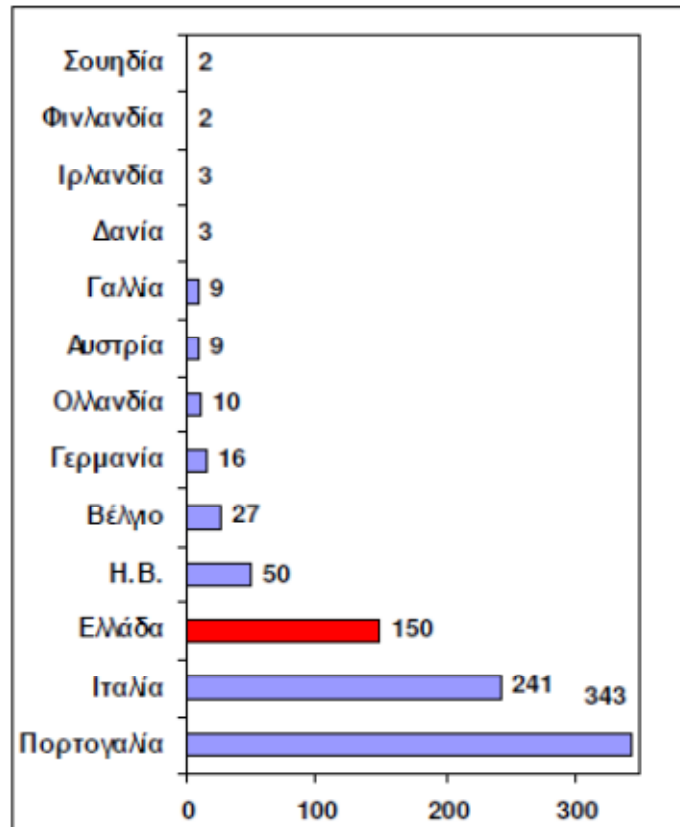
7.2 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Ο φαρμακευτικός κλάδος είναι από τους πιο δυναμικούς κλάδους της Ελλάδας σήμερα. Επίσης, θεωρείται ότι είναι ένας από τους ελάχιστους κλάδους που ακόμη και σε περιόδους κρίσεις όπως αυτή που διανύουμε μπορεί να βελτιώσει τα μεγέθη του και να πραγματοποιεί επενδύσεις (Κλαδική Μελέτη Τράπεζας Πειραιώς, 2011). Η ελεύθερη βούληση των καταναλωτών στην περίπτωση του φαρμακευτικού κλάδου

είναι ανύπαρκτη. Αυτό καθιστά την αγορά του φαρμακευτικού κλάδου ιδιαίτερα ιδιόμορφη. Ο κυριότερος λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι το προϊόν του φαρμακευτικού κλάδου είναι κοινωνικό αγαθό, το οποίο μάλιστα δεν χρηματοδοτείται από τον ίδιο τον καταναλωτή – ασθενή, αλλά από τα συστήματα ασφάλισης.

Στην Ελλάδα λειτουργούν περίπου 950 επιχειρήσεις που ασχολούνται με την παραγωγή και το εμπόριο φαρμακευτικών σκευασμάτων, είτε κατά κύρια δραστηριότητα, είτε ως δευτερεύουσα. Αυτές που ανήκουν καθαρά στον κλάδο των φαρμακευτικών επιχειρήσεων είναι 313. Από αυτές οι 22 είναι συνεταιρισμοί επιχειρήσεων. Ο αριθμός τους θεωρείται υπερβολικά μεγάλος, αναλογικά με τις υπόλοιπες χώρες. Έρχεται δεύτερη στην Ευρώπη στην αναλογία ανά κάτοικο και τρίτη σε απόλυτο αριθμό επιχειρήσεων (Συμπεράσματα Μελέτης Hellastat για το Φαρμακευτικό Κλάδο, 2010), ενώ το 2007 ήταν στην τρίτη θέση, όταν η Γαλλία διέθετε μόλις εννέα φαρμακαποθήκες και η Γερμανία δέκα-έξι (IOBE, «Η Αγορά Φαρμάκου στην Ελλάδα», 2009).

Διάγραμμα 7.1: Κατάταξη των Χωρών με βάση τις Φαρμακευτικές Επιχειρήσεις



Πηγή: EFPIA 2008 & IOBE 2009.

Θα μπορούσαμε να κατηγοριοποιήσουμε τις επιχειρήσεις σε τρεις ομάδες: φαρμακευτικές επιχειρήσεις, φαρμακαποθήκες και συνεταιρισμούς φαρμάκων. Πλέον φαρμακευτικές επιχειρήσεις και φαρμακαποθήκες δραστηριοποιούνται στο ίδιο αντικείμενο. Στην παρούσα διπλωματική εργασία έχουν κατηγοριοποιηθεί σε δύο ομάδες: φαρμακευτικές επιχειρήσεις και συνεταιρισμοί φαρμακευτικών επιχειρήσεων. Όλες οι επιχειρήσεις που ανήκουν στο φαρμακευτικό κλάδο έχουν ενταχθεί με βάση τη Στατιστική Ταξινόμηση Οικονομικών Δραστηριοτήτων του 2004 στις δραστηριότητες 244.2 (Παραγωγή Φαρμακευτικών Παρασκευασμάτων) και 514.6 (Χονδρικό Εμπόριο Φαρμακευτικών Προϊόντων). Να υπενθυμίσουμε σε αυτό το σημείο ότι οι ισολογισμοί που έχουν χρησιμοποιηθεί σε αυτή τη μελέτη δεν έχουν διορθωθεί ή μεταβληθεί σε κανένα σημείο του, αλλά έχουν χρησιμοποιηθεί όπως αυτοί έχουν δημοσιευθεί από την εκάστοτε επιχείρηση.

Το αρχικό δείγμα των φαρμακευτικών επιχειρήσεων ήταν 291, αλλά καταλήξαμε στις 170²⁵. Τα κριτήρια που οδήγησαν στη μείωση του αριθμού των επιχειρήσεων είναι:

1. Η κύρια δραστηριότητα τους, οπότε και το μεγαλύτερο μέρος του τζίρου τους προερχόταν από παραγωγή και εμπορία κτηνιατρικών ή/και αγροτικών σκευασμάτων, καθώς και ιατρικών εργαλείων και μηχανημάτων.
2. Μερικές από τις εξαιρούμενες επιχειρήσεις ξεκίνησαν πρόσφατα να δραστηριοποιούνται στο χώρο. Οι ισολογισμοί που έχουν δημοσιευθεί αφορούν μικρότερο διάστημα από αυτό της πενταετίας που είναι απαραίτητο για την εφαρμογή του υποδείγματος.
3. Η έλλειψη οικονομικών στοιχείων που χρειάζονται για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών του υποδείγματος z-score.

Οι συνεταιρισμοί φαρμακευτικών επιχειρήσεων αρχικά ήταν 22. Από αυτές αφαιρέθηκαν τέσσερις γιατί έχουν δραστηριότητα δύο έως τρία έτη μόνο, οπότε και δεν είναι εφικτό ο υπολογισμός του z-score για την τελευταία πενταετία²⁶.

Βασικοί πελάτες των φαρμακευτικών εταιρειών είναι φυσικά τα φαρμακεία και τα νοσοκομεία. Η ζήτηση του φαρμακευτικού κλάδου προσδιορίζεται, όμως, και από τους καταναλωτές που αγοράζουν τα προϊόντα του χωρίς ιατρική συνταγή μέσω

²⁵ Βλ. παράρτημα πινάκων

²⁶ Βλ. παράρτημα πινάκων

των φαρμακείων. Ο τζίρος που προκύπτει από τους καταναλωτές αυτούς εξαρτάται από παράγοντες δημογραφικούς και εισοδηματικούς.

Οι συνολικές πωλήσεις του κλάδου το 2011 ήταν 7.723,809.493,17€ (Φαρμακευτικές επιχειρήσεις: 6.579.854.442,34€ και Συνεταιρισμοί Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων: 1.143.955.050,83€), όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 7.1 και διάγραμμα 7.5 στην επόμενη παράγραφο. Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται απώλεια εσόδων στις φαρμακευτικές εταιρείες σε τοπικό και ευρωπαϊκό επίπεδο με αποτέλεσμα να επηρεάζεται αρνητικά η ομαλή τροφοδοσία της εγχώριας αγοράς. Την υπό εξέταση περίοδο παρατηρούμε μία αύξηση των εσόδων μέχρι το 2009, περίοδο όπου αρχίζει να γίνεται πιο αισθητή η οικονομική κρίση στην Ελλάδα, και στη συνέχεια έχουμε πτώση των εσόδων. Μάλιστα την πρώτη χρονιά μετά την κορύφωση των εσόδων έχουμε μια σημαντική μείωση της τάξεως των 823.207.481,75€ (περίπου 10%). Αναλυτικότερα, τα ποσοστά μεταβολής του κύκλου εργασιών του κλάδου και των υπό-ομάδων αυτού παρουσιάζονται στον πίνακα 7.2 και στο διάγραμμα 7.6 στην επόμενη παράγραφο.

Οι εξελίξεις διαμορφώνονται σε παγκόσμιο επίπεδο καθώς οι περισσότερες φαρμακαποθήκες αποτελούν θυγατρικές εταιρείες πολυεθνικών και η έρευνα και η ανάπτυξη διεξάγεται κεντρικά από τις μητρικές εταιρείες. Αξίζει να αναφερθεί ότι πολλές από αυτές τις εταιρείες προκειμένου να έχουν μερίδιο αγοράς και σε άλλους κλάδους δραστηριοποιούνται και στα καλλυντικά και τα παραφαρμακευτικά προϊόντα.

Ο κλάδος είναι πλέον απόλυτα και αυστηρά ρυθμιζόμενος όσον αφορά τις άδειες κυκλοφορίας (εγκύκλιος 38889/11-06-2008), την αποθήκευση, τη διασφάλιση ποιότητας, την τιμολόγηση, τα περιθώρια κέρδους σε όλη την αλυσίδα παραγωγής, καθώς και της διάθεσης του κλάδου (Συμπεράσματα Μελέτης Hellastat για το Φαρμακευτικό Κλάδο, 2010 & Κλασική Μελέτη Τράπεζας Πειραιώς, 2011). Άλλωστε μια από τια αδυναμίες του κλάδου μέχρι σχετικά πρόσφατα ήταν οι συχνές αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο. Σκοπός όλων αυτών των αλλαγών ήταν να προληφθούν και να κατασταλούν καταστάσεις όπως η διακίνηση πλαστών φαρμάκων και η εισαγωγή αμφισβητούμενης ποιότητας σκευασμάτων τόσο από την Ευρωπαϊκή Ένωση, όσο και από την Ασία. Επίσης, γίνονται προσπάθειες για να βελτιωθεί η μέχρι τώρα καθυστέρηση στην αδειοδότηση γενόσημων. Στην Ελλάδα όλα τα φάρμακα που κυκλοφορούν νόμιμα χορηγούνται με ιατρική συνταγή και

αποζημιώνονται από την Κοινωνική Ασφάλιση, κατά 75%, 90% ή 100%, ανάλογα με την ασθένεια και τα κοινωνικοοικονομικά χαρακτηριστικά του ασθενή²⁷.

Λόγο των σημαντικών δημόσιων δαπανών αλλά και των δημοσιονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζει η Ελλάδα, το σκέλος που αφορά την τιμολόγηση, συνταγογράφηση και εξόφληση φαρμάκων αλλάζει τακτικά, με διαφορετικά αποτελέσματα κάθε φορά.

Παλαιότερα υπήρχε έλλειψη μηχανογράφησης στο σύστημα υγείας, με αρνητικά αποτελέσματα τόσο στα δημόσια οικονομικά όσο και στους ασθενείς – φορολογουμένους, καθώς και στις επιχειρήσεις τους κλάδου. Η προσπάθεια της ηλεκτρονικής παρακολούθησης της συνταγογράφησης, βρίσκει την απόλυτη υποστήριξη της φαρμακευτικής κοινότητας, έχει όμως και απρόβλεπτες συνέπειες στην εξέλιξη της αγοράς. Η υπέρ-συνταγογράφηση είναι ένα ιδιαίτερα έντονο φαινόμενο στην Ελλάδα, αλλά και τις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στις πρακτικές προώθησης που ακολουθούν οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις για τα προϊόντα τους. Εξαίρεση αποτελούν να φάρμακα που δε συνταγογραφούνται, αλλά αγοράζονται από τους καταναλωτές χωρίς την προσκόμιση ιατρικής συνταγής.

Η τιμολόγηση γίνεται από την Επιτροπή Τιμών Φαρμάκων του Υπουργείου Ανάπτυξης. Η τιμή αυτή καθορίζεται με το σύστημα «2+1». Με βάση το σύστημα αυτό η τιμή ενός φαρμάκου προσδιορίζεται από το μέσο όρο των δύο χαμηλότερων τιμών του φαρμάκου που λαμβάνει από τις χώρες της ΕΕ-15 συν την Ελβετία και τη χαμηλότερη τιμή των δέκα κρατών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που εισήλθαν το 2004. Με βάση το εθνικό και το κοινοτικό δίκαιο το Υπουργείο Ανάπτυξης έχει την υποχρέωση να εκδίδει και να δημοσιεύει ανά τρίμηνο Δελτίο Τιμών Φαρμάκων.

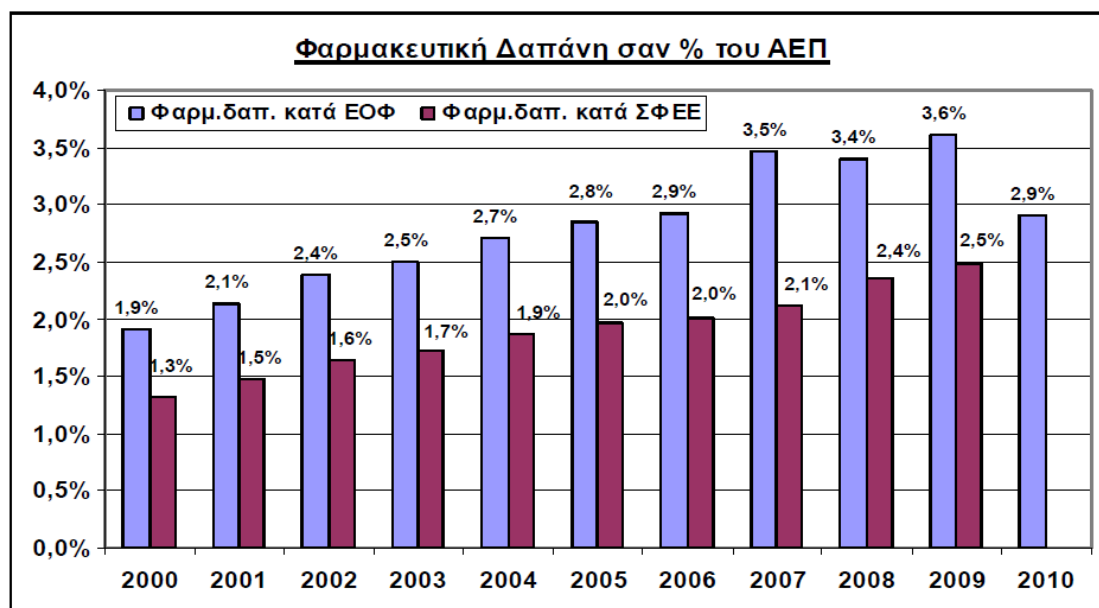
Έχει παρατηρηθεί ότι η δαπάνη για την υγεία έχει αυξητική τάση. Το ίδιο ισχύει και για τη δαπάνη φαρμάκου, αφού είναι άμεσα συνδεδεμένα θέματα. Η αυξητική εξέλιξη της δημόσια φαρμακευτικής δαπάνης στην Ελλάδα, συνδέεται με την αύξηση της κατανάλωσης φαρμάκων ως αποτέλεσμα παραγόντων όπως είναι ο δημογραφικός, ο κοινωνικός και ο οικονομικός παράγοντας. Πιο συγκεκριμένα η

²⁷http://www.eof.gr/web/guest/home?p_p_id=62_INSTANCE_Cu81&p_p_lifecycle=0&p_p_state=maximized&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-2&p_p_col_pos=2&p_p_col_count=11&_62_INSTANCE_Cu81_struts_action=%2Fjournal_articles%2Fview&_62_INSTANCE_Cu81_groupId=12225&_62_INSTANCE_Cu81_articleId=224616&_62_INSTANCE_Cu81_version=1.0 (ανάκτηση 02/12/2012)

αύξηση της φαρμακευτικής δαπάνης οφείλεται στη γήρανση του πληθυσμού, στην αύξηση της άφιξης μεταναστών με νόμιμη άδεια παραμονής και εργασίας, καθώς και στις νέες ανακαλύψεις σε φάρμακα (IOBE, «Η Αγορά Φαρμάκου στην Ελλάδα», 2009 & <http://reviews.in.gr/diaxifismoi/page/?aid=1231099351>).

Όπως προαναφέρθηκε στις πρώτες γραμμές της παραγράφου, ο φαρμακευτικός κλάδος είναι ένας από τους πιο δυναμικούς της ελληνικής οικονομίας. Για να γίνει αυτό πιστευτό, αρκεί να παρατηρήσουμε ότι η φαρμακευτική δαπάνη στη χώρα μας αντιπροσωπεύει περισσότερο από το 3% του ΑΕΠ. Στον κλάδο απασχολούνται περίπου το 1% της συνολικής απασχόλησης. Ενδεικτικά, σύμφωνα με στοιχεία της κλαδικής μελέτης της Τράπεζας Πειραιώς, το 2007, οι απασχολούμενοι στις φαρμακαποθήκες ήταν περίπου 10.000 και στα φαρμακεία περίπου 32.000. Επίσης, οι συνολικές εξαγωγές της χώρας αποτελούνται κατά 5% από φαρμακευτικά προϊόντα, οι εισαγωγές περισσότερο από 6% και το εμπορικό έλλειμμα ευθύνεται κατά 7% από αυτά.

Διάγραμμα 7.2: Φαρμακευτική Δαπάνη



Πηγή: Κλαδική Μελέτη Τράπεζας Πειραιώς, 2011

Μέχρι το 2000, δηλαδή, λίγο πριν την ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η εγχώρια φαρμακοβιομηχανία κάλυπτε μεγάλο μέρος της εγχώριας κατανάλωσης. Μετά την ένταξη μας, μειώθηκε, ενώ από το 2003 και μετά άρχισε πάλι να παρατηρείται ανάπτυξη της εγχώριας παραγωγής (Κλαδική Μελέτη Τράπεζας Πειραιώς, 2011).

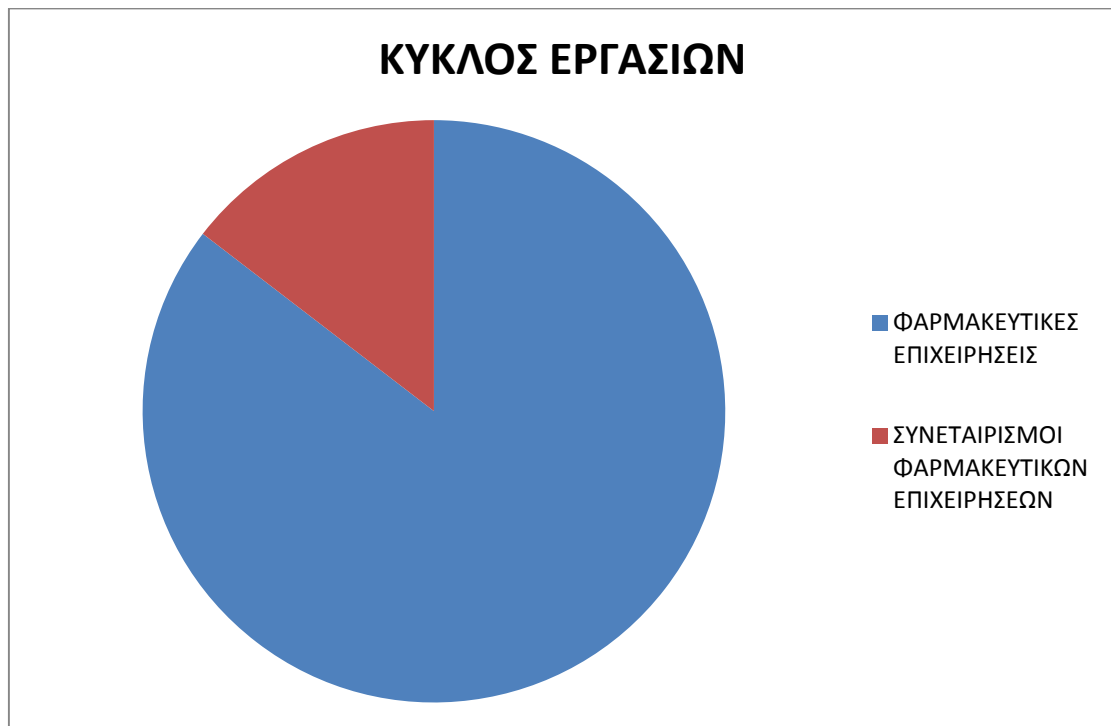
Ο μεγάλος ανταγωνισμός που υπάρχει μεταξύ των φαρμακαποθηκών, λόγω ύπαρξης πολλών στον κλάδο, η μη δυνατότητα εκτέλεσης μεγάλων εκπτώσεων στα φαρμακεία και μια σειρά άλλων προβλημάτων έχουν οδηγήσει στην αλλαγή της πιστωτικής τους πολιτικής. Σύμφωνα με μελέτη της Hellastat η χορήγηση πιστώσεων προς τα φαρμακεία ξεπερνά τους πέντε μήνες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τα φαρμακεία με τα σειρά τους να αντιμετωπίζουν προβλήματα εξόφλησης των συνταγών του Δημοσίου που εκτελούν, με μια ακόμα συνέπεια, αυτής της καθυστέρησης των προμηθευτών τους. Η ίδια μελέτη προσδιορίζει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των απαιτήσεων των φαρμακείων προέρχονται από το Δημόσιο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να αυξάνεται η ανάγκη σε κεφάλαια κίνησης λόγω της καθυστέρησης των εισπράξεων, αλλά και πρόσφατα με τις επισφάλειες και χρεωκοπίες, τόσο για τα φαρμακεία, όσο και για τις φαρμακαποθήκες. Η φαρμακευτική βιομηχανία είναι για πολλούς πελάτες της, ο μεγαλύτερος πιστωτής τους, ακόμα και από τον τραπεζικό τομέα. Η αγορά έχει τέτοια μορφή, που δεν μπορεί να «γεννήσει» νέους πελάτες και δυστυχώς ο «προβληματικός» πελάτης ψωνίζει από όλους και αποκτά γραμμές πιστώσεων μένοντας ζωντανός με πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα.

7.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΡΟΦΙΛ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ²⁸

Το μεγαλύτερο μερίδιο του κλάδου το κατέχουν όπως είναι φυσικό οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις έναντι των συνεταιρισμών, τόσο όσον αφορά τον κύκλο εργασιών όσο και των κερδών προ φόρων, κατά μέσο όρο πενταετίας. Τα παρακάτω διαγράμματα άλλωστε το αποδεικνύουν.

²⁸ Όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία προέρχονται από τους ισολογισμούς των εξεταζόμενων επιχειρήσεων με επεξεργασία της συγγραφέως.

