
ΣΧΟΛΗ

ΕΞ' ΑΠΟΣΤΑΣΕΩΣ
ΚΟΙΝΟ ΜΕΤΑΠΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ, ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Μεγαλύτερων
Φαρμακοβιομηχανιών στην Ελλάδα στη Μετά COVID-19 Εποχή**

Γεωργίου Ιωάννης

Επιβλέπον καθηγητής: Λόης Πέτρος

ΑΘΗΝΑ
Φεβρουάριος, 2026

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, μπαίνει στο μικροσκόπιο η χρηματοοικονομική υγεία των μεγαλύτερων φαρμακευτικών ομίλων της χώρας.

Εξετάζουμε την περίοδο από την εποχή της πανδημίας το 2019 και την μετεξέλιξη τους έως το τέλος 2023, της Pfizer Ελλάς Ανώνυμη βιομηχανική και εμπορική εταιρεία, NOVARTIS (HELLAS) Ανώνυμη Εμπορική και Βιομηχανική Εταιρεία, Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Ανώνυμη Εμπορική και Βιομηχανική Εταιρία Φαρμακευτικών Προϊόντων, GlaxoSmithKline Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε., Merck Sharp & Dohme Φαρμακευτική εμπορική Μονοπρόσωπη Α.Ε, Lavipharm Hellas Α.Ε., Eipen Ανώνυμος εταιρεία φαρμακευτική βιομηχανία και Βιανεξ Α.Ε.. Η επιλογή τους δεν έγινε τυχαία. Βασιστήκαμε στον τεράστιο κύκλο εργασιών τους και τον κομβικό τους ρόλο στην ελληνική αγορά, ιδιαίτερα μέσα από το πρίσμα της πανδημίας COVID-19 και της μεταπανδημικής τους μετεξέλιξης μέχρι το 2023.

Πώς αντέδρασαν λοιπόν σε αυτή την πρωτοφανή κρίση; Για να δώσουμε απάντηση, χρησιμοποιήσαμε τη μέθοδο ανάλυσης αριθμοδεικτών των εταιριών με βάση με την μέθοδο χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών σε διάστημα πενταετίας (2019-2023), μελετήσαμε δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας, δραστηριότητας και μόχλευσης. Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιριών, ενώ η ερμηνεία και αξιολόγησή τους στηρίζεται στη σχετική βιβλιογραφία.

Στόχος της εργασίας είναι να δούμε τον βαθμό προσαρμοστικότητας που επέδειξαν οι φαρμακευτικές επιχειρήσεις αλλά και τον οικονομικό τους αντίκτυπο στην Ελλάδα κατά την μεταπανδημική εποχή.

Πώς ανταποκρίθηκαν στις αυξημένες απαιτήσεις και στο κόστος που επέφερε η υγειονομική κρίση;

Τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης αναδεικνύουν την υψηλή στρατηγική προσαρμοστικότητα και ανθεκτικότητα του φαρμακευτικού κλάδου. Καταγράφουν ωστόσο σαφή διαφοροποίηση μεταξύ των εγχώριων παραγωγικών βιομηχανιών και των πολυεθνικών θυγατρικών. Ειδικότερα, οι πολυεθνικές εταιρείες (όπως η Pfizer) παρουσίασαν εκρηκτική αλλά έντονα μεταβλητή αύξηση εσόδων, κεφαλαιοποιώντας την εφευρετικότητα τους (εμβόλια, νέες θεραπείες) κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

Παράλληλα, οι ελληνικές παραγωγικές βιομηχανίες (BIANEΞ, ELPEN, Lanipharma) λειτούργησαν ως σταθεροποιητικοί πυλώνες της αγοράς. Επιδεικνύοντας σταθερή ανάπτυξη, διοχετεύοντας σημαντικά κεφάλαια σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις υποδομών (CAPEX) και αξιοσημείωτους δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE). Υπάρχει, ωστόσο, ένας κοινός ανασταλτικός παράγοντας για όλους: το Clawback και το Rebate. Αυτοί οι μηχανισμοί υποχρεωτικών επιστροφών λειτουργούν ως τροχοπέδη για τα καθαρά περιθώρια κέρδους. Παρά τις ασφυκτικές αυτές πιέσεις, ο φαρμακευτικός κλάδος απέδειξε περίτρανα τη βιωσιμότητά του, διασφαλίζοντας την εφοδιαστική αλυσίδα και στηρίζοντας την εθνική οικονομία σε μια από τις πιο δύσκολες συγκυρίες της σύγχρονης ιστορίας μας.

ABSTRACT

In the present master's thesis, the financial health of the country's largest pharmaceutical groups is put under the microscope.

We examine the period from the pandemic era in 2019 and their subsequent evolution up to the end of 2023, for Pfizer Hellas S.A., NOVARTIS (HELLAS) S.A., Sanofi-Aventis S.A., GlaxoSmithKline S.A., Merck Sharp & Dohme S.A., Lavipharm Hellas S.A., Elpen S.A., and Vianex S.A.

Their selection was not random. We based our choice on their enormous turnover and their pivotal role in the Greek market, particularly through the lens of the COVID-19 pandemic and their post-pandemic evolution up to 2023.

How did they react, then, to this unprecedented crisis? To provide an answer, we applied the method of financial ratio analysis over a five-year period (2019-2023), specifically studying profitability, liquidity, activity, and leverage ratios.

The data were drawn from the published financial statements of the companies, while their interpretation and evaluation are based on relevant literature.

The aim of this thesis is to examine the degree of adaptability demonstrated by the pharmaceutical companies, as well as their economic impact on Greece during the post-pandemic era.

How did they respond to the increased demands and costs brought about by the health crisis?

The results of the financial analysis highlight the high strategic adaptability and resilience of the pharmaceutical sector. However, they record a clear differentiation between domestic manufacturing industries and multinational subsidiaries.

Specifically, multinational companies (such as Pfizer) exhibited explosive but highly volatile revenue growth, capitalizing on their inventiveness (vaccines, new treatments) during the pandemic.

At the same time, the Greek manufacturing industries (VIANEX, ELPEN, Lavipharm) operated as stabilizing pillars of the market. They demonstrated steady growth by channeling significant capital into long-term infrastructure investments (CAPEX) and achieving remarkable Return on Equity (ROE) ratios.

There is, however, a common inhibiting factor for all: Clawback and Rebate. These mechanisms of mandatory returns act as a severe constraint on net profit margins.

Despite these suffocating pressures, the pharmaceutical sector has unequivocally proven its viability, securing the supply chain and supporting the national economy during one of the most difficult periods in our modern history.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....σελίδα	02
(ABSTRACT)	σελίδα 04
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....σελίδα	06
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....σελίδα	08
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....σελίδα	09
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	
1.1 Υπόβαθρο και Σκοπός της Διπλωματικής Εργασίας.....σελίδα	10
1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα.....σελίδα	11
1.3 Δομή της Διπλωματικής Εργασίας.....σελίδα	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	
2.1 Εισαγωγή.....σελίδα	13
2.2 Η Σημασία της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης.....σελίδα	13
2.3 Οι Αριθμοδείκτες ως Εργαλείο Στρατηγικής Αξιολόγησηςσελίδα	14
2.4 Εμπειρικές Μελέτες και Αξιολόγηση Κινδύνου στο Εγχώριο Περιβάλλον	σελίδα 14
2.5 Σύνδεση της Βιβλιογραφίας με την Παρούσα Έρευνα.....σελίδα	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	
3.1 Η Δίνη της Πανδημίας COVID-19.....σελίδα	16
3.2 Το Ρυθμιστικό Πλαίσιο: Clawback και Rebate.....σελίδα	17
3.3 Η Πραγματική Συμβολή στην Οικονομία και την Κοινωνίασελίδα	18
3.4 Αναλυτική παρουσίαση των Εξεταζόμενων Εταιρειών ...σελίδα	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	
4.1 Εισαγωγή.....σελίδα	23
4.2 Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios).....σελίδα	24
4.3 Δείκτης Δανειακής Εξάρτησης (Debt Ratio).....σελίδα	25
4.4 Δείκτες Κερδοφορίας (Profitability Ratios)	σελίδα25
4.5 Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού(Asset Turnover)...σελίδα	27
4.6 Ρυθμιστικός Κίνδυνος (Regulatory Risk - Clawback & Rebate)σελίδα	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	
5.1 ELPEN A.E. Φαρμακευτική Βιομηχανία.....σελίδα	28

5.2 GLAXOSMITHKLINE MONOΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε.Β.Ε.....σελίδα	33
5.3 Lavipharm Hellas Α.Ε.....σελίδα	36
5.4 MERCK SHARP & DOHME.....σελίδα	43
5.5 NOVARTIS (HELLAS) Α.Ε.Β.Ε.σελίδα	46
5.6 Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε.σελίδα	51
5.7 Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε.σελίδα	58
5.8 BIANEΞ Α.Ε.σελίδα	64
5.9 Εισαγωγή και Στρατηγική Ομαδοποίηση (Clusters).....σελίδα	70
5.9.1 Ανάπτυξη Πωλήσεων και η Επίδραση των Επιστροφών (Clawback/Rebate).....σελίδα	71
5.9.2 Σύγκριση Κερδοφορίας και Αποδοτικότητας	σελίδα 73
5.9.3 Ρευστότητα, Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Επενδύσεις. σελίδα	75
5.9.4 Σύνοψη Συγκριτικής Αξιολόγησης.....σελίδα	77
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	
6.1 Σύνοψη	σελίδα 78
6.2 Στρατηγική Προσαρμοστικότητα και Οικονομική Ανθεκτικότητασελίδα	78
6.3 Το Βάρος των Clawback και Rebate	σελίδα 79
6.4 Το Οικονομικό και Κοινωνικό Αποτύπωμα	σελίδα 79
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	σελίδα 81

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

- Πίνακας 5.1: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας ELPEN A.E. (2019-2023) ...σελίδα 28
- Πίνακας 5.2: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού ELPEN A.E. (2019-2023) ...σελίδα 29
- Πίνακας 5.3: Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης ELPEN A.E. (2019-2023) ...σελίδα 30
- Πίνακας 5.4: Μέθοδος DuPond. ELPEN A.E. (2019-2023) ...σελίδα 31
- Πίνακας 5.5: Clawback και Rebate της εταιρίας ELPEN A.E. (2019-2023) ...σελίδα 32
- Πίνακας 5.6: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας GSK (2019-2023) σελίδα 33
- Πίνακας 5.7: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας GSK (2019-2023) σελίδα 33
- Πίνακας 5.8: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας GSK (2019-2023) σελίδα 34
- Πίνακας 5.9: Δείκτες Διάρθρωσης Ενεργητικού Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023) ...σελίδα 36
- Πίνακας 5.10: Μικτό Περιθώριο Κέρδος Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023) ...σελίδα 38
- Πίνακας 5.11: Μέθοδος DuPond Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023) ...σελίδα 39
- Πίνακας 5.12: Καθαρή θέση Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023) ...σελίδα 40
- Πίνακας 5.13: Μέθοδος DuPond, MSD (2019-2023) ...σελίδα 43
- Πίνακας 5.14: Μικτό Περιθώριο Κέρδος, MSD (2019-2023) ...σελίδα 44
- Πίνακας 5.15: Δείκτες Ρευστότητας, Novartis Hellas A.E.B.E. (2019-2023) ...σελίδα 47
- Πίνακας 5.16:Κεφάλαιο, Novartis Hellas A.E.B.E.(2019-2023) σελίδα 47
- Πίνακας 5.17: Μέθοδος DuPond, Novartis Hellas A.E.B.E. (2019-2023) ...σελίδα 47
- Πίνακας 5.18: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας Pfizer Ελλάς (2019-2023) ...σελίδα 52
- Πίνακας 5.19: Δείκτες Δραστηριότητας Pfizer Ελλάς (2020-2023) ...σελίδα 53
- Πίνακας 5.20: Μέθοδος DuPond, Pfizer Ελλάς (2019-2023) ...σελίδα 54
- Πίνακας 5.21: Δείκτες Ρευστότητας και Δραστηριότητας, Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη A.E.B.E (2019-2023) ...σελίδα 58

Πίνακας 5.22: Δείκτης Συνολικών Υποχρεώσεων προς Παθητικό, Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε (2019-2023) ...σελίδα 61

Πίνακας 5.23: Μέθοδος DuPond, Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε (2019-2023) ...σελίδα 62

Πίνακας 5.24: Δείκτες Ρευστότητας και Δραστηριότητας, ΒΙΑΝΕΞ Α.Ε. (2019-2023) ...σελίδα 64

Πίνακας 5.25: Μέθοδος DuPond, ΒΙΑΝΕΞ Α.Ε.(2019-2023) ...σελίδα 66

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 5.1 Rebate & Clawback 2019-2023σελίδα 72

Διάγραμμα 5.2 Κύκλος Εργασιών 2019-2023.....σελίδα 73

Διάγραμμα 5.3 Κεφάλαιο Κίνησης 2019-2023.....σελίδα 75

Διάγραμμα 5.4 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας 2019-2023.....σελίδα 76

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Υπόβαθρο και Σκοπός της Διπλωματικής Εργασίας

Αν υπάρχει ένας κλάδος που βρέθηκε στο επίκεντρο της παγκόσμιας προσοχής τα τελευταία χρόνια, αυτός είναι αναμφίβολα ο φαρμακευτικός. Με την έλευση της πανδημίας COVID-19, τα δεδομένα στην παγκόσμια υγεία και οικονομία ανατράπηκαν ριζικά. Οι επιχειρήσεις του κλάδου κλήθηκαν, σχεδόν από τη μία μέρα στην άλλη, να σηκώσουν ένα τεράστιο βάρος. Έπρεπε να καλύψουν πρωτοφανείς ανάγκες σε παραγωγή και διανομή, παλεύοντας παράλληλα με τις διαταραχές των εφοδιαστικών αλυσίδων και τα εκτοξευμένα κόστη.

Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα διπλωματική εργασία έρχεται ακριβώς να ακτινογραφήσει αυτή την κρίσιμη μετάβαση.

Βασικός μας σκοπός είναι η εις βάθος χρηματοοικονομική αξιολόγηση οκτώ κυρίαρχων εταιρειών (Pfizer, Novartis, Sanofi, GSK, MSD, Lavipharm, ELPEN, BIANEΞ) που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά.

Στις σελίδες που ακολουθούν, παρακολουθούμε την πορεία τους για την πενταετία 2019-2023. Μια περίοδο που τα είχε όλα: την κανονικότητα πριν την πανδημία, το απόλυτο σοκ της υγειονομικής κρίσης, και τελικά την προσπάθεια εξισορρόπησης στη μεταπανδημική εποχή.

Η επιλογή του δείγματος δεν ήταν καθόλου τυχαία. Το μείγμα περιλαμβάνει τόσο θυγατρικές πολυεθνικών κολοσσών όσο και αμιγώς ελληνικές παραγωγικές βιομηχανίες, προκειμένου να έχουμε την πιο αντιπροσωπευτική εικόνα της εγχώριας αγοράς.

1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα

Το τι ακριβώς αναφέρετε μέσα στα νούμερα των ισολογισμών προκύπτει από δύο κεντρικούς άξονες:

Πρώτον, να αποκαλύψει την πλαστικότητα στις αλλαγές από τις φαρμακευτικές εταιρείες προκειμένου να ανταποκριθούν στις προκλήσεις της πανδημίας. Καθόλου αμελητέο και το αυξημένο λειτουργικό κόστος τους κατά το ίδιο διάστημα (όπως οι υποχρεωτικές επιστροφές Clawback και Rebate).

Δεύτερον, να εξακριβώσει το οικονομικό τους αποτύπωμα στην ελληνική οικονομία κατά τη μεταπανδημική εποχή. Ακόμα να εξετάσουμε την εξέλιξη των κερδών τους, των επενδύσεων και της ρευστότητάς τους.

Για να απαντήσουμε, δεν βασιστήκαμε σε υποθέσεις, αλλά στα επίσημα στοιχεία. Εφαρμόσαμε τη μέθοδο ανάλυσης χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών (Ratio Analysis) αντλώντας δεδομένα απευθείας από τις δημοσιευμένες καταστάσεις τους (Ισολογισμοί και Καταστάσεις Αποτελεσμάτων) των οκτώ σημαντικότερων εταιρειών για τα έτη 2019 έως 2023.

Η ερμηνεία και η αξιολόγηση των εξαγόμενων αποτελεσμάτων υποστηρίζεται από τη σχετική ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία, διασφαλίζοντας την επιστημονική τεκμηρίωση των συμπερασμάτων.

1.3 Δομή της Διπλωματικής Εργασίας

Για να γίνει η ανάγνωση ομαλή και απόλυτα τεκμηριωμένη, ακολουθώντας πάντα τα ακαδημαϊκά πρότυπα, χωρίσαμε την εργασία σε έξι κεφάλαια:

- Στο Κεφάλαιο 1 (το παρόν δηλαδή) για τον σκοπό και ορίζουμε τα εργαλεία της έρευνάς μας.
- Στο Κεφάλαιο 2, αναλύεται το ευρύτερο θεωρητικό πλαίσιο του φαρμακευτικού κλάδου στην Ελλάδα. Εξετάζονται οι

ιδιαιτερότητες της αγοράς και ο αντίκτυπος της πανδημίας COVID-19. Ακόμα δίνετε ιδιαίτερη μνεία στον μηχανισμό των υποχρεωτικών επιστροφών (Clawback), εκπτώσεων (Rebate) και την προσφορά του κλάδου στο ΑΕΠ της χώρας.