Διάγραμμα 7.3: Μερίδιο Αγοράς στον Κλάδο όσον αφορά τον Κύκλο Εργασιών



Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Διάγραμμα 7.4: Μερίδιο Αγοράς στον Κλάδο όσον αφορά τα Κέρδη προ Φόρων



Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

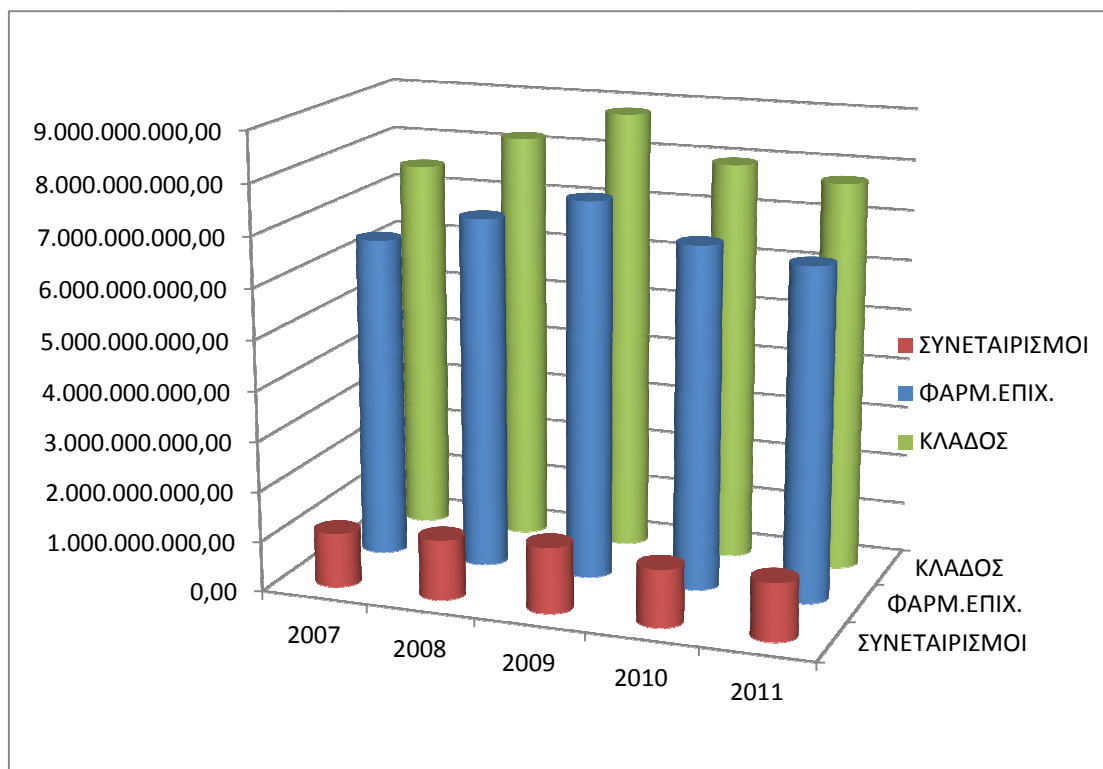
Ο μεγαλύτερος κύκλος εργασιών της πενταετίας επιτεύχθηκε το 2009, ενώ ο μικρότερος το 2007 με μικρή διαφορά σε σχέση με την παρασμένη χρονιά, δηλαδή το 2011, όπου κυμάνθηκε στα 7.723.809.493,17€.

Πίνακας 7.1: Κύκλος Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011

ΤΖΙΡΟΣ				
ΕΤΗ				
2007	2008	2009	2010	2011
6.416.032.986,92	6.996.643.734,79	7.501.422.100,86	6.807.497.822,38	6.579.854.442,34
1.074.879.707,28	1.193.212.503,91	1.305.562.336,12	1.136.279.132,85	1.143.955.050,83
7.490.912.694,20	8.189.856.238,70	8.806.984.436,98	7.943.776.955,23	7.723.809.493,17

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Διάγραμμα 7.5: Διαγραμματική Απεικόνιση Κύκλου Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011



Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

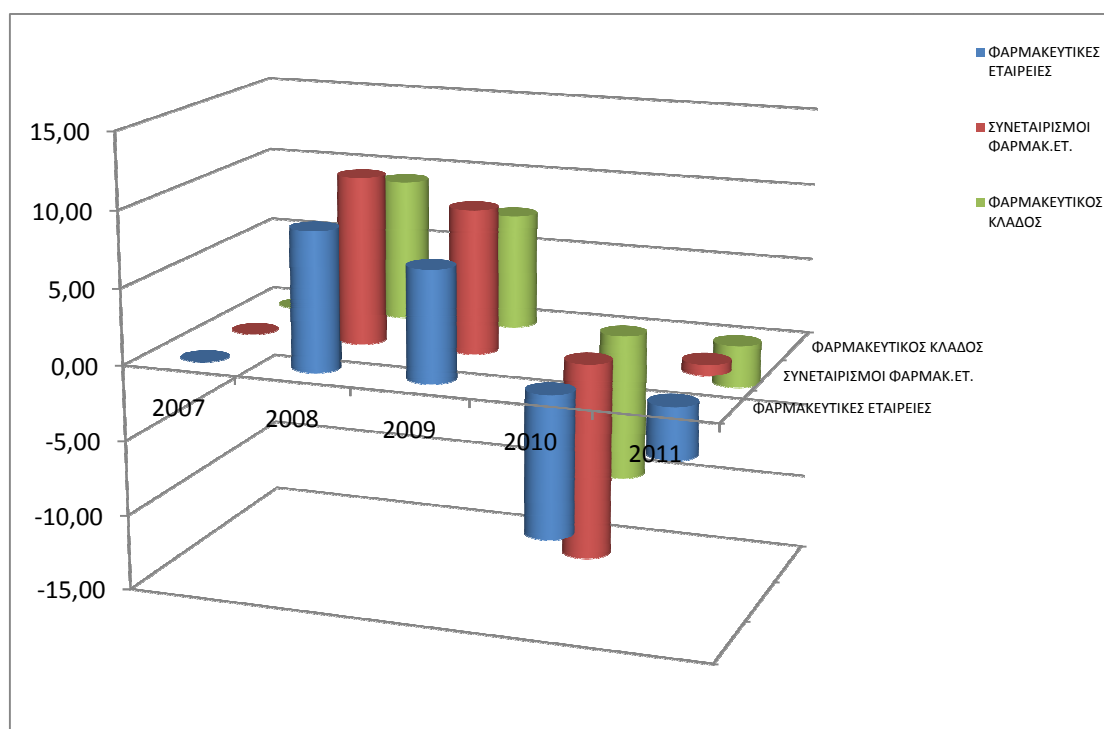
Όποιος και αν είναι ο κύκλος εργασιών του κλάδου, η αρνητική του πορεία διαπιστώνεται πιο αποτελεσματικά υπολογίζοντας την ποσοστιαία μεταβολή του. Όπως φαίνεται και στον επόμενο πίνακα η ποσοστιαία μεταβολή του κύκλου εργασιών έχει πτωτική τάση, λαμβάνοντας αρνητικές τιμές από το 2009 και μετά. Ενώ το 2011 παρουσιάζει μία μικρή βελτίωση.

Πίνακας 7.2: Ποσοστιαία Μεταβολή Κύκλου Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011

ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ				
ΕΤΗ				
2007	2008	2009	2010	2011
--	9,05	7,21	-9,25	-3,34
--	11,01	9,42	-12,97	0,68
--	9,33	7,54	-9,80	-2,77

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Διάγραμμα 7.6: Διαγραμματική Απεικόνιση Ποσοστιαίας Μεταβολής Κύκλου Εργασιών Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011



Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

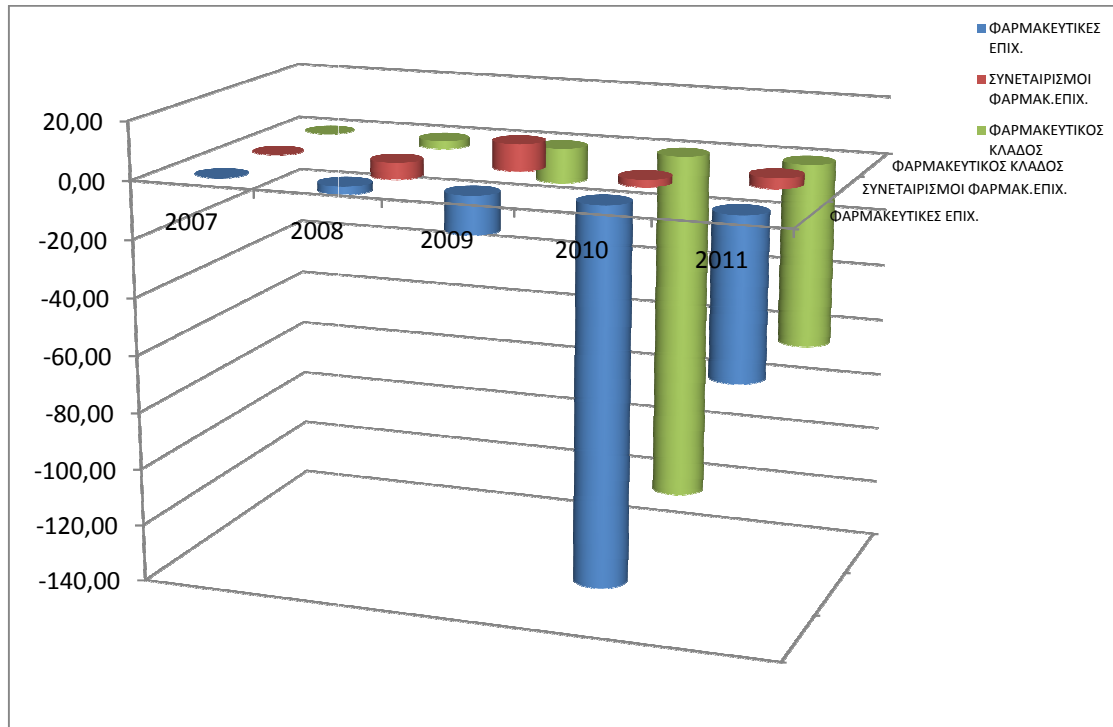
Εξετάζοντας τα καθαρά κέρδη του κλάδου παρατηρούμε σε αντίθεση με τον κύκλο εργασιών μία τρομερή μείωση αυτών, ιδίως το 2010. Η διαπίστωση αυτή κρίνεται ως αναμενόμενη αφού οι περισσότερες εταιρείες του κλάδου είναι ζημιογόνες τη συγκεκριμένη περίοδο. Κατά μέσο όρο πενταετίας οι 116 (ποσοστό 68,24%) επιχειρήσεις από τις 170 της υπό-ομάδας των φαρμακευτικών επιχειρήσεων είναι κερδοφόρες, ενώ οι υπόλοιπες 54 (ποσοστό 31,76%) είναι ζημιογόνες. Το σύνολο των κερδών των 116 επιχειρήσεων είναι 253.351.539,38€, ενώ οι ζημίες των 54 επιχειρήσεων είναι -38.836.449,10€. Από την πλευρά των συνεταιρισμών τα αντίστοιχα αποτελέσματα έχουν ως εξής: από τους 18 συνεταιρισμούς μόνο ένας είναι ζημιογόνος κατά μέσο όρο πενταετίας, η Συνεταιριστική Φαρμακαποθήκη Δυτικής Ελλάδας Α.Ε. με ζημίες ύψους -42.216,45€. Οι υπόλοιπες επιχειρήσεις έχουν συνολικά κέρδη κατά μέσο όρο πενταετίας 14.836.360,12€

Πίνακας 7.3: Ποσοστιαία Μεταβολή Καθαρών Κερδών & Ζημιών Χρήσεως
Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011

ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΑΘΑΡΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ-ΖΗΜΙΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ				
ΕΤΗ				
2007	2008	2009	2010	2011
--	-2,61	-12,89	-128,00	-54,25
--	-5,77	9,26	-2,38	3,57
--	-2,72	-12,19	-123,01	-63,98

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Διάγραμμα 7.7: Διαγραμματική Απεικόνιση Ποσοστιαίας Μεταβολής Καθαρών Κερδών & Ζημιών Χρήσεως Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011



Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Ο μέσος όρος πωλήσεων (κύκλος εργασιών) του κλάδου για την πενταετία είναι 8.031.067.963,66€. Αναλυτικότερα για την ομάδα των φαρμακευτικών επιχειρήσεων είναι 6.860.290.217,46€ και για τους συνεταιρισμούς 1.170.777.746,20€. Τις πρώτες πέντε θέσεις του κύκλου εργασιών του κλάδου τις έχουν οι: Pfizer Ελλάς Α.Ε. με 436.938.193,16€, Novartis Hellas Α.Ε.Β.Ε. με 398.610.094,34€, Sanofi Aventis Α.Ε.Β.Ε. με 357.402.151,46€, Βιανεξ Α.Ε. με 335.647.587,00€ και Roche Hellas Α.Ε. με 285.520.618,12€. Από τους συνεταιρισμούς ο πρώτος σε πωλήσεις είναι ο ΣΥ.ΦΑ. Θεσσαλονίκης Ε.Π.Ε. με 262.399.277,00€²⁹.

Παρατηρώντας τους ισολογισμούς των εξεταζόμενων επιχειρήσεων από την πλευρά των κερδών προ φόρων διαπιστώνουμε τα ακόλουθα: Ο μέσος όρος των κερδών του κλάδου για την πενταετία 2007-2011 είναι 229.309.230,14€. Οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις εμφανίζουν κέρδη 214.515.086,47€ κατά μέσο όρο και οι

²⁹ Βλ. παράρτημα διαγραμμάτων

συνεταιρισμοί 14.794.143,66€. Τα περισσότερα κέρδη με φθίνουσα σειρά έχουν οι: Βιανεξ Α.Ε. με 49.258.666,98€, Sanofi Aventis Α.Ε.Β.Ε. με 40.576.142,39€, Bristol Myers Squibb Α.Ε. με 17.549.321,36€, Φαρμασερβ Λιλλυ ΑΕΒΕ με 14.009.804,28€ και Novartis Hellas Α.Ε.Β.Ε. με 9.769.899,57€. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με τις μεγαλύτερες ζημίες κατά μέσο όρο είναι, επίσης, με φθίνουσα σειρά: Recodratι Hellas Pharmaceuticals Α.Ε. με -2.166.218,56€, Generics Pharma Hellas Ε.Π.Ε. με -2.355.648,28€, Novo Nordisk Ελλάς Ε.Π.Ε. με -2.489.917,28€, Abbott Laboratories Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. με -2.700.521,49€ και Roche Hellas Α.Ε. με -10.682.525,43€. Η Pfizer Ελλάς Α.Ε. αν και εμφανίζεται με το μεγαλύτερο τζίρο κατά μέσο όρο σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες, καταλήγει να έχει μόνο 2.190.559,05€ κέρδη προ φόρων και να βρίσκεται μόλις στην 21^η θέση. Από την πλευρά των συνεταιρισμών, τα μεγαλύτερα κέρδη προ φόρων τα πραγματοποιεί ο Προμηθευτικός Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Αττικής Ε.Π.Ε. με 3.738.378,27€, ενώ τις μεγαλύτερες ζημίες η Συνεταιριστική Φαρμακαποθήκη Δυτικής Ελλάδας Α.Ε. με -42.216,45€³⁰.

Η πτώση του τζίρου και των κερδών ειδικότερα δημιουργούν αρκετά προβλήματα στην πορεία του φαρμακευτικού κλάδου. Η αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων όλο και δυσχεραίνει λόγω των υψηλών χρεών των νοσοκομείων, καθώς και της καθυστέρησης της αποπληρωμής των επιχειρήσεων του φαρμακευτικού κλάδου, γεγονότα που δημιουργούν έντονο πρόβλημα στη ρευστότητα τους. Το τέλος του 2010 έγινε μία προσπάθεια για πληρωμή του μεγαλύτερου μέρους του χρέους από το Δημόσιο για τα έτη 2007-2009, με τριετή άτοκα ομόλογα. Το ποσό των οφειλών που πληρώθηκε ήταν περίπου 5δισ. ευρώ σε ονομαστική αξία. Μετά και το «κούρεμα» των ομολόγων υπολογίζεται ότι με τη λήξη του ομολόγου που δόθηκε στις φαρμακευτικές εταιρείες, θα λάβουν περίπου το 62% της ονομαστικής αξίας τους (Κλαδική Μελέτη Τράπεζας Πειραιώς, 2011).

Λόγο της προαναφερόμενης κατάστασης, οι περισσότερες επιχειρήσεις εξοφλούν τις υποχρεώσεις τους με τα λίγα ρευστά διαθέσιμα τους. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του φαρμακευτικού κλάδου μέχρι το 2010 είχαν αυξητική τάση όπως παρουσιάζεται στους επόμενους δύο πίνακες. Δηλαδή, μέχρι και την έκδοση του ομολόγου. Μετά όμως από την κίνηση αυτή, η κατάσταση έγινε δύσκολη, υπάρχει έλλειψη εμπιστοσύνης ως προς την πίστωση, γι' αυτό και έχουμε πλέον μείωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού το 2011.

³⁰ Βλ. παράρτημα διαγραμμάτων.

Πίνακας 7.4: Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
ΕΤΗ				
2007	2008	2009	2010	2011
3.313.828.297,25	3.799.272.958,01	4.660.780.646,11	4.991.204.935,67	3.765.582.431,89

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Πίνακας 7.5: Ποσοστιαία Μεταβολή Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων
Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011

ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ				
ΕΤΗ				
2007	2008	2009	2010	2011
--	14,65	22,68	7,09	-24,56

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

7.4 ΤΟ Z-SCORE ΤΟΥ Ε. ALTMAN ΓΙΑ ΤΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Όπως έχει προαναφερθεί, το τελικό δείγμα της μελέτης μας αποτελείται από 188 επιχειρήσεις, 170 φαρμακευτικές επιχειρήσεις και 18 συνεταιρισμοί φαρμακευτικών εταιρειών. Το μοντέλο που θα χρησιμοποιηθεί είναι αυτό που εφαρμόζεται στις επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα, μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο ανεξάρτητα από τον κλάδο της δραστηριοποίησής τους, αλλά λειτουργούν σε μια αναπτυσσόμενη αγορά (βλ. κεφάλαιο 6). Να υπενθυμίσουμε ότι οι κριτικές τιμές είναι: α) για τιμές κάτω του 1,10, η επιχείρηση βρίσκεται σε άμεσο κίνδυνο για πτώχευση, β) για τιμές μεταξύ 1,10 και 2,60, οι επιχειρήσεις ανήκουν στην γκριζα ζώνη, και γ) για τιμές πάνω από την κριτική τιμή 2,60, οι επιχειρήσεις είναι ασφαλείς.

Παρατηρώντας τον κλάδο συγκεντρωτικά, οι τιμές δείχνουν ότι βρίσκεται στην γκριζα ζώνη (πίνακας 7.6 και διάγραμμα 7.8). Για τα έτη 2007-2009 η υπό-ομάδα των φαρμακευτικών επιχειρήσεων, έχει υψηλότερη τιμή z-score σε σχέση με τους συνεταιρισμούς. Αντίθετα, από το 2010 και μετά, οι συνεταιρισμοί περνούν στην πρώτη θέση. Ο κλάδος έχει μια πτωτική τάση μέχρι το 2010 ως προς τις τιμές του z-score. Το 2011 εμφανίζει μία μικρή βελτίωση. Μπορεί ο τζίρος των επιχειρήσεων και

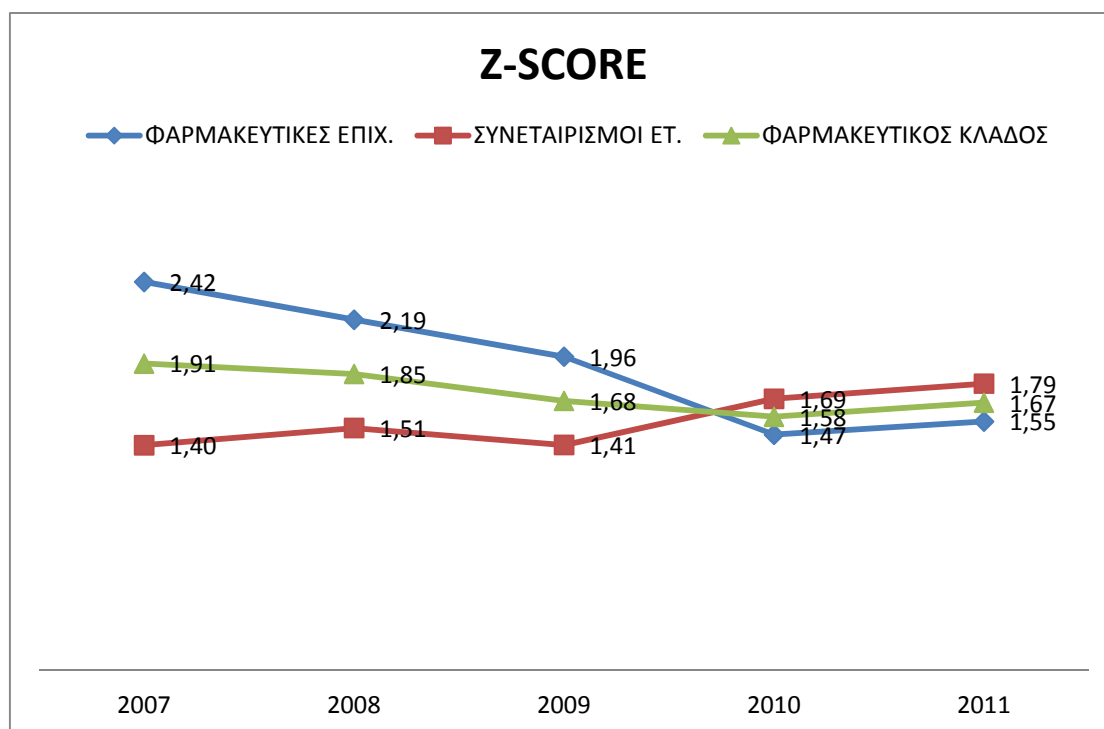
τα καθαρά τους κέρδη προ φόρων να εμφανίζουν το 2011 επιδείνωση, τα λοιπά όμως οικονομικά στοιχεία που προσδιορίζουν τους αριθμοδείκτες του z-score, όπως οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, οδηγούν στη βελτίωση αυτού.

Πίνακας 7.6: Z-SCORE Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011

Z-SCORE				
ΕΤΗ				
2007	2008	2009	2010	2011
2,42	2,19	1,96	1,47	1,55
1,40	1,51	1,41	1,69	1,79
1,91	1,85	1,68	1,58	1,67

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Διάγραμμα 7.8: Διαγραμματική Απεικόνιση Z-Score Φαρμακευτικού Κλάδου 2007-2011



Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Αναλυτικότερα οι επιχειρήσεις με βάση το z-score του κατανέμονται μέσα στην πενταετία ως ακολούθως:

Πίνακας 7.7: Κατανομή Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων με βάση το Z-SCORE ανά έτος

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ Z-SCORE-ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ					
ΕΤΗ					
Z-SCORE	2007	2008	2009	2010	2011
Z<1,10	52	55	50	66	69
Z=1,10		1			
1,10<Z<2,60	51	48	60	48	38
Z=2,60			1	2	
Z>2,60	67	66	59	54	63

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Πίνακας 7.8: Κατανομή Συνεταιρισμών Φαρμακευτικών Εταιρειών με βάση το Z-SCORE ανά έτος

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ Z-SCORE-ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΙ					
ΕΤΗ					
Z-SCORE	2007	2008	2009	2010	2011
Z<1,10	8	8	8	7	4
Z=1,10					
1,10<Z<2,60	7	7	9	9	11
Z=2,60					
Z>2,60	3	3	1	2	3

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Από τις φαρμακευτικές επιχειρήσεις περισσότερο από το 1/3 βρίσκονται στην ασφαλή ζώνη, ενώ από τους συνεταιρισμούς κατά μέσο όρο πενταετίας οι περισσότεροι βρίσκονται στην γκριζα ζώνη. Παρά το γεγονός ότι πρόκειται για επιχειρήσεις που έχουν ενώσει τις δυνάμεις τους για να ανταπεξέλθουν στην αγορά, μόνο μία καταφέρνει να βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη το 2009, ο Προμηθευτικός Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Αττικής Περιορισμένης Ευθύνης. Οι επιχειρήσεις που

ανήκουν στην κάθε ομάδα επιχειρήσεων με βάση τους δύο προηγούμενους πίνακες παρουσιάζονται ονομαστικά στο παράρτημα των πινάκων.

Ενδιαφέρον είναι να εξετάσουμε που κινείται το z-score των επιχειρήσεων που εμφανίζουν το μεγαλύτερο και μικρότερο κύκλο εργασιών, καθώς και αυτών που εμφανίζουν τα μεγαλύτερα κέρδη και τις μεγαλύτερες ζημιές.

Οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις που εμφανίζουν το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών σε μέσο όρο πενταετίας, όπως αυτές τις κατατάξαμε σε προηγούμενη παράγραφο, κινούνται οι περισσότερες στην ασφαλή ζώνη και δεν κινδυνεύουν να πτωχεύσουν (διάγραμμα 3 του παραρτήματος). Συγκεκριμένα:

1. Η Pfizer Ελλάς Α.Ε. τα έτη 2007, 2009 και 2011 βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη, ενώ το 2008 και 2010 βρίσκεται στην γκριζα ζώνη, αλλά με καλές τιμές. Μάλιστα το 2008 είναι οριακά κάτω από την ασφαλή ζώνη.
2. Η Novartis Hellas AEBE λαμβάνει τιμές μεγαλύτερες της κριτική τιμής 2,60 και έχει εδραιώσει μία καλή θέση στην ασφαλή ζώνη.
3. Όπως η Pfizer Ελλάς Α.Ε., έτσι και η Sanofis Aventis AEBE, τα τρία από τα πέντε εξεταζόμενα έτη (2008, 2009, 2011) βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη.
4. Η BIANEΞ Α.Ε. εκτός του 2009 που με τιμή 6,48 βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη, και το 2011 με τιμή 0,71 βρίσκεται στην επικίνδυνη προς πτώχευση ζώνη, τα υπόλοιπα έτη κινείται στην γκριζα ζώνη, αλλά με αρκετά χαμηλές τιμές.
5. Τέλος, η Ρος Ελλάς Α.Ε., ενώ τα μεσαία έτη της εξεταζόμενης πενταετίας 2008-2010 βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη, έχοντας μάλιστα το 2009 υψηλή τιμή 9,94, τα έτη 2007 και 2011 λαμβάνει αρνητικές τιμές με αποτέλεσμα να θεωρείται άκρως επικίνδυνη για πτώχευση.

Από την άλλη πλευρά, οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις που εμφανίζουν τον μικρότερο τζίρο διαθέτουν μια ποικιλομορφία ως προς τα αποτελέσματα τους (διάγραμμα 4 του παραρτήματος). Συγκεκριμένα:

1. Η Generics Therapy ABEE τα δύο από τα πέντε έτη (2007 και 2010) βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη, για άλλα δύο (2009 και 2011)

βρίσκεται στην γκρίζα ζώνη και μόνο το 2008 με τιμή 3,34 βρισκόταν στην ασφαλή ζώνη. Η πορεία της δείχνει ότι προσπαθεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις τις και να βρει λύσεις προκειμένου να μην πτωχεύσει.

2. Η Healdern Hellas A.E. για όλη την εξεταζόμενη πενταετία λαμβάνει αρνητικές τιμές, οπότε είναι μια από τις πιο επικίνδυνες επιχειρήσεις προς πτώχευση.
3. Η Medichrom International A.E. εκτός από το τελευταίο έτος 2011, τα υπόλοιπα έτη βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη. Το 2011 όχι μόνο έχει χειροτερέψει η κατάσταση της, αλλά λαμβάνει z-score αρνητική τιμή (-1,99), με αποτέλεσμα να κατατάσσεται στην επικίνδυνη ζώνη
4. Η Galenus A.E. Φαρμακευτική κινείται σε χαμηλές τιμές z-score. Με εξαίρεση τα έτη 2009 και 2010 που ξεπερνά λίγο την κριτική τιμή 1,10 και την κατατάσσει στην γκρίζα ζώνη, τα υπόλοιπα έτη βρίσκεται στην επικίνδυνη προς πτώχευση ζώνη.
5. Τέλος, η Guidotti Hellas A.E. αν και είναι η επιχείρηση με τον μικρότερο κύκλο εργασιών από όλο μας το δείγμα των φαρμακευτικών επιχειρήσεων, βρίσκεται λόγω των υψηλών τιμών της στην ασφαλή ζώνη. Αυτό οφείλεται κατά βάση στον τέταρτο αριθμοδείκτη της συνάρτησης του Altman, ο οποίος αποδίδει τα ίδια κεφάλαια προς τις συνολικές υποχρεώσεις. Οι συνολικές υποχρεώσεις της συγκεκριμένης εταιρείας είναι πάρα πολύ χαμηλές, με αποτέλεσμα το αριθμοδείκτη να λαμβάνει υψηλές τιμές. Πιθανότατα η εταιρεία να κάνει καλή διαχείριση των ρευστών διαθεσίμων της και να μην επιβαρύνει τις πιστώσεις της. Για την διαπίστωση όμως της συγκεκριμένης άποψης απαιτείται βαθύτερη χρηματοοικονομική διερεύνηση η οποία ξεφεύγει από τα όρια της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Εξετάζοντας τις αντίστοιχες πεντάδες από την πλευρά όμως των καθαρών κερδών και ζημιών κατά μέσο όρο πενταετίας, παρατηρούμε τα ακόλουθα:

Οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν τα περισσότερα κέρδη, από πλευράς z-score (διάγραμμα 6 του παραρτήματος) βρίσκονται είτε στην γκρίζα ζώνη είτε στην ασφαλή κατά το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Για τις Novartis Hellas AEBE, την Sanofis Aventis AEBE και την BIANEΞ A.E., τα αποτελέσματα τους έχουν ήδη

σχολιαστεί λίγες γραμμές παραπάνω, αφού ανήκουν και στην πεντάδα με των μεγαλύτερο κύκλο εργασιών. Όσον αφορά τις Bristol Mayers Squibb A.E. και Φαρμασερβ Λιλλυ ΑΕΒΕ μπορούμε να πούμε τα εξής:

Η πρώτη βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη όλα τα έτη με εξαίρεση το 2010. Όμως και τότε η τιμή της είναι αρκετά υψηλή, λίγο κάτω από το όριο όμως του 2,60. Η δεύτερη τα τρία πρώτα εξεταζόμενα έτη κινείται στην γκριζα ζώνη, αλλά την τελευταία διετία οι τιμές του z-score της έχουν πέσει κάτω από την κριτική τιμή 1,10, με αποτέλεσμα να καταταχθεί στην επικίνδυνη προς πτώχευση ζώνη.

Εξετάζοντας, τώρα, τα αποτελέσματα του z-score των φαρμακευτικών επιχειρήσεων που έχουν κατά μέσο όρο πενταετίας τις μεγαλύτερες ζημίες, παρατηρούμε ότι οι περισσότερες τιμές είναι αρνητικές (διάγραμμα 7 του παραρτήματος). Αξιόλογη προς παρατήρηση είναι η Ρος Ελλάς Α.Ε. η οποία ενώ ανήκει στις επιχειρήσεις με τον μεγαλύτερο κύκλο εργασιών, παράλληλα έρχεται τελευταία ως προς τις μεγάλες ζημίες που έχει δημιουργήσει κατά μέσο όρο πενταετίας. Οι ζημίες αυτές σε μέσο όρο βέβαια εμφανίστηκαν λόγω της αρνητικής πορείας που είχε την τελευταία διετία. Την τελευταία διετία δημιουργήθηκαν οι μεγάλες ζημίες της, λόγω των υψηλών χρεωστικών τόκων που έχει, όπως αυτοί εμφανίζονται από τους ισολογισμούς της επιχείρησης για 2010 και 2011.

Οι Recordati Hellas Pharmaceuticals A.E. και Generics Pharma Hellas E.Π.Ε. έχουν αρνητικό z-score για όλα τα έτη. Και οι δύο εταιρείες έχουν για όλη την εξεταζόμενη πενταετία ζημίες, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται η ρευστότητα τους, άρα και η αποπληρωμή των πιστώσεων τους, καθώς και η έλλειψη κεφαλαίου κίνησης. Όλοι αυτοί οι παράγοντες επηρεάζουν αρνητικά τα z-score τους.

Οι Novo Nordisk Ελλάς E.Π.Ε. και Abbott Laboratories Ελλάς ΑΒΕΕ, ακολουθούν περίπου την ίδια πορεία όσον αφορά τις τιμές του z-score. Εξαίρεση αποτελεί το έτος 2011. Η πρώτη επιχείρηση λαμβάνει μία πολύ χαμηλή και αρνητική τιμή, ενώ η δεύτερη χαμηλή και θετική. Κατά τα άλλα, η πρώτη επιχείρηση βρίσκεται στην γκριζα ζώνη, ενώ η δεύτερη βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη.

Όσον αφορά τους συνεταιρισμούς φαρμακευτικών επιχειρήσεων ενδεικτικά θα εξετάσουμε τις επιχειρήσεις που έχουν τον μεγαλύτερο τζίρο, τον μικρότερο τζίρο,

τα περισσότερα κέρδη και τις μεγαλύτερες ζημίες (διαγράμματα 5 και 8 του παραρτήματος).

Η επιχείρηση που έχει το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών είναι ο Συνεταιρισμός Θεσσαλονίκης Ε.Π.Ε.. Για όλα τα έτη βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη. Το 2011 εισέρχεται δειλά – δειλά στην ασφαλή ζώνη. Η επιχείρηση με τον μικρότερο τζίρο είναι η Συνεταιριστικές Ελληνικές Φαρμακαποθήκες Α.Ε.. Και αυτή η επιχείρηση βρίσκεται στην γκρίζα ζώνη, αλλά σε χαμηλότερα επίπεδα. Το 2009 μπαίνει για λίγο στην επικίνδυνη ζώνη.

Από την πλευρά των κερδών / ζημιών των επιχειρήσεων έχουμε τις εξής διαπιστώσεις. Η επιχείρηση με τα μεγαλύτερα κέρδη είναι ο Προμηθευτικός Συνεταιρισμός Φαρμακοποιών Αττικής Περιορισμένης Ευθύνης. Η επιχείρηση αυτή βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη για όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Αντίθετα, η επιχείρηση που έχει τις μεγαλύτερες ζημίες από τους συνεταιρισμούς είναι η Συνεταιριστική Φαρμακαποθήκη Δυτικής Ελλάδας Α.Ε. Η επιχείρηση αυτή βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη για όλα τα έτη, εκτός του 2009.

Τέλος, αν συγκεντρώσουμε τα αποτελέσματα της πενταετίας μπορούμε να δημιουργήσουμε τον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 7.9: Κατάταξη των επιχειρήσεων με βάση το Z-Score τους

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ Z-SCORE-ΚΛΑΔΟΣ			
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ			
ΖΩΝΗ	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ
ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΗ	53	6	59
ΓΚΡΙΖΑ	66	11	77
ΑΣΦΑΛΗΣ	51	1	52
ΣΥΝΟΛΑ	170	18	188

Πηγή: Ισολογισμοί Φαρμακευτικού Κλάδου & Επεξεργασία Συγγραφέως

Η γενική αυτή κατάταξη φτιάχτηκε λαμβάνοντας υπόψη τα z-score όλης της πενταετίας, δίνοντας όμως περισσότερη έμφαση στα αποτελέσματα της τελευταίας διετίας.

Όπως μπορούμε να διαπιστώσουμε λιγότερο από το 1/3 των επιχειρήσεων του φαρμακευτικού κλάδου ανήκουν στην ασφαλή ζώνη. Και από αυτές μόνο μία όπως έχει προαναφερθεί είναι από τους συνεταιρισμούς. Οι περισσότερες επιχειρήσεις κατατάσσονται στην γκρίζα ζώνη. Στην επικίνδυνη ζώνη βρίσκονται 59 επιχειρήσεις.

Λαμβάνοντας υπόψη την οικονομική κρίση που διέπει τη χώρα μας, μπορούμε να σχολιάσουμε ότι μόνο το 1/3 των επιχειρήσεων κινδυνεύουν να πτωχεύσουν τα επόμενα χρόνια. Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στην γκρίζα ζώνη, έχουν ακόμη τη δυνατότητα να ανακάμψουν και να βγουν από αυτήν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Η πτώχευση είναι μία έννοια πολυδιάστατη. Για το λόγο αυτό στην πραγματικότητα δεν μπορεί ένας μόνο δείκτης να την προβλέψει. Πρέπει να εκτιμηθούν και άλλοι παράγοντες τόσο ποσοτικοί (αριθμοδείκτες, τιμές, κλπ), όσο και ποιοτικοί (κλάδος, οικονομικές συνθήκες, κλπ.).

Το υπόδειγμα που δημιούργησε ο Altman έχει χρησιμοποιηθεί σε πολλές μελέτες και έρευνες από την επιστημονική κοινότητα, και έχει αποτελέσει το βασικό εργαλείο για την αξιολόγηση των επιχειρήσεων. Από τη δημοσίευσή του έχει γίνει αντικείμενο μελέτης και κριτικής και έχουν προταθεί και δημιουργηθεί διάφορες παραλλαγές του (Siskos, Zoroynidis & Poliezos, 1994).

Στα πλεονεκτήματα του μοντέλου συγκαταλέγονται η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του (Gerantonis, Vergos & Christopoulos, 2009), η συνεχής αναβάθμισή του, καθώς και η εύκολη εφαρμογή και πρόσβαση από τους χρήστες. Επίσης, στο συγκεκριμένο υπόδειγμα έναντι των μονομετάβλητων συνδυάζονται πολλοί αριθμοδείκτες ταυτοχρόνως που δίνουν ένα αξιόπιστο αποτέλεσμα, αντί να έχουμε πολλές και διαφορετικές ερμηνείες, οι οποίες καταλήγουν σε όχι και τόσο αξιόπιστα συμπεράσματα. Το συγκεκριμένο μοντέλο είναι ελεύθερα διατεθειμένο σε κάθε έναν που επιθυμεί να το χρησιμοποιήσει και επίσης, υπάρχει δυνατότητα για συνεχή αναβάθμιση του.

Ως μειονέκτημα θεωρείται ότι το μοντέλο κατασκευάστηκε αρχικά για τη μελέτη βιομηχανικών επιχειρήσεων και άρα δεν κάλυπτε όλο το εύρος των επιχειρήσεων και το γεγονός ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες (βασικό εργαλείο κατασκευής του μοντέλου) χαρακτηρίζονται από στατικότητα. Επισημαίνεται επίσης ότι τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την εξαγωγή του αποτελέσματος προέρχονται από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και άρα μπορεί τα στοιχεία αυτά να μην απεικονίζουν την πραγματική κατάστασή τους, αλλά να παρουσιάζονται κατά το δυνατόν βελτιωμένα (Elicox, 1971).

Σύμφωνα με την κριτική του Eisenbeis (1977), όπως αυτή συζητήθηκε και σχολιάστηκε από τους Dimitras, Zanakis & Zorounidis (1996), στο μοντέλο αυτό μπορούν να διαπιστωθούν έξι μειονεκτήματα:

1. Δεν λαμβάνεται υπόψη η αυστηρή υπόθεση της πολυμετάβλητης κανονικής κατανομής των μεταβλητών.
2. Χρησιμοποιείται η γραμμική διαχωριστική ανάλυση αντί της δευτεροβάθμιας. Η επιλογή αυτή δεν είναι αξιόπιστη όταν οι πίνακες διασποράς των ομάδων δεν είναι ίσοι.
3. Μερικές ανεξάρτητες μεταβλητές δεν ερμηνεύονται σωστά.
4. Οι εκ των προτέρων πιθανότητες δεν εκτιμώνται κατάλληλα, όπως και του κόστους των λανθασμένων ταξινομήσεων.
5. Οι ομάδες, πτωχευμένες επιχειρήσεις και μη πτωχευμένες επιχειρήσεις, δεν ορίζονται με σαφή κριτήρια.
6. Υπάρχουν προβλήματα ως προς την εκτίμηση των ποσοστών για τα λάθη ταξινόμησης τύπου I και II.

Ανεξάρτητα από τις κριτικές που έχει λάβει ο E. Altman, τα ποσοστά επιτυχίας της μεθόδου είναι πολύ ικανοποιητικά. Στην παρούσα μελέτη επιλέχθηκαν 188 επιχειρήσεις που ανήκουν στον φαρμακευτικό κλάδο, με σκοπό να μελετηθούν ώστε να προβλέψουμε ποιες επιχειρήσεις από αυτές κινδυνεύουν να πτωχεύσουν. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι 59 επιχειρήσεις βρίσκονται κάτω από τα όρια που ορίζουν την επικίνδυνη ζώνη. Οι υπόλοιπες επιχειρήσεις από τις 188 ανήκουν είτε στην γκρίζα ζώνη, είτε στην ασφαλή ζώνη. Λόγο της οικονομικής κρίσης θεωρούμε ότι ακόμα και αυτές που είναι στην γκρίζα ζώνη, μπορούν να ανατρέψουν την πορεία τους θετικά και να μετακινηθούν στην ασφαλή ζώνη. Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στην επικίνδυνη ζώνη, θα πρέπει να λάβουν πιο δραστικά μέτρα. Γενικά, ο φαρμακευτικός κλάδος την τελευταία πενταετία η επίδοση του είναι ικανοποιητική παρά την επιδείνωση της οικονομικής κρίσης.

Για το φαρμακευτικό κλάδο ένα από τα πιο σημαντικά μέτρα που πρέπει να λάβει είναι η αύξηση των πωλήσεων του, προκειμένου η κάθε επιχείρηση να εδραιώσει τη θέση της στην αγορά. Αυτό μπορεί να συμβεί είτε κάνοντας νέες προσφορές στους τακτικούς πελάτες της, κυρίως με παραφαρμακευτικά προϊόντα που

μπορούν να πωληθούν χωρίς συνταγογράφηση, είτε προσφέροντας υπηρεσίες όπως φροντίδα ασθενών που δεν χρήζουν νοσηλεία. Σημαντικό στοιχείο επίσης είναι το δίκτυο διανομής της κάθε επιχείρησης. το δίκτυο διανομής αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη διατήρηση της θέσης της στην αγορά. Όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενο κεφάλαιο, βασικοί πελάτες των φαρμακευτικών εταιρειών είναι τα φαρμακεία. Ένα καλά οργανωμένο δίκτυο που μπορεί να καλύψει όλη την ελληνική επικράτεια οδηγεί σε αύξηση των πωλήσεων της επιχείρησης.

Όμως και πάλι οι πωλήσεις, δηλαδή η αύξηση του κύκλου εργασιών δεν μπορεί να δώσει την ώθηση στις εξεταζόμενες επιχειρήσεις, γιατί το πραγματικό κέρδος αυτών είναι που δηλώνει την πορεία της. Με διαφορετικά λόγια ο τζίρος δεν είναι ενδεικτικός παράγοντας για την πορεία της επιχείρησης. τα κέρδη όμως προ φόρων είναι αρκετά ενδεικτικός παράγοντας. Η μείωση του κόστους της επιχείρησης είναι βασικός παράγοντας για την ευημερία της. Στο φαρμακευτικό κλάδο, όπως και γενικά στους περισσότερους κλάδους, η μείωση του προσωπικού και η μείωση των χρηματοοικονομικών εξόδων, είναι στρατηγικές που αποφέρουν άμεσα αποτελέσματα στα κέρδη της επιχείρησης.

Για να μειωθούν κυρίως τα χρηματοοικονομικά έξοδα μιας επιχείρησης, πρέπει να μειωθούν οι υποχρεώσεις αυτής. Οι επιχειρήσεις που στηρίζουν τη λειτουργία τους στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, έχουν έλλειψη ρευστότητας, οπότε και κεφαλαίου κίνησης, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να κινηθούν στην αγορά τόσο αποτελεσματικά όσο απαιτείται από τις ανάγκες της αγοράς. Επίσης, μια τέτοια στρατηγική δυσχεραίνει ακόμα περισσότερο την πιστοληπτική τους ικανότητα.

Όλες αυτές οι στρατηγικές και οι αποφάσεις μπορεί να ωθούνται από νούμερα που βρίσκονται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, αλλά η λήψη αποφάσεων γίνεται από τις διοικήσεις αυτών. Μια αναποτελεσματική διοίκηση, μπορεί να λάβει λάθος αποφάσεις και να οδηγήσει την επιχείρηση σε χρηματοοικονομική δυσπραγία καταλήγοντας να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της.

Κλείνοντας την παρούσα διπλωματική εργασία θα θέλαμε να αναφέρουμε ότι, τα εμπειρικά αποτελέσματα είναι αρκετά ενδιαφέροντα, γιατί μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις διοικήσεις των εταιρειών. Αξίζει να υπενθυμίσουμε ότι, η ανάλυση περιελάμβανε οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων χωρίς αυτά να

αναπροσαρμοστούν με βάση τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών. Όσο μπορούμε να γνωρίζουμε, αυτή η εργασία, αποτελεί μια πρώτη ακαδημαϊκή προσπάθεια για να εκτιμηθεί η πτώχευση των επιχειρήσεων που ανήκουν στο φαρμακευτικό κλάδο. Ελπίζουμε, ότι θα αποτελέσει μία μικρή συνεισφορά στο να κατανοηθεί ο κλάδος, και παράλληλα θα θεωρηθεί ως αρχή για να ερευνηθεί ακόμη περισσότερο το θέμα. Μία πρόταση για μελλοντική έρευνα είναι η τροποποίηση των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων του δείγματος όσον αφορά τη φορολογία, τη διανομή των κερδών και τον καταλογισμό των δαπανών τους. Επίσης, λόγω των συνεχών και ταχύτατων αλλαγών στο οικονομικό περιβάλλον της χώρας, καθώς και της άμεσης εξάρτησης του κλάδου από τα οικονομικά του κράτους, η συγκεκριμένη μελέτη χρήζει επικαιροποίησης, μετά από 1 ή 2 έτη, γιατί πολλά είναι τα οικονομικά δεδομένα που θα έχουν αλλάξει.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Γαγάνης Χ., Δούμπος Μ., & Ζουπουνίδης Κ., 2006., Συστήματα Πρόγνωσης της Χρηματοοικονομικής Αποτυχίας: Η Ελληνική Εμπειρία. Αθήνα, εκδ. Κλειδάριθμος.

Ζοπουνίδης Κ., 1996. Πολυκριτήρια Μεθοδολογία και Χρηματοοικονομικό Μάνατζμεντ. εκδ. «ΕΛΛΗΝ».

Λαζαρίδης Γ. Τ., Παπαδόπουλος Δ. Λ., 2005. Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Τεύχος Α΄, Θεσσαλονίκη, Β έκδοση.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Altman, Edward, 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 589-609.

Altman, E., 1971. *Corporate Bankruptcy in America*. Lexington, M.A. Lexington Books.

Altman, E., 1976. A Financial Early Warning System for Over-The-Counter Broker-Dealers. *Journal of Finance*, Vol. XXXI, No4, pp 1203-1207.

Altman, E., 1983. *Corporate Financial Distress. A Complete Guide to Predicting Avoiding and Dealing with Bankruptcy*. Wiley, 4th edition, pp. 99-102.

Altman, Edward, 1983. *Corporate financial distress: A complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy*. John Wiley & Sons, New York.

Altman, Edward, 1993. *Corporate financial distress: A complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy*. 2nd Ed., John Wiley & Sons, New York.

Altman E., 2000. Predicting Financial Distress of Companies: revisiting the z-score and the zeta® models. *Journal of Banking and Finance*. Working Paper.

Altman I.E., Haldeman G.R., and Narayanan P., 1977. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations. *Journal of Banking and Finance I*, pp. 29-54, North Holland Publishing Company.

Altman, E., J. Hartzell, and M. Peck, 1995. *Emerging Markets Corporate Bonds: A Scoring System*. Salomon Brothers Inc, New York.

Apergis N., Sorros J., Artikis P., Zissis V., 2011. Bankruptcy Probability and Stocks Prices: The Effect of Altman Z-Score Information on Stock Prices Through Panel Data. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. Vol. 7, No7, pp689-696.

Bathory A., 1987. *Analysis of Credit: Foundations and Development of Corporate Assessment*. McGraw Hill.

Beaver, W., 1967. Financial Ratios as Predictors of Failure, *Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Supplement. Journal of Accounting Research* 5, 71-127.

Beaver, W., 1968. Alternative Financial Ratios as Predictors of Failure. *Accounting Review* XLIII, 113-122.

Begley J., Ming J. and Watts S., 1996. Bankruptcy classification errors in the 1980s: An empirical analysis of Altman's and Ohlson's models. *Review of Accounting Studies*, pp 267-284.

Botheras D.A., 1979. *Use of a Business Failure Prediction Model for Evaluating Potential and Existing Credit Risk*. Unpublished M.B.A. Research Project, Simon Fraser University.