- Στο Κεφάλαιο 3, παρουσιάζεται αναλυτικά η θεωρία των οικονομικών. Ορίζουμε τις εξισώσεις και επεξηγούμε τη χρησιμότητα των αριθμοδεικτών ρευστότητας, μόχλευσης, και κερδοφορίας που επιλέξαμε.
- Στο Κεφάλαιο 4, είναι ο πυρήνας της μελέτης. Εδώ παρουσιάζουμε ξεχωριστά κάθε εταιρεία (ELPEN, GlaxoSmithKline (GSK), Lavipharm Hellas, Merck Sharp & Dohme (MSD), Novartis (Hellas), Pfizer Ελλάς, Sanofi-Aventis, BIANEΞ). Η ανάλυση περιλαμβάνει την παράθεση των οικονομικών στοιχείων και των υπολογισμένων δεικτών για την πενταετία 2019-2023, καθώς και τη σχετική ερμηνεία.
- Στο Κεφάλαιο 5, διενεργείται η Συγκριτική Ανάλυση μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι εταιρείες αξιολογούνται συγκριτικά ως προς τις επιδόσεις τους. Καταλήγουμε σε συμπεράσματα για τους δείκτες, καθώς και τις διαφοροποιήσεις τους για τις εταιρείες προς εξέταση. Επιπλέον είναι σημαντικό να αναφέρουμε την οφθαλμοφανή διάκριση μεταξύ ελληνικών και ξένων θυγατρικών εταιρειών ως προς των στρατηγικών τους.
- Τέλος, στο Κεφάλαιο 6 συνοψίζουμε τα συμπεράσματά μας και δίνουμε απαντήσεις στα αρχικά μας ερωτήματα, αφήνοντας και ορισμένες σκέψεις για μελλοντική έρευνα. Ακολουθεί η Βιβλιογραφία, όπου αναγράφονται αναλυτικά όλες οι πηγές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Εισαγωγή

Ο σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι να εξετάσει και να αναλύσει το θεωρητικό υπόβαθρο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Ερευνώντας τι έχει ήδη καταγραφεί στη διεθνή και εγχώρια βιβλιογραφία, σχετικά με την αξιολόγηση των επιχειρήσεων, μέσα από την ανασκόπηση αυτή αναδεικνύεται το κενό που υπάρχει στη μελέτη του φαρμακευτικού κλάδου κατά τη μεταπανδημική περίοδο η οποία είναι εξαιρετικά ενδιαφέρουσα αλλά και σχετικά πρόσφατη. Στην παρούσα διπλωματική εργασία καλούμαστε να καλύψουμε αυτό το τόσο επίκαιρο θέμα και να απαντήσουμε σε όλα τα καίρια ερωτήματα.

2.2 Η Σημασία της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί ένα εργαλείο, το οποίο επιτρέπει την εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων για την παρούσα οικονομική κατάσταση και τη μελλοντική βιωσιμότητα μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Γκίκα κ.ά. (2010), η αποτίμηση και ανάλυση των επιχειρήσεων δεν περιορίζεται απλώς στην ανάγνωση των λογιστικών καταστάσεων, αλλά επεκτείνεται στην κατανόηση της στρατηγικής που εφαρμόζει η διοίκηση προκειμένου να δημιουργήσει αξία

Όπως αναφέρει ο Νούλας (2015), η σωστή χρηματοοικονομική διοίκηση και οι επενδυτικές αποφάσεις έχουν άμεση σχέση μεταξύ τους από την σωστή κατανόηση των ιστορικών οικονομικών δεδομένων. Επιπρόσθετα, ο Αποστόλου (2015) υπογραμμίζει ότι οι λογιστικές καταστάσεις δίνουν τα πολύτιμα αρχικά δεδομένων, τα οποία, όταν αναλυθούν με τις κατάλληλες μεθόδους, αποκαλύπτουν την πραγματική λειτουργική απόδοση απέναντι στον ανταγωνισμό. Στο ίδιο πλαίσιο, επισημαίνεται ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί το πιο αξιόπιστο εργαλείο για την αξιολόγηση μιας διοίκησης να ανταπεξέλθει σε δύσκολες περιόδους

και να προσαρμόζεται σε νέα μακροοικονομικά περιβάλλοντα. Paleru et al. (2020).

2.3 Οι Αριθμοδείκτες ως Εργαλείο Στρατηγικής Αξιολόγησης

Η Ανάλυση Αριθμοδεικτών (Ratio Analysis) είναι η πλέον διαδεδομένη μέθοδος αποκωδικοποίησης των οικονομικών μεγεθών. Στη σύγχρονη βιβλιογραφία, όπως αναφέρουν οι Brigham και Houston (2021), οι δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, κερδοφορίας και μόχλευσης θεωρούνται ο πιο σημαντικός τρόπος για έρευνα της εταιρικής απόδοσης. Ειδικότερα, τονίζετε ότι η διαχρονική σύγκριση αυτών των δεικτών είναι σημαντικός οδηγός. Επιτρέπει στον αναλυτή την εξακρίβωση των επιχειρήσεων αν αναπτύσσονται οργανικά ή αν, για παράδειγμα, απλώς διογκώνουν τον δανεισμό τους.

Μέσα από την ανάγνωση της βιβλιογραφίας, καθίσταται σαφές ότι η κερδοφορία δεν μπορεί να εξετάζεται μεμονωμένα. Πρέπει να συσχετίζεται με τη ρευστότητα και την κεφαλαιακή διάρθρωση. Ειδικά σε περιόδους κρίσης και ειδικότερα αυτή της πρόσφατης πανδημίας του COVID-19, η ταμειακή αυτάρκεια, η ικανότητα αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων άμεσα και ο χαμηλός δανεισμός είναι εξίσου κρίσιμες από το καθαρό περιθώριο κέρδους.

2.4 Εμπειρικές Μελέτες και Αξιολόγηση Κινδύνου στο Εγχώριο Περιβάλλον

Η εφαρμογή της χρηματοοικονομικής ανάλυσης στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον όλο και αυξάνετε. Παρατηρούμε ότι έχει προσελκύσει το έντονο ενδιαφέρον της ακαδημαϊκής έρευνας τα τελευταία χρόνια. Η σύγχρονη βιβλιογραφία στρέφεται ολοένα και περισσότερο στην αξιολόγηση της ευρύτερης εταιρικής διακυβέρνησης. Η ανθεκτικότητα απέναντι σε συστημικούς κινδύνους όπως καταγράφουν πρόσφατα οι Lois et al. (2022) εξετάζοντας την προσαρμοστικότητα των εταιρειών απέναντι σε κανονιστικούς και περιβαλλοντικούς κινδύνους. Ακόμα αντανακλάται πλέον άμεσα στις οικονομικές τους εκθέσεις και οι στρατηγικές διαχείρισης κινδύνου που όπως αποδείχτηκε έπαιξε

καθοριστικό ρόλο στην ταραχώδη ελληνική οικονομία των τελευταίων ετών.

Αυτό το εύρημα επιβεβαιώνει τη θεωρητική θέση ότι ο κίνδυνος, είτε πρόκειται για πιστωτικό κίνδυνο, είτε για ρυθμιστικό, όπως οι δαπανηροί μηχανισμοί των υποχρεωτικών επιστροφών (clawback και rebate) που ταλανίζουν τον φαρμακευτικό κλάδο, παίζει καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων.

Συνεπώς, η ανάλυση μιας εταιρείας οφείλει να ενσωματώνει και την αξιολόγηση της έκθεσής της σε αυτούς τους κινδύνους.

2.5 Σύνδεση της Βιβλιογραφίας με την Παρούσα Έρευνα

Η υφιστάμενη βιβλιογραφία καλύπτει εκτενώς τις τεχνικές της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και καταγράφει τους ρυθμιστικούς κινδύνους στο ελληνικό επιχειρείν (Lois et al., 2022). Όμως εντοπίζεται ένα σημαντικό ερευνητικό κενό όσον αφορά τον φαρμακευτικό κλάδο στην αμιγώς μεταπανδημική περίοδο. Ελάχιστες μελέτες έχουν ενσωματώσει μέχρι σήμερα δεδομένα έως και το 2023. Ήταν ιδιαίτερος δύσκολο να αποτυπώσουμε πώς οι μεγαλύτερες φαρμακευτικές εταιρείες απορρόφησαν την πίεση από τον COVID-19 και την αλματώδη αύξηση του ρυθμιστικού κόστους. Είναι επομένως εξαιρετικά σημαντικό όπου η παρούσα διπλωματική εργασία έρχεται να προστεθεί σε αυτό το θεωρητικό και μεθοδολογικό πλαίσιο που έχει αναδειχθεί από τους προαναφερθέντες ερευνητές. Αξιοποιώντας τα αναγνωρισμένα ερευνητικά εργαλεία των Brigham και Houston (2021) και των Palepu et al. (2020), η έρευνα προχωρά στον υπολογισμό των αριθμοδεικτών και στην αξιολόγηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου, με στόχο να απαντήσει τεκμηριωμένα στο πώς ακριβώς μετασηματίστηκε ο κλάδος στη μετά-COVID-19 εποχή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 Η Δίνη της Πανδημίας COVID-19

Όταν η πανδημία του COVID-19 άρχισε να σαρώνει τον πλανήτη, ο φαρμακευτικός κλάδος βρέθηκε, σχεδόν αναπόφευκτα, στο μάτι του κυκλώνα. Δεν επρόκειτο απλώς για μια υγειονομική κρίση. Ήταν ένα ακραίο "stress test" για τις αντοχές της αγοράς. Μέσα σε λίγους μόλις μήνες, οι εγχώριες βιομηχανίες και οι πολυεθνικές θυγατρικές στη χώρα μας έπρεπε να διαχειριστούν το αδιανόητο: “ταυτόχρονη έκρηξη της ζήτησης για κρίσιμα σκευάσματα και ολική κατάρρευση στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες” (Ivanov, 2020).

Η ελληνική φαρμακοβιομηχανία, καθώς και οι πολυεθνικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη χώρα, έπρεπε να ανταποκριθούν σε συνθήκες αβεβαιότητας, αντιμετωπίζοντας πολλαπλές προκλήσεις καθ' όλη την διάρκεια της. Αρχικά, παρατηρήθηκε κατακόρυφη αύξηση της ζήτησης για συγκεκριμένες κατηγορίες φαρμάκων (π.χ. αντιβιοτικά, παυσίπονα, φάρμακα για νοσοκομειακή χρήση) και εμβολίων σε δεύτερο χρόνο. Ταυτόχρονα, οι αναταράξεις στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες προκάλεσαν ελλείψεις σε πρώτες ύλες, καθώς και αύξηση του κόστους μεταφορών και παραγωγής.

Σε αυτό το περιβάλλον, οι ελληνικές παραγωγικές μονάδες επέδειξαν αξιοσημείωτη προσαρμοστικότητα. Ενίσχυσαν την εγχώρια παραγωγή, προκειμένου να μην οδηγηθούν σε ελλείψεις τα ράφια των φαρμακείων και τα δημόσια νοσοκομεία από βασικά φάρμακα. Την ίδια ακριβώς ώρα, οι πολυεθνικές εταιρείες επωμίστηκαν το γιγαντιαίο έργο της μεταφοράς και διανομής των νέων εμβολίων και των καινοτόμων αντιβιοτικών θεραπειών. Όπως χαρακτηριστικά διαπιστώνουμε και από τα οικονομικά τους μεγέθη αργότερα, η περίοδος αυτή λειτούργησε ως επιταχυντής. Ανάγκασε τις διοικήσεις να προχωρήσουν σε έναν βίαιο, αλλά απολύτως αναγκαίο, ψηφιακό μετασχηματισμό. Η χρήση εκτεταμένης τηλεργασίας και τις ψηφιοποίηση παραωχημένων μεθόδων επικοινωνίας με τους επαγγελματίες υγείας ήταν μονόδρομος.

3.2 Το Ρυθμιστικό Πλαίσιο: Clawback και Rebate

Από τα πιο αμφιλεγόμενα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς φαρμάκου είναι το πλαίσιο των υποχρεωτικών επιστροφών και εκπτώσεων (Clawback και Rebate). Αυτοί οι μηχανισμοί θεσπίστηκαν κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης ως έκτακτα μέτρα για τον έλεγχο της δημόσιας φαρμακευτικής δαπάνης. Αρχικά καθιερώθηκαν ως ένα καθαρά έκτακτο εργαλείο, προκειμένου να μην εκτροχιαστεί η δημόσια φαρμακευτική δαπάνη. Σήμερα όμως αποτελούν τον απόλυτο κανόνα.

Το Rebate (Υποχρεωτική Έκπτωση) είναι μια αναγκαστική οριζόντια έκπτωση που παρέχουν οι εταιρείες προς τον ΕΟΠΥΥ και τα νοσοκομεία. Βασίζετε στον όγκο των πωλήσεών τους. Επιπρόσθετα μειώνει άμεσα τον κύκλο εργασιών των εταιρειών, καθώς επιβάλλεται ανεξάρτητα του προϋπολογισμού τους.

Το Clawback, από την άλλη, είναι ίσως το πιο επώδυνο κομμάτι για τις επιχειρήσεις. Το κράτος βάζει ένα αυστηρό πλαφόν για τα χρήματα που προτίθεται να ξοδέψει ετησίως για φάρμακα. Κάθε φορά που η συνολική συνταγογράφηση φαρμάκων ξεπερνά αυτό το όριο, τον λογαριασμό της διαφοράς τον πληρώνουν υποχρεωτικά οι ίδιες οι φαρμακευτικές από την τσέπη τους. Η διαφορά επιστρέφεται υποχρεωτικά από τις φαρμακευτικές εταιρείες ανάλογα με το μερίδιο αγοράς που κατέχουν.

Οι παραπάνω μηχανισμοί έχουν επιφέρει βαρύ πλήγμα στη χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών του κλάδου. Η αύξηση της συνολικής φαρμακευτικής δαπάνης λόγω έκτακτης ανάγκης από το ευρύ κοινό οδηγεί σε διαρκή αύξηση του Clawback. Ως αποτέλεσμα, παρά την πιθανή αύξηση των πωλήσεων, ένα μεγάλο μέρος των εσόδων επιστρέφεται στο κράτος πάντα. Αυτού του είδους η αφαίμαξη χτυπάει κατευθείαν στην "καρδιά" της κερδοφορίας και "στεγνώνει" τις επιχειρήσεις από πολύτιμη ρευστότητα, βάζοντας φρένο σε νέα επενδυτικά πλάνα. Το γεγονός επιβεβαιώνεται και από τη διεθνή βιβλιογραφία η οποία συνδέει άμεσα τα περιθώρια μεικτού κέρδους με τις δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη (R&D) στη φαρμακοβιομηχανία (Scherer, 2001).

3.3 Η Πραγματική Συμβολή στην Οικονομία και την Κοινωνία

Παρά τα ασφυκτικά εμπόδια που μόλις περιγράψαμε, ο κλάδος παραμένει ένας από τους σημαντικότερους πυλώνες της ελληνικής οικονομίας. Τα δεδομένα είναι ξεκάθαρα. Οι επιχειρήσεις του χώρου δεν κρατούν απλώς ζωντανό το Εθνικό Σύστημα Υγείας. Ο κλάδος υποστηρίζει ενεργά το Ε.Σ.Υ. και χρηματοδοτεί σημαντικό μέρος της συνεχιζόμενης ιατρικής εκπαίδευσης και έρευνας.

Η βιομηχανία φαρμάκου καλύπτει χιλιάδες θέσεις εργασίας. Συχνά υψηλής εξειδίκευσης, με υψηλές αμοιβές. Επιπλέον, υποστηρίζει έμμεσα πολλές άλλες θέσεις εργασίας σε σχετικούς κλάδους (εφοδιαστική αλυσίδα, υπηρεσίες, έρευνα). Όπως θα δούμε αναλυτικά και στο πρακτικό μέρος της μελέτης μας εξετάζοντας τους ισολογισμούς, αρκετές από αυτές τις εταιρείες ρίχνουν εκατομμύρια ευρώ σε νέες κτιριακές υποδομές και προγράμματα Έρευνας & Ανάπτυξης (R&D).

Τα ελληνικά γενόσημα αποστέλλονται πλέον σε δεκάδες χώρες του εξωτερικού, τονώνοντας σημαντικά το εμπορικό ισοζύγιο της χώρας μας. Επιπλέον, εξαιρετικές είναι οι κινήσεις όπως η ίδρυση διεθνών hubs ψηφιακής καινοτομίας από πολυεθνικές, έρχονται να αλλάξουν εντελώς τον επενδυτικό χάρτη της Ελλάδας.

Συμπερασματικά, ο κλάδος στην Ελλάδα λειτουργεί σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον. Ενώ πρωταγωνιστεί στην υγεία και την οικονομία. Το μέλλον του εξαρτώνται άμεσα από την ορθολογική διαχείριση της φαρμακευτικής δαπάνης και την επανεξέταση των μηχανισμών Clawback και Rebate.

3.4 Αναλυτική παρουσίαση των Εξεταζόμενων Εταιρειών.

3.4.1 ELPEN A.E. Φαρμακευτική Βιομηχανία

Η ELPEN αποτελεί το κατεξοχήν "success story" της εγχώριας φαρμακοβιομηχανίας. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας, όταν οι παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες κατέρρευσαν, οι ελληνικές παραγωγικές μονάδες όπως η ELPEN εγγυήθηκαν την επάρκεια των φαρμάκων στην αγορά.

Το χαρακτηριστικότερο στοιχείο της μεταπανδημικής της εξέλιξης είναι ότι η επιχείρηση δεν υποτάχθηκε στις πιέσεις του Clawback. Αντιθέτως, απάντησε με την υλοποίηση τεράστιων επενδύσεων (CAPEX), όπως η δημιουργία νέου εργοστασίου στην Κερατέα και του Πάρκου Καινοτομίας στα Σπάτα. Επιπρόσθετα διπλασίασε τον εταιρικό της τζίρο και διατήρησε εντυπωσιακούς δείκτες αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ELPEN A.E., 2022; ELPEN A.E., 2024).