Christopoulos, A., Vergos, K., 2006. How stock prices react to managerial decisions and other profit signaling events, in the Greek mobile telecom market?. 3rd International Conference on Applied Financial Economics, Samos Island.

Deakin E.B., 1972. A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure. *Journal of Accounting Research*, Vol. 10, No1, pp 167-179.

Dimitras, A.I., Zopounidis, C., Hurson, Ch., 1995. A multicriteria decision aid method for the assessment of business failure risk. *Foundations of Computing and Decision Sciences* 20 (2), 99-112.

Dimitras, A.I., Zanakis, S.H., & Zopounidis, C., 1995. "A Survey of Business Failures with an Emphasis on Prediction Methods and Industrial Applications, *European Journal of Operational Research*, Vol. 90, pp 487-513.

Edmister, R., 1972. An Empirical Test of Financial Ratio Analysis for Small Business Failure Prediction. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Fisher R.A., 1936. The use of Multiple Measures in Taxonomic Problems. *Annals of Eugenics* 7, pp. 179-188.

Gerantonis N., Vergos K., Christopoulos A., 2009. Can Altman Z-score Models Predict Business Failures in Greece?. *Research Journal of International Studies*, Issue 12, p. 21-28.

Grammatikos T. & Gloubos G., 1984. Predicting Bankruptcy of Industrial Firms in Greece. *Περιοδικός «ΣΠΟΥΔΑΙ»*, Τόμος 34, Νο 3-4, Ιούνιος 1984, σσ. 421-443.

R. Haldeman and P. Narayanan, 1977. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations. *Journal of Banking & Finance*, 1.

- Ingbar Y., 1994. Analysis of Financial Statement. Israel Institute of Productivity, chapter 13.
- Jacobi A., 2010. Predicting Bankruptcy: Evidence from Israel. *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No4, pp133-141.
- Joy, O.M., and Tollefson, J.O. 1975. On the financial applications of discriminant analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 101, 723-739.
- Mensah, Y.M., 1984. An examination of the stationarity of multivariate bankruptcy prediction models: A methodological study. *Journal of Accounting Research* 22 (1) 380-395.
- Merwin C, 1942. *Financing Small Corporations*. New York: Bureau of Economic Research.
- Meyer P.A. and Pifer H.W., 1970. Prediction of Bank Failures. *Journal of Finance*, Vol. 25, pp.853-868.
- Palepu K., 1986. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, pp 3-35.
- Samarakoon L.P. & Hasan T., 2003. Altman's Z-score Models of Predicting Corporate Distress: Evidence from the Emerging Sri Lankan Stock Market. *Journal of the Academy of Finance*, Vol. 1, pp. 119-125.
- Siskos Y., Zopounidis C. and Poliezios A. 1994. An integrated DSS for financing Firms by an Industrial Development Bank in Greece. *Decision Support Systems*, Vol.12, p.151-168.
- Smith C., 1947. Some Examples of Discrimination. *Annals of Eugenics* 13, pp.272-282.
- Springate Gordon L.V., 1978. Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm. Unpublished M.B.A. Research Project, Simon Fraser University.
- Vergos, K., Christopoulos A., and J. Mylonakis, 2008. The Impact of Publicity and Press Announcements on Share Prices: An Empirical Study. *The Icfai Journal of Management Research*, vol. VII No 3, pg 35-55.
- Wilcox, Jarrod W., 1971. A simple theory of financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*.
- Zopounidis, C. and Dimitras, A.I., 1998. *Multicriteria Decision Aid Methods for the Prediction of Business Failure*. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ
1	ABBOTT LABORATORIES ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2	ADELCO - ΚΟΛΟΚΟΤΡΩΝΗ ΑΦΟΙ Α.Ε.
3	ALLERTEC HELLAS ΙΑΤΡΙΚΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ - ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ Α.Ε.
4	ASTELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.Β.Ε.
5	ASTRAZENECA ΑΝΩΝΥΜΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
6	ΒΑΧΤΕΡ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
7	BAYER ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
8	BIOMEDICA CHEMICA Α.Ε.
9	BIOSPRAY Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ- ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
10	BOEHRINGER INGELHEIM ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
11	BRISTOL MYERS SQUIBB Α.Ε.
12	CANA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.
13	COUP Α.Β.Ε.Ε.
14	CSL BEHRING ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
15	DEMO ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
16	ELPEN Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
17	FRESENIUS KABI HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
18	GALDERMA ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
19	GALENICA Α.Ε.
20	GE HEALTHCARE Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
21	GENERHARM Α.Ε.
22	GENERICS PHARMA HELLAS Ε.Π.Ε.
23	GENZYME HELLAS Ε.Π.Ε.
24	GILEAD SCIENCES ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
25	GLAXOSMITHKLINE Α.Ε.Β.Ε.
26	HELP Α.Β.Ε.Ε.
27	ITF HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
28	JANSSEN - CILAG Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
29	LUNDBECK HELLAS Α.Ε.
30	MENARINI HELLAS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

31	MERCK SHARP & DOHME ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ,ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
32	NEXUS MEDICALS A.E.
33	NOVARTIS HELLAS A.E.B.E.
34	NOVO NORDISK ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
35	NYCOMED HELLAS A.E.
36	PFIZER ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
37	ΦΑΡΜΑΤΕΝ Α.Β.Ε.Ε.
38	PROEL Ε. Γ. ΚΟΡΩΝΗΣ Α.Ε.
39	REMEDINA Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
40	ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.
41	SANOFI AVENTIS Α.Ε.Β.Ε.
42	SANOPHARM Α.Ε.
43	UCB Α.Ε.
44	UNI-PHARMA ΤΣΕΤΗΣ Κ. Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
45	ΑΛΚΟΝ ΛΑΜΠΟΡΑΤΟΡΙΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
46	ΑΝΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α. Α.Ε.
47	ΑΡΡΙΑΝΙ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
48	ΒΙΑΝ Α.Ε.Β.Ε.
49	ΒΙΑΝΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
50	ΒΙΛΚΟ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
51	ΒΙΟΣΕΡ Α.Ε. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ ΟΡΡΩΝ
52	ΓΚΑΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΓΚΑΠ Α.Ε.
53	ΚΛΕΒΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
54	ΚΟΠΕΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
55	ΛΕΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
56	ΜΕΝΤΙΧΡΩΜ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
57	ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε.
58	ΝΟΒΙΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
59	ΝΟΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
60	Ν. ΠΕΤΣΙΑΒΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
61	ΠΙΕΡ ΦΑΜΠΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑ
62	ΣΕΡΒΙΕ ΕΛΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.
63	ΤΕΤΩΡΟΥ Ι. ΑΦΟΙ Α.Β.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
64	ΙΟΥΛΙΑ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΤΣΕΤΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.

65	ΦΑΡΜΑΝΕΛ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
66	ΦΑΡΜΑΣΕΡΒ ΛΙΛΛΥ Α.Ε.Β.Ε.
67	ΦΑΡΜΕΞ Α.Ε.Τ.Β.Ε.
68	ΦΟΙΝΙΞΦΑΡΜ Ε.Π.Ε.
69	ΩΜΕΓΑ ΦΑΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
70	ΧΡΙΣΠΑ ΑΛΦΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
71	ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ Ε. ΚΑΡΟΥΣΟΥ ΑΚΡΙΒΗ Σ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑ ΑΚΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
72	ΑΛΦΑ ΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
73	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Μ. ΜΑΣΤΡΑΚΟΥΛΗ Ε. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε. CRETARHARM
74	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΙΩΑΝΝ. ΠΟΛ. ΚΑΛΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ FARMAROL Α.Ε.
75	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΙΓΑΙΟΥ Ε.Π.Ε.
76	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ε. ΑΛΕΞΙΔΗ ΦΥΛΑΚΤΙΔΗ Α.Ε.
77	ΑΡΓΩΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
78	ΦΑΡΜΑΚΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΡΓΟΥΣ Α.Ε.
79	ΕΝΦΑΡΕΛ Α.Ε.
80	ΦΑΡΕΜΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
81	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΝΙΚ. ΜΑΥΡΙΤΣΑΚΗΣ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΛΟΥΞ
82	ΦΑΡΜΑΣΤΟΚ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
83	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΦΡΟΝΑΣ Ε.Π.Ε.
84	ΓΕΝΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
85	ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
86	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.
87	ΚΑΣΤΡΙΦΑΡΜ Α.Ε.
88	ΜΑΡΙΟΣ Δ. ΚΑΤΣΙΚΑΣ Α.Ε.
89	ΚΑΖΗΣ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
90	ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΛΑΚΩΝΙΑΣ Α.Ε.
91	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
92	ΜΕΝΤΙΚΟΥΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ-ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ- ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ- ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.

93	MEDONE Α.Φ.Β.Ε.Ε.
94	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΓΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
95	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
96	ΝΑΜΑ Α.Ε.
97	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΝΟΤΟΣΦΑΡΜ Α.Ε.
98	ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.
99	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
100	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.
101	ΦΑΡΜΑΣΤΑΡ ΣΤΑΡΑΚΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
102	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
103	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ι ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Α.Ε.
104	ΤΑΥΓΕΤΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
105	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ VITAFARM Α.Ε.
106	ΑΣΤΕΛΙΟΝ PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
107	ΑΔΗ-ΦΑΡΜ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
108	A-GENERICS THERAPY Α.Β.Ε.Ε.
109	ANGELINI PHARMA HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
110	AQUA VET Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΑ ΦΑΡΜΑΚΑ
111	AURORA PHARMACEUTICALS Α.Ε.
112	ΑΥ.Ι.ΡΗΑΡΜΑ INTERNATIONAL Α.Ε.
113	BENNETT ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
114	CEVA ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
115	CHIESI ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
116	DIORHAR Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
117	DOCTUM ΓΙΟΚΑΡΗΣ Κ. ΚΑΙ ΣΙΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
118	FARMEDIA Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
119	ΦΕΡΡΕΡ ΓΚΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.
120	GALENUS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
121	GUIDOTTI HELLAS Α.Ε.
122	HEALDERM HELLAS Α.Ε.
123	HEALTH PLUS Α.Ε.
124	ΧΕΡΜΠΑΛΑΙΦ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΡΗΣ Α.Ε.Ε.

125	HIPRA ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
126	IASIS PHARMACEUTICALS HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
127	ΙΝΠΑ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
128	INTERVET HELLAS Α.Ε.
129	ΙΡΣΕΝ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
130	ΚΙΤΕ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
131	ΛΑΜΔΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
132	MEDA PHARMACEUTICALS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΙΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΥΓΙΕΙΝΗΣ
133	MEDHEL ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΧΗΜΙΚΗ
134	MEDIAPHARM Ε.Π.Ε.
135	MEDICHROM INTERNATIONAL Α.Ε.
136	MEDICINA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
137	MEDICUS Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
138	ΜΕΝΤΙΣΠΕΣ ΙΑΤΡΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
139	MEDOCHEMIE HELLAS Α.Ε.
140	ΝΕΦΡΟΚΛΙΝΙΚ Α.Β.Ε.Ε. ΙΑΤΡΙΚΑ ΕΙΔΗ
141	ΝΕΟΓΕΝ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
142	ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Α. Α.Ε.
143	ΟΛΒΟΣ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ Α.Ε.
144	PHARMASWISS HELLAS Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
145	PHARMATEN INDUSTRIAL Α.Ε.
146	PHARMATHEN INTERNATIONAL Α.Ε.
147	PREMIER ΣΟΥΚΙΟΥΡΟΓΛΟΥ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
148	ΠΡΕΒΕΝΤ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
149	ΡΑΦΑΡΜ Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
150	RECORDATI HELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.
151	ROTTAPHARM HELLAS Α.Ε.
152	SIEGER PHARMA Α.Ε.
153	ΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
154	ΒΕΡΜΑ ΝΤΡΑΓΚΣ Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
155	VETHELLAS Α.Ε.Β.Ε.
156	VICAN ΑΝΑΓΝΩΣΤΑΚΗΣ Ν. Α.Ε.
157	ΒΙΒΑΦΑΡΜ Α.Ε.
158	ΒΟΚΑΤΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.

159	ΒΙΟΦΑΡΜ Α.Ε.
160	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
161	ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ. Ε.Π.Ε.
162	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
163	ΕΛ ΡΗΑΡΜ Ε.Π.Ε.
164	ΦΑΡΜΑΣΥΝ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
165	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΥΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
166	ΕΙΡΗΝΗ Κ. ΜΑΡΚΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
167	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ MEDISYL Α.Ε.
168	ΞΥΔΙΑΣ Κ. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
169	ΠΡΟΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΕΜΠΟΡΙΑ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
170	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Κ. ΣΙΑΜΠΛΗ Α.Ε.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΡΤΑΣ Α.Ε. ΣΥΦΑΡΤ Α.Ε.
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
3	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ Α.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ Α.Ε.
5	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΚΡΗΤΗΣ ΣΥΝ. Π.Ε. ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.
6	ΠΕΙΡΑΙΚΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ Π.Ε.
7	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε. ΣΥΝ.ΦΑ. 3
8	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ -ΣΥΝΦΑ Α.Ε.
9	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Σ.Π.Ε.
10	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ
11	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
12	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΣΙΘΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ.ΦΑ.Λ. Α.Ε.
13	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΕΘΥΜΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΣΥ.ΦΑ.Ρ. Α.Ε.
14	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ Α.Ε.
15	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΣΤΕΡΕΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΝ.ΦΑ. 4 Α.Ε.
16	ΣΥ.ΦΑ.ΠΕΛ. Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
17	ΣΥ.ΦΑ.ΚΟ. Α.Ε.
18	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Z-SCORE ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ						
Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	Z-SCORE				
		ΕΤΗ				
		2007	2008	2009	2010	2011
1	ABBOTT LABORATORIES ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	4,44	4,55	3,51	1,80	0,23
2	ADELCO - ΚΟΛΟΚΟΤΡΩΝΗ ΑΦΟΙ Α.Ε.	-1,80	-1,39	-1,73	-2,40	-2,15
3	ALLERTEC HELLAS ΙΑΤΡΙΚΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ - ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ Α.Ε.	0,97	2,85	3,40	2,65	2,04
4	ASTELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.Β.Ε.	2,55	2,38	2,83	1,28	3,56
5	ASTRAZENECA ΑΝΩΝΥΜΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	4,53	5,20	5,70	0,95	2,74
6	BACTER ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.	5,21	5,57	5,54	3,59	4,09
7	BAYER ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	2,34	2,38	2,29	1,17	3,40
8	BIOMEDICA CHEMICA Α.Ε.	1,63	1,02	1,23	0,09	-0,42
9	BIOSPRAY Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ	2,67	2,46	2,93	3,19	4,00
10	BOEHRINGER INGELHEIM ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	3,17	3,02	2,33	2,09	2,75
11	BRISTOL MYERS SQUIBB Α.Ε.	4,17	4,14	3,39	2,23	7,08
12	CANA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.	2,93	2,73	2,13	1,81	1,54
13	COUP Α.Β.Ε.Ε.	3,21	2,59	3,02	1,13	1,85
14	CSL BEHRING ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.	0,71	0,49	-0,17	-0,04	-1,69
15	DEMO ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ	3,00	1,99	2,03	1,79	2,02
16	ELPEN Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	3,88	4,22	3,79	3,28	3,31
17	FRESENIUS KABI HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	4,00	3,13	2,51	-0,83	1,79
18	GALDERMA ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	5,28	2,21	2,76	0,57	0,02
19	GALENICA Α.Ε.	3,32	2,99	2,36	1,84	1,13
20	GE HEALTHCARE Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	4,73	0,88	1,00	-0,72	1,03
21	GENERHARM Α.Ε.	-0,43	0,67	0,53	-0,63	-0,36
22	GENERICS PHARMA HELLAS Ε.Π.Ε.	-12,07	-15,02	-7,59	-7,70	-6,91
23	GENZYME HELLAS Ε.Π.Ε.	0,62	0,62	0,61	0,44	0,10
24	GILEAD SCIENCES ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.	0,74	0,64	1,27	1,66	0,61
25	GLAXOSMITHKLINE Α.Ε.Β.Ε.	8,66	8,47	8,01	5,12	10,56
26	HELP Α.Β.Ε.Ε.	1,78	1,42	1,66	1,71	0,85
27	ITF HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	-2,37	-0,89	-2,04	-6,50	-1,57
28	JANSSEN - CILAG Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	1,89	1,79	0,92	-0,38	3,31
29	LUNDBECK HELLAS Α.Ε.	3,61	3,12	4,18	4,53	4,14
30	MENARINI HELLAS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	7,85	4,84	5,39	6,32	5,83

31	MERCK SHARP & DOHME ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ,ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	3,19	2,01	1,29	-0,62	-1,21
32	NEXUS MEDICALS A.E.	0,42	-0,59	-0,70	-3,42	-2,44
33	NOVARTIS HELLAS A.E.B.E.	2,59	3,71	2,99	1,34	3,23
34	NOVO NORDISK ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.	1,55	2,22	1,84	1,54	-16,40
35	NYCOMED HELLAS A.E.	4,39	3,81	2,26	2,44	3,74
36	PFIZER ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	3,60	3,49	2,12	1,26	-0,56
37	ΦΑΡΜΑΤΕΝ Α.Β.Ε.Ε.	3,83	3,40	4,14	2,96	3,01
38	PROEL Ε. Γ. ΚΟΡΩΝΗΣ Α.Ε.	1,54	3,48	1,94	2,05	1,41
39	REMEDINA Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ	-2,54	-1,85	-3,58	-8,16	-8,85
40	ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.	4,21	5,37	5,42	0,71	-3,77
41	SANOFI AVENTIS Α.Ε.Β.Ε.	6,77	8,33	5,37	6,48	9,94
42	SANOPHARM Α.Ε.	16,76	2,70	6,94	6,48	9,93
43	UCB Α.Ε.	4,05	3,96	3,96	0,96	-0,18
44	UNI-PHARMA ΤΣΕΤΗΣ Κ. Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	8,32	4,61	5,34	5,71	4,35
45	ΑΛΚΟΝ ΛΑΜΠΟΡΑΤΟΡΙΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	1,44	1,23	1,37	0,36	-0,18
46	ΑΝΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α. Α.Ε.	2,25	2,23	2,54	2,44	2,97
47	ΑΡΡΙΑΝΙ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	2,23	-1,62	-0,87	-2,25	-2,60
48	ΒΙΑΝ Α.Ε.Β.Ε.	0,90	1,47	2,11	1,08	1,35
49	ΒΙΑΝΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	2,08	4,30	1,67	1,46	2,96
50	ΒΙΛΚΟ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ	2,32	1,49	1,98	2,15	1,42
51	ΒΙΟΣΕΡ Α.Ε. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ ΟΡΡΩΝ	0,87	0,85	1,36	2,32	1,34
52	ΓΚΑΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΓΚΑΠ Α.Ε.	3,07	2,66	1,87	2,41	3,25
53	ΚΛΕΒΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	0,53	1,23	1,32	-0,53	-0,75
54	ΚΟΠΕΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	0,12	0,51	1,39	0,60	-0,59
55	ΛΕΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	0,77	0,48	-0,15	-3,25	4,94
56	ΜΕΝΤΙΧΡΩΜ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	2,57	2,58	1,99	0,23	0,19
57	ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε.	0,37	0,00	1,08	-0,82	-4,30
58	ΝΟΒΙΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ	-5,01	-4,17	-4,16	-6,44	-6,97
59	ΝΟΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ	1,98	1,67	1,17	0,93	2,09
60	Ν. ΠΕΤΣΙΑΒΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	3,13	3,28	3,01	3,28	3,14
61	ΠΙΕΡ ΦΑΜΠΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑ	4,83	3,28	3,44	2,65	-1,57
62	ΣΕΡΒΙΕ ΕΛΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.	4,52	5,66	7,86	3,45	5,68
63	ΤΕΤΩΡΟΥ Ι. ΑΦΟΙ Α.Β.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΩΝ	1,17	0,67	-1,66	-2,83	-2,87
64	ΙΟΥΛΙΑ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΤΣΕΤΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.	53,18	10,74	20,71	20,94	16,12

65	ΦΑΡΜΑΝΕΛ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	3,54	2,96	2,82	3,02	3,83
66	ΦΑΡΜΑΣΕΡΒ ΛΙΛΛΥ Α.Ε.Β.Ε.	1,90	2,18	1,72	0,68	0,84
67	ΦΑΡΜΕΞ Α.Ε.Τ.Β.Ε.	1,24	1,06	1,14	-0,43	0,00
68	ΦΟΙΝΙΞΦΑΡΜ Ε.Π.Ε.	0,12	-0,37	1,29	-0,11	1,12
69	ΩΜΕΓΑ ΦΑΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	1,20	-0,38	1,09	1,84	-0,25
70	ΧΡΙΣΠΑ ΑΛΦΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	-3,60	-7,25	-9,46	-15,88	-17,98
71	ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ Ε. ΚΑΡΟΥΣΟΥ ΑΚΡΙΒΗ Σ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑ ΑΚΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ	2,76	3,35	3,58	3,47	4,00
72	ΑΛΦΑ ΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	1,25	1,24	1,20	1,58	1,07
73	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Μ. ΜΑΣΤΡΑΚΟΥΛΗ Ε. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε. CΡΕΤΑΡΗΑΡΜ	3,46	3,68	3,56	3,68	3,13
74	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΙΩΑΝΝ. ΠΟΛ. ΚΑΛΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ FARMAROL Α.Ε.	0,83	0,87	1,40	1,26	0,24
75	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΙΓΑΙΟΥ Ε.Π.Ε.	0,96	1,00	-1,77	0,15	1,48
76	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ε. ΑΛΕΞΙΔΗ ΦΥΛΑΚΤΙΔΗ Α.Ε.	2,24	1,14	2,08	2,62	2,32
77	ΑΡΓΩΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	3,52	2,71	2,77	3,06	1,74
78	ΦΑΡΜΑΚΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΡΓΟΥΣ Α.Ε.	0,31	-0,06	0,37	-0,12	0,41
79	ΕΝΦΑΡΕΛ Α.Ε.	0,46	0,52	0,64	0,18	0,27
80	ΦΑΡΕΜΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	2,00	1,86	0,99	1,77	3,24
81	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΝΙΚ. ΜΑΥΡΙΤΣΑΚΗΣ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΛΟΥΞ	2,13	1,86	1,07	1,22	0,94
82	ΦΑΡΜΑΣΤΟΚ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	1,80	1,42	1,85	2,17	2,83
83	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΦΡΟΝΑΣ Ε.Π.Ε.	1,55	0,56	0,51	0,40	0,62
84	ΓΕΝΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.	1,45	2,40	2,43	0,99	0,19
85	ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	0,03	-0,55	-0,37	0,16	1,08
86	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.	2,62	2,99	2,61	2,60	1,84
87	ΚΑΣΤΡΙΦΑΡΜ Α.Ε.	1,64	0,86	1,12	1,54	4,05
88	ΜΑΡΙΟΣ Δ. ΚΑΤΣΙΚΑΣ Α.Ε.	0,92	0,75	1,05	0,91	0,72
89	ΚΑΖΗΣ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ	2,77	2,83	2,54	3,35	3,45
90	ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΛΑΚΩΝΙΑΣ Α.Ε.	1,45	1,18	1,73	1,65	1,45
91	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	0,72	0,89	1,06	1,24	1,26
92	ΜΕΝΤΙΚΟΥΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ-ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ- ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ- ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	1,47	1,32	0,80	0,81	-0,19