3.4.2 GlaxoSmithKline (GSK) Μονοπρόσωπη A.E.B.E.

Η GSK αποτελεί καθαρά εμπορική θυγατρική πολυεθνικής στην Ελλάδα, υιοθετώντας ένα επιχειρηματικό μοντέλο χαμηλής έντασης παγίων ("Asset Light"). Προερχόμενη από διαδοχικές συγχωνεύσεις (Wellcome, SmithKlineBeecham), η εταιρεία ταλαιπωρείται εδώ και δεκαετίες από μακροχρόνιες νομικές διαμάχες με εγχώριους φαρμακέμπορους σχετικά με τις παράλληλες εξαγωγές των προϊόντων της (GlaxoSmithKline A.E.B.E., 2021).

Παρότι διαχειρίστηκε άριστα τις προκλήσεις του COVID-19, τα τελευταία έτη της πενταετίας κατέγραψε καθαρές ζημίες. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται αποκλειστικά στον αντίκτυπο του μηχανισμού Clawback και Rebate, ο οποίος της απορρόφησε την ανάπτυξη. Παρά τη θετική λειτουργική της δραστηριότητα η εταιρεία βρέθηκε απόλυτα εκτεθειμένη (GlaxoSmithKline A.E.B.E., 2024).

3.4.3 Lavipharm Hellas A.E.

Η Lavipharm Hellas, ιστορική θυγατρική του εισηγμένου ελληνικού

ομίλου Lavipharm, δραστηριοποιείται στον κλάδο των συνταγογραφούμενων φαρμάκων, παραφαρμάκων (OTC) και καλλυντικών (Lavipharm Hellas A.E., 2020).

Εν αντιθέσει με άλλους κλάδους, η εταιρεία ευνοήθηκε αρχικά από την πανδημία, βλέποντας τον κύκλο εργασιών της να αυξάνεται χάρη στην κατακόρυφη ζήτηση αντισηπτικών (π.χ. Betadine) (Lavipharm Hellas A.E., 2021).

Παρότι λειτουργεί με αρνητική καθαρή θέση, υπαγόμενη στο άρθρο 119 του Ν.4548/2018, η βιωσιμότητά της εξασφαλίζεται από τη μητρική εταιρεία. Στη μεταπανδημική περίοδο, η εταιρεία ανέλαβε επιθετικές πρωτοβουλίες ανάκαμψης συνάπτοντας κομβικές συνεργασίες με τη ZENTIVA (γενόσημα) και την TIKUN Europe (φαρμακευτική κάνναβη), προσδοκώντας σημαντική μελλοντική κερδοφορία (Lavipharm Hellas A.E., 2023; Lavipharm Hellas A.E., 2024).

3.4.4 Merck Sharp & Dohme (MSD) A.Φ.Β.Ε.Ε.

Η MSD αποτελεί θυγατρική του παγκόσμιου ομίλου Merck & Co., με ισχυρή παρουσία στην ογκολογία, τα εμβόλια και τις λοιμώδεις νόσους. Εν μέσω της πανδημίας, συνέβαλε καθοριστικά στην εγχώρια υγεία μέσω της προμήθειας του καινοτόμου αντιικού φαρμάκου Molnupiravir (Lagevrio) (Merck Sharp & Dohme, 2023).

Παράλληλα, το 2020-2021 αναδιάρθρωσε το χαρτοφυλάκιό της αποσχίζοντας τα προϊόντα Γυναικείας Υγείας και τα βιοομοειδή (spin-off Organon) (Merck Sharp & Dohme, 2021). Η διοίκηση της MSD κατατάσσει το ελληνικό ρυθμιστικό καθεστώς ως ένα από τα πλέον αυστηρά στην Ευρώπη, καθώς οι υπέρογκες κρατικές επιστροφές σε συνδυασμό με τη διανομή υψηλών μερισμάτων προς τη μητρική εταιρεία μείωσαν αισθητά την κεφαλαιακή της βάση στο τέλος της πενταετίας (Merck Sharp & Dohme, 2024).

3.4.5 Novartis (Hellas) A.E.B.E.

Η Novartis Hellas, θυγατρική της ελβετικής Novartis AG, αποτελεί μία από τις παλαιότερες πολυεθνικές στην ελληνική αγορά. Η εξεταζόμενη

πενταετία αποτέλεσε περίοδο ριζικού μετασχηματισμού για την επιχείρηση, καθώς το 2019 ήρθε αντιμέτωπη με υπέρογκες νομικές προβλέψεις και πρόστιμα που οδήγησαν σε προσωρινά αρνητική καθαρή θέση, η οποία αποκαταστάθηκε άμεσα μέσω γενναίας κεφαλαιακής ενίσχυσης από τη μητρική εταιρεία (Novartis Hellas A.E.B.E., 2020).

Κατά τη μεταπανδημική περίοδο, η εταιρεία προχώρησε σε περαιτέρω στρατηγική αναδιάρθρωση μέσω της απόσχισης (spin-off) του κλάδου των γενοσήμων (Sandoz). Η διοίκησή της επισημαίνει διαρκώς ότι οι ολοένα αυξανόμενες υποχρεωτικές εκπτώσεις (Clawback/Rebate) καθιστούν το ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον εξαιρετικά ασταθές (Novartis Hellas A.E.B.E., 2023; Novartis Hellas A.E.B.E., 2024).

3.4.6 Pfizer Ελλάς A.B.E.E.

Η Pfizer Ελλάς αποτελεί θυγατρική του ομώνυμου παγκόσμιου βιοφαρμακευτικού ομίλου, διαθέτοντας ένα ευρύ χαρτοφυλάκιο σε κατηγορίες όπως η ογκολογία, τα εμβόλια και οι σπάνιες παθήσεις. Η εταιρεία υπήρξε κεντρικός πυλώνας διαχείρισης της πανδημίας στην Ελλάδα, παρέχοντας το καινοτόμο mRNA εμβόλιο (Comirnaty) και την αντιική θεραπεία Paxlovid, γεγονός που εκτόξευσε τις πωλήσεις της την περίοδο 2021-2022 (Pfizer Hellas A.E., 2022; Pfizer Hellas A.E., 2023).

Παράλληλα, η εταιρεία μετεξελίχθηκε στρατηγικά, αποσχίζοντας τον κλάδο των καταναλωτικών προϊόντων προς την GSK και ιδρύοντας ένα παγκόσμιο Κέντρο Επιχειρησιακών Λειτουργιών και Ψηφιακής Καινοτομίας στη Θεσσαλονίκη (Pfizer Hellas A.E., 2021). Παρά την επιβάρυνση από το Clawback και το Rebate, μέσω των οποίων η βιομηχανία καλύπτει δυσανάλογα μεγάλο μέρος της δημόσιας δαπάνης (Pfizer Hellas A.E., 2020).

3.4.7 Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη A.E.B.E.

Ιδρυθείσα το 1979, η Sanofi-Aventis Hellas δραστηριοποιείται στην εμπορία και διανομή φαρμακευτικώνσκευασμάτων, έχοντας μάλιστα ενσωματώσει από το 2017 τον κλάδο καταναλωτικών προϊόντων της Boehringer Ingelheim (Sanofi-Aventis, 2020).

Κατά την περίοδο της πανδημίας, η εταιρεία διασφάλισε την επιχειρησιακή της συνέχεια και την απρόσκοπτη λειτουργία της εφοδιαστικής της αλυσίδας μέσω ταχύτατων διαδικασιών τηλεργασίας και αυστηρών υγειονομικών πρωτοκόλλων.

Ωστόσο, η οργανική της κερδοφορία συμπιέζεται διαρκώς από τις τεράστιες επιστροφές προς τον ΕΟΠΥΥ, αναγκάζοντας την επιχείρηση να επικεντρωθεί στον αυστηρό έλεγχο του λειτουργικού της κόστους προκειμένου να διατηρήσει τη θετική της ρευστότητα (Sanofi-Aventis, 2024).

3.4.8 BIANEΞ A.E.

Η BIANEΞ συγκαταλέγεται στις κορυφαίες ελληνικές παραγωγικές βιομηχανίες φαρμάκου. Όπως και η ELPEN, λειτούργησε ως σταθεροποιητικός πυλώνας για το Εθνικό Σύστημα Υγείας κατά την κορύφωση του COVID-19, εξασφαλίζοντας την παραγωγή και διάθεση κρίσιμων θεραπειών (BIANEΞ A.E., 2021).

Η εταιρεία παρουσιάζει σταθερά ανοδική πορεία εσόδων και, για να αντισταθμίσει την αφαίμαξη του ρυθμιστικού κόστους των κρατικών επιστροφών, επενδύει συστηματικά στον εκσυγχρονισμό των εργοστασίων της, την ενίσχυση των εξαγωγών της και την επέκταση σε τομείς υψηλής καινοτομίας, όπως η εξατομικευμένη ιατρική μέσω στρατηγικών συνεργασιών (BIANEΞ A.E., 2023; BIANEΞ A.E., 2024).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΑ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ

4.1 Εισαγωγή

Ένας ισολογισμός από μόνος του είναι απλώς μια στατική φωτογραφία. Για να καταλάβουμε πραγματικά τι κρύβεται πίσω από τα νούμερα των φαρμακευτικών εταιρειών, χρειαζόμαστε τα κατάλληλα ερευνητικά εργαλεία. Στην παρούσα διπλωματική εργασία, η αποκωδικοποίηση των οικονομικών δεδομένων γίνεται μέσω της Ανάλυσης Αριθμοδεικτών (Ratio Analysis).

Ένας αριθμοδείκτης παίρνει δύο ή περισσότερα μεγέθη από τις οικονομικές καταστάσεις και τα αναλύει μεταξύ τους. Αντί να κοιτάμε απλώς τα συνολικά κέρδη, εξετάζουμε τη σχέση τους με τα επενδυμένα κεφάλαια ή τις πωλήσεις.

Για να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα, ταξινομήσαμε τους δείκτες μας σε τέσσερις βασικές κατηγορίες, τις οποίες και αναλύουμε παρακάτω: Δείκτες Ρευστότητας, Δείκτες Δραστηριότητας, Δείκτες Μόχλευσης και Δείκτες Κερδοφορίας.

4.2 Δείκτες Ρευστότητας (Liquidity Ratios)

Οι δείκτες ρευστότητας μας δείχνουν αν μια εταιρεία μπορεί να πληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της στον επόμενο ένα χρόνο, ρευστοποιώντας τα στοιχεία του κυκλοφορούν ενεργητικού της.

A) Κεφάλαιο Κίνησης (Working Capital)

Είναι η δύναμη της εταιρείας να μας δείχνει τα "κυκλοφορούντα" ίδια κεφάλαια που μένουν στο ταμείο αν εξοφληθούν άμεσα τα τρέχοντα χρέη. Ο τύπος που εκφράζει το κεφαλαίου κίνησης είναι το κυκλοφορούν ενεργητικό της χρονιάς μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις την ίδια περίοδο.

Κεφάλαιο Κίνησης

$$= \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχ.Υποχρεώσεις}$$

Όσο μεγαλύτερο είναι το Κεφάλαιο Κίνησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η δυνατότητα της εταιρείας να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της.

B) Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current ratio)

Εξετάζει την ικανότητα πληρωμής των βραχυπρόθεσμων χρεών χρησιμοποιώντας όλο το κυκλοφορούν ενεργητικό.

$$\text{Γενική Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Γενικά ένας υψηλός δείκτης Γενικής Ρευστότητας δείχνει μία ακλόνητη οικονομική θέση. Επομένως ένας δείκτης πάνω από τη μονάδα είναι συνήθως το επιθυμητό σενάριο. Κάποια από τα κρίσιμα συμπεράσματα που εξάγονται από την Γενική ρευστότητα είναι και ο Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk). Δηλαδή αποτυπώνετε ο κίνδυνος της

εταιρείας να μην διαθέτει επαρκή ρευστά διαθέσιμα για να καλύψει τις άμεσες ταμειακές της ανάγκες σε περιόδους κρίσης (π.χ. COVID-19).

4.3 Δείκτης Δανειακής Εξάρτησης (Debt Ratio)

Ο δείκτης της Δανειακής Εξάρτησης δείχνει την δέσμευση της εταιρείας με τις άμεσες υποχρεώσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερες είναι οι απαιτήσεις προς την εταιρεία και επομένως τόσο μεγαλύτερες είναι οι πιέσεις από τους δανειστές της.

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ως αποτέλεσμα αυτού του δείκτη είναι η εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων για τον πιστωτικό κίνδυνο (Financial Risk) που διατρέχει η προς εξέταση εταιρεία. Υψηλός δανεισμός και χαμηλή κάλυψη τόκων υποδηλώνουν αυξημένο κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων της απέναντι σε τρίτους.

4.4 Δείκτες Κερδοφορίας (Profitability Ratios)

Η ικανότητα παραγωγής κερδών είναι το απόλυτο κριτήριο επιτυχίας των επιχειρήσεων. Οι δείκτες κερδοφορίας συσχετίζουν τα κέρδη με τις πωλήσεις ή την επένδυση (κεφάλαια) που απαιτήθηκε για τη δημιουργία τους. Στην παρούσα μελέτη εξετάζονται οι κάτωθι δείκτες προκειμένου να ενσωματωθεί η ανάλυση DuPont.

A) Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Net Profit Margin)

Εκφράζει το ποσοστό του κέρδους, μετά από την αφαίρεση τυχών μερισμάτων, προς τις πωλήσεις.

$$\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}}$$

B) Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Profit Margin)

Εκφράζει το ποσοστό του καθαρού κέρδους της επιχείρησης (αφού αφαιρεθεί το άμεσο κόστος για την παραγωγή)

$$\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτό Κέρδος}}{\text{Καθαρός Κύκλος εργασιών}}$$

Γ) Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets - ROA)

Εκφράζει το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η διοίκηση τα συνολικά περιουσιακά της στοιχεία για την παραγωγή κερδών.

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Δ) Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity - ROE)

Αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους δείκτες για τους μετόχους,

καθώς απεικονίζει την καθαρή απόδοση ανά 1 ευρώ επενδυμένου ιδίου κεφαλαίου.

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μ. Ο. Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

4.5 Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Asset Turnover)

Αποτυπώνει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει τζίρο χρησιμοποιώντας το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων. Ο εν λόγω δείκτης προτίθεται προκειμένου να ενσωματωθεί και αυτός στην ανάλυση DuPont.

$$\begin{aligned} &\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού} \\ &= \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \end{aligned}$$

4.6 Ρυθμιστικός Κίνδυνος (Regulatory Risk - Clawback & Rebate)

Όπως είδαμε παραπάνω υπάρχουν πολλοί δείκτες που μπορούν να μας βοηθήσουν να αποτυπώσουμε τον κίνδυνο. Εκτός από τους δείκτες εκτός από τον Δείκτη Γενικής Ρευστότητας (Current ratio) και τον Δείκτη Δανειακής Εξάρτησης (Debt Ratio) στους βασικούς άξονες συμπεριλαμβάνετε και ο Ρυθμιστικός Κίνδυνος (Regulatory Risk - Clawback & Rebate) (Lois et al., 2022).

Ο Ρυθμιστικός Κίνδυνος μεταφράζεται στις υποχρεωτικές επιστροφές (Clawback και Rebate). Το πολύ σημαντικό αυτό βαρίδι για της εγχώριες εταιρείες αποτυπώνετε στο επόμενο κεφάλαιο με έναν ξεκάθαρο τρόπο μέσω των δεδομένων που μας δόθηκαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιρειών

Στην παρούσα ενότητα πραγματοποιείται η ανάλυση των Χρηματοοικονομικών Αριθμοδεικτών, των 8 εταιρειών του δείγματος για την πενταετία 2019-2023. Παρακάτω αποκαλύπτονται οι διαφοροποιήσεις στην επίδοσή τους, οι οποίες οφείλονται τόσο στο επιχειρηματικό τους μοντέλο όσο και στις επιπτώσεις του εξωτερικού περιβάλλοντος.

5.1 ELPEN A.E. Φαρμακευτική Βιομηχανία

5.1.1 Δείκτες Ρευστότητας

Πίνακας 5.1: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας ELPEN A.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Σύνολο</i>					
<i>κυκλοφορούντων/Βραχυπρόθεσμες</i>	1,25	1,28	1,27	1,21	1,16
<i>υποχρεώσεις</i>					

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της ELPEN A.E. (2019-2023))

Ο δείκτης ρευστότητας αποτυπώνει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της μέσω των κυκλοφορούντων περιουσιακών της στοιχείων. Παρατηρούμε ότι η ELPEN διατηρεί τον δείκτη πάνω από τη μονάδα καθ' όλη τη διάρκεια της πενταετίας. Κατά την έναρξη της πανδημίας, η εταιρεία ήταν επιφυλακτική στις κινήσεις της αυξάνοντας τη ρευστότητά της στο 1,28% προκειμένου να θωρακιστεί απέναντι στην αβεβαιότητα της αγοράς. Στη μεταπανδημική περίοδο (2022-2023), η οριακή αποκλιμάκωση του δείκτη στο 1,16 αντικατοπτρίζει την μεταστροφή της εταιρείας. Η Διοίκηση αποφάσισε να διοχετεύσει τα διαθέσιμα κεφάλαια της στην υποστήριξη του κύκλου εργασιών της.

5.1.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Πίνακας 5.2: Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού ELPEN A.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)</i>	v/α	0,51	0,49	0,51	0,55

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της ELPEN A.E. (2019-2023))

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού παρουσιάζει σταθερότητα, κυμαινόμενος μεταξύ 0,49 και 0,55. Είναι αξιοσημείωτο πως, παρά το γεγονός ότι η ELPEN αύξησε ραγδαία το συνολικό της ενεργητικό (από 204,7 εκατ. € το 2019 σε 325,8 εκατ. € το 2023), η εταιρεία κατόρθωσε να διατηρήσει και να βελτιώσει την αποτελεσματικότητά της. Το 2023, η αύξηση του δείκτη στο 0,55 υποδηλώνει ότι οι τεράστιες επενδύσεις σε ενσώματα πάγια (νέες εγκαταστάσεις) και σε Έρευνα & Ανάπτυξη μεταφράζονται ήδη επιτυχώς σε εκπληκτική εκτίναξη του καθαρού κύκλου εργασιών στα 165 εκατ. €.

5.1.3 Δείκτες Μόχλευσης / Χρέους

Πίνακας 5.3: Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης ELPEN A.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο Ενεργητικού</i>	63,34%	57,08%	53,15%	53,06%	53,78%
<i>Σύνολο καθαρής θέσης/Σύνολο Ενεργητικού</i>	30,50%	36,70%	40,93%	40,13%	38,06%

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της ELPEN A.E. (2019-2023))

Ακόμα σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, κατά την περίοδο της κρίσης του COVID-19 αποτυπώνεται ξεκάθαρα η συνετή διαχείριση του χρέους της. Η εταιρεία προχώρησε σε σημαντική από-μόχλευση κατά τα έτη 2020 και 2021, μειώνοντας έτσι την εξάρτησή της από ξένα κεφάλαια. Από το 63,34% στο 57,08%.

Αντίστοιχα, θωράκισε τον ισολογισμό της αυξάνοντας τη συμμετοχή των Ιδίων Κεφαλαίων στο 40,93% (2021). Στη κρίσιμη διετία (2022-2023) που ακολούθησε, η στρατηγική της για εξυπηρετούμενη δανειακή εξάρτηση παρέμεινε σταθερή με αποτέλεσμα το 2023 να σταθεροποιείτε στο 53,78%. επιτρέποντας στην εταιρεία να χρηματοδοτήσει με ασφάλεια την ανάπτυξη της, χωρίς να εκτεθεί σε χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

5.1.4 Δείκτες Κερδοφορίας

Πίνακας 5.4: Μέθοδος DuPond. ELPEN A.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)	9,60%	22,74%	25,96%	19,53%	21,11%
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)	v/α	0,51	0,49	0,51	0,55
Δείκτης Μόχλευσης (ΜΟ Ενεργητικού / ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων)	v/α	2,97	2,57	2,47	2,56
Αποδοτικότητα Συνολ Ενεργητικού (ROA)	v/α	11,68%	12,73%	10,01%	11,59%
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	v/α	34,68%	32,71%	24,69%	29,72%

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της ELPEN A.E. (2019-2023))

Ο μετασχηματισμός της ELPEN μέσα από τα δεδομένα μας συνιστά ίσως το πιο εντυπωσιακό εύρημα της ανάλυσης. Με έτος βάσης το 2019, όπου το καθαρό περιθώριο κέρδους βρισκόταν στο 9,60%. Για τα έτη 2020 και 2021 διαφαίνεται μεγάλη κερδοφορία, με το περιθώριο κέρδους να κορυφώνεται στο 25,96% το 2021. Η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων

(ROE) άγγιξε το εξαιρετικά υψηλό 34,68% το 2020, αποδεικνύοντας τον καίριο ρόλο της βιομηχανίας στην κάλυψη των αυξημένων υγειονομικών αναγκών της εποχής. Εν συνεχεία, κατά την περίοδο (2022-2023), τα περιθώρια διατηρήθηκαν σε ιδιαίτερος υψηλά επίπεδα (άνω του 19,53% και 21,11% αντίστοιχα).

Το επίτευγμα αυτό αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σημασία εάν ληφθεί υπόψη η επιβάρυνση από τις υποχρεωτικές από το κράτος κρατήσεις (Clawback & Rebate).

Πίνακας 5.5: Clawback και Rebate της εταιρίας ELPEN A.E. (2019-2023)

<i>Ποσά σε χιλιάδες €</i>	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Rebate & Clawback</i>	36.650 €	37.971 €	43.804 €	56.721 €	58.009 €

(επεξεργασία με βάση των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της ELPEN A.E. (2019-2023))

Στον παραπάνω πίνακα παρατίθενται οι κρατήσεις Clawback και Rebate μαζί ως το σύνολο της επιβάρυνσης από το κράτος σε ευρώ. Από το 2019 που ανήλθαν σε 36,6 εκατ. €, έφτασαν να αφαιρούν 58 εκατ. € από τα έσοδα της εταιρείας το 2023. Παρά το δυσανάλογο κόστος, το οποίο αποτελεί τη μεγαλύτερη απειλή για το σύνολο του κλάδου, η ELPEN επέδειξε μεγάλη αντοχή. Η εξαιρετική αποδοτικότητα (ROA: 11,59% και ROE: 29,72% το 2023) δείχνει ξεκάθαρα πως οι αποφάσεις της διοίκησης να επενδύσει στα ελληνικά εργοστάσια και να ανοιχτεί στις αγορές του εξωτερικού, απέδωσαν καρπούς. Έτσι, διασφαλίζεται η έμπρακτη συνεισφορά της στην οικονομία και την κοινωνία της χώρας.

5.2 GLAXOSMITHKLINE ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε.Β.Ε.

5.2.1 Δείκτες Ρευστότητας

Πίνακας 5.6: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας GSK (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
Σύνολο κυκλοφορούντων/Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1,96	1,40	1,54	1,20	1,19

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της GSK (GSK, 2020; GSK, 2021; GSK, 2022; GSK, 2023; GSK, 2024).

Όπως παρατηρούμε από τα δεδομένα, η γενική ρευστότητα της επιχείρησης το 2019 βρισκόταν στο εξαιρετικό 1,96 (GSK, 2020), ενώ μέχρι το 2023 υποχώρησε σταδιακά φτάνοντας στο 1,19 (GSK, 2024). Όπως είναι ευρέως αποδεκτό στη χρηματοοικονομική ανάλυση, όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο πιο υγιής θεωρείται η ρευστότητα της επιχείρησης. Πρακτικά, όλα τα δεδομένα μας είναι άνω της μονάδας, μια πολύ θετική περίπτωση. Αυτό σημαίνει ότι τα διαθέσιμα κυκλοφορούντα στοιχεία της GSK καλύπτουν με ασφάλεια τις άμεσες τρέχουσες υποχρεώσεις της για το σύνολο της περιόδου.

Ωστόσο, είναι ξεκάθαρη η πτωτική τάση κατά την εξεταζόμενη πενταετία. Η πτώση αυτή δεν οφείλεται στην πανδημία, αλλά στη συνεχή διόγκωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (από €32,3 εκατ. το 2019 σε €90 εκατ. το 2023).

Πίνακας 5.7: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας GSK (2019-2023)

Ποσά σε χιλιάδες €	2019	2020	2021	2022	2023
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	32.257 €	53.023 €	53.857 €	82.362 €	90.044 €

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της GSK (GSK, 2020; GSK, 2021; GSK, 2022; GSK, 2023; GSK, 2024).

Αξίζει να σημειωθεί πως η συγκεκριμένη διόγκωση των υποχρεώσεων αφορά ουσιαστικά το Ελληνικό Δημόσιο, εξαιτίας των επιβαρύνσεων από το Clawback και το Rebate (GSK, 2024). Παρά λοιπόν της πρωτικής τάσης της γενικής ρευστότητας, το επιχειρηματικό μοντέλο της GSK Ελλάδος παραμένει ισχυρό χάρης των περιορισμένων λειτουργικών της εξόδων. Όντας μια καθαρά εμπορική εταιρεία χωρίς βαρύ βιομηχανικό εξοπλισμό, την μίσθωση (αντί για αγορά) για την λειτουργίας της και την εμπορική της ευελιξία καταφέρνει να διατηρεί υψηλά ποσοστά ρευστότητας, ύψους 33,39 εκατ. ευρώ για το 2023 (GSK, 2024). Πρακτικά, αυτή ακριβώς η ταμειακή άνεση ήταν που προστάτευσε την εταιρεία και απέδειξε την αντοχή της απέναντι στην κρίση του COVID.

5.2.2 Δείκτες Κερδοφορίας και κυκλοφοριακής ταχύτητας

Πίνακας 5.8: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας GSK (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)</i>	2,45%	1,13%	4,80%	-7,13%	-0,25%
<i>Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/MO Ενεργητικού)</i>	v/α	1,71	1,46	1,28	1,31
<i>Δείκτης Μόχλευσης (MO Ενεργητικού / MO Ιδίων Κεφαλαίων)</i>	v/α	3,27	4,29	6,12	11,33
<i>Αποδοτικότητα Συνολ Ενεργητικού (ROA)</i>	v/α	1,93%	6,99%	-9,15%	-0,33%
<i>Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)</i>	v/α	6,32%	30,01%	-56,03%	-3,77%

(επεξεργασία με βάση των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της GSK (GSK, 2020; GSK, 2021; GSK, 2022; GSK, 2023; GSK, 2024).

Εξετάζοντας την αποδοτικότητα του ενεργητικού (Asset Turnover), παρατηρούμε μια πτωτική τάση από το 2020 (1,93%) μέχρι το 2022 (-9,15%). Αυτή η πτώση δεν είναι τυχαία, αντανακλά άμεσα το αποτύπωμα της πανδημίας, η οποία περιόρισε την καταναλωτική ζήτηση στα νοσοκομεία συμπιέζοντας τις πωλήσεις. Την ίδια στιγμή, το ενεργητικό φαινόταν λογιστικά διογκωμένο, κυρίως εξαιτίας των συσσωρευμένων ανείσπρακτων απαιτήσεων (GSK, 2022; GSK, 2023). Η εικόνα, ωστόσο, αλλάζει ριζικά το 2023. Η εταιρεία πέτυχε ένα εμπορικό «comeback», εκτοξεύοντας τον κύκλο εργασιών της κατά 15,08% (αγγίζοντας τα 137,9 εκατ. Ευρώ το 2023), γεγονός που οδήγησε και στην πρώτη ουσιαστική ανάκαμψη του δείκτη στο 1,31 (GSK, 2024).

Προχωρώντας στην ανάλυση της κερδοφορίας, γίνεται ξεκάθαρο πως ο πραγματικός προβληματισμός για την GSK δεν είναι η αγορά, αλλά το ρυθμιστικό πλαίσιο της χώρας. Το Περιθώριο Κέρδους παραμένει αξιοσημείωτα σταθερό, επιβεβαιώνοντας ότι ο εμπορικός πυρήνας της εταιρείας είναι εξαιρετικά υγιής.

Πρέπει, βέβαια, να σταθούμε σε μια παρερμηνεία στα δεδομένα του 2021. Η αναπάντεχη αύξηση της Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) στο 30,01%, έναντι όλων των μετέπειτα δεδομένων, δεν προήλθε από κάποιο εμπορικό θαύμα, αλλά ήταν καθαρά πλασματική. Οφειλόταν αποκλειστικά σε ένα έκτακτο, ανόργανο κέρδος ύψους περίπου 8,6 εκατ. ευρώ, το οποίο προέκυψε από την πώληση του ιδιόκτητου κτιρίου της εταιρείας επί της Λεωφόρου Κηφισίας (GSK, 2022).

Η σκληρή πραγματικότητα, ωστόσο, αποκαλύπτεται τη διετία 2022-2023, όπου οι δείκτες κερδοφορίας κυριολεκτικά κατακρημνίζονται (με το ROE να βυθίζεται στο δυσθεώρητο -56,03% το 2022). Ακόμα και το 2023, παρά την εντυπωσιακή οργανική αύξηση των πωλήσεων, η εταιρεία «στραγγαλίστηκε» από το ασφυκτικό σύστημα των αυτόματων επιστροφών. Τα υπέρογκα ποσά του Clawback και του Rebate αφαίρεσαν 61,7 εκατ. για το 2022 και 68,3 εκατ. ευρώ από τον τζίρο το 2023. (GSK, 2024).

5.3 Lavipharm Hellas A.E.

Η Lavipharm Hellas A.E. λειτουργεί ως ο κεντρικός εμπορικός βραχίονας του ομίλου Lavipharm. Εξειδικεύεται στη διανομή συνταγογραφούμενων και μη φαρμάκων, ιατροτεχνολογικών ειδών και καλλυντικών εντός της ελληνικής αγοράς (Lavipharm Hellas A.E., 2024)

Η παρούσα ανάλυση αξιοποιεί τη μέθοδο των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών για να «ακτινογραφήσει» την πενταετία 2019-2023.

Βασικός σκοπός είναι η αξιολόγηση της συνολικής της επίδοσης.

Ταυτόχρονα, εξετάζεται το πώς η διοίκηση προσάρμοσε τη στρατηγική της για να ανταπεξέλθει στο ευμετάβλητο περιβάλλον της υγειονομικής κρίσης.

5.3.1 Δείκτες Διάρθρωσης και Ρευστότητας

Πίνακας 5.9: Δείκτες Διάρθρωσης Ενεργητικού Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023)

ΣΤΟΙΧΕΙΟ (Ποσά σε €)	2019	2020	2021	2022	2023
Σύνολο κυκλοφορούντων / Σύνολο ενεργητικού	84,50%	88,62%	92,24%	90,28%	93,31%
Σύνολο ενσώματων παγίων/Σύνολο ενεργητικού	0,09%	0,37%	0,24%	0,31%	0,12%

(επεξεργασία με βάση των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Lavipharm Hellas A.E. (Lavipharm Hellas A.E., 2020; Lavipharm Hellas A.E., 2021; Lavipharm Hellas A.E., 2022; Lavipharm Hellas A.E., 2023; Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 5.9, η διάρθρωση του ενεργητικού της Lavipharm Hellas παρουσιάζει μια ξεκάθαρη εικόνα. Το κυκλοφορούν ενεργητικό υπερέχει συντριπτικά έναντι των παγίων. Συγκεκριμένα, η συμμετοχή του στο σύνολο του ενεργητικού βρισκόταν στο 84,50% το 2019 και έφτασε σταδιακά στο εντυπωσιακό 93,31% το 2023. Η δομή αυτή είναι απολύτως εναρμονισμένη με το επιχειρηματικό προφίλ της εταιρείας. Η Lavipharm Hellas λειτουργεί καθαρά ως εμπορικό δίκτυο διανομής και πωλήσεων, και όχι ως παραγωγική βιομηχανία, καθώς ανήκει παραδοσιακά στη μητρική εταιρεία (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Ακριβώς επειδή η ρευστότητά της στηρίζεται σχεδόν αποκλειστικά σε αποθέματα και απαιτήσεις πελατών, η σωστή διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου αποκτά κρίσιμη σημασία. Ειδικά μέσα στο 2023, καταγράφηκε μια σημαντική αύξηση των εμπορικών απαιτήσεων. Αυτό οφείλεται σε μια κομβική στρατηγική απόφαση της διοίκησης. Η εταιρεία σταμάτησε να πουλάει αποκλειστικά μέσω ενδιάμεσης συνδεδεμένης εταιρείας και άρχισε να τιμολογεί απευθείας φαρμακεία και φαρμακαποθήκες, αλλάζοντας ριζικά το πιστωτικό της προφίλ (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Παρά τη δυναμική εμπορική της εξωστρέφεια, ωστόσο, η ρευστότητα της θυγατρικής εξακολουθεί να δέχεται πίεση. Η βασική αιτία γι' αυτό δεν είναι η αγορά, αλλά ο μεγάλος όγκος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που διατηρεί σταθερά προς τη μητρική της εταιρεία (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

,

5.3.2 Δείκτες Κερδοφορίας και κυκλοφοριακής ταχύτητας

Η Lavipharm Hellas, με μικτό περιθώριο κέρδους διατηρήθηκε σε εξαιρετικά ικανοποιητικά επίπεδα. Συγκεκριμένα, κινήθηκε σταθερά στη ζώνη του 33,61% με 37,90% (Πίνακας 5.10) (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Πίνακας 5.10: Μικτό Περιθώριο Κέρδος Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023)

<i>Ποσά σε χιλιάδες €</i>	2019	2020	2021	2022	2023
Κύκλος Εργασιών (καθαρός)	13.245 €	15.240 €	15.780 €	20.420 €	22.138 €
Μικτό Κέρδος (Gross Profit)	4.451 €	5.656 €	5.426 €	6.805 €	8.390 €
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	33,61%	37,11%	34,39%	33,33%	37,90%

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Lavipharm Hellas A.E.).

Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι το αμιγώς εμπορικό της μοντέλο, σε συνδυασμό με το μείγμα των προϊόντων της, διαθέτει υψηλή προστιθέμενη αξία. Ωστόσο, η εικόνα στο καθαρό αποτέλεσμα παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις. Η εντυπωσιακή εκτίναξη της κερδοφορίας προ φόρων στο 34,39% το 2021 αποτελεί καθαρά μια λογιστική εξαίρεση(Πίνακας 5.10) (Lavipharm Hellas A.E., 2022). Το ποσοστό αυτό ενσωματώνει μη επαναλαμβανόμενα έσοδα, όπως επιχορηγήσεις και αντιλογισμούς προβλέψεων, και δεν πηγάζει από αμιγώς οργανική ανάπτυξη. Τη διετία 2022-2023, η εταιρεία επέστρεψε σε λειτουργικές ζημίες (αρνητικό EBT και EBIT). Αυτό δικαιολογείται από την κατακόρυφη αύξηση των λειτουργικών δαπανών διάθεσης. Οι νέες προσλήψεις και οι ενέργειες marketing ήταν απαραίτητες προκειμένου να υποστηριχθεί το νέο χαρτοφυλάκιο (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Πίνακας 5.11: Μέθοδος DuPond Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)	-5,65%	7,65%	34,89%	-5,73%	-6,07%
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)	v/α	4,03	3,43	4,05	2,19
Δείκτης Μόχλευσης (ΜΟ Ενεργητικού / ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων)	v/α	-0,18	-0,27	-0,33	-0,62
Αποδοτικότητα Συνολ Ενεργητικού (ROA)	v/α	30,81%	119,54%	-23,25%	-13,31%
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	v/α	-5,65%	-31,94%	7,78%	8,27%

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Lavipharm Hellas A.E. (Lavipharm Hellas A.E., 2020; Lavipharm Hellas A.E., 2021; Lavipharm Hellas A.E., 2022; Lavipharm Hellas A.E., 2023; Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί πως ο δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) παραλείπεται σκόπιμα από την ανάλυση. Η σταθερά αρνητική βάση των κεφαλαίων της εταιρείας προκαλεί μαθηματική στρέβλωση, γεγονός που θα οδηγούσε σε απολύτως παραπλανητικά συμπεράσματα.

5.3.3 Μόχλευση & Κεφαλαιακή Επάρκεια

Ο βαθμός μόχλευσης αποκαλύπτει σε ποιο βαθμό μια επιχείρηση χρησιμοποιεί ξένα κεφάλαια, έναντι των δικών της, για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της. Το πιο κρίσιμο στοιχείο στην ανάλυση της Lavipharm Hellas είναι η απόλυτη εξάρτησή της από τον δανεισμό. Η Καθαρή της Θέση (Ίδια Κεφάλαια) παραμένει σταθερά αρνητική σε ολόκληρη την εξεταζόμενη πενταετία, καταγράφοντας μάλιστα έλλειμμα ύψους -16,88 εκατ. ευρώ το 2023 (Πίνακας 5.12) (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Πίνακας 5.12: Καθαρή θέση Lavipharm Hellas A.E. (2019-2023)

<i>Ποσά σε χιλιάδες €</i>	2019	2020	2021	2022	2023
Σύνολο καθαρής θέσης	21.284 €	19.987 €	14.479 €	15.626 €	16.875 €

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Lavipharm Hellas A.E. (Lavipharm Hellas A.E., 2020; Lavipharm Hellas A.E., 2021; Lavipharm Hellas A.E., 2022; Lavipharm Hellas A.E., 2023; Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Αυτός ο αρνητικός δείκτης κεφαλαιακής διάρθρωσης επιβεβαιώνει την πλήρη απουσία οικονομικής αυτάρκειας.

Ως άμεση συνέπεια αυτής της κατάστασης, η εταιρεία υπάγεται στις διατάξεις του άρθρου 119 (παρ. 4) του Ν.4548/2018.

Η Lavipharm Hellas παραμένει μια βιώσιμη οικονομική μονάδα (Going Concern) αποκλειστικά χάρη στην αδιάλειπτη χρηματοδοτική και επιχειρησιακή υποστήριξη του Ομίλου Lavipharm. Μάλιστα, η μητρική εταιρεία σχεδιάζει κινήσεις κεφαλαιοποίησης των υφιστάμενων υποχρεώσεων, προκειμένου να αποκατασταθεί η κεφαλαιακή ισορροπία της θυγατρικής (Lavipharm Hellas A.E., 2024). Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι αυτό το χρέος δεν προέρχεται από τραπεζικό δανεισμό. Αφορά σχεδόν εξ ολοκλήρου ενδοομιλικές υποχρεώσεις και ρυθμισμένες οφειλές προς το Ελληνικό Δημόσιο (Rebate / Clawback) (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Ανθεκτικότητα απέναντι στον COVID-19 Η εμφάνιση της πανδημίας COVID-19 λειτούργησε ως ένα αυστηρό «stress test». Σε αυτή τη δοκιμασία, η Lavipharm Hellas επέδειξε εξαιρετικά αντανακλαστικά. Σε

αντίθεση με άλλους κλάδους της οικονομίας, η υγειονομική κρίση δεν κατάφερε να πλήξει τα οικονομικά της αποτελέσματα. Το αντίθετο μάλιστα. Η κατακόρυφη αύξηση της ζήτησης για προϊόντα υγιεινής και αντισηψίας, με αιχμή του δόρατος το Betadine, λειτούργησε το 2020 ως ισχυρός μοχλός ανάπτυξης για τον κύκλο εργασιών του τμήματος Consumer Health Care (Lavipharm Hellas A.E., 2021). Παράλληλα, η διοίκηση εφάρμοσε άμεσα σχέδια Αδιάλειπτης Λειτουργίας (Business Continuity Plans). Έτσι, διασφάλισε αφενός την υγεία των εργαζομένων της και, αφετέρου, την ομαλή και συνεχή τροφοδοσία της αγοράς σε μια ιδιαίτερος κρίσιμη περίοδο (Lavipharm Hellas A.E., 2021)

5.3.4 Στρατηγική Επιχειρηματικής Ανάκαμψης

Κατά τη μεταπανδημική περίοδο, η επιχείρηση μετεξελίχθηκε κεφαλαιοποιώντας την εμπορική της δυναμική. Προχώρησε σε εμβληματικές στρατηγικές συμφωνίες που σηματοδότησαν τη νέα της εποχή.

Αφενός, διεύρυνε τη συνεργασία της με τη ZENTIVA για την προώθηση γενόσημων φαρμάκων. Αφετέρου, σύναψε μια κρίσιμη μακροχρόνια συνεργασία με την TIKUN Europe, αναλαμβάνοντας την αποκλειστική διανομή των προϊόντων φαρμακευτικής κάνναβης στην Ελλάδα (Lavipharm Hellas A.E., 2023; Lavipharm Hellas A.E., 2024).

Αυτές οι δυναμικές κινήσεις αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου μαρτυρούν τον υψηλό βαθμό στρατηγικής προσαρμοστικότητας της εταιρείας απέναντι στις σύγχρονες ανάγκες της αγοράς.

5.3.5 Οι Επιπτώσεις του Άρθρου 119 του Ν.4548/2018 και το Πλάνο Εξυγίανσης

Η εφαρμογή του άρθρου 119 (παρ. 4) του Ν.4548/2018 επηρεάζει καθοριστικά τη Lavipharm Hellas. Σχετίζεται άμεσα με τη χρηματοοικονομική της ανεπάρκεια και την υποχρεώνει νομικά να λάβει συγκεκριμένα μέτρα εξυγίανσης. Η εταιρεία υπάγεται διαρκώς στις διατάξεις του συγκεκριμένου άρθρου καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Ο λόγος είναι ότι το σύνολο της αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων της έχει καταστεί αρνητικό (φτάνοντας τα -16,87 εκατ. ευρώ το 2023) (Πίνακας 5.12) και υπολείπεται του ημίσεος (1/2) του καταβλημένου μετοχικού της κεφαλαίου (Lavipharm Hellas A.E., 2024). Τέλος ως άμεση νομική συνέπεια της εφαρμογής του άρθρου, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται από τον νόμο να συγκαλέσει τη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Εκεί πρέπει να συζητηθεί το κεφαλαιακό έλλειμμα και να παρθούν αποφάσεις για την άμεση λήψη μέτρων (Lavipharm Hellas A.E., 2023). Για να ξεπεραστεί αυτή η συνθήκη, η διοίκηση της μητρικής (LAVIPHARM A.E.) εξετάζει σοβαρά το ενδεχόμενο αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής. Αυτό αναμένεται να γίνει με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης υφιστάμενων υποχρεώσεων, προκειμένου να αποκατασταθεί επιτέλους η καθαρή της θέση (Lavipharm Hellas A.E., 2024). Παράλληλα με τις λογιστικές κινήσεις κεφαλαιοποίησης, η εταιρεία είναι αναγκασμένη να βελτιώσει άμεσα τα οργανικά της αποτελέσματα. Γι' αυτόν τον λόγο, ποντάρει στη σημαντική αύξηση της κερδοφορίας μέσω των νέων συνεργασιών (ZENTIVA και TIKUN Europe). Ταυτόχρονα, εφαρμόζει αυστηρή πολιτική διαχείρισης του πελατολογίου της, προκειμένου να αποφύγει νέες επισφάλειες και να θωρακίσει τη ρευστότητά της (Lavipharm Hellas A.E., 2024).

5.4 MERCK SHARP & DOHME

Η MSD Ελλάδα αποτελεί ένα κλασικό παράδειγμα πολυεθνικής θυγατρικής που λειτουργεί ως εξουσιοδοτημένος διανομέας περιορισμένου κινδύνου (limited risk distributor) 2-4. Η ανάλυση των δεικτών της για την πενταετία 2019-2023 αποκαλύπτει μια εταιρεία με τεράστια εμπορική δυναμική, η οποία όμως «φρενάρεται» από το εγγώριο ρυθμιστικό περιβάλλον.

5.4.1 Δραστηριότητα και Ανάπτυξη Πωλήσεων

Αν κοιτάξουμε τον κύκλο εργασιών της, η εικόνα είναι εντυπωσιακή. Παρά τις πιέσεις της πανδημίας, οι καθαρές της πωλήσεις ακολούθησαν έντονα ανοδική πορεία. Από 198,5 εκατ. ευρώ το 2019, εκτοξεύτηκαν σπάζοντας το φράγμα των 241,5 εκατ. ευρώ το 2023 (Merck Sharp & Dohme (MSD), 2024). Η ώθηση αυτή δεν ήταν τυχαία. Προήλθε από την ισχυρή οργανική της ανάπτυξη (ειδικά στην ογκολογία και τα εμβόλια), αλλά και από την κυκλοφορία της θεραπείας Molnupiravir κατά του COVID-19 που απογείωσε τον τζίρο το 2022 (Merck Sharp & Dohme (MSD),2023).

5.4.2 Κερδοφορία και ο "Βραχνάς" του Ρυθμιστικού Κινδύνου

Πίνακας 5.13: Μέθοδος DuPond, MSD (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)	2,10%	2,91%	3,13%	3,91%	2,25%
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)	v/α	1,43	1,05	1,47	1,31

Δείκτης Μόχλευσης (ΜΟ Ενεργητικού / ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων) Αποδοτικότητα Συνολ. Ενεργητικού (ROA) Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	v/α	3,40	3,10	3,32	4,89
	v/α	4,15%	3,30%	5,76%	2,95%
	v/α	14,09%	10,23%	19,14%	14,41%

Πίνακας 5.14: Μικτό Περιθώριο Κέρδος, MSD (2019-2023)

Ποσά σε

χιλιάδες €

	2019	2020	2021	2022	2023
Κύκλος Εργασιών (καθαρός)	198.566 €	209.467 €	158.751 €	212.166 €	241.596 €
Μικτό Κέρδος (Gross Profit)	45.385 €	38.058 €	33.569 €	38.069 €	38.852 €
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	22,86%	18,17%	21,15%	17,94%	16,08%

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της MERCK SHARP & DOHME. (Merck Sharp & Dohme (MSD), 2020; Merck Sharp & Dohme (MSD), 2021; Merck Sharp & Dohme (MSD), 2022; Merck Sharp & Dohme (MSD), 2023; Merck Sharp & Dohme (MSD), 2024).

Εδώ ακριβώς έρχεται η μεγάλη ανατροπή της ανάλυσης. Παρά το ιστορικό ρεκόρ των πωλήσεων, το Μικτό Περιθώριο Κέρδους δέχεται ασφυκτική πίεση. Από το 22,86% που βρισκόταν το 2019, κατρακύλησε στο 16,08% το 2023 (Πίνακας 5.14) (Merck Sharp & Dohme (MSD), 2024). Η ευθύνη πέφτει ξεκάθαρα στις υποχρεωτικές κρατικές επιστροφές. Μόνο το 2023, το Clawback και το Rebate που κλήθηκε να πληρώσει η MSD άγγιξαν το δυσθεώρητο ποσό των 231,5 εκατ. ευρώ (Merck Sharp & Dohme (MSD), 2023).

Αυτή η τεράστια «αιμορραγία» διαβρώνει ραγδαία την τελική κερδοφορία της επιχείρησης. Ενώ τα λειτουργικά της κόστη ελέγχονται άψογα, ο μηχανισμός των αυτόματων επιστροφών αλλοιώνει τα πραγματικά της μεγέθη. Ως αποτέλεσμα, η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), αν και σημείωσε εξαιρετική κορύφωση το 2022 λόγω των πωλήσεων του αντικού φαρμάκου, συμπίεστηκε δραματικά στο οριακό 2,25% για το 2023 (Πίνακας 5.13) (Merck Sharp & Dohme (MSD), 2024)

5.4.3 Ρευστότητα και Ταμειακή Επάρκεια

Θα περίμενε κανείς ότι με τέτοιες επιβαρύνσεις η εταιρεία θα αντιμετώπιζε σοβαρό πρόβλημα επιβίωσης. Αντιθέτως, η ρευστότητα της MSD παραμένει απόλυτα υγιής. Ο Δείκτης Γενικής Ρευστότητας κινήθηκε σταθερά πάνω από τη μονάδα σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, κλείνοντας στο 1,21 το 2023 (από 1,37 το 2022). Αυτό αποδεικνύει στην πράξη ότι η εταιρεία διαθέτει επαρκέστατα κυκλοφορούντα στοιχεία για να αποπληρώσει άμεσα τα τρέχοντα χρέη της, διατηρώντας ένα ισχυρό δίχτυ ασφαλείας.

5.4.4 Μόγλευση και το "Asset Light" μοντέλο

Η MSD εφαρμόζει πιστά ένα παρόμοιο μοντέλο με τη GlaxoSmithKline Μονοπρόσωπη Α.Ε. Ως καθαρά εμπορική εταιρεία και αυτή διατηρεί ένα "Asset Light" μοντέλο, χωρίς βαρύ βιομηχανικό εξοπλισμό. Διατηρώντας ελάχιστα πάγια και ελεύθερη από τον εγχώριο τραπεζικό δανεισμό ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος της είναι πρακτικά μηδενικός. Όποιες ανάγκες ρευστότητας προκύπτουν, καλύπτονται και απορροφώνται μέσω ενδοομιλικών συναλλαγών από την παγκόσμια μητρική εταιρεία (Εκθεση Διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου της Merck Sharp & Dohme (MSD), 2023). Έτσι, ο διεθνής Όμιλος λειτουργεί ως «ασπίδα» προστασίας, θωρακίζοντας την ελληνική θυγατρική από τους συστημικούς κραδασμούς και τις καθυστερήσεις πληρωμών των Δημόσιων Νοσοκομείων (Merck Sharp & Dohme (MSD), 2023).

5.5 NOVARTIS (HELLAS) A.E.B.E.

Η Novartis (Hellas) A.E.B.E. αποτελεί τη βασική θυγατρική του πολυεθνικού ομίλου Novartis AG στην Ελλάδα. Παραδοσιακά, κατέχει τη θέση μίας από τις κορυφαίες φαρμακευτικές εταιρείες της εγχώριας αγοράς (Novartis Hellas A.E.B.E., 2024). Η εξεταζόμενη πενταετία (2019-2023) υπήρξε, ωστόσο, εξαιρετικά ταραχώδης. Αποτέλεσε μια περίοδο ακραίων προκλήσεων, αλλά και ριζικού μετασχηματισμού για την επιχείρηση. Η οικονομική της πορεία δεν καθορίστηκε μόνο από τις εμπορικές της επιδόσεις. Σημαδεύτηκε βαθιά από εξωγενείς νομικές περιπέτειες και τις τεράστιες ζημιές του εξωδικαστικού διακανονισμού του 2019 (Novartis Hellas A.E.B.E., 2020).

Παράλληλα, η εταιρεία δέχτηκε ασφυκτική πίεση από τις διαρκώς αυξανόμενες υποχρεωτικές επιστροφές προς το κράτος (Clawback και Rebate) (Novartis Hellas A.E.B.E., 2024).

Το αποκορύφωμα αυτού του μετασχηματισμού ήρθε το 2023, με την εμβληματική στρατηγική απόφαση απόσχισης του κλάδου των γενοσήμων και βίο-ομοειδών, της Sandoz (Novartis Hellas A.E.B.E., 2024).

Το σύνολο αυτών των γεγονότων καθιστούν τη Novartis Hellas μια μοναδική περίπτωση μελέτης (case study) γύρω από την εταιρική ανθεκτικότητα, την προσαρμοστικότητα και την ικανότητα επιβίωσης σε ένα ευμετάβλητο περιβάλλον.

Η ανάλυση που ακολουθεί επιχειρεί να «ακτινογραφήσει» αυτήν ακριβώς την πορεία. Βασίζεται στη μεθοδολογία των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών και δομείται γύρω από τέσσερις βασικούς άξονες: τους δείκτες Ρευστότητας, Δραστηριότητας, Μόχλευσης (Χρέους) και Κερδοφορίας.