93	MEDONE Α.Φ.Β.Ε.Ε.	1,04	-1,15	-8,85	-14,01	-5,58
94	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΓΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	0,35	-0,08	0,83	0,77	0,83
95	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ	3,88	0,99	1,75	2,09	3,31
96	ΝΑΜΑ Α.Ε.	1,77	2,20	2,01	2,08	6,36
97	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΝΟΤΟΣΦΑΡΜ Α.Ε.	-0,03	-0,10	0,11	0,13	-0,09
98	ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.	2,23	2,23	1,58	1,93	2,50
99	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	1,70	0,85	1,06	0,98	0,78
100	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.	0,14	-0,34	-0,71	-0,50	0,02
101	ΦΑΡΜΑΣΤΑΡ ΣΤΑΡΑΚΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ	5,50	5,00	6,79	8,22	8,40
102	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1,68	1,79	1,68	1,66	3,32
103	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ι ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Α.Ε.	3,31	2,92	2,58	3,48	3,58
104	ΤΑΥΓΕΤΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	1,49	1,75	1,62	1,33	1,34
105	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΒΙΤΑΦΑΡΜ Α.Ε.	4,34	3,59	2,24	4,22	4,92
106	ΑΣΤΕΛΙΟΝ PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	1,55	5,72	3,96	3,01	2,86
107	ΑΔΗ-ΦΑΡΜ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.	1,05	0,87	0,69	0,29	0,51
108	A-GENERICS THERAPY A.B.E.E.	-1,02	3,34	2,34	0,79	1,57
109	ANGELINI PHARMA HELLAS A.B.E.E.	5,44	1,79	2,71	0,98	-7,54
110	AQUA VET Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΑ ΦΑΡΜΑΚΑ	5,17	5,44	4,38	7,31	7,66
111	AURORA PHARMACEUTICALS Α.Ε.	5,33	7,49	6,81	2,97	6,80
112	AV.I.PHARMA INTERNATIONAL Α.Ε.	0,05	0,64	0,83	3,06	0,05
113	BENNETT ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	2,07	0,38	-0,72	2,00	1,72
114	CEVA ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.	4,51	4,31	4,53	4,78	5,50
115	CHIESI ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	2,98	3,43	3,61	3,57	3,05
116	DIORHAR Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	1,37	1,55	1,11	0,65	1,12
117	DOCTUM ΓΙΟΚΑΡΗΣ Κ. ΚΑΙ ΣΙΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	12,77	5,77	4,70	4,33	4,05
118	FARMEDIA Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ	1,07	1,05	1,03	-0,22	0,19
119	ΦΕΡΡΕΡ ΓΚΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.	3,87	4,77	1,14	1,60	1,25
120	GALENUS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	1,05	0,63	1,22	1,70	0,34
121	GUIDOTTI HELLAS Α.Ε.	20,91	69,65	16,44	19,94	30,89
122	HEALDERM HELLAS Α.Ε.	-2,15	-1,95	-1,42	-1,83	-1,53
123	HEALTH PLUS Α.Ε.	2,67	1,99	2,65	1,64	0,84
124	ΧΕΡΜΠΑΛΑΙΦ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΡΗΣ Α.Ε.Ε.	-0,06	1,03	0,57	-1,35	-2,04

125	ΗΙΡΡΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ	4,29	3,70	3,46	3,72	4,28
126	ΙΑΣΙΣ PHARMACEUTICALS HELLAS Α.Β.Ε.Ε.	0,32	1,05	2,19	0,26	1,84
127	ΙΝΠΑ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ	0,09	2,81	3,68	3,90	4,31
128	INTERVET HELLAS Α.Ε.	1,97	1,93	0,60	0,75	1,33
129	ΙΡΣΕΝ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	5,89	5,59	5,44	5,22	5,29
130	ΚΙΤΕ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.	4,33	3,80	6,41	4,78	4,88
131	ΛΑΜΔΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ	3,65	10,56	8,34	2,60	-0,60
132	ΜΕΔΑ PHARMACEUTICALS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΙΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΥΓΙΕΙΝΗΣ	1,04	1,16	1,72	0,92	1,62
133	ΜΕΔΗΕΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΧΗΜΙΚΗ	6,32	6,63	6,20	14,40	13,86
134	ΜΕΔΙΑΡΗΑΡΜ Ε.Π.Ε.	0,61	2,40	8,16	9,88	-0,37
135	ΜΕΔΙΧΡΟΜ INTERNATIONAL Α.Ε.	2,96	4,06	3,07	2,97	-1,99
136	ΜΕΔΙCΙΝΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	0,13	-4,78	-1,15	0,48	-0,78
137	ΜΕΔΙCΙC Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ	0,70	0,78	0,59	-0,14	-0,02
138	ΜΕΝΤΙCΠΕC ΙΑΤΡΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	2,64	3,81	3,79	3,11	1,85
139	ΜΕΔΟCΗΜΙΕ HELLAS Α.Ε.	-19,27	-33,22	-10,49	-31,08	-26,43
140	ΝΕΦΡΟΚΛΙΝΙΚ Α.Β.Ε.Ε. ΙΑΤΡΙΚΑ ΕΙΔΗ	5,31	5,84	4,21	5,67	8,96
141	ΝΕΟΓΕΝ ΜΟΝΟΠΡΟCΩΠΗ Ε.Π.Ε.	3,25	3,27	2,51	2,33	2,37
142	ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟC Α. Α.Ε.	6,66	5,88	5,67	6,40	7,64
143	ΟΛΒΟC ΕΠΙCΤΗΜΟΝΙΚΗ Α.Ε.	0,59	0,54	0,95	0,22	0,77
144	ΡΗΑΡΜΑCWISS HELLAS Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟC ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ	2,94	2,93	3,21	1,55	1,91
145	ΡΗΑΡΜΑΤΕΝ INDUSTRIAL Α.Ε.	4,51	4,79	4,96	5,67	7,14
146	ΡΗΑΡΜΑΤΗΝ INTERNATIONAL Α.Ε.	0,78	1,49	-0,18	0,00	3,16
147	ΠΡΕΜΙΕΡ CΟΥΚΙΟΥΡΟΓΛΟΥ ΕΛΛΑC Α.Ε.	3,71	3,63	3,54	3,63	2,87
148	ΠΡΕΒΕΝΤ ΕΛΛΑC Α.Β.Ε.Ε.	1,94	1,50	2,04	2,69	3,09
149	ΡΑΦΑΡΜ Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ	1,80	1,06	1,99	2,90	2,86
150	RECORDATI HELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.	-16,12	-15,72	-22,52	-12,71	-0,05
151	ΡΟΤΤΑΡΗΑΡΜ HELLAS Α.Ε.	4,16	3,45	2,33	3,45	-7,25
152	SIEGER PHARMA Α.Ε.	-6,48	-9,03	-10,06	-6,60	-6,84
153	ΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ	2,04	2,29	3,00	2,14	2,16
154	ΒΕΡΜΑ ΝΤΡΑΓΚC Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ	4,12	6,43	5,95	5,68	-2,00
155	VETHELLAS Α.Ε.Β.Ε.	5,66	4,17	5,40	4,76	4,70
156	VICAN ΑΝΑΓΝΩCΤΑΚΗC Ν. Α.Ε.	1,42	3,34	4,63	3,71	5,47
157	VIBAΦΑΡΜ Α.Ε.	-0,06	1,57	2,72	3,39	3,04
158	ΒΟΚΑΤΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	1,19	1,10	0,71	0,68	1,29

159	ΒΙΟΦΑΡΜ Α.Ε.	1,95	1,05	-0,11	0,83	-0,77
160	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	0,59	2,96	3,25	2,95	2,11
161	ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ. Ε.Π.Ε.	2,65	2,39	2,10	2,16	3,37
162	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	1,87	2,00	2,60	3,76	3,54
163	EL PHARM Ε.Π.Ε.	1,05	0,50	0,40	0,84	0,87
164	ΦΑΡΜΑΣΥΝ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	2,16	1,51	1,52	2,75	1,93
165	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΥΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1,17	1,07	0,67	-0,01	-0,81
166	ΕΙΡΗΝΗ Κ. ΜΑΡΚΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	2,34	2,32	2,20	2,37	2,03
167	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ MEDISYL Α.Ε.	1,53	1,57	1,34	1,41	1,31
168	ΞΥΔΙΑΣ Κ. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.	1,65	2,28	1,83	2,32	2,98
169	ΠΡΟΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΕΜΠΟΡΙΑ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ	1,64	2,30	1,76	2,08	1,94
170	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Κ. ΣΙΑΜΠΛΗ Α.Ε.	0,07	2,07	1,58	1,70	1,56
	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	2,42	2,19	1,96	1,47	1,55

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Z-SCORE ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΝΑ ΕΤΟΣ &
ΑΝΑ ΖΩΝΗ

	Έτος: 2007 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ADELCO - ΚΟΛΟΚΟΤΡΩΝΗ ΑΦΟΙ Α.Ε.
2	ALLERTEC HELLAS ΙΑΤΡΙΚΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ - ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ Α.Ε.
3	CSL BEHRING ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
4	GENERHARM Α.Ε.
5	GENERICS PHARMA HELLAS Ε.Π.Ε.
6	GENZYME HELLAS Ε.Π.Ε.
7	GILEAD SCIENCES ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
8	ITF HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
9	NEXUS MEDICALS Α.Ε.
10	REMEDINA Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
11	ΒΙΑΝ Α.Ε.Β.Ε.
12	ΒΙΟΣΕΡ Α.Ε. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ ΟΡΡΩΝ
13	ΚΛΕΒΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
14	ΚΟΠΕΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
15	ΛΕΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
16	ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε.
17	ΝΟΒΙΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
18	ΦΟΙΝΙΞΦΑΡΜ Ε.Π.Ε.
19	ΧΡΙΣΠΑ ΑΛΦΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
20	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΙΩΑΝΝ. ΠΟΛ. ΚΑΛΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ FARMAROL Α.Ε.
21	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΙΓΑΙΟΥ Ε.Π.Ε.
22	ΦΑΡΜΑΚΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΡΓΟΥΣ Α.Ε.
23	ΕΝΦΑΡΕΛ Α.Ε.
24	ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
25	ΜΑΡΙΟΣ Δ. ΚΑΤΣΙΚΑΣ Α.Ε.
26	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
27	MEDONE Α.Φ.Β.Ε.Ε.
28	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΓΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
29	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΝΟΤΟΣΦΑΡΜ Α.Ε.
30	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.
31	ΑΔΗ-ΦΑΡΜ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
32	A-GENERICS THERAPY Α.Β.Ε.Ε.
33	ΑΥ.Ι.ΡΗΑΡΜΑ INTERNATIONAL Α.Ε.
34	FARMEDIA Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
35	GALENUS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
36	HEALDERM HELLAS Α.Ε.
37	ΧΕΡΜΠΑΛΑΙΦ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΡΗΣ Α.Ε.Ε.
38	IASIS PHARMACEUTICALS HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
39	ΙΝΠΑ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
40	MEDA PHARMACEUTICALS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΙΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΥΓΙΕΙΝΗΣ
41	MEDIAPHARM Ε.Π.Ε.
42	MEDICINA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
43	MEDICUS Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
44	MEDOCHEMIE HELLAS Α.Ε.
45	ΟΛΒΟΣ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ Α.Ε.
46	PHARMATHEN INTERNATIONAL Α.Ε.
47	RECORDATI HELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.
48	SIEMER PHARMA Α.Ε.
49	ΒΙΒΑΦΑΡΜ Α.Ε.
50	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
51	EL PHARM Ε.Π.Ε.
52	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Κ. ΣΙΑΜΠΛΗ Α.Ε.

	Έτος: 2007 - Γκρίζα Ζώνη
1	ASTELLAS PHARMACEUTICALS A.E.B.E.
2	BAYER ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
3	BIOMEDICA CHEMICA A.E.
4	HELP Α.Β.Ε.Ε.
5	JANSSEN - CILAG Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
6	NOVARTIS HELLAS Α.Ε.Β.Ε.
7	NOVO NORDISK ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
8	PROEL Ε. Γ. ΚΟΡΩΝΗΣ Α.Ε.
9	ΑΛΚΟΝ ΛΑΜΠΟΡΑΤΟΡΙΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
10	ΑΝΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α. Α.Ε.
11	ΑΡΡΙΑΝΙ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
12	ΒΙΑΝΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
13	ΒΙΛΚΟ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
14	ΜΕΝΤΙΧΡΩΜ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
15	ΝΟΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
16	ΤΕΤΩΡΟΥ Ι. ΑΦΟΙ Α.Β.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
17	ΦΑΡΜΑΣΕΡΒ ΛΙΛΛΥ Α.Ε.Β.Ε.
18	ΦΑΡΜΕΞ Α.Ε.Τ.Β.Ε.
19	ΩΜΕΓΑ ΦΑΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
20	ΑΛΦΑ ΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
21	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ε. ΑΛΕΞΙΔΗ ΦΥΛΑΚΤΙΔΗ Α.Ε.
22	ΦΑΡΕΜΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
23	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΝΙΚ. ΜΑΥΡΙΤΣΑΚΗΣ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΛΟΥΞ
24	ΦΑΡΜΑΣΤΟΚ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
25	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΦΡΟΝΑΣ Ε.Π.Ε.
26	ΓΕΝΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
27	ΚΑΣΤΡΙΦΑΡΜ Α.Ε.
28	ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΛΑΚΩΝΙΑΣ Α.Ε.
29	ΜΕΝΤΙΚΟΥΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ-ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ- ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
30	ΝΑΜΑ Α.Ε.
31	ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.
32	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
33	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
34	ΤΑΥΓΕΤΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
35	ΑΣΤΕΛΙΟΝ ΡΗΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
36	ΒΕΝΝΕΤΤ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
37	ΔΙΟΡΗΑΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
38	ΙΝΤΕΡΒΕΤ ΗΕΛΛΑΣ Α.Ε.
39	ΠΡΕΒΕΝΤ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
40	ΡΑΦΑΡΜ Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
41	ΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
42	ΥΙΣΑΝ ΑΝΑΓΝΩΣΤΑΚΗΣ Ν. Α.Ε.
43	ΒΟΚΑΤΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
44	ΒΙΟΦΑΡΜ Α.Ε.
45	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
46	ΦΑΡΜΑΣΥΝ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
47	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΥΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
48	ΕΙΡΗΝΗ Κ. ΜΑΡΚΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
49	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΔΙΣΥΛ Α.Ε.
50	ΞΥΔΙΑΣ Κ. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
51	ΠΡΟΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΕΜΠΟΡΙΑ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ

	Έτος: 2007 - Ασφαλής Ζώνη
1	ABBOTT LABORATORIES ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2	ASTRAZENECA ΑΝΩΝΥΜΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
3	BAXTER ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
4	BIOSPRAY Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
5	BOEHRINGER INGELHEIM ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
6	BRISTOL MYERS SQUIBB Α.Ε.
7	CANA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.
8	COUP Α.Β.Ε.Ε.
9	DEMO ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
10	ELPEN Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
11	FRESENIUS KABI HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
12	GALDERMA ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
13	GALENICA Α.Ε.
14	GE HEALTHCARE Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
15	GLAXOSMITHKLINE Α.Ε.Β.Ε.
16	LUNDBECK HELLAS Α.Ε.
17	MENARINI HELLAS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
18	MERCK SHARP & DOHME ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ,ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
19	NYCOMED HELLAS Α.Ε.
20	PFIZER ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
21	ΦΑΡΜΑΤΕΝ Α.Β.Ε.Ε.
22	ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.
23	SANOFI AVENTIS Α.Ε.Β.Ε.
24	SANOPHARM Α.Ε.
25	UCB Α.Ε.
26	UNI-PHARMA ΤΣΕΤΗΣ Κ. Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
27	ΓΚΑΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΓΚΑΠ Α.Ε.
28	Ν. ΠΕΤΣΙΑΒΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
29	ΠΙΕΡ ΦΑΜΠΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑ
30	ΣΕΡΒΙΕ ΕΛΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.
31	ΙΟΥΛΙΑ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΤΣΕΤΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.
32	ΦΑΡΜΑΝΕΛ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
33	ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ Ε. ΚΑΡΟΥΣΟΥ ΑΚΡΙΒΗ Σ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑ ΑΚΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
34	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Μ. ΜΑΣΤΡΑΚΟΥΛΗ Ε. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε. CRETAPHARM
35	ΑΡΓΩΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
36	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.
37	ΚΑΖΗΣ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
38	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
39	ΦΑΡΜΑΣΤΑΡ ΣΤΑΡΑΚΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
40	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ι ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Α.Ε.
41	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΝΙΤΑΦΑΡΜ Α.Ε.
42	ANGELINI PHARMA HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
43	AQUA VET Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΑ ΦΑΡΜΑΚΑ
44	AURORA PHARMACEUTICALS Α.Ε.
45	CEVA ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
46	CHIESI ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
47	DOCTUM ΓΙΟΚΑΡΗΣ Κ. ΚΑΙ ΣΙΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
48	ΦΕΡΡΕΡ ΓΚΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.
49	GUIDOTTI HELLAS Α.Ε.
50	HEALTH PLUS Α.Ε.
51	HIPRA ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
52	IPSEN Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
53	ΚΙΤΕ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
54	ΛΑΜΔΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
55	MEDHEL ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΧΗΜΙΚΗ
56	MEDICHROM INTERNATIONAL Α.Ε.
57	ΜΕΝΤΙΣΠΕΣ ΙΑΤΡΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
58	ΝΕΦΡΟΚΛΙΝΙΚ Α.Β.Ε.Ε. ΙΑΤΡΙΚΑ ΕΙΔΗ
59	NEOGEN ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
60	ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Α. Α.Ε. PHARMASWISS HELLAS Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
61	PHARMATEN INDUSTRIAL Α.Ε.
62	PREMIER ΣΟΥΚΙΟΥΡΟΓΛΟΥ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
63	ROTTAPHARM HELLAS Α.Ε.
64	ΒΕΡΜΑ ΝΤΡΑΓΚΣ Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
65	VETHELLAS Α.Ε.Β.Ε.
66	ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ. Ε.Π.Ε.

	Έτος: 2008 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ADELCO - ΚΟΛΟΚΟΤΡΩΝΗ ΑΦΟΙ Α.Ε.
2	BIOMEDICA CHEMICA Α.Ε.
3	CSL BEHRING ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
4	GE HEALTHCARE Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
5	GENERHARM Α.Ε.
6	GENERICIS PHARMA HELLAS Ε.Π.Ε.
7	GENZYME HELLAS Ε.Π.Ε.
8	GILEAD SCIENCES ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
9	ITF HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
10	NEXUS MEDICALS Α.Ε.
11	REMEDINA Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
12	ARRIANI Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
13	ΒΙΟΣΕΡ Α.Ε. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ ΟΡΡΩΝ
14	ΚΟΠΕΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
15	ΛΕΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
16	ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε.
17	ΝΟΒΙΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
18	ΤΕΤΩΡΟΥ Ι. ΑΦΟΙ Α.Β.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
19	ΦΑΡΜΕΞ Α.Ε.Τ.Β.Ε.
20	ΦΟΙΝΙΞΦΑΡΜ Ε.Π.Ε.
21	ΩΜΕΓΑ ΦΑΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
22	ΧΡΙΣΠΑ ΑΛΦΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
23	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΙΩΑΝΝ. ΠΟΛ. ΚΑΛΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ FARMAROL Α.Ε.
24	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΙΓΑΙΟΥ Ε.Π.Ε.
25	ΦΑΡΜΑΚΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΡΓΟΥΣ Α.Ε.
26	ΕΝΦΑΡΕΛ Α.Ε.
27	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΦΡΟΝΑΣ Ε.Π.Ε.
28	ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
29	ΚΑΣΤΡΙΦΑΡΜ Α.Ε.
30	ΜΑΡΙΟΣ Δ. ΚΑΤΣΙΚΑΣ Α.Ε.
31	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
32	MEDONE Α.Φ.Β.Ε.Ε.
33	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΓΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
34	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
35	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΝΟΤΟΣΦΑΡΜ Α.Ε.
36	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
37	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.
38	ΑΔΗ-ΦΑΡΜ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
39	ΑΥ.Ι.ΡΗΑΡΜΑ INTERNATIONAL Α.Ε.
40	BENNETT ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
41	FARMEDIA Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
42	GALENUS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
43	HEALDERM HELLAS Α.Ε.
44	ΧΕΡΜΠΑΛΑΙΦ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΡΗΣ Α.Ε.Ε.
45	IASIS PHARMACEUTICALS HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
46	MEDICINA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
47	MEDICUS Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
48	MEDOCHEMIE HELLAS Α.Ε.
49	ΟΛΒΟΣ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ Α.Ε.
50	ΡΑΦΑΡΜ Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
51	RECORDATI HELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.
52	SIEGER PHARMA Α.Ε.
53	ΒΙΟΦΑΡΜ Α.Ε.
54	EL PHARM Ε.Π.Ε.
55	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΥΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
56	ΒΟΚΑΤΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.

	Έτος 2008 - Γκρίζα Ζώνη
1	ASTELLAS PHARMACEUTICALS A.E.B.E.
2	BAYER ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
3	BIOSPRAY Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
4	COUP Α.Β.Ε.Ε.
5	DEMO ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
6	GALDERMA ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
7	HELP Α.Β.Ε.Ε.
8	JANSSEN - CILAG Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
9	MERCK SHARP & DOHME ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ,ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
10	NOVO NORDISK ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
11	ΑΛΚΟΝ ΛΑΜΠΟΡΑΤΟΡΙΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
12	ΑΝΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α. Α.Ε.
13	ΒΙΑΝ Α.Ε.Β.Ε.
14	ΒΙΛΚΟ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
15	ΚΛΕΒΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
16	ΜΕΝΤΙΧΡΩΜ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
17	ΝΟΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
18	ΦΑΡΜΑΣΕΡΒ ΛΙΛΛΥ Α.Ε.Β.Ε.
19	ΑΛΦΑ ΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
20	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ε. ΑΛΕΞΙΔΗ ΦΥΛΑΚΤΙΔΗ Α.Ε.
21	ΦΑΡΕΜΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
22	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΝΙΚ. ΜΑΥΡΙΤΣΑΚΗΣ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΛΟΥΞ
23	ΦΑΡΜΑΣΤΟΚ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
24	ΓΕΝΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
25	ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΛΑΚΩΝΙΑΣ Α.Ε.
26	ΜΕΝΤΙΚΟΥΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ-ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
27	ΝΑΜΑ Α.Ε.
28	ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.
29	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
30	ΤΑΥΓΕΤΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
31	ANGELINI PHARMA HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
32	DIORHAR Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
33	HEALTH PLUS Α.Ε.
34	INTERVET HELLAS Α.Ε.
35	MEDA PHARMACEUTICALS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΙΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΥΓΙΕΙΝΗΣ
36	MEDIAPHARM Ε.Π.Ε.
37	PHARMATHEN INTERNATIONAL Α.Ε.
38	ΠΡΕΒΕΝΤ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
39	ΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
40	ΒΙΒΑΦΑΡΜ Α.Ε.
41	ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ. Ε.Π.Ε.
42	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
43	ΦΑΡΜΑΣΥΝ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
44	ΕΙΡΗΝΗ Κ. ΜΑΡΚΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
45	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ MEDISYL Α.Ε.
46	ΞΥΔΙΑΣ Κ. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
47	ΠΡΟΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΕΜΠΟΡΙΑ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
48	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Κ. ΣΙΑΜΠΛΗ Α.Ε.