5.5.1 Δείκτες Ρευστότητας

Πίνακας 5.15: Δείκτες Ρευστότητας, Novartis Hellas A.E.B.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Σύνολο κυκλοφορούντων /Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Μονάδες)</i>	0,74	2,64	2,77	2,39	1,40
<i>κυκλοφορούντων ενεργητικό - βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Ποσά σε χιλιάδες €)</i>	-61.079 €	156.981€	176.980 €	150.530 €	64.119 €

Πίνακας 5.16:Κεφάλαιο, Novartis Hellas A.E.B.E. (2019-2023)

<i>Ποσά σε χιλιάδες €</i>	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Κεφάλαιο</i>	23.361 €	233.856 €	233.856 €	233.856 €	141.668 €

Πίνακας 5.17: Μέθοδος DuPond, Novartis Hellas A.E.B.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)</i>	-69,87%	3,61%	-5,72%	6,04%	2,61%
<i>Κυκλοφοριακή Ταχύτητα</i>					

Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)	v/α	1,33	1,16	1,02	0,60
Δείκτης Μόχλευσης (ΜΟ Ενεργητικού / ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων)	v/α	5,59	1,79	1,81	2,02
Αποδοτικότητα Συνολ Ενεργητικού (ROA)	v/α	4,81%	-6,67%	6,19%	1,57%
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	v/α	26,87%	-11,90%	11,18%	3,17%

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Novartis Hellas A.E.B.E.. (Novartis Hellas A.E.B.E.,2020; Novartis Hellas A.E.B.E.,2021; Novartis Hellas A.E.B.E.,2022; Novartis Hellas A.E.B.E., 023; Novartis Hellas A.E.B.E.,2024).

Η εξέλιξη της ρευστότητας της Novartis παρουσιάζει μια δραματική ανατροπή. Το 2019, η εταιρεία βρέθηκε σε κρίση ρευστότητας, με τον Δείκτη Γενικής Ρευστότητας να διαμορφώνεται στο 0,74 (κάτω από τη μονάδα) και το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης να είναι έντονα αρνητικό (-61,07 εκατ. €), (Πίνακας 5.15).

Αυτό οφειλόταν στην εγγραφή τεράστιας πρόβλεψης ύψους 208,1 εκατ. € για τον εξωδικαστικό συμβιβασμό με το Υπουργείο Δικαιοσύνης των ΗΠΑ (Novartis Hellas A.E.B.E.,2023). Ωστόσο, η προσαρμοστικότητα της εταιρείας διασφαλίστηκε χάρη στην άμεση υποστήριξη της μητρικής εταιρείας. Το 2020 πραγματοποιήθηκε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ύψους 210,4 εκατ. € (Πίνακας 5.16), η οποία αποκατέστησε άμεσα τη ρευστότητα. Οι δείκτες εκτινάχθηκαν (Γενική Ρευστότητα στο 2,64 και Άμεση στο 1,98), (Πίνακας 5.17).

Υποδεικνύοντας πλέον μια εξαιρετικά ισχυρή οικονομική θέση που της επέτρεψε να προηγηθεί με ασφάλεια στην πανδημική κρίση του COVID-19. Το 2023 παρατηρείται μια φυσιολογική πτώση του δείκτη στο 1,40 (Πίνακας 5.15), η οποία συνδέεται με τον εταιρικό μετασχηματισμό (απόσχιση Sandoz) και τη μείωση του κυκλοφορούν ενεργητικού.

5.5.2 Δείκτες Κερδοφορίας

Εξετάζοντας το Μικτό Περιθώριο Κέρδους, παρατηρούμε μια εξαιρετική σταθερότητα. Σε όλη την εξεταζόμενη πενταετία, κινήθηκε σταθερά μεταξύ 21% και 25% (Novartis Hellas A.E.B.E., 2020; Novartis Hellas A.E.B.E., 2024). Αυτό το γεγονός αποδεικνύει τη θεμελιώδη λειτουργική ανθεκτικότητα του βασικού φαρμακευτικού της χαρτοφυλακίου.

Ωστόσο, όπως είδαμε και στον Πίνακα 5.17, το 2019 η εταιρεία κατέγραψε κολοσσιαίες ζημιές ύψους 203,6 εκατ. ευρώ. Αυτές οι ζημιές κυριολεκτικά συνέθλιψαν το καθαρό περιθώριο κέρδους, ρίχνοντάς το στο -69,87%. Το 2021, το αρνητικό σκηνικό επαναλήφθηκε.

Καταγράφηκαν εκ νέου ζημιές 16,1 εκατ. ευρώ, συμπιέζοντας την Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) στο -11,90%, κυρίως εξαιτίας αυξημένων φορολογικών επιβαρύνσεων (Novartis Hellas A.E.B.E., 2022).

Η εικόνα, ευτυχώς, αλλάζει ριζικά το 2023, οπότε η εταιρεία παρουσιάζει σαφή σημάδια σταθεροποίησης. Παρά τη γενική μείωση του τζίρου, η Novartis επέστρεψε σε θετικό έδαφος με καθαρά κέρδη 4,68 εκατ. ευρώ και ένα οριακό, αλλά θετικό ROE στο 3,17% (Novartis Hellas A.E.B.E., 2024). Το έτος αυτό αποτελεί πραγματικό ορόσημο. Η εταιρεία προχώρησε στην εμβληματική στρατηγική απόσχιση του κλάδου των γενοσήμων. Στόχος αυτής της κίνησης ήταν να επικεντρωθεί αποκλειστικά σε καινοτόμα φάρμακα, όπως η ογκολογία και οι γονιδιακές θεραπείες (Novartis Hellas A.E.B.E., 2024).

5.5.4 Συμπεράσματα Προσαρμοστικότητας

Συνολικά, η χρηματοοικονομική ανάλυση της Novartis Hellas αναδεικνύει τον εξαιρετικά υψηλό βαθμό στρατηγικής προσαρμοστικότητας που μπορεί να επιδείξει μια θυγατρική ενός πολυεθνικού ομίλου. Η επιχείρηση βρέθηκε αντιμέτωπη με την ταυτόχρονη εκδήλωση τριών τεράστιων κρίσεων: το βαρύτατο νομικό πρόστιμο του 2019, την πανδημία του COVID-19 το 2020, και την ασφυκτική, διαρκώς αυξανόμενη πίεση των υποχρεωτικών επιστροφών (Clawback και Rebate) (Novartis Hellas A.E.B.E., 2020; Novartis Hellas A.E.B.E., 2024). Παρ' όλα αυτά, όχι μόνο επιβίωσε, αλλά αναδιαρθρώθηκε πλήρως.

Το αρχικό πρόβλημα βιωσιμότητας λύθηκε άμεσα. Η ισχυρή και άμεση κεφαλαιακή στήριξη (Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου) από τη μητρική εταιρεία απορρόφησε πλήρως τους κραδασμούς των ζημιών του 2019 (Novartis Hellas A.E.B.E., 2020). Μπαίνοντας στη μεταπανδημική περίοδο, η διοίκηση πήρε μια γενναία απόφαση. Επέλεξε να μειώσει τον όγκο των πωλήσεων και να αυξήσει την ποιότητά τους, κάτι που επισφραγίστηκε με την απόσχιση της Sandoz (Novartis Hellas A.E.B.E., 2024).

Πλέον, το μοντέλο λειτουργίας της είναι ξεκάθαρο: η εταιρεία αποδέχεται να «θυσιάζει» μεγάλο μέρος του τζίρου της στις κρατικές επιστροφές (Rebates). Ταυτόχρονα όμως, διατηρεί υψηλή ρευστότητα και έναν απολύτως υγιή, καθαρό ισολογισμό. Εστιάζοντας στρατηγικά σε προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας, καταφέρνει πλέον να διασφαλίζει ένα θετικό, έστω και οριακό, τελικό περιθώριο κέρδους.

5.6 Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε.

Στο παρόν κεφάλαιο εστιάζουμε στη χρηματοοικονομική ανάλυση της Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. Η εξέταση καλύπτει την κρίσιμη πενταετία 2019-2023. Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος δεν επιλέχθηκε τυχαία. Ξεκινά με το 2019, το οποίο λειτουργεί ως το ασφαλές έτος αναφοράς (baseline) πριν από την έλευση της πανδημίας. Στη συνέχεια, διατρέχει τα έτη όπου η υγειονομική κρίση κορυφώθηκε (2020-2022) και καταλήγει στο 2023, αποτυπώνοντας την τελική φάση ομαλοποίησης και τη ριζική μετεξέλιξη της αγοράς.

Για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων, η μελέτη βασίζεται στη μεθοδολογία των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Τα απαραίτητα δεδομένα αντλούνται απευθείας από τις επίσημες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.

Ο βασικός στόχος της ανάλυσης είναι ξεκάθαρος. Επιδιώκει να αξιολογήσει τον βαθμό στρατηγικής προσαρμοστικότητας που επέδειξε η επιχείρηση απέναντι στο τεράστιο σοκ του COVID-19 και στις ακραίες διακυμάνσεις της ζήτησης που αυτό προκάλεσε.

5.6.1 Δείκτες Ρευστότητας

Πίνακας 5.18: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας Pfizer Ελλάς (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
Σύνολο κυκλοφορούν των/Βραχυπρ όθεσμες υποχρεώσεις (Μονάδες)	2,71	2,31	1,87	2,39	2,55
κυκλοφορούν των ενεργητικό - βραχυπρόθεσ μες υποχρεώσεις (Ποσά σε χιλιάδες €)	183.182 €	140.451 €	187.705 €	199.700 €	239.977 €

(επεξεργασία με βάση των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2020; Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2021; Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2022; Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2023; Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2024).

Η εταιρεία διατηρεί ιστορικά υψηλά επίπεδα ρευστότητας. Πριν αλλά και κατά το πρώτο έτος της πανδημίας (2019 και 2020), το κυκλοφορούν ενεργητικό της υπερκάλυπτε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις κατά 2,71 και 2,31 φορές αντίστοιχα (Πίνακας 5.18).

Ωστόσο, το 2021 παρατηρούμε μια σημαντική υποχώρηση του δείκτη, ο οποίος προσγειώθηκε στο 1,87 (Πίνακας 5.18). Αυτή η πτώση δεν πρέπει να ερμηνευτεί ως οικονομική αδυναμία. Αντίθετα, αποτελεί την καλύτερη απόδειξη της στρατηγικής προσαρμοστικότητας που επέδειξε η εταιρεία απέναντι στην υγειονομική κρίση. Τη χρονιά εκείνη, η Pfizer Ελλάς αύξησε δραματικά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Το χρέος αυτό κατευθύνθηκε σχεδόν αποκλειστικά προς άλλες, συνδεδεμένες εταιρείες του Ομίλου. Ο σκοπός αυτής της κίνησης ήταν ξεκάθαρος: έπρεπε να χρηματοδοτηθεί η άμεση εισαγωγή και διάθεση τεράστιων

ποσοτήτων του εμβολίου Comirnaty στην ελληνική αγορά (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2022).

Παρά τον πρακτικό υπερδιπλασιασμό αυτών των εμπορικών υποχρεώσεων, η εταιρεία δεν βρέθηκε ποτέ αντιμέτωπη με πραγματικό κίνδυνο ρευστότητας. Διαχειρίστηκε άριστα τις ταμειακές της ροές και τις απαιτήσεις της από το Ελληνικό Δημόσιο. Ως αποτέλεσμα, ο δείκτης ανέκαμψε δυναμικά, φτάνοντας το 2,55 το έτος 2023 (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2024). Η εικόνα αυτή επισφραγίζει την εξαιρετική ταμειακή της υγεία και επιβεβαιώνει την πλήρη επιστροφή της επιχείρησης στην κανονικότητα.

5.6.2 Δείκτες Δραστηριότητας

Πίνακας 5.19: Δείκτες Δραστηριότητας Pfizer Ελλάς (2020-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)</i>	v/a	1,02	1,25	1,24	0,70

Κατά τη διάρκεια της πανδημίας, η λειτουργική αποτελεσματικότητα της Pfizer Ελλάς κυριολεκτικά εκτοξεύτηκε. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού της έφτασε στο ιστορικό της απόγειο. Συγκεκριμένα, ο δείκτης άγγιξε το 1,25 το 2021 και διατηρήθηκε στο πολύ υψηλό 1,24 το 2022 (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2022; Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2023).

Τα νούμερα αυτά δεν είναι απλώς λογιστικά μεγέθη. Αποτυπώνουν την ταχύτατη και άμεση ανταπόκριση της εφοδιαστικής αλυσίδας της εταιρείας απέναντι στην κρίση. Σε αυτή την κρίσιμη περίοδο, η Pfizer λειτούργησε ως κεντρικός πυλώνας της δημόσιας υγείας. Κατάφερε να εισαγάγει και να διακινήσει ταχύτατα τις τεράστιες ποσότητες των εμβολίων (Comirnaty), αλλά και του αντικού φαρμάκου Paxlovid (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2023). Με αυτόν τον εξαιρετικό συντονισμό, η εταιρεία απέτρεψε πλήρως τη λιμνάζουσα αποθεματοποίηση.

Η εικόνα, ωστόσο, αλλάζει απότομα το 2023. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού σημείωσε κατακόρυφη πτώση, υποχωρώντας στο 0,70. Αυτή η εξέλιξη ήταν απολύτως φυσιολογική και αναμενόμενη. Αντανακλά την απότομη καθίζηση των καθαρών πωλήσεων κατά 44% εξαιτίας της ραγδαίας μείωσης της ζήτησης για τα εμβόλια του COVID-19 (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2024). Πρακτικά, η πτώση αυτή σηματοδοτεί τη λήξη της πανδημίας και την επιστροφή της εταιρείας στους κανονικούς, προ-πανδημικούς εμπορικούς ρυθμούς.

5.6.3 Δείκτες Κερδοφορίας

Πίνακας 5.20: Μέθοδος DuPond, Pfizer Ελλάς (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)	2,70%	3,21%	2,99%	3,69%	5,33%
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)	v/α	1,02	1,25	1,24	0,70
Δείκτης Μόχλευσης (ΜΟ Ενεργητικού / ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων)	v/α	1,51	1,77	1,87	1,72
Αποδοτικότητα Συνολ Ενεργητικού (ROA)	v/α	3,28%	3,74%	4,57%	3,74%
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	v/α	4,97%	6,60%	8,56%	6,45%

Η ανάλυση της κερδοφορίας φέρνει στην επιφάνεια ένα εξαιρετικά ενδιαφέρον παράδοξο, το οποίο συνδέεται άμεσα με την πανδημία του COVID-19. Όπως είδαμε, το 2021 ο κύκλος εργασιών της εταιρείας πρακτικά διπλασιάστηκε. Την ίδια ακριβώς στιγμή, όμως, το Περιθώριο Μικτού Κέρδους υπέστη μια απότομη καθίζηση. Από το εντυπωσιακό 25,63% που βρισκόταν το 2020, κατέρρευσε στο 13,61% (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2022).

Η εξήγηση γι' αυτή την πτώση είναι διττή. Αφενός, το εμβόλιο λειτουργούσε με σαφώς μικρότερο περιθώριο κέρδους σε σύγκριση με τα παραδοσιακά φάρμακα του χαρτοφυλακίου της. Αφετέρου, οι κρατικές επιβαρύνσεις κυριολεκτικά εκτινάχθηκαν. Μόνο για εκείνη τη χρονιά, οι υποχρεωτικές επιστροφές (Rebate & Clawback) που κλήθηκε να πληρώσει η Pfizer ξεπέρασαν τα 110 εκατ. ευρώ (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2022).

Μέσα σε αυτό το πιεστικό περιβάλλον, η διοίκηση επέδειξε εξαιρετικά αντανακλαστικά και προσαρμοστικότητα. Κατάφερε να συγκρατήσει απόλυτα τα λειτουργικά της έξοδα. Παράλληλα, βρήκε νέες πηγές εσόδων, αυξάνοντας θεαματικά τα «Λοιπά Συνήθη Έσοδα». Αυτό το πέτυχε κυρίως μέσω των επαναχρεώσεων προς τον παγκόσμιο όμιλο, αξιοποιώντας τις υπηρεσίες του νέου Κέντρου Ψηφιακής Καινοτομίας (Digital Hub) και του Κέντρου Επιχειρησιακών Λειτουργιών που ιδρύθηκαν στη Θεσσαλονίκη (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2022; Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2023).

Χάρη σε αυτές τις στρατηγικές κινήσεις, η τελική αποδοτικότητα της επιχείρησης όχι μόνο θωρακίστηκε, αλλά και βελτιώθηκε αισθητά. Ως αποτέλεσμα, η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) κορυφώθηκε στο 8,56% το 2022. Ακόμα και το 2023, παρά την απότομη και αναμενόμενη συρρίκνωση του τζίρου λόγω της λήξης της πανδημίας, το καθαρό περιθώριο κέρδους της εταιρείας διατηρήθηκε στο πολύ υγιές 5,33% (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2024).

5.6.4 Δείκτες Μόχλευσης / Χρέους

Εξετάζοντας την κεφαλαιακή διάρθρωση της Pfizer Ελλάς, το πρώτο στοιχείο που ξεχωρίζει είναι η απόλυτη χρηματοοικονομική της αυτονομία. Η εταιρεία δεν εξαρτάται στο ελάχιστο από τραπεζικό δανεισμό (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2020; Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2023).

Το σύνολο σχεδόν των υποχρεώσεών της προέρχεται αποκλειστικά από δύο πηγές. Αφενός, από εμπορικές πιστώσεις, οι οποίες αφορούν ως επί το πλείστον αγορές από άλλες, συνδεδεμένες εταιρείες του πολυεθνικού ομίλου. Αφετέρου, από τις αναγκαίες λογιστικές προβλέψεις για τις κρατικές επιστροφές Clawback και Rebate (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2023).

Η εντυπωσιακή πορεία της επιχείρησης αποτυπώνεται ξεκάθαρα στον δείκτη Ίδια Κεφάλαια προς Υποχρεώσεις. Το 2019, ο δείκτης αυτός βρισκόταν στο 22,19%. Μέχρι το 2022, όμως, είχε εκτοξευτεί στο 148,72% (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2020; Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2023).

Η ραγδαία αυτή αύξηση κάθε άλλο παρά τυχαία είναι. Αποδεικνύει εμπράκτως τη συνεχή και ισχυρή ενδυνάμωση της καθαρής θέσης της εταιρείας, η οποία «χτίστηκε» μέσα από τη σταθερή συσσώρευση κερδών.

Είναι αλήθεια πως κατά την περίοδο 2021-2022 παρατηρήθηκε μια μικρή αύξηση της γενικής μόχλευσης (δηλαδή του δείκτη Ενεργητικό προς Ίδια Κεφάλαια). Η εξέλιξη αυτή, ωστόσο, δεν υποδηλώνει κανέναν απολύτως κίνδυνο. Αντιθέτως, ήταν μια απόλυτα στοχευμένη και ελεγχόμενη στρατηγική κίνηση της διοίκησης.

Μοναδικός σκοπός της ήταν να χρηματοδοτηθούν εγκαίρως οι τεράστιες, έκτακτες εμπορικές ανάγκες για την αγορά και διανομή των εμβολίων κατά του COVID-19 (Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2022; Pfizer Ελλάς A.B.E.E., 2023)

5.6.5 Συμπεράσματα Κεφαλαίου

Συνοψίζοντας τη χρηματοοικονομική ανάλυση της Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., αναδεικνύεται ξεκάθαρα η εικόνα μιας επιχείρησης με κορυφαία στρατηγική ευελιξία. Η εταιρεία κλήθηκε να διαχειριστεί μια πρωτοφανή αύξηση της ζήτησης εξαιτίας της πανδημίας του COVID-19, στην οποία και ανταποκρίθηκε άμεσα. Για να χρηματοδοτήσει αυτό το τεράστιο εγχείρημα, δε δίστασε να αντλήσει άμεσα ρευστότητα από τον παγκόσμιο μητρικό της όμιλο (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2022).

Παράλληλα, αποδέχτηκε ενσυνείδητα μια έντονη, αλλά βραχυπρόθεσμη, συμπίεση στα μικτά της περιθώρια κέρδους. Πρωταρχικός της σκοπός σε εκείνη τη φάση δεν ήταν η μεγιστοποίηση του περιθωρίου, αλλά η ταχύτατη εξυπηρέτηση της δημόσιας υγείας με τα εμβόλια Comirnaty (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2022).

Το πιο εντυπωσιακό, ωστόσο, είναι το πώς η διοίκηση αξιοποίησε αυτή τη συγκυρία. Δεν έμεινε απλώς σε μια παθητική διαχείριση της κρίσης. Αντίθετα, προχώρησε σε έναν ριζικό μετασχηματισμό του λειτουργικού της μοντέλου. Υλοποίησε τεράστιες στρατηγικές επενδύσεις, με αιχμή του δόρατος την ίδρυση των νέων, παγκόσμιων Κέντρων (Ψηφιακής Καινοτομίας και Επιχειρησιακών Λειτουργιών) στη Θεσσαλονίκη (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2022; Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2024).

Η απόδοση αυτής της στρατηγικής επιβεβαιώθηκε περίτρανα το 2023. Παρότι οι πωλήσεις των εμβολίων σημείωσαν απότομη -και αναμενόμενη- πτώση, ο νέος αυτός λειτουργικός μετασχηματισμός θωράκισε την εταιρεία. Ως αποτέλεσμα, η Pfizer Ελλάς κατάφερε να κλείσει τη μεταπανδημική χρονιά επιτυγχάνοντας ιστορικά υψηλά νούμερα στα καθαρά της περιθώρια κέρδους (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2024).

5.7 Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε.

5.7.1 Δείκτες Ρευστότητας και Δραστηριότητας

Πίνακας 5.21: Δείκτες Ρευστότητας και Δραστηριότητας, Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
Σύνολο κυκλοφορ ούντων/Β ραχυπρόθ εσμες υποχρεώσ εις	1,30	1,38	1,30	1,23	1,18
Κυκλ. ενεργ. - βραχ. Υποχρ. Ποσά σε χιλιάδες €	29.203 €	38.305 €	34.700 €	28.657 €	25.270 €
Κυκλ. Ταχύτ. Ενεργ. (Πωλ. /ΜΟ Ενεργ.)	ν/α	0,85	0,77	0,60	0,56

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε. (Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε., 2020; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε, 2021; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε, 2022; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε, 2023; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε., 2024).

Όπως παρατηρούμε από τον Πίνακα 5.20, ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας της Sanofi παραμένει σταθερά πάνω από τη μονάδα σε όλη την εξεταζόμενη πενταετία. Αυτό αποτελεί ξεκάθαρη ένδειξη ότι η εταιρεία διαθέτει ικανοποιητική ικανότητα να αποπληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, αξιοποιώντας το κυκλοφορούν ενεργητικό της (Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε., 2021).

Ωστόσο, η πορεία του δείκτη παρουσιάζει διακυμάνσεις. Μετά την κορύφωσή του στο 1,38 το 2020, ακολούθησε μια σταδιακή καθοδική πορεία, για να καταλήξει στο 1,18 το 2023 (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024). Είναι σημαντικό να τονιστεί πως αυτή η πτώση δεν υποδηλώνει κανέναν άμεσο κίνδυνο βιωσιμότητας. Αντίθετα, αντανακλά τη ραγδαία αύξηση που σημείωσαν τα τελευταία χρόνια οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας προς τον ΕΟΠΥΥ, κυρίως λόγω των ασφυκτικών επιβαρύνσεων από το Clawback και το Rebate (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης αποτελεί ένα από τα πιο κρίσιμα μέτρα της βραχυχρόνιας οικονομικής υγείας και της συνολικής ρευστότητας μιας επιχείρησης. Στην περίπτωση της Sanofi, το πρόσημο παραμένει ισχυρά θετικό καθ' όλη την πενταετία. Ειδικότερα, ενώ το 2020 σημειώθηκε σημαντική αύξηση αγγίζοντας τα 38,3 εκατ. ευρώ, τα επόμενα χρόνια ακολούθησε σταδιακή πτωτική πορεία, φτάνοντας τα 25,2 εκατ. ευρώ το 2023 (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2021; Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

Η μείωση αυτή είναι άμεση απόρροια των υψηλών επιστροφών φαρμακευτικής δαπάνης, οι οποίες απορροφούν πολύτιμη ρευστότητα. Παρ' όλα αυτά, η εταιρεία αποδεικνύει εξαιρετική στρατηγική προσαρμοστικότητα.

Καταφέρνει να διατηρεί το κεφάλαιο κίνησής της σε απολύτως ασφαλή επίπεδα, διαχειριζόμενη έξυπνα τα ταμειακά της διαθέσιμα. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της διαχείρισης είναι η αξιοποίηση ενδοομιλικών δανείων, όπως η είσπραξη δανείου ύψους 75 εκατ. ευρώ από τη μητρική της εταιρεία κατά τη διάρκεια του 2023 (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

Ο αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας του Ενεργητικού επιχειρεί να εκτιμήσει το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση το σύνολο των πόρων της για να παράγει έσοδα. Αναλύοντας τη Sanofi, διαπιστώνεται μία διαχρονική και έντονη πτώση του δείκτη.

Συγκεκριμένα, υποχώρησε από το 0,98 το 2019, στο 0,56 το 2023.

Σε πρώτη ανάγνωση, αυτή η συρρίκνωση σημαίνει ότι για κάθε ένα ευρώ που επενδύεται, η εταιρεία παράγει ολοένα και λιγότερες πωλήσεις. Ωστόσο, σε πρακτικό επίπεδο, η εικόνα είναι διαφορετική. Όπως τονίζεται και από την ανάλυση των εσόδων, αυτή η πτώση δεν οφείλεται απαραίτητα σε μειωμένο όγκο πωλήσεων.

Το πραγματικό πρόβλημα είναι ότι τα καθαρά έσοδα (ο αριθμητής του κλάσματος) συρρικνώνονται βίαια εξαιτίας των υποχρεωτικών κρατικών εκπτώσεων (Clawback και Rebate). Την ίδια ακριβώς στιγμή, το συνολικό ενεργητικό (ο παρονομαστής) διατηρείται σε υψηλά επίπεδα, γεγονός που προκαλεί τη λογιστική, αλλά όχι απαραίτητα λειτουργική, καταβάρθρωση του δείκτη (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

5.7.2 Δείκτες Μόχλευσης

Οι δείκτες χρέους αποκαλύπτουν μια πολύ ενδιαφέρουσα εικόνα. Ουσιαστικά, αναδεικνύουν το ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης το οποίο έχει χρηματοδοτηθεί μέσω τρίτων πιστωτών.

Πίνακας 5.22: Δείκτης Συνολικών Υποχρεώσεων προς Παθητικό, Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Δείκτης Συνολικών Υποχρεώσεων προς Παθητικό</i>	77%	73%	74%	75%	78%

Ο παραπάνω Δείκτης Δανειακής Εξάρτησης μας δείχνει τον βαθμό εξάρτησης της εταιρείας από ξένα κεφάλαια. Όπως παρατηρούμε, η Sanofi χρηματοδοτεί το ενεργητικό της κατά κύριο λόγο μέσω υποχρεώσεων προς τρίτους.

Το ποσοστό αυτό παραμένει σταθερά υψηλό, κυμαινόμενο από 73% έως 78% σε όλη την εξεταζόμενη πενταετία (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2021; Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

Ωστόσο, εδώ πρέπει να κάνουμε μια εξαιρετικά σημαντική διευκρίνιση. Ο «δανεισμός» αυτός δεν είναι πραγματικός τραπεζικός δανεισμός. Η εταιρεία δεν διαθέτει απολύτως κανένα δάνειο από πιστωτικά ιδρύματα (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024). Αντίθετα, το τεράστιο αυτό ποσοστό ξένων κεφαλαίων προέρχεται από άλλες πηγές. Περιλαμβάνει βραχυπρόθεσμες εμπορικές υποχρεώσεις και ενδοομιλικές οφειλές. Κυρίως, όμως, αφορά τις τεράστιες λογιστικές προβλέψεις και τις άμεσες υποχρεώσεις προς τον ΕΟΠΥΥ (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024). Η κορύφωση του δείκτη στο 78% το 2023 επιβεβαιώνει ακριβώς αυτό το δομικό πρόβλημα. Υπογραμμίζει ξεκάθαρα την ολοένα και αυξανόμενη επιβάρυνση που δέχεται ο ισολογισμός της εταιρείας εξαιτίας του μηχανισμού των αυτόματων κρατικών επιστροφών (Clawback και Rebate) (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

5.7.3 Δείκτες Κερδοφορίας

Πίνακας 5.23: Μέθοδος DuPond, Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)</i>	-0,93%	7,13%	1,19%	-1,15%	3,14%
<i>Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)</i>	v/α	0,85	0,77	0,60	0,56
<i>Δείκτης Μόχλευσης (ΜΟ Ενεργητικού / ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων)</i>	v/α	3,92	3,76	3,95	4,34
<i>Αποδοτικότητα Συνολ. Ενεργητικού (ROA)</i>	v/α	6,09%	0,91%	-0,69%	1,74%
<i>Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)</i>	v/α	23,86%	3,42%	-2,72%	7,56%

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε. (Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε., 2020; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε, 2021; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε, 2022; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε, 2023; Sanofi-Aventis Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε., 2024).

Όπως παρατηρούμε στον παραπάνω πίνακα, η εξαιρετική απόδοση του 23,86% (ROE) που σημειώθηκε το 2020 δεν ήταν τυχαία. Οδηγήθηκε από έναν ισχυρό συνδυασμό: το υψηλό καθαρό περιθώριο κέρδους της συγκεκριμένης χρονιάς, σε συνδυασμό με την υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση (με τον σχετικό πολλαπλασιαστή στο 3,92) (Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε., 2021). Από την άλλη πλευρά, η ταχύτητα κυκλοφορίας του ενεργητικού ακολούθησε μια διαχρονική πτωτική πορεία. Υποχωρώντας από το 0,85 στο 0,56, λειτούργησε ως μόνιμη «τροχοπέδη» στην αποδοτικότητα των επόμενων ετών. Τελικά, η επιστροφή σε ένα δυναμικό, θετικό ROE το 2023 (που άγγιξε το 7,56%), στηρίχθηκε αποκλειστικά στη βελτίωση του καθαρού περιθωρίου και στην περαιτέρω αύξηση της μόχλευσης στο 4,34 (Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε., 2024).

5.7.4 Συμπεράσματα

Κάνοντας έναν συνολικό απολογισμό των δεικτών της Sanofi-Aventis για την περίοδο από την έναρξη του COVID-19 έως το 2023, εξάγεται ένα πολύ καθαρό συμπέρασμα. Η κύρια «απειλή» για την εταιρεία δεν ήταν τελικά η ίδια η υγειονομική κρίση, η οποία όπως είδαμε δεν επηρέασε αρνητικά τη ζήτηση (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2021). Η πραγματική πρόκληση κρυβόταν στο εξαιρετικά αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο της ελληνικής αγοράς. Μόνο το 2023, το κόστος των μηχανισμών Clawback και Rebate άγγιξε τα 75 εκατ. ευρώ. Αυτό το δυσθεώρητο νούμερο επηρεάζει άμεσα τόσο τον κύκλο εργασιών, όσο και την τελική κερδοφορία της επιχείρησης (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

Παρά τις αντιξοότητες, ωστόσο, η στρατηγική προσαρμοστικότητα της Sanofi υπήρξε υποδειγματική και αναδείχθηκε μέσα από κρίσιμους εταιρικούς μετασχηματισμούς. Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η στρατηγική απόσχιση του κλάδου των καταναλωτικών προϊόντων (Opella) που έλαβε χώρα το 2021, γεγονός που της επέτρεψε να εξορθολογίσει πλήρως τις λειτουργίες της (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2022).

Παράλληλα, η εταιρεία αξιοποίησε έξυπνα την πλεονάζουσα ρευστότητά της. Λειτουργήσε ουσιαστικά ως χρηματοδότης μέσα στον ίδιο τον πολυεθνικό όμιλο, χορηγώντας και εισπράττοντας δάνεια δεκάδων εκατομμυρίων προς τη μητρική της εταιρεία (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2022). Με αυτόν τον ελιγμό, κατάφερε να προστατεύσει το κεφάλαιο κίνησής της σε μια περίοδο που οι χρεώσεις προς τον ΕΟΠΥΥ βρίσκονταν στο ζενίθ.

Χάρη σε όλα τα παραπάνω, η Sanofi απορρόφησε με επιτυχία τους κλυδωνισμούς του οικονομικού της περιβάλλοντος και κατάφερε στο τέλος του 2023 να επιστρέψει σε ικανοποιητικά επίπεδα καθαρής κερδοφορίας (3,14%) και απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (7,56%) (Sanofi-Aventis A.E.B.E., 2024).

5.8 BIANEΞ A.E.

5.8.1 Δείκτες Ρευστότητας και Δραστηριότητας

Πίνακας 5.24: Δείκτες Ρευστότητας και Δραστηριότητας, BIANEΞ A.E. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Σύνολο κυκλοφορούντων/Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>	0,94	1,05	0,96	0,95	1,00
<i>Κυκλοφορούντων ενεργητικών - βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (Ποσά σε χιλιάδες €)</i>	269.672 €	326.357 €	355.666 €	405.807 €	481.767 €
<i>Κυκλοφοριακή ή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)</i>	v/α	1,36	1,30	1,18	1,11

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της BIANEΞ A.E. (BIANEΞ A.E., 2020; BIANEΞ A.E., 2021; BIANEΞ A.E., 2022; BIANEΞ A.E., 2023; BIANEΞ A.E., 2024).

Το 2020, χρονιά που σηματοδότησε την έναρξη της πανδημίας, η BIANEΞ βελτίωσε σημαντικά τη γενική της ρευστότητα. Ο δείκτης ανήλθε στο 1,05 σύμφωνα με τον Πίνακα 5.23, γεγονός που δείχνει ότι η εταιρεία ανταποκρίθηκε με γρήγορα και θετικά αντανακλαστικά απέναντι στο αβέβαιο οικονομικό κλίμα (BIANEΞ A.E., 2021). Μια αντίστοιχα θετική εικόνα καταγράφεται και το 2023. Ο δείκτης ανέκαμψε στο 1,00, επιβεβαιώνοντας ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό επαρκεί για να καλύψει τις τρέχουσες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης (BIANEΞ A.E., 2024).

Είναι προφανές ότι η εταιρεία ακολουθεί μια εξαιρετικά κλειστή πολιτική ρευστότητας. Παρ' όλα αυτά, το συγκεκριμένο μοντέλο δεν απειλεί στο ελάχιστο τη βιωσιμότητά της. Η BIANEΞ διατηρεί σταθερά ισχυρές ταμειακές ροές χάρη στην εξαιρετική πορεία των πωλήσεών της, ενώ ταυτόχρονα διαθέτει εξασφαλισμένη και εύκολη πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό (BIANEΞ Α.Ε., 2020; BIANEΞ Α.Ε., 2024).

Δείκτες Δραστηριότητας

Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού καταγράφει άκρως ικανοποιητικές τιμές, παραμένοντας σταθερά πάνω από τη μονάδα. Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι για κάθε ένα ευρώ που επενδύεται σε περιουσιακά στοιχεία, η BIANEΞ καταφέρνει να δημιουργήσει πάνω από ένα ευρώ πωλήσεων (BIANEΞ Α.Ε., 2021). Τη διετία 2020-2021, ο δείκτης ενισχύθηκε στο 1,25, αντλώντας ώθηση από τη σημαντική αύξηση του τζίρου εν μέσω της κρίσης του COVID-19 (BIANEΞ Α.Ε., 2022). Στη συνέχεια, ο δείκτης υποχώρησε ελαφρώς, φτάνοντας το 1,04 το 2023. Η εξέλιξη αυτή δεν υποδηλώνει αναποτελεσματικότητα. Δικαιολογείται πλήρως από τη μεγαλύτερη αναλογικά αύξηση που σημείωσε το σύνολο του ενεργητικού, κυρίως λόγω των νέων επενδύσεων και της διόγκωσης των αποθεμάτων (BIANEΞ Α.Ε., 2024).