	Έτος: 2008 - Ασφαλής Ζώνη
1	ABBOTT LABORATORIES ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2	ALLERTEC HELLAS ΙΑΤΡΙΚΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ - ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ Α.Ε.
3	ASTRAZENECA ΑΝΩΝΥΜΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
4	ΒΑΧΤΕΡ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
5	ΒΟΕHRINGER INGELHEIM ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
6	BRISTOL MYERS SQUIBB Α.Ε.
7	CANA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.
8	ELPEN Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
9	FRESENIUS KABI HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
10	GALENICA Α.Ε.
11	GLAXOSMITHKLINE Α.Ε.Β.Ε.
12	LUNDBECK HELLAS Α.Ε.
13	ΜΕΝΑΡΙΝΙ HELLAS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
14	NOVARTIS HELLAS Α.Ε.Β.Ε.
15	NYCOMED HELLAS Α.Ε.
16	PFIZER ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
17	ΦΑΡΜΑΤΕΝ Α.Β.Ε.Ε.
18	PROEL Ε. Γ. ΚΟΡΩΝΗΣ Α.Ε.
19	ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.
20	ΣΑΝΟΦΙ ΑΒΕΝΤΙΣ Α.Ε.Β.Ε.
21	ΣΑΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε.
22	UCB Α.Ε.
23	UNI-PHARMA ΤΣΕΤΗΣ Κ. Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
24	ΒΙΑΝΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
25	ΓΚΑΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΓΚΑΠ Α.Ε.
26	Ν. ΠΕΤΣΙΑΒΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
27	ΠΙΕΡ ΦΑΜΠΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑ
28	ΣΕΡΒΙΕ ΕΛΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.
29	ΙΟΥΛΙΑ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΤΣΕΤΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.
30	ΦΑΡΜΑΝΕΛ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
31	ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ Ε. ΚΑΡΟΥΣΟΥ ΑΚΡΙΒΗ Σ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑ ΑΚΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
32	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Μ. ΜΑΣΤΡΑΚΟΥΛΗ Ε. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε. ΣΡΕΤΑΡΗΑΡΜ
33	ΑΡΓΩΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
34	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.
35	ΚΑΖΗΣ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
36	ΦΑΡΜΑΣΤΑΡ ΣΤΑΡΑΚΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
37	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ι ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Α.Ε.
38	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ VITAFARM Α.Ε.
39	ΑCΤΕΛΙΟΝ PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
40	A-GENERIC THERAPY Α.Β.Ε.Ε.
41	ΑQUA VET Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΑ ΦΑΡΜΑΚΑ
42	AURORA PHARMACEUTICALS Α.Ε.
43	CEVA ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
44	CHIESI ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
45	DOCTUM ΓΙΟΚΑΡΗΣ Κ. ΚΑΙ ΣΙΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
46	ΦΕΡΡΕΡ ΓΚΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.
47	GUIDOTTI HELLAS Α.Ε.
48	HIPRA ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
49	ΙΝΠΑ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
50	IPSEN Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
51	ΚΙΤΕ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
52	ΛΑΜΔΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
53	MEDHEL ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΧΗΜΙΚΗ
54	MEDICHROM INTERNATIONAL Α.Ε.
55	ΜΕΝΤΙΣΠΕΣ ΙΑΤΡΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
56	ΝΕΦΡΟΚΛΙΝΙΚ Α.Β.Ε.Ε. ΙΑΤΡΙΚΑ ΕΙΔΗ
57	ΝΕΟΓΕΝ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
58	ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Α. Α.Ε.
59	PHARMASWISS HELLAS Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
60	PHARMATEN INDUSTRIAL Α.Ε.
61	ΠΡΕΜΙΕΡ ΣΟΥΚΙΟΥΡΟΓΛΟΥ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
62	ΡΟΤΤΑΡΗΑΡΜ HELLAS Α.Ε.
63	ΒΕΡΜΑ ΝΤΡΑΓΚΣ Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
64	VETHELLAS Α.Ε.Β.Ε.
65	VICAN ΑΝΑΓΝΩΣΤΑΚΗΣ Ν. Α.Ε.
66	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

	Έτος: 2009 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ADELCO - ΚΟΛΟΚΟΤΡΩΝΗ ΑΦΟΙ Α.Ε.
2	CSL BEHRING ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
3	GE HEALTHCARE Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
4	GENERHARM Α.Ε.
5	GENERIC PHARMA HELLAS Ε.Π.Ε.
6	GENZYME HELLAS Ε.Π.Ε.
7	ITF HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
8	JANSSEN - CILAG Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
9	NEXUS MEDICALS Α.Ε.
10	REMEDINA Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
11	ΑΡΡΙΑΝΙ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
12	ΛΕΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
13	ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε.
14	ΝΟΒΙΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
15	ΤΕΤΩΡΟΥ Ι. ΑΦΟΙ Α.Β.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
16	ΩΜΕΓΑ ΦΑΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
17	ΧΡΙΣΠΑ ΑΛΦΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
18	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΙΓΑΙΟΥ Ε.Π.Ε.
19	ΦΑΡΜΑΚΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΡΓΟΥΣ Α.Ε.
20	ΕΝΦΑΡΕΛ Α.Ε.
21	ΦΑΡΕΜΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
22	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΝΙΚ. ΜΑΥΡΙΤΣΑΚΗΣ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΛΟΥΞ
23	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΦΡΟΝΑΣ Ε.Π.Ε.
24	ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
25	ΜΑΡΙΟΣ Δ. ΚΑΤΣΙΚΑΣ Α.Ε.
26	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
27	ΜΕΝΤΙΚΟΥΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ-ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
28	MEDONE Α.Φ.Β.Ε.Ε.
29	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΓΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
30	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΝΟΤΟΣΦΑΡΜ Α.Ε.
31	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
32	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.
33	ΑΔΗ-ΦΑΡΜ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
34	ΑΥ.Ι.ΡΗΑΡΜΑ INTERNATIONAL Α.Ε.
35	BENNETT ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
36	FARMEDIA Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
37	HEALDERM HELLAS Α.Ε.
38	ΧΕΡΜΠΑΛΑΙΦ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΡΗΣ Α.Ε.Ε.
39	INTERVET HELLAS Α.Ε.
40	MEDICINA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
41	MEDICUS Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
42	MEDOCHEMIE HELLAS Α.Ε.
43	ΟΛΒΟΣ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ Α.Ε.
44	PHARMATHEN INTERNATIONAL Α.Ε.
45	RECORDATI HELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.
46	SIEGER PHARMA Α.Ε.
47	ΒΟΚΑΤΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
48	ΒΙΟΦΑΡΜ Α.Ε.
49	EL PHARM Ε.Π.Ε.
50	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΥΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

	Έτος: 2009 - Γκρίζα Ζώνη
1	ΒΑΥΕΡ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2	ΒΙΟΜΕΔΙΚΑ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.
3	ΒΟΕΗΡΙΝΓΕΡ ΙΝΓΕΛΗΕΙΜ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
4	ΣΑΝΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.
	ΔΕΜΟ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
6	ΦΡΕΣΕΝΙΟΥΣ ΚΑΒΙ ΗΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
7	ΓΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.
8	ΓΙΛΕΑΔ ΣΚΙΕΝΣΕΣ ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
9	ΗΕΛΡ Α.Β.Ε.Ε.
	ΜΕΡΚΚ ΣΗΑΡΡ & ΔΟΗΜΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ,ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ
10	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
11	ΝΟΒΟ ΝΟΡΔΙΣΚ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
12	ΝΥΣΟΜΕΔ ΗΕΛΛΑΣ Α.Ε.
13	ΡΦΙΖΕΡ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
14	ΡΡΟΕΛ Ε. Γ. ΚΟΡΩΝΗΣ Α.Ε.
15	ΑΔΚΟΝ ΛΑΜΠΟΡΑΤΟΡΙΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
16	ΑΝΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α. Α.Ε.
17	ΒΙΑΝ Α.Ε.Β.Ε.
	ΒΙΑΝΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ
18	ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
19	ΒΙΛΚΟ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
20	ΒΙΟΣΕΡ Α.Ε. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ ΟΡΡΩΝ
21	ΓΚΑΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΓΚΑΠ Α.Ε.
22	ΚΛΕΒΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
23	ΚΟΠΕΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
24	ΜΕΝΤΙΧΡΩΜ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
25	ΝΟΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
26	ΦΑΡΜΑΣΕΡΒ ΛΙΛΛΥ Α.Ε.Β.Ε.
27	ΦΑΡΜΕΞ Α.Ε.Τ.Β.Ε.
28	ΦΟΙΝΙΞΦΑΡΜ Ε.Π.Ε.
	ΑΛΦΑ ΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ
29	ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΙΩΑΝΝ. ΠΟΛ. ΚΑΛΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
30	ΓΑΡΜΑΡΟΛ Α.Ε.
31	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ε. ΑΛΕΞΙΔΗ ΦΥΛΑΚΤΙΔΗ Α.Ε.
32	ΦΑΡΜΑΣΤΟΚ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
33	ΓΕΝΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
34	ΚΑΣΤΡΙΦΑΡΜ Α.Ε.
35	ΚΑΖΗΣ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
36	ΡΗΑΡΜΑ ΓΡΟΠ ΡΑΚΩΝΙΑΣ Α.Ε.
37	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΗΑΡΜΑ ΓΡΟΠ ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
38	ΝΑΜΑ Α.Ε.
39	ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.
40	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
41	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ι ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Α.Ε.
42	ΤΑΥΓΕΤΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
43	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΝΙΤΑΦΑΡΜ Α.Ε.
44	Α-ΓΕΝΕΡΙΚΣ ΤΗΕΡΑΡΥ Α.Β.Ε.Ε.
45	ΔΙΟΡΗΑΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
46	ΦΕΡΡΕΡ ΓΚΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.
47	ΓΑΛΕΝΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
48	ΙΑΣΙΣ ΡΗΑΡΜΑΣΕΥΤΙΚΑΛΣ ΗΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
	ΜΕΔΑ ΡΗΑΡΜΑΣΕΥΤΙΚΑΛΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΜΠΟΡΙΑΣ
49	ΕΙΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΥΓΙΕΙΝΗΣ
50	ΝΕΟΓΕΝ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
51	ΠΡΕΒΕΝΤ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
52	ΡΑΦΑΡΜ Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
53	ΡΟΤΤΑΡΗΑΡΜ ΗΕΛΛΑΣ Α.Ε.
54	ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ. Ε.Π.Ε.
55	ΦΑΡΜΑΣΥΝ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
	ΕΙΡΗΝΗ Κ. ΜΑΡΚΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ
56	ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
57	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΔΙΣΥΛ Α.Ε.
58	ΞΥΔΙΑΣ Κ. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
	ΠΡΟΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΕΜΠΟΡΙΑ - ΔΙΑΝΟΜΗ
59	ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
60	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Κ. ΣΙΑΜΠΛΗ Α.Ε.

	Έτος: 2009 - Ασφαλή Ζώνη
1	ABBOTT LABORATORIES ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2	ALLERTEC HELLAS ΙΑΤΡΙΚΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ - ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ Α.Ε.
3	ASTELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.Β.Ε.
4	ASTRAZENECA ΑΝΩΝΥΜΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
5	ΒΑΧΤΕΡ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
6	BIOSPRAY Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
7	BRISTOL MYERS SQUIBB Α.Ε.
8	COUP Α.Β.Ε.Ε.
9	ELPEN Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
10	GALDERMA ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
11	GLAXOSMITHKLINE Α.Ε.Β.Ε.
12	LUNDBECK HELLAS Α.Ε.
13	MENARINI HELLAS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
14	NOVARTIS HELLAS Α.Ε.Β.Ε.
15	ΦΑΡΜΑΤΕΝ Α.Β.Ε.Ε.
16	ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.
17	SANOFI AVENTIS Α.Ε.Β.Ε.
18	SANOPHARM Α.Ε.
19	UCB Α.Ε.
20	UNI-PHARMA ΤΣΕΤΗΣ Κ. Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
21	Ν. ΠΕΤΣΙΑΒΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
22	ΠΙΕΡ ΦΑΜΠΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑ
23	ΣΕΡΒΙΕ ΕΛΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.
24	ΙΟΥΛΙΑ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΤΣΕΤΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.
25	ΦΑΡΜΑΝΕΛ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
26	ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ Ε. ΚΑΡΟΥΣΟΥ ΑΚΡΙΒΗ Σ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑ ΑΚΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Μ. ΜΑΣΤΡΑΚΟΥΛΗ Ε. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε.
27	CRETAPHARM
28	ΑΡΓΩΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
29	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.
30	ΦΑΡΜΑΣΤΑΡ ΣΤΑΡΑΚΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
31	ΑΣΤΕΛΙΟΝ PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
32	ANGELINI PHARMA HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
33	ΑQUA VET Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΑ ΦΑΡΜΑΚΑ
34	AURORA PHARMACEUTICALS Α.Ε.
35	CEVA ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
36	CHIESI ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
37	DOCTUM ΓΙΟΚΑΡΗΣ Κ. ΚΑΙ ΣΙΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
38	GUIDOTTI HELLAS Α.Ε.
39	HEALTH PLUS Α.Ε.
40	HIPRA ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
41	ΙΝΠΑ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
42	IPSEN Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
43	ΚΙΤΕ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
44	ΛΑΜΔΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
45	MEDHEL ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΧΗΜΙΚΗ
46	MEDIAPHARM Ε.Π.Ε.
47	MEDICHROM INTERNATIONAL Α.Ε.
48	ΜΕΝΤΙΣΠΕΣ ΙΑΤΡΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
49	ΝΕΦΡΟΚΛΙΝΙΚ Α.Β.Ε.Ε. ΙΑΤΡΙΚΑ ΕΙΔΗ
50	ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Α. Α.Ε.
51	PHARMASWISS HELLAS Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
52	PHARMATEN INDUSTRIAL Α.Ε.
53	PREMIER ΣΟΥΚΙΟΥΡΟΓΛΟΥ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
54	ΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
55	ΒΕΡΜΑ ΝΤΡΑΓΚΣ Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
56	VEHELLAS Α.Ε.Β.Ε.
57	VICAN ΑΝΑΓΝΩΣΤΑΚΗΣ Ν. Α.Ε.
58	ΒΙΒΑΦΑΡΜ Α.Ε.
59	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
60	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

	Έτος: 2010 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ADELCO - ΚΟΛΟΚΟΤΡΩΝΗ ΑΦΟΙ Α.Ε.
2	ASTRAZENECA ΑΝΩΝΥΜΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
3	BIOMEDICA CHEMICA Α.Ε.
4	CSL BEHRING ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
5	FRESENIUS ΚΑΒΙ HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
6	GALDERMA ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
7	GE HEALTHCARE Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
8	GENERHARM Α.Ε.
9	GENERIC PHARMA HELLAS Ε.Π.Ε.
10	GENZYME HELLAS Ε.Π.Ε.
11	ITF HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
12	JANSSEN - CILAG Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
13	MERCK SHARP & DOHME ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ,ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
14	NEXUS MEDICALS Α.Ε.
15	REMEDINA Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
16	ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.
17	UCB Α.Ε.
18	ΑΛΚΟΝ ΛΑΜΠΟΡΑΤΟΡΙΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
19	ΑΡΡΙΑΝΙ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
20	ΒΙΑΝ Α.Ε.Β.Ε.
21	ΚΛΕΒΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
22	ΚΟΠΕΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
23	ΛΕΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
24	ΜΕΝΤΙΧΡΩΜ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
25	ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε.
26	ΝΟΒΙΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
27	ΝΟΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
28	ΤΕΤΡΟΥ Ι. ΑΦΟΙ Α.Β.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
29	ΦΑΡΜΑΣΕΡΒ ΛΙΛΛΥ Α.Ε.Β.Ε.
30	ΦΑΡΜΕΞ Α.Ε.Τ.Β.Ε.
31	ΦΟΙΝΙΞΦΑΡΜ Ε.Π.Ε.
32	ΧΡΙΣΠΑ ΑΛΦΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
33	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΙΓΑΙΟΥ Ε.Π.Ε.
34	ΦΑΡΜΑΚΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΡΓΟΥΣ Α.Ε.
35	ΕΝΦΑΡΕΛ Α.Ε.
36	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΦΡΟΝΑΣ Ε.Π.Ε.
37	ΓΕΝΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
38	ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
39	ΜΑΡΙΟΣ Δ. ΚΑΤΣΙΚΑΣ Α.Ε.
40	ΜΕΝΤΙΚΟΥΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ-ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
41	MEDONE Α.Φ.Β.Ε.Ε.
42	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΓΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
43	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΝΟΤΟΣΦΑΡΜ Α.Ε.
44	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
45	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.
46	ΑΔΗ-ΦΑΡΜ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
47	A-GENERIC THERAPY Α.Β.Ε.Ε.
48	ANGELINI PHARMA HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
49	ΔΙΟΡΗΑΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
50	FARMEDIA Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
51	HEALDERM HELLAS Α.Ε.
52	ΧΕΡΜΠΑΛΑΙΦ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΡΗΣ Α.Ε.Ε.
53	IASIS PHARMACEUTICALS HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
54	INTERVET HELLAS Α.Ε.
55	MEDA PHARMACEUTICALS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΙΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΥΓΙΕΙΝΗΣ
56	MEDICINA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
57	MEDICUS Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
58	MEDOCHEMIE HELLAS Α.Ε.
59	ΟΛΒΟΣ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ Α.Ε.
60	PHARMATHEN INTERNATIONAL Α.Ε.
61	RECORDATI HELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.
62	SIEGER PHARMA Α.Ε.
63	ΒΟΚΑΤΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
64	ΒΙΟΦΑΡΜ Α.Ε.
65	EL PHARM Ε.Π.Ε.
66	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΥΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

	Έτος: 2010 - Γκρίζα Ζώνη
1	ABBOTT LABORATORIES ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2	ASTELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.Β.Ε.
3	BAYER ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
4	BOEHRINGER INGELHEIM ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
5	BRISTOL MYERS SQUIBB Α.Ε.
6	CANA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.
7	COUP Α.Β.Ε.Ε.
8	DEMO ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
9	GALENICA Α.Ε.
10	GILEAD SCIENCES ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
11	HELP Α.Β.Ε.Ε.
12	NOVARTIS HELLAS Α.Ε.Β.Ε.
13	NOVO NORDISK ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
14	NYCOMED HELLAS Α.Ε.
15	PFIZER ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
16	PROEL Ε. Γ. ΚΟΡΩΝΗΣ Α.Ε.
17	ΑΝΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α. Α.Ε.
18	ΒΙΑΝΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
19	ΒΙΛΚΟ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
20	ΒΙΟΣΕΡ Α.Ε. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ ΟΡΡΩΝ
21	ΓΚΑΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΓΚΑΠ Α.Ε.
22	ΩΜΕΓΑ ΦΑΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
23	ΑΛΦΑ ΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
24	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΙΩΑΝΝ. ΠΟΛ. ΚΑΛΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ FARMAROL Α.Ε.
25	ΦΑΡΕΜΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
26	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΝΙΚ. ΜΑΥΡΙΤΣΑΚΗΣ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΛΟΥΞ
27	ΦΑΡΜΑΣΤΟΚ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
28	ΚΑΣΤΡΙΦΑΡΜ Α.Ε.
29	ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΛΑΚΩΝΙΑΣ Α.Ε.
30	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
31	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΗΑΡΜΑ GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
32	ΝΑΜΑ Α.Ε.
33	ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.
34	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
35	ΤΑΥΓΕΤΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
36	BENNETT ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
37	ΦΕΡΡΕΡ ΓΚΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.
38	GALENUS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
39	HEALTH PLUS Α.Ε.
40	NEOGEN ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
41	ΡΗΑΡΜΑΣWISS HELLAS Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
42	ΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
43	ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ. Ε.Π.Ε.
44	ΕΙΡΗΝΗ Κ. ΜΑΡΚΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
45	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ MEDISYL Α.Ε.
46	ΞΥΔΙΑΣ Κ. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
47	ΠΡΟΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΕΜΠΟΡΙΑ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
48	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Κ. ΣΙΑΜΠΛΗ Α.Ε.

	Έτος: 2010 - Ασφαλής Ζώνη
1	ALLERTEC HELLAS ΙΑΤΡΙΚΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ - ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ Α.Ε.
2	ΒΑΧΤΕΡ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
3	BIOSPRAY Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
4	ELPEN Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
5	GLAXOSMITHKLINE Α.Ε.Β.Ε.
6	LUNDBECK HELLAS Α.Ε.
7	MENARINI HELLAS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
8	ΦΑΡΜΑΤΕΝ Α.Β.Ε.Ε.
9	ΣΑΝΟΦΙ ΑΒΕΝΤΙΣ Α.Ε.Β.Ε.
10	ΣΑΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε.
11	UNI-PHARMA ΤΣΕΤΗΣ Κ. Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
12	Ν. ΠΕΤΣΙΑΒΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
13	ΠΙΕΡ ΦΑΜΠΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑ
14	ΣΕΡΒΙΕ ΕΛΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.
15	ΙΟΥΛΙΑ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΤΣΕΤΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.
16	ΦΑΡΜΑΝΕΛ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
17	ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ Ε. ΚΑΡΟΥΣΟΥ ΑΚΡΙΒΗ Σ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑ ΑΚΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
18	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Μ. ΜΑΣΤΡΑΚΟΥΛΗ Ε. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε. CRETAPHARM
19	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ε. ΑΛΕΞΙΔΗ ΦΥΛΑΚΤΙΔΗ Α.Ε.
20	ΑΡΓΩΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
21	ΚΑΖΗΣ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
22	ΦΑΡΜΑΣΤΑΡ ΣΤΑΡΑΚΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
23	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ι ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Α.Ε.
24	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΝΙΤΑΦΑΡΜ Α.Ε.
25	ΑΣΤΕΛΙΟΝ PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
26	ΑQUA VET Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΑ ΦΑΡΜΑΚΑ
27	AURORA PHARMACEUTICALS Α.Ε.
28	ΑΥ.Ι.ΡΗΑΡΜΑ INTERNATIONAL Α.Ε.
29	CEVA ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
30	CHIESI ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
31	DOCTUM ΓΙΟΚΑΡΗΣ Κ. ΚΑΙ ΣΙΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
32	GUIDOTTI HELLAS Α.Ε.
33	HIPRA ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
34	ΙΝΠΑ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
35	ΙΡΣΕΝ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
36	ΚΙΤΕ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
37	MEDHEL ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΧΗΜΙΚΗ
38	MEDIAPHARM Ε.Π.Ε.
39	MEDICHRON INTERNATIONAL Α.Ε.
40	ΜΕΝΤΙΣΠΕΣ ΙΑΤΡΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
41	ΝΕΦΡΟΚΛΙΝΙΚ Α.Β.Ε.Ε. ΙΑΤΡΙΚΑ ΕΙΔΗ
42	ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Α. Α.Ε.
43	PHARMATEN INDUSTRIAL Α.Ε.
44	ΠΡΕΜΙΕΡ ΣΟΥΚΙΟΥΡΟΓΛΟΥ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
45	ΠΡΕΒΕΝΤ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
46	ΡΑΦΑΡΜ Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
47	ΡΟΤΤΑΡΗΑΡΜ HELLAS Α.Ε.
48	ΒΕΡΜΑ ΝΤΡΑΓΚΣ Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
49	VEHELLAS Α.Ε.Β.Ε.
50	VICAN ΑΝΑΓΝΩΣΤΑΚΗΣ Ν. Α.Ε.
51	ΒΙΒΑΦΑΡΜ Α.Ε.
52	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
53	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
54	ΦΑΡΜΑΣΥΝ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
55	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.
56	ΛΑΜΔΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ

	Έτος: 2011 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ABBOTT LABORATORIES ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
2	ADELCO - ΚΟΛΟΚΟΤΡΩΝΗ ΑΦΟΙ Α.Ε.
3	BIOMEDICA CHEMICA Α.Ε.
4	CSL BEHRING ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
5	GALDERMA ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
6	GE HEALTHCARE Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
7	GENERHARM Α.Ε.
8	GENERICIS PHARMA HELLAS Ε.Π.Ε.
9	GENZYME HELLAS Ε.Π.Ε.
10	GILEAD SCIENCES ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
11	HELP Α.Β.Ε.Ε.
12	ITF HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
13	MERCK SHARP & DOHME ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ,ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
14	NEXUS MEDICALS Α.Ε.
15	NOVO NORDISK ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
16	PFIZER ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
17	REMEDINA Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
18	ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.
19	UCB Α.Ε.
20	ΑΛΚΟΝ ΛΑΜΠΟΡΑΤΟΡΙΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
21	ΑΡΡΙΑΝΙ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
22	ΚΛΕΒΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
23	ΚΟΠΕΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
24	ΜΕΝΤΙΧΡΩΜ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
25	ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε.
26	ΝΟΒΙΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
27	ΠΙΕΡ ΦΑΜΠΡ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑ
28	ΤΕΤΩΡΟΥ Ι. ΑΦΟΙ Α.Β.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
29	ΦΑΡΜΑΣΕΡΒ ΛΙΛΛΥ Α.Ε.Β.Ε.
30	ΦΑΡΜΕΞ Α.Ε.Τ.Β.Ε.
31	ΩΜΕΓΑ ΦΑΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
32	ΧΡΙΣΠΑ ΑΛΦΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
33	ΑΛΦΑ PHARM Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
34	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΙΩΑΝΝ. ΠΟΛ. ΚΑΛΑΝΙΔΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
35	FARMAROL Α.Ε.
36	ΦΑΡΜΑΚΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΡΓΟΥΣ Α.Ε.
37	ΕΝΦΑΡΕΛ Α.Ε.
38	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΝΙΚ. ΜΑΥΡΙΤΣΑΚΗΣ Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΛΟΥΞ
39	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΦΡΟΝΑΣ Ε.Π.Ε.
40	ΓΕΝΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.
41	ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
42	ΜΑΡΙΟΣ Δ. ΚΑΤΣΙΚΑΣ Α.Ε.
43	ΜΕΝΤΙΚΟΥΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ-ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.
44	MEDONE Α.Φ.Β.Ε.Ε.
45	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΕΓΑΦARM ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
46	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΝΟΤΟΣΦARM Α.Ε.
47	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
48	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.
49	ΑΔΗ-ΦARM ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
50	ANGELINI PHARMA HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
51	ΑΥ.Ι.ΡHARMA INTERNATIONAL Α.Ε.
52	FARMEDIA Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
53	GALENUS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
54	HEALDERM HELLAS Α.Ε.
55	HEALTH PLUS Α.Ε.
56	ΧΕΡΜΠΑΛΑΙΦ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΓΚΡΗΣ Α.Ε.Ε.
57	ΛΑΜΔΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΙΔΗ
58	MEDIAPHARM Ε.Π.Ε.
59	MEDICHRON INTERNATIONAL Α.Ε.
60	MEDICINA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
61	MEDICUS Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
62	MEDOCHEMIE HELLAS Α.Ε.
63	ΟΛΒΟΣ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ Α.Ε.
64	RECORDATI HELLAS PHARMACEUTICALS Α.Ε.
65	ROTTAPHARM HELLAS Α.Ε.
66	SIEGER PHARMA Α.Ε.
67	ΒΕΡΜΑ ΝΤΡΑΓΚΣ Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
68	ΒΙΟΦARM Α.Ε.
69	ΕΛ PHARM Ε.Π.Ε.
70	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΥΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

	Έτος: 2011 - Γκρίζα Ζώνη
1	ALLERTEC HELLAS ΙΑΤΡΙΚΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ - ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ Α.Ε.
2	CANA ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.
3	COUP Α.Β.Ε.Ε.
4	DEMO ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
5	FRESENIUS KABI HELLAS Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
6	GALENICA Α.Ε.
7	PROEL Ε. Γ. ΚΟΡΩΝΗΣ Α.Ε.
8	BIAN Α.Ε.Β.Ε.
9	ΒΙΛΚΟ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
10	ΒΙΟΣΕΡ Α.Ε. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗΣ ΟΡΡΩΝ
11	ΝΟΡΜΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ
12	ΦΟΙΝΙΞΦΑΡΜ Ε.Π.Ε.
13	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΙΓΑΙΟΥ Ε.Π.Ε.
14	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ε. ΑΛΕΞΙΔΗ ΦΥΛΑΚΤΙΔΗ Α.Ε.
15	ΑΡΓΩΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
16	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΜΙΑΣ ΚΑΙΛΑΣ Α.Ε.
17	PHARMA GROUP ΛΑΚΩΝΙΑΣ Α.Ε.
18	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΜΑΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
19	ΠΑΦΑΡΜ ΑΦΟΙ ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε.
20	ΤΑΥΓΕΤΟΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
21	A-GENERIC THERAPY Α.Β.Ε.Ε.
22	BENNETT ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
23	DIOPHAR Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ
24	ΦΕΡΡΕΡ ΓΚΑΛΕΝΙΚΑ Α.Ε.
25	IASIS PHARMACEUTICALS HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
26	INTERVET HELLAS Α.Ε.
27	MEDA PHARMACEUTICALS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΙΔΩΝ ΥΓΕΙΑΣ ΚΑΙ ΥΓΙΕΙΝΗΣ
28	ΜΕΝΤΙΣΠΕΣ ΙΑΤΡΟΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
29	NEOGEN ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.
30	PHARMASWISS HELLAS Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
31	ΤΡΙΑ Α.Ε.Β.Ε. ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
32	ΒΟΚΑΤΕ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
33	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
34	ΦΑΡΜΑΣΥΝ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
35	ΕΙΡΗΝΗ Κ. ΜΑΡΚΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
36	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ MEDISYL Α.Ε.
37	ΠΡΟΦΑΡΜ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΕΜΠΟΡΙΑ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ
38	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Κ. ΣΙΑΜΠΛΗ Α.Ε.

	Έτος: 2011 - Ασφαλής Ζώνη
1	ASTELLAS PHARMACEUTICALS A.E.B.E.
2	ASTRAZENECA ΑΝΩΝΥΜΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
3	BAXTER ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
4	BAYER ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
5	BIOSPRAY Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΩΝ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ
6	BOEHRINGER INGELHEIM ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
7	BRISTOL MYERS SQUIBB Α.Ε.
8	ELPEN Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
9	GLAXOSMITHKLINE Α.Ε.Β.Ε.
10	JANSSEN - CILAG Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
11	LUNDBECK HELLAS Α.Ε.
12	MENARINI HELLAS Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
13	NOVARTIS HELLAS Α.Ε.Β.Ε.
14	NYCOMED HELLAS Α.Ε.
15	ΦΑΡΜΑΤΕΝ Α.Β.Ε.Ε.
16	SANOFI AVENTIS Α.Ε.Β.Ε.
17	SANOPHARM Α.Ε.
18	UNI-PHARMA ΤΣΕΤΗΣ Κ. Α.Β.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
19	ΑΝΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ Α. Α.Ε.
20	ΒΙΑΝΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ ΚΑΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
21	ΓΚΑΠ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΓΚΑΠ Α.Ε.
22	ΛΕΟ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
23	Ν. ΠΕΤΣΙΑΒΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
24	ΣΕΡΒΙΕ ΕΛΛΑΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Ε.Π.Ε.
25	ΙΟΥΛΙΑ ΚΑΙ ΕΙΡΗΝΗ ΤΣΕΤΗ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ Α.Β.Ε.Ε.
26	ΦΑΡΜΑΝΕΛ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
27	ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ Ε. ΚΑΡΟΥΣΟΥ ΑΚΡΙΒΗ Σ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑ ΑΚΝΟΡΗΑΡΜ Α.Ε. ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Μ. ΜΑΣΤΡΑΚΟΥΛΗ Ε. ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ Α.Ε.
28	CRETAPHARM
29	ΦΑΡΕΜΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.
30	ΦΑΡΜΑΣΤΟΚ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
31	ΚΑΣΤΡΙΦΑΡΜ Α.Ε.
32	ΚΑΖΗΣ ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ
33	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ PHARMA GROUP ΜΕΣΣΗΝΙΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
34	ΝΑΜΑ Α.Ε.
35	ΦΑΡΜΑΣΤΑΡ ΣΤΑΡΑΚΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
36	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
37	ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Ι ΣΤΡΟΥΜΣΑΣ Α.Ε.
38	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ VITAFARM Α.Ε.
39	ACTELION PHARMACEUTICALS ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
40	AQUA VET Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΑ ΦΑΡΜΑΚΑ
41	AURORA PHARMACEUTICALS Α.Ε.
42	CEVA ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
43	CHIESI ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
44	DOCTUM ΓΙΟΚΑΡΗΣ Κ. ΚΑΙ ΣΙΑ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
45	GUIDOTTI HELLAS Α.Ε.
46	HIPRA ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΚΤΗΝΙΑΤΡΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
47	ΙΝΠΑ Α.Ε.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ
48	IPSEN Ε.Π.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
49	ΚΙΤΕ ΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε.
50	MEDHEL ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΟΧΗΜΙΚΗ
51	ΝΕΦΡΟΚΛΙΝΙΚ Α.Β.Ε.Ε. ΙΑΤΡΙΚΑ ΕΙΔΗ
52	ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Α. Α.Ε.
53	PHARMATEN INDUSTRIAL Α.Ε.
54	PHARMATHEN INTERNATIONAL Α.Ε.
55	PREMIER ΣΟΥΚΙΟΥΡΟΓΛΟΥ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
56	PREBENT ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
57	ΡΑΦΑΡΜ Α.Ε.Β.Ε. ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
58	VETHELLAS Α.Ε.Β.Ε.
59	VICAN ΑΝΑΓΝΩΣΤΑΚΗΣ Ν. Α.Ε.
60	VIVAΦΑΡΜ Α.Ε.
61	ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝ. Ε.Π.Ε.
62	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΠΟΡΙΑ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΑΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
63	ΞΥΔΙΑΣ Κ. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ Α.Ε.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Z-SCORE ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΙ						
A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	Z-SCORE				
		ΕΤΗ				
		2007	2008	2009	2010	2011
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΡΤΑΣ Α.Ε. ΣΥΦΑΡΤ Α.Ε.	0,82	0,92	1,09	1,46	1,53
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1,51	1,79	1,20	1,04	1,42
3	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ Α.Ε.	-1,12	1,02	1,44	1,06	0,55
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ Α.Ε.	1,49	1,24	1,04	1,66	1,14
5	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΚΡΗΤΗΣ ΣΥΝ. Π.Ε. ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.	0,83	0,84	0,97	1,11	1,83
6	ΠΕΙΡΑΙΚΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ Π.Ε.	1,51	1,40	1,27	2,20	2,41
7	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε. ΣΥΝ.ΦΑ. 3	1,40	1,62	1,82	2,35	2,16
8	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ -ΣΥΝΦΑ Α.Ε.	2,07	1,90	2,00	2,72	2,46
9	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Σ.Π.Ε.	1,40	1,59	2,14	2,29	2,62
10	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ	3,61	3,64	3,97	5,53	5,00
11	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	0,49	0,48	0,45	0,58	1,04

12	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΣΙΘΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ.ΦΑ.Λ. Α.Ε.	3,97	3,07	0,51	0,71	1,37
13	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΕΘΥΜΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΣΥ.ΦΑ.Ρ. Α.Ε.	3,26	2,90	0,23	0,23	0,47
14	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ Α.Ε.	0,67	0,67	0,66	0,79	1,19
15	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΣΤΕΡΕΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΝ.ΦΑ. 4 Α.Ε.	-0,80	0,47	0,55	0,52	0,55
16	ΣΥ.ΦΑ.ΠΕΛ. Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ	0,96	0,70	2,24	2,29	2,39
17	ΣΥ.ΦΑ.ΚΟ. Α.Ε.	0,88	0,63	1,42	1,39	1,37
18	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.	2,33	2,32	2,30	2,55	2,68
	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	1,40	1,51	1,41	1,69	1,79

ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Z-SCORE ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΝΑ ΕΤΟΣ & ΑΝΑ ΖΩΝΗ

Έτος: 2007 - Επικίνδυνη Ζώνη	
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΡΤΑΣ Α.Ε. ΣΥΦΑΡΤ Α.Ε.
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ Α.Ε.
3	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΚΡΗΤΗΣ ΣΥΝ. Π.Ε. ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ Α.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΣΤΕΡΕΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΝ.ΦΑ. 4 Α.Ε.
7	ΣΥ.ΦΑ.ΠΕΛ. Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
8	ΣΥ.ΦΑ.ΚΟ. Α.Ε.

	Έτος: 2007 - Γκρίζα Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ Α.Ε.
3	ΠΕΙΡΑΙΚΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ Π.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε. ΣΥΝ.ΦΑ. 3
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ -ΣΥΝΦΑ Α.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Σ.Π.Ε.
7	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.

	Έτος: 2007 - Ασφαλής Ζώνη
1	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΣΙΘΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ.ΦΑ.Λ. Α.Ε.
3	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΕΘΥΜΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΣΥ.ΦΑ.Ρ. Α.Ε.

	Έτος: 2008 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΡΤΑΣ Α.Ε. ΣΥΦΑΡΤ Α.Ε.
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ Α.Ε.
3	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΚΡΗΤΗΣ ΣΥΝ. Π.Ε. ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ Α.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΣΤΕΡΕΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΝ.ΦΑ. 4 Α.Ε.
7	ΣΥ.ΦΑ.ΠΕΛ. Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
8	ΣΥ.ΦΑ.ΚΟ. Α.Ε.

	Έτος: 2008 - Γκρίζα Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ Α.Ε.
3	ΠΕΙΡΑΙΚΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ Π.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε. ΣΥΝ.ΦΑ. 3
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ -ΣΥΝΦΑ Α.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Σ.Π.Ε.
7	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.

	Έτος: 2008 - Ασφαλής Ζώνη
1	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΣΙΘΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ.ΦΑ.Λ. Α.Ε.
3	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΕΘΥΜΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΣΥ.ΦΑ.Ρ. Α.Ε.

	Έτος: 2009 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΡΤΑΣ Α.Ε. ΣΥΦΑΡΤ Α.Ε.
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ Α.Ε.
3	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΚΡΗΤΗΣ ΣΥΝ. Π.Ε. ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΣΙΘΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ.ΦΑ.Λ. Α.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΕΘΥΜΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΣΥ.ΦΑ.Ρ. Α.Ε.
7	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ Α.Ε.
8	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΣΤΕΡΕΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΝ.ΦΑ. 4 Α.Ε.

	Έτος: 2009 - Γκρίζα Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ Α.Ε.
3	ΠΕΙΡΑΙΚΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ Π.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε. ΣΥΝ.ΦΑ. 3
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ -ΣΥΝΦΑ Α.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Σ.Π.Ε.
7	ΣΥ.ΦΑ.ΠΕΛ. Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
8	ΣΥ.ΦΑ.ΚΟ. Α.Ε.
9	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.

	Έτος: 2009 - Ασφαλής Ζώνη
1	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ

	Έτος: 2010 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ Α.Ε.
3	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΣΙΘΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ.ΦΑ.Λ. Α.Ε.
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΕΘΥΜΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΣΥ.ΦΑ.Ρ. Α.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ Α.Ε.
7	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΣΤΕΡΕΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΝ.ΦΑ. 4 Α.Ε.

	Έτος: 2010 - Γκρίζα Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΡΤΑΣ Α.Ε. ΣΥΦΑΡΤ Α.Ε.
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ Α.Ε.
3	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΚΡΗΤΗΣ ΣΥΝ. Π.Ε. ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.
4	ΠΕΙΡΑΙΚΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ Π.Ε.
5	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε. ΣΥΝ.ΦΑ. 3
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Σ.Π.Ε.
7	ΣΥ.ΦΑ.ΠΕΛ. Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
8	ΣΥ.ΦΑ.ΚΟ. Α.Ε.
9	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Σ.Π.Ε.

	Έτος: 2010 - Ασφαλή Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ -ΣΥΝΦΑ Α.Ε.
2	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ

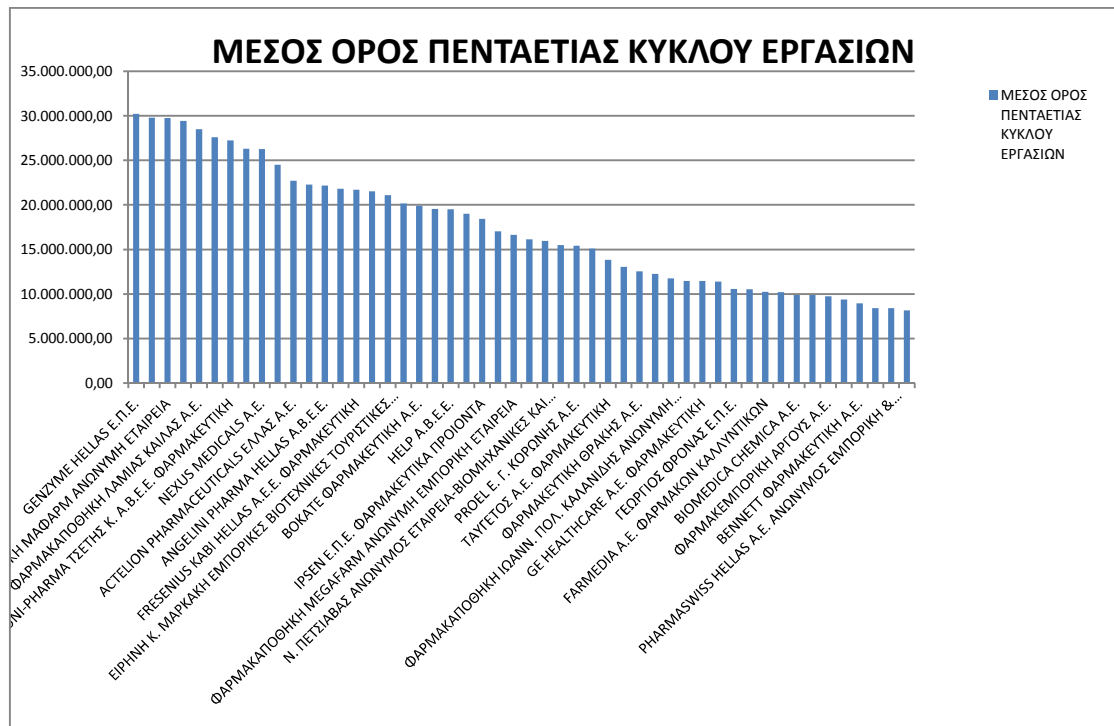
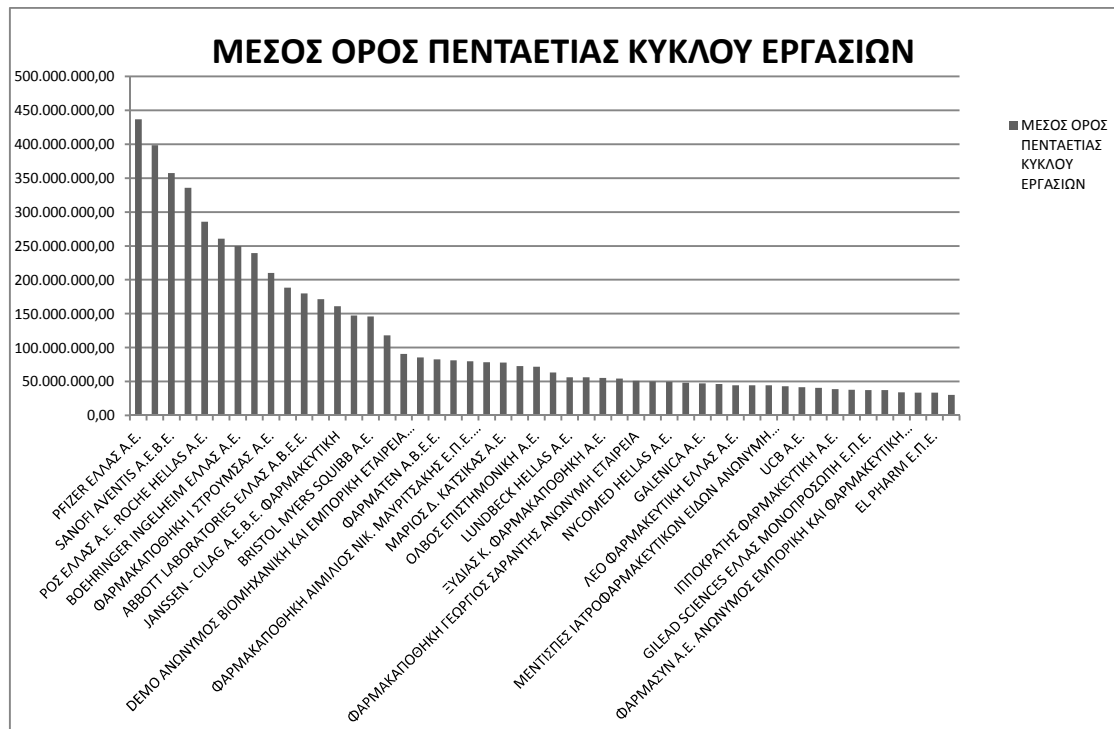
	Έτος: 2011 - Επικίνδυνη Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ Α.Ε.
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΟΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
3	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΡΕΘΥΜΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ - ΣΥ.ΦΑ.Ρ. Α.Ε.
4	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΣΤΕΡΕΑΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΝ.ΦΑ. 4 Α.Ε.

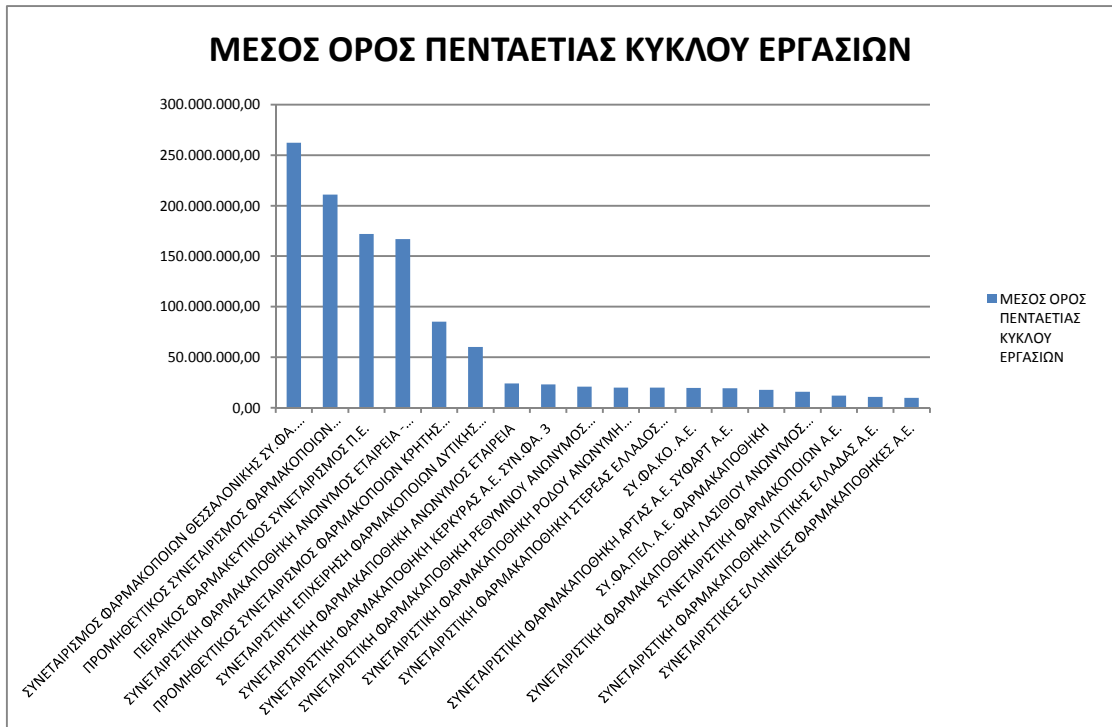
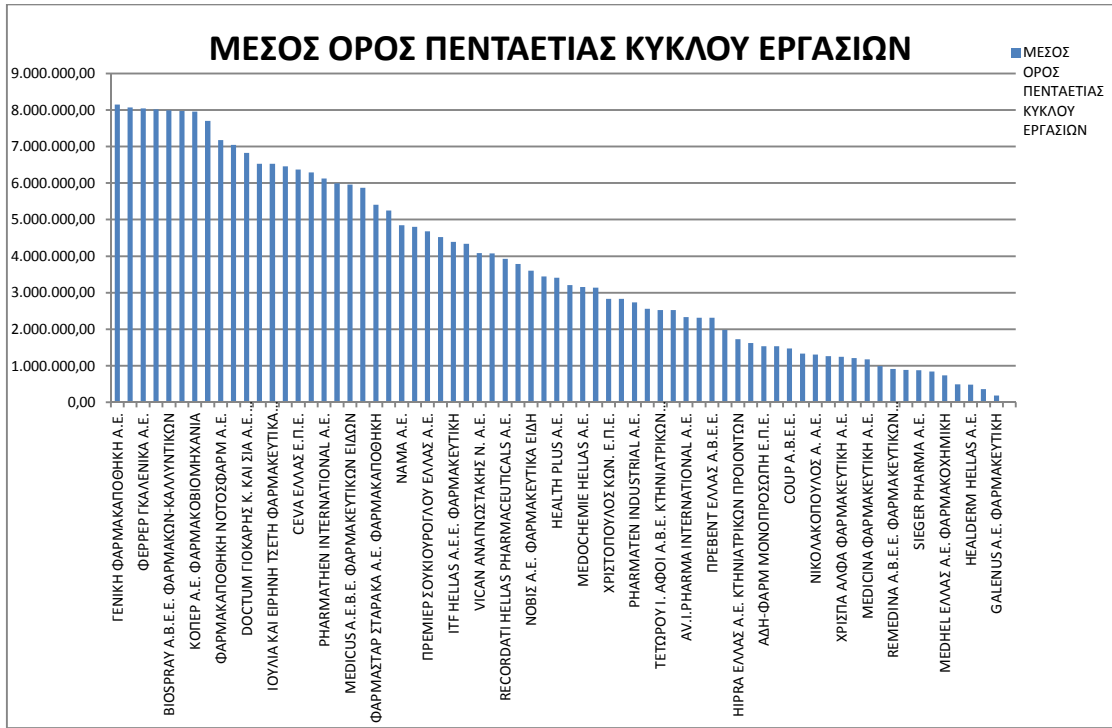
	Έτος: 2011 - Γκρίζα Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΡΤΑΣ Α.Ε. ΣΥΦΑΡΤ Α.Ε.
2	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
3	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ Α.Ε.
	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΚΡΗΤΗΣ ΣΥΝ. Π.Ε.
4	ΣΥ.ΦΑ.Κ. ΣΥΝ. Π.Ε.
5	ΠΕΙΡΑΙΚΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ Π.Ε.
6	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΚΕΡΚΥΡΑΣ Α.Ε. ΣΥΝ.ΦΑ. 3
7	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ -ΣΥΝΦΑ Α.Ε.
	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ ΛΑΣΙΘΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ.ΦΑ.Λ.
8	Α.Ε.
9	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ Α.Ε.
10	ΣΥ.ΦΑ.ΠΕΛ. Α.Ε. ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΗ
11	ΣΥ.ΦΑ.ΚΟ. Α.Ε.

	Έτος: 2011 - Ασφαλή Ζώνη
1	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Σ.Π.Ε.
	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΟΣ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΑΤΤΙΚΗΣ
2	ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ
	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΟΣ ΦΑΡΜΑΚΟΠΟΙΩΝ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΣΥ.ΦΑ. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ
3	Σ.Π.Ε.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β: ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

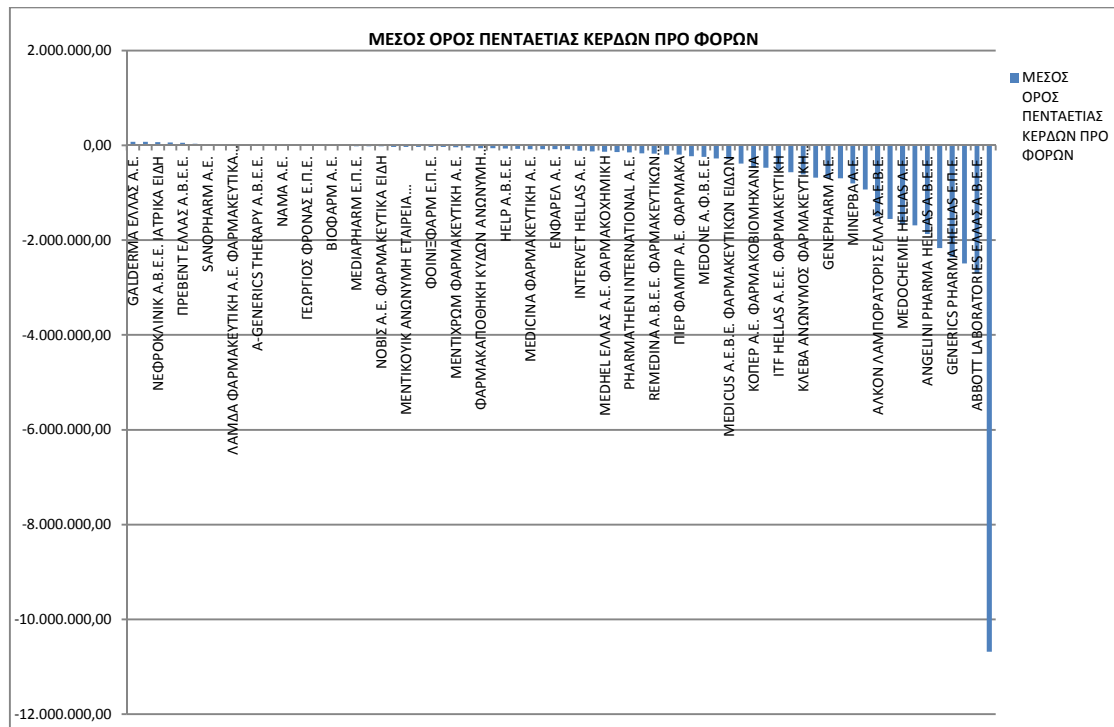
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ ΚΥΚΛΟΥ ΕΡΓΑΣΙΩΝ





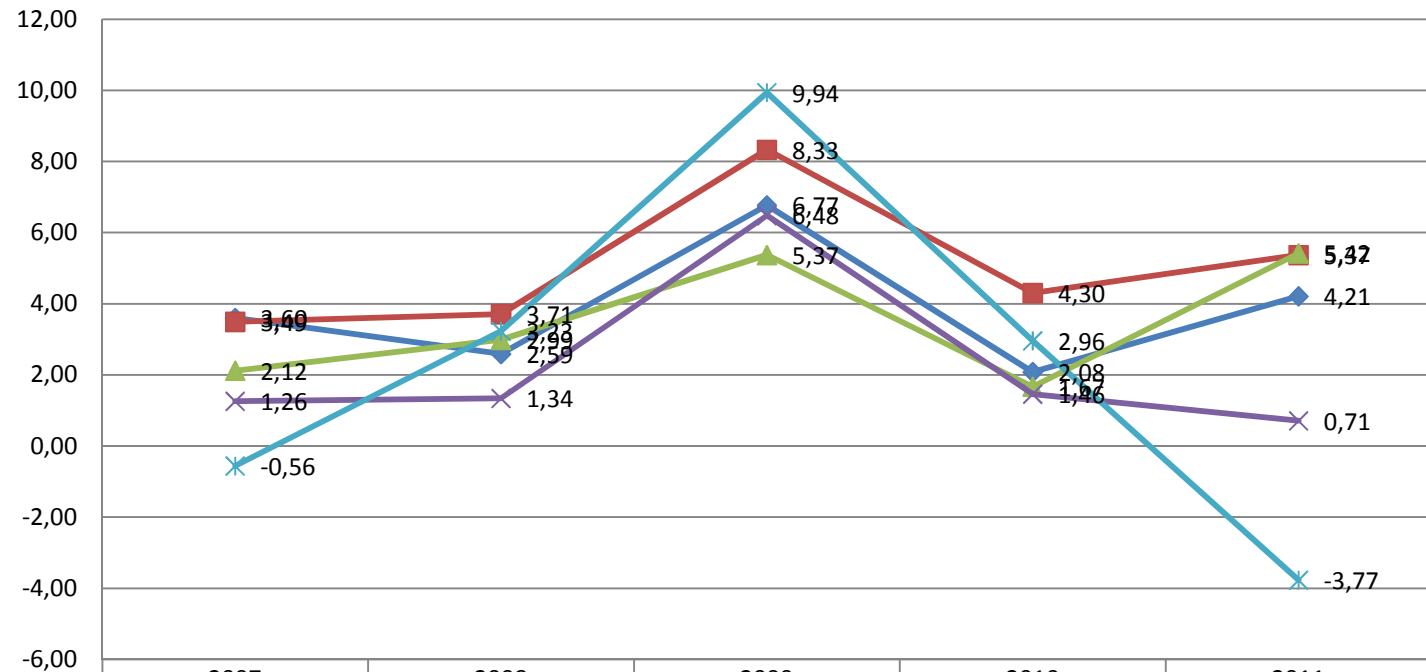
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ ΚΕΡΔΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ





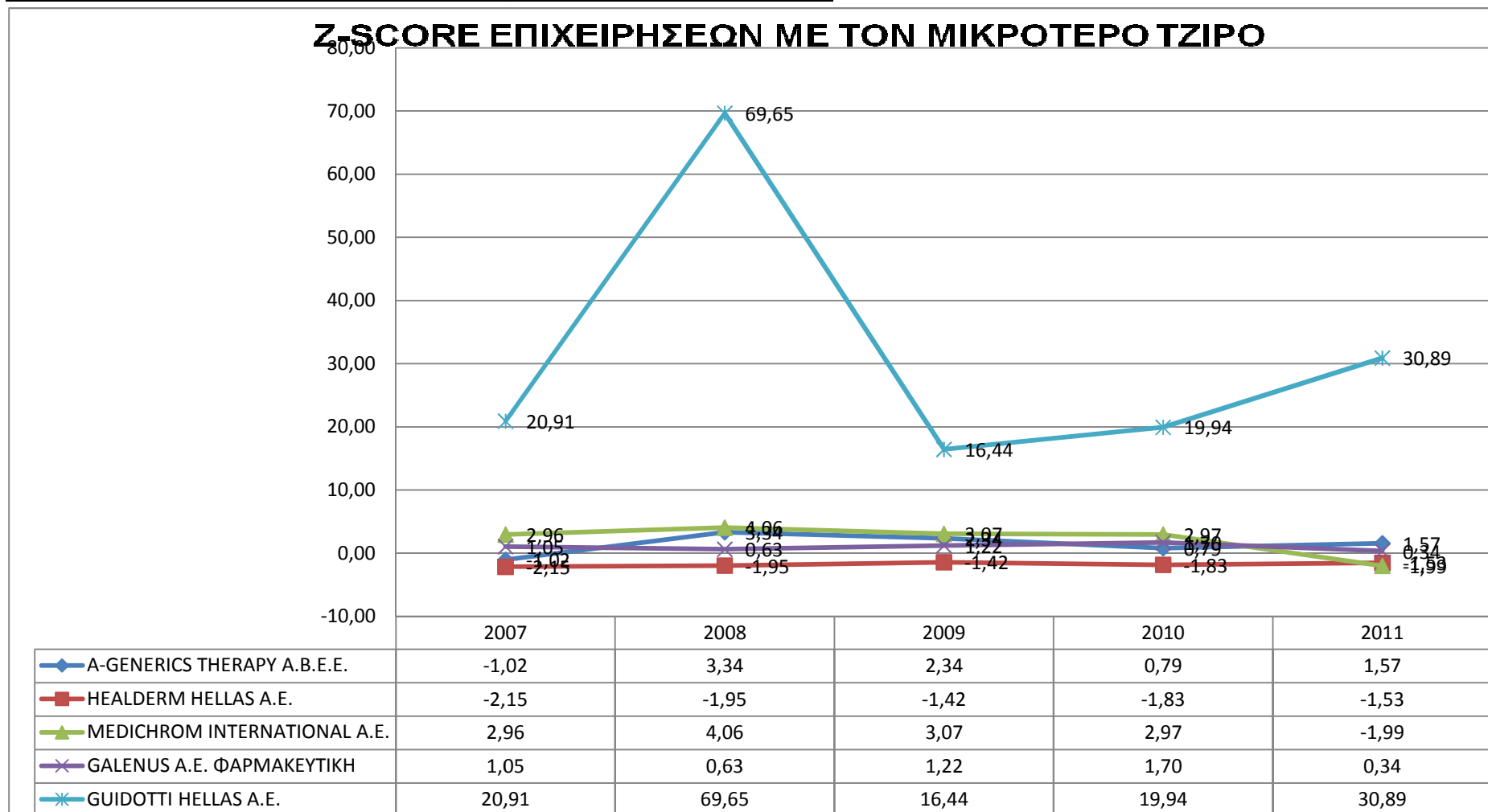
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Z-SCORE ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟΝ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ ΤΖΙΡΟ

Z-SCORE ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟΝ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ ΤΖΙΡΟ

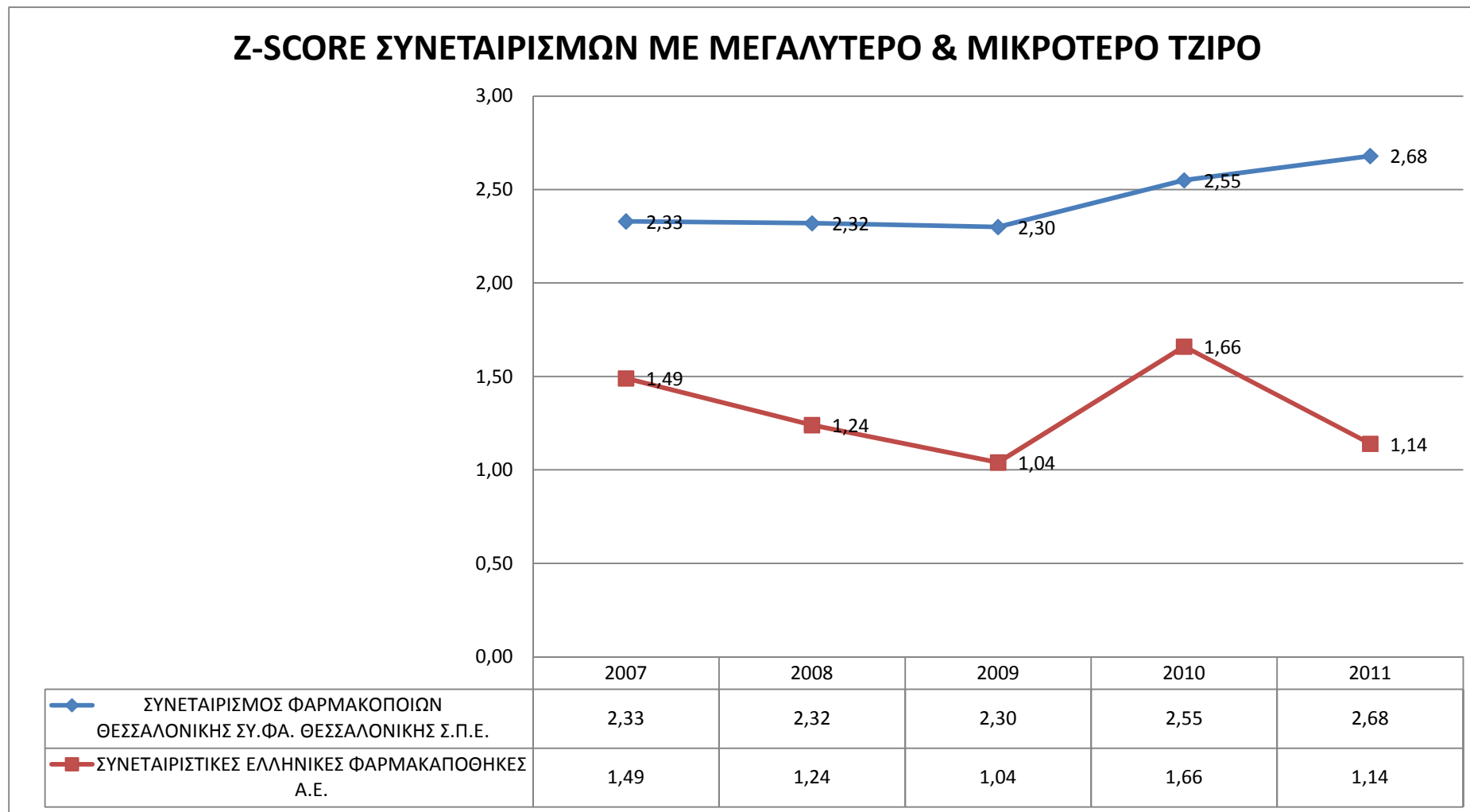


	2007	2008	2009	2010	2011
◆ PFIZER ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	3,60	2,59	6,77	2,08	4,21
■ NOVARTIS HELLAS Α.Ε.Β.Ε.	3,49	3,71	8,33	4,30	5,37
▲ SANOFI AVENTIS Α.Ε.Β.Ε.	2,12	2,99	5,37	1,67	5,42
× BIANΕΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	1,26	1,34	6,48	1,46	0,71
* ΡΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ROCHE HELLAS Α.Ε.	-0,56	3,23	9,94	2,96	-3,77

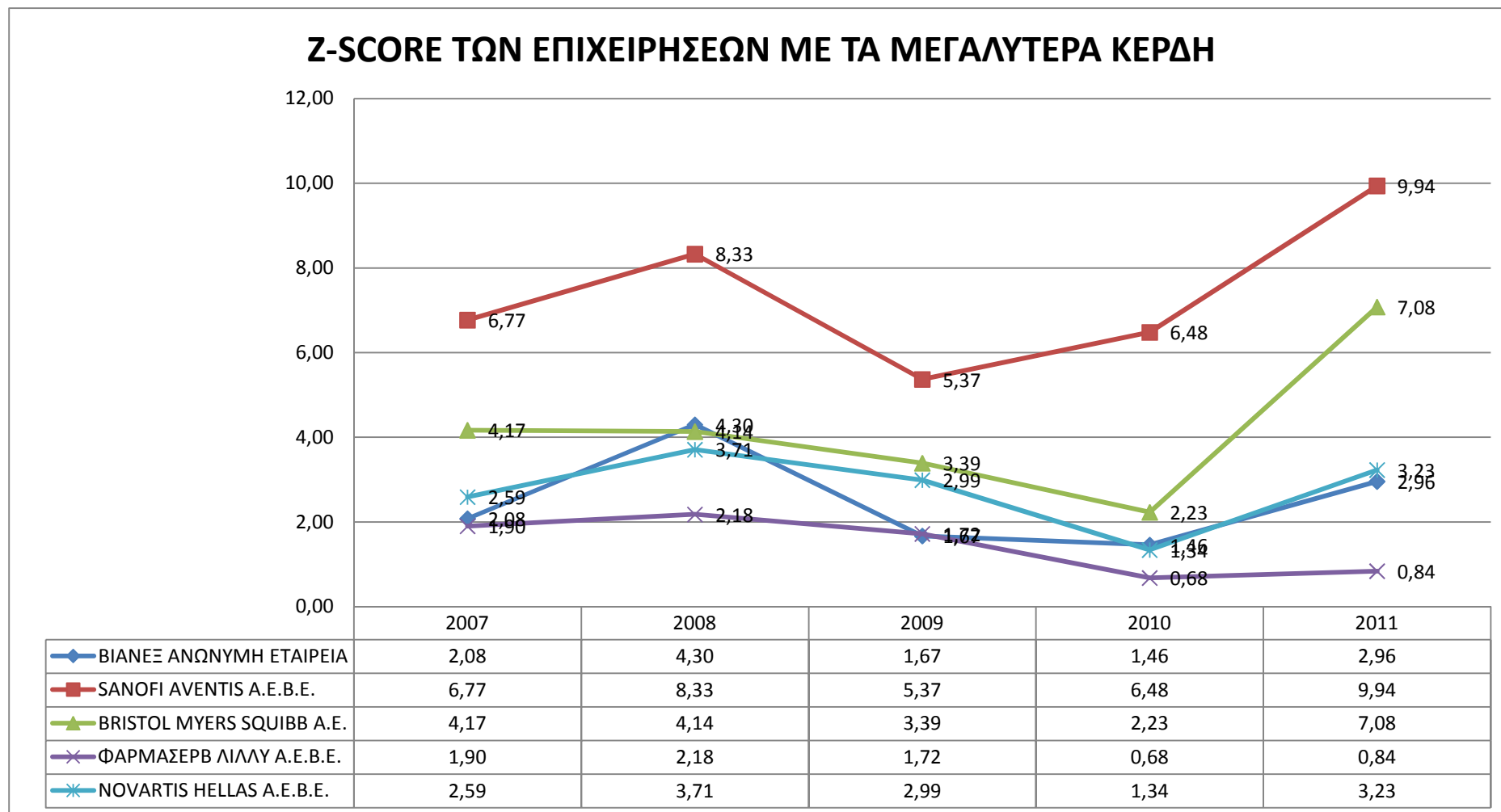
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Z-SCORE ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟΝ ΜΙΚΡΟΤΕΡΟ ΤΖΙΡΟ



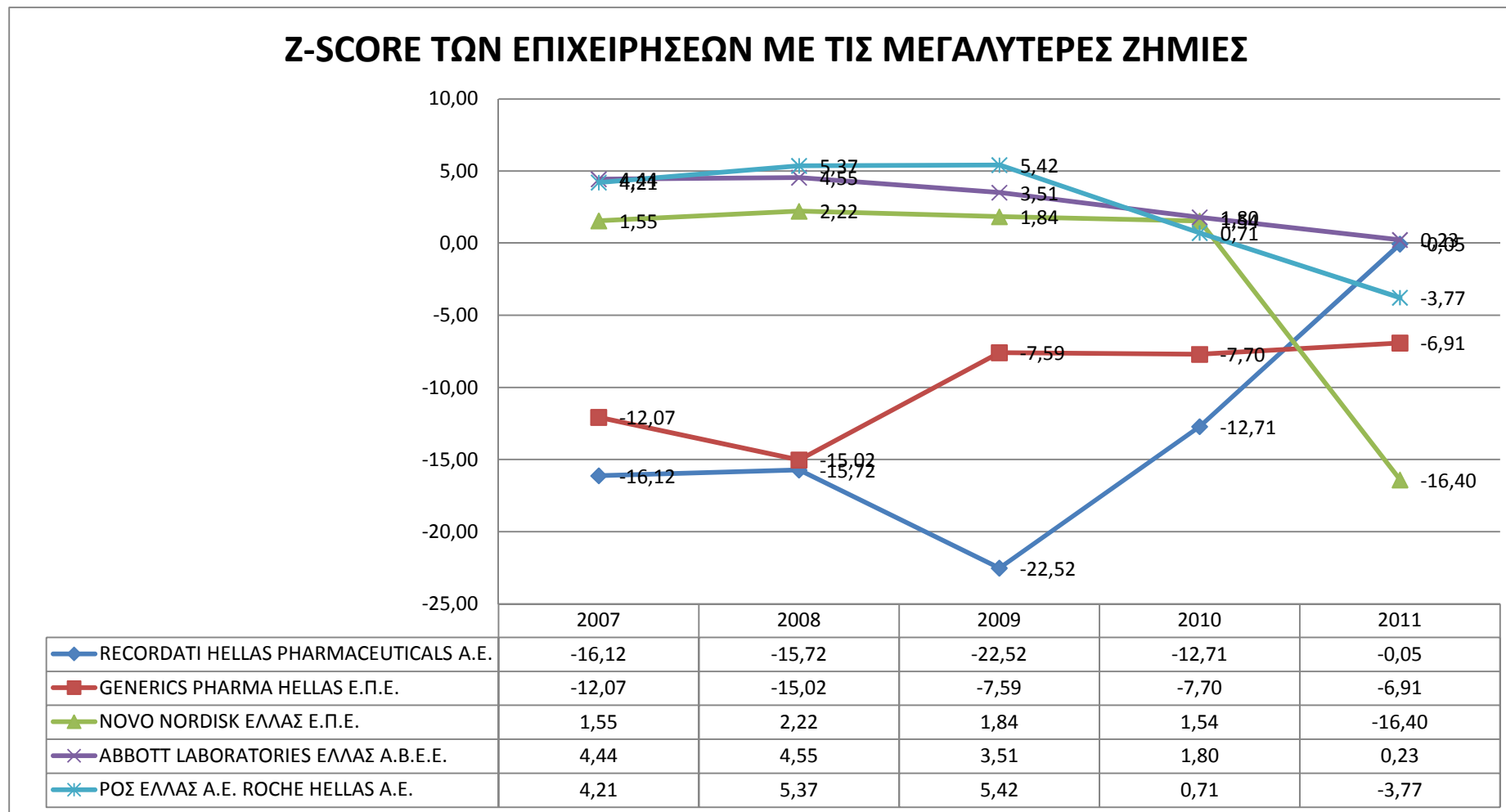
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: Z-SCORE ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΩΝ ΜΕ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ & ΜΕ ΜΙΚΡΟΤΕΡΟ ΤΖΙΠΟ



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6: Z-SCORE ΤΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΑ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΑ ΚΕΡΔΗ



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: Z-SCORE ΤΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΙΣ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΕΣ ΖΗΜΙΕΣ



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: Z-SCORE ΤΩΝ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΜΩΝ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΤΑ ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΑ & ΛΙΓΟΤΕΡΑ ΚΕΡΔΗ