Στον αντίποδα, η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων σημειώνει εντυπωσιακή άνοδο. Από το 7,32 που βρισκόταν το 2019, εκτοξεύτηκε στο 8,55 το 2023 (BIANEΞ Α.Ε., 2021; BIANEΞ Α.Ε., 2024). Η ραγδαία αυτή αύξηση οδηγεί σε δύο βασικά συμπεράσματα. Αφενός, αποδεικνύει την εξαιρετικά αποτελεσματική χρήση των κεφαλαίων των μετόχων για την παραγωγή εσόδων. Αφετέρου, αντανακλά το γεγονός ότι η εταιρεία διατηρεί τα ίδια κεφάλαιά της σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, αν τα συγκρίνουμε με τον τεράστιο όγκο των πωλήσεών της (BIANEΞ Α.Ε., 2024).

5.8.2 Δείκτες Κερδοφορίας

Πίνακας 5.25: Μέθοδος DuPond, BIANEΞ Α.Ε. (2019-2023)

	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (Καθαρά Κέρδη/Πωλήσεις)</i>	1,41%	4,35%	4,66%	3,36%	2,98%
<i>Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού (Πωλήσεις/ΜΟ Ενεργητικού)</i>	v/α	1,36	1,30	1,18	1,11
<i>Δείκτης Μόχλευσης (ΜΟ Ενεργητικού / ΜΟ Ιδίων Κεφαλαίων)</i>	v/α	5,89	5,79	6,45	7,68
<i>Αποδοτικότητα Συνολ Ενεργητικού (ROA)</i>	v/α	5,92%	6,04%	3,98%	3,30%
<i>Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)</i>	v/α	34,92%	34,99%	25,67%	25,34%
<i>Rebate & Clawback (Ποσά σε χιλιάδες €)</i>	-22.981 €	-23.109 €	-32.811 €	-54.023 €	-64.202 €

(επεξεργασία με βάσει των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της BIANEΞ Α.Ε. (BIANEΞ Α.Ε. , 2020; BIANEΞ Α.Ε., 2021; BIANEΞ Α.Ε., 2022; BIANEΞ Α.Ε., 2023; BIANEΞ Α.Ε., 2024).

Παρά τη σταθερή αύξηση του μικτού κύκλου εργασιών της, η κερδοφορία της BIANEΞ δέχεται ασφυκτικές πιέσεις. Η βασική αιτία γι' αυτό είναι η συνεχιζόμενη «αιμορραγία» που προκαλούν οι μηχανισμοί αυτόματης κρατικής επιστροφής.

Αυτή η αρνητική εξέλιξη αντικατοπτρίζει την κυριολεκτική εκτόξευση των κρατικών επιβαρύνσεων. Είναι χαρακτηριστικό ότι το Clawback και

το Rebate, από 22,9 εκατ. ευρώ που βρίσκονταν το 2019, εκτινάχθηκαν στο δυσθεώρητο ποσό των 64,2 εκατ. ευρώ το 2023 (Πίνακας 5.24).

Εξετάζοντας το Περιθώριο Καθαρού Κέρδους, παρατηρούμε μια ξεκάθαρη κορύφωση εν μέσω της πανδημίας. Συγκεκριμένα το 2021, χάρη στην κατακόρυφη αύξηση της ζήτησης, το καθαρό περιθώριο άγγιξε το 4,66% (BIANEΞ Α.Ε., 2022). Ωστόσο, με την επιστροφή στην κανονικότητα, υποχώρησε στο 2,98% στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου (BIANEΞ Α.Ε., 2024).

Παρ' όλα αυτά, η ανάλυση DuPont αποκαλύπτει μια εξαιρετικά θετική εικόνα. Χάρη στην υψηλή της χρηματοοικονομική μόχλευση, η εταιρεία κατορθώνει να διατηρεί εντυπωσιακά ψηλά την Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων της (ROE). Συγκεκριμένα, ο δείκτης εκτινάχθηκε άνω του 30% κατά τη διάρκεια της υγειονομικής κρίσης (BIANEΞ Α.Ε., 2021; BIANEΞ Α.Ε., 2022). Ακόμα όμως και το 2023, διατηρήθηκε σε εξαιρετικά ελκυστικά επίπεδα για τους μετόχους, κλείνοντας στο 25,52% (BIANEΞ Α.Ε., 2024).

5.8.3 Δείκτες Χρέους / Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης

Όπως προκύπτει από τη χρηματοοικονομική της ανάλυση, η BIANEΞ λειτουργεί με μια εξαιρετικά υψηλή δανειακή εξάρτηση. Το στοιχείο αυτό δεν είναι συγκυριακό, αλλά αποτελεί πλέον δομικό χαρακτηριστικό της κεφαλαιακής της διάρθρωσης.

Παρατηρώντας τον Δείκτη Χρέους (δηλαδή τη σχέση των Ξένων Κεφαλαίων προς το Σύνολο του Παθητικού), βλέπουμε ότι κινείται σταθερά σε επίπεδα άνω του 80%. Μάλιστα, το 2023 άγγιξε το 85,37% (BIANEΞ Α.Ε., 2024). Αντίστοιχη είναι και η εικόνα στον δείκτη γενικής μόχλευσης (Ενεργητικό / Ίδια Κεφάλαια). Ο δείκτης αυτός αυξήθηκε δραματικά στο 8,26 το 2023, από 6,13 που βρισκόταν το 2019 (BIANEΞ Α.Ε., 2020; BIANEΞ Α.Ε., 2024). Πρακτικά, τα νούμερα αυτά μας δηλώνουν ότι για κάθε ένα ευρώ δικών της κεφαλαίων, η εταιρεία χρησιμοποιεί πάνω από οκτώ ευρώ ενεργητικού τα οποία έχουν χρηματοδοτηθεί από τρίτους.

Το υπέρογκο αυτό χρέος όπως έχουμε δει και νωρίτερα δεν προέρχεται αποκλειστικά από τραπεζικό δανεισμό. Ένα τεράστιο κομμάτι των υποχρεώσεων της προέρχεται από τις νομοθετημένες κρατήσεις του κράτους (Rebate και Clawback) (BIANEΞ A.E., 2024). Η εταιρεία αναγκάζεται να συσσωρεύει αυτά τα δυσθεώρητα ποσά και να τα εντάσσει σε ρυθμίσεις προκειμένου να τα αποπληρώσει. Αυτός ακριβώς ο μηχανισμός, όπως τον έχουμε αναλύσει, είναι που διογκώνει λογιστικά τις συνολικές της υποχρεώσεις στον ισολογισμό και, όπως είναι φυσικό, ασκεί μια μόνιμη και συνεχή πίεση στα λειτουργικά ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης.

5.8.4 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας τη χρηματοοικονομική πορεία της BIANEΞ A.E. για την εξεταζόμενη πενταετία, το βασικό συμπέρασμα είναι ξεκάθαρο: η εταιρεία επέδειξε μια εξαιρετικά ισχυρή στρατηγική προσαρμοστικότητα απέναντι στην κρίση του COVID-19.

Την ώρα που άλλοι κλάδοι της οικονομίας κυριολεκτικά κατέρρεαν, η BIANEΞ κινούνταν στην αντίθετη κατεύθυνση. Το 2020, στο απόγειο δηλαδή της υγειονομικής κρίσης, πέτυχε το εντυπωσιακό επίτευγμα να αυξήσει τον καθαρό κύκλο εργασιών της κατά 26,10% (BIANEΞ A.E., 2021).

Η επιτυχία αυτή οφείλεται στα άμεσα αντανακλαστικά της. Ανταποκρίθηκε τάχιστα στις κατακόρυφα αυξημένες ανάγκες του Εθνικού Συστήματος Υγείας, εξασφαλίζοντας την απρόσκοπτη επάρκεια φαρμάκων στην αγορά. Ταυτόχρονα, θωράκισε την επιχειρησιακή της συνέχεια και την υγεία των εργαζομένων της, εφαρμόζοντας άμεσα τεχνολογικές προσαρμογές και εκτεταμένα προγράμματα τηλεργασίας (BIANEΞ A.E., 2021).

Περνώντας στη μεταπανδημική εποχή, η εικόνα αλλάζει μορφή. Ο βασικός κίνδυνος για την εταιρεία πλέον δεν προέρχεται από κάποια αστάθεια στις πωλήσεις της, οι οποίες άλλωστε παραμένουν σταθερά

ανοδικές. Η πραγματική απειλή κρύβεται στο ασφυκτικό κανονιστικό περιβάλλον της εγχώριας αγοράς. Ο μηχανισμός του Clawback έχει πλέον μετατραπεί σε έναν μόνιμο, δομικό «κόφτη» της ανάπτυξης της (BIANEΞ Α.Ε., 2024).

Παρ' όλα αυτά, η BIANEΞ αποδεικνύει ότι διαθέτει τεράστιες αντοχές. Μέσα από τη συνειδητά επιθετική της μόχλευση και την εξαιρετικά αποτελεσματική διαχείριση των πόρων της, πετυχαίνει πολλαπλούς στόχους. Καταφέρνει να εξυπηρετεί κανονικά τις ρυθμισμένες υποχρεώσεις της και να διατηρεί εντυπωσιακές αποδόσεις για τους μετόχους της, με το ROE να κλείνει στο εξαιρετικά ελκυστικό 25,52% για το 2023 (BIANEΞ Α.Ε., 2024). Το πιο σημαντικό, όμως, είναι ότι δεν μένει στάσιμη. Προετοιμάζει ήδη το έδαφος για τη μελλοντική της επέκταση, συνάπτοντας νέες, στρατηγικές συνεργασίες αιχμής στον τομέα της εξατομικευμένης ιατρικής, όπως η σύμπραξη με την iDNA Genomics (BIANEΞ Α.Ε., 2024).

5.9 Εισαγωγή και Στρατηγική Ομαδοποίηση (Clusters)

Έχοντας ολοκληρώσει την εις βάθος εξέταση των χρηματοοικονομικών μεγεθών για κάθε εταιρεία ξεχωριστά, το παρόν κεφάλαιο καλείτε να συγκριτική τις αναλύσεις (cross-sectional analysis) για την πενταετία 2019-2023 όλων των υπό-εξέταση εταιρειών. Προκειμένου, ωστόσο, να εξαχθούν όσο το δυνατόν πιο ασφαλή και ουσιαστικά συμπεράσματα, είναι απαραίτητο να συγκρίνουμε ομοειδή επιχειρηματικά μοντέλα.

Για τον λόγο αυτό, οι οκτώ (8) υπό εξέταση εταιρείες διαχωρίζονται στρατηγικά σε δύο διακριτές ομάδες (clusters), με βασικό κριτήριο την προέλευσή τους και τον τρόπο λειτουργίας τους στην αγορά:

Ομάδα Α – Ελληνικές Παραγωγικές Βιομηχανίες (BIANEΞ, ELPEN, Lanipharma): Στην πρώτη ομάδα κατατάσσονται οι αμιγώς ελληνικές φαρμακοβιομηχανίες. Το κοινό τους χαρακτηριστικό είναι ότι διαθέτουν μια εξαιρετικά ισχυρή εγχώρια παραγωγική βάση. Πρόκειται για επιχειρήσεις που πραγματοποιούν τεράστιες, διαρκείς επενδύσεις σε πάγιο βιομηχανικό εξοπλισμό (όπως σύγχρονα εργοστάσια και κέντρα Έρευνας & Ανάπτυξης - R&D), ενώ παράλληλα διατηρούν έναν έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό.

Ομάδα Β – Θυγατρικές Πολυεθνικών Ομίλων (Pfizer, Novartis, Sanofi, GSK, MSD): Στη δεύτερη ομάδα ανήκουν οι θυγατρικές των μεγάλων, παγκόσμιων πολυεθνικών κολοσσών.

Σε αντίθεση με την Ομάδα Α, οι επιχειρήσεις αυτές λειτουργούν κατά κύριο λόγο ως εμπορικοί βραχίονες των μητρικών τους ομίλων στην ελληνική αγορά. Δεν επικεντρώνονται στην εγχώρια παραγωγή, αλλά αναλαμβάνουν την εισαγωγή και διανομή, αξιοποιώντας ως τεράστιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα το εξαιρετικά ισχυρό χαρτοφυλάκιο πρωτότυπων και καινοτόμων φαρμάκων που διαθέτουν.

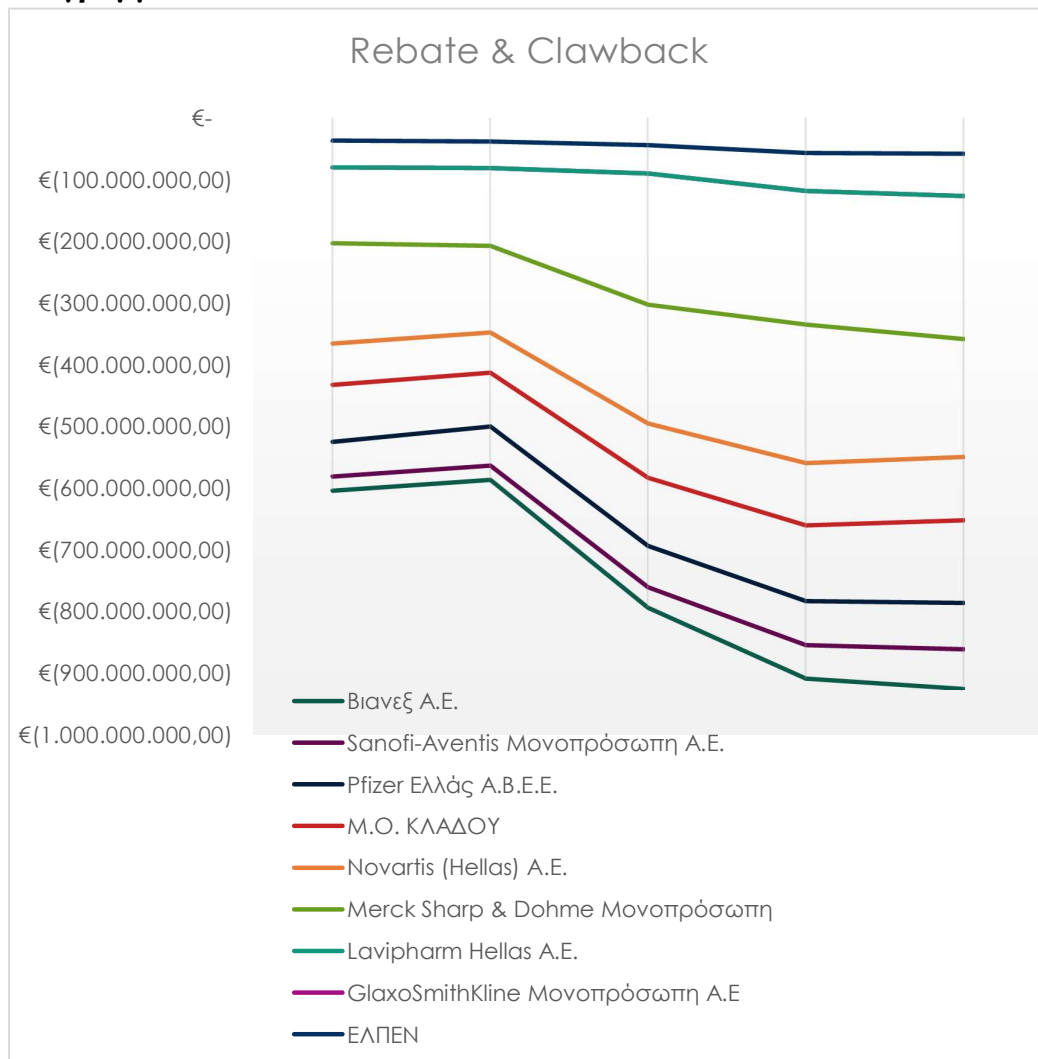
5.9.1 Ανάπτυξη Πωλήσεων και η Επίδραση των Επιστροφών (Clawback/Rebate)

Η εξέλιξη του Κύκλου Εργασιών ανέδειξε σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των δύο ομάδων, με την πανδημία να λειτουργεί ως καταλύτης ανακατατάξεων.

Η Pfizer Ελλάς αναδείχθηκε στον απόλυτο "νικητή" της πανδημίας από πλευράς τζίρου. Ο κύκλος εργασιών της εκτοξεύτηκε στα €488 εκατ. το 2022 (από €286 εκατ. το 2020), κυρίως λόγω της διάθεσης των εμβολίων και των αντιικών θεραπειών για τον COVID-19. Ωστόσο, η λήξη της υγειονομικής κρίσης έφερε μια απότομη διόρθωση, με τον τζίρο της να υποχωρεί κατά 43% το 2023. Αντίστοιχη κάμψη στον τζίρο κατέγραψε και η Novartis το 2023 (πτώση στα €179 εκατ.), η οποία όμως οφείλεται κυρίως στη στρατηγική απόφαση απόσχισης (spin-off) του κλάδου των γενοσήμων (Sandoz).

Στον αντίποδα, οι Ελληνικές Παραγωγικές Εταιρείες (BIANEΞ και ELPEN) επέδειξαν την πιο σταθερή και ανθεκτική οργανική ανάπτυξη. Η BIANEΞ αύξησε σταθερά τον ενοποιημένο της τζίρο από τα €232 εκατ. (2019) στα €413 εκατ. (2023), ενώ η ELPEN σχεδόν διπλασίασε τον εταιρικό κύκλο εργασιών της (από €96 εκατ. σε €189 εκατ. την ίδια περίοδο).

Διάγραμμα 5.1 Rebate & Clawback 2019-2023



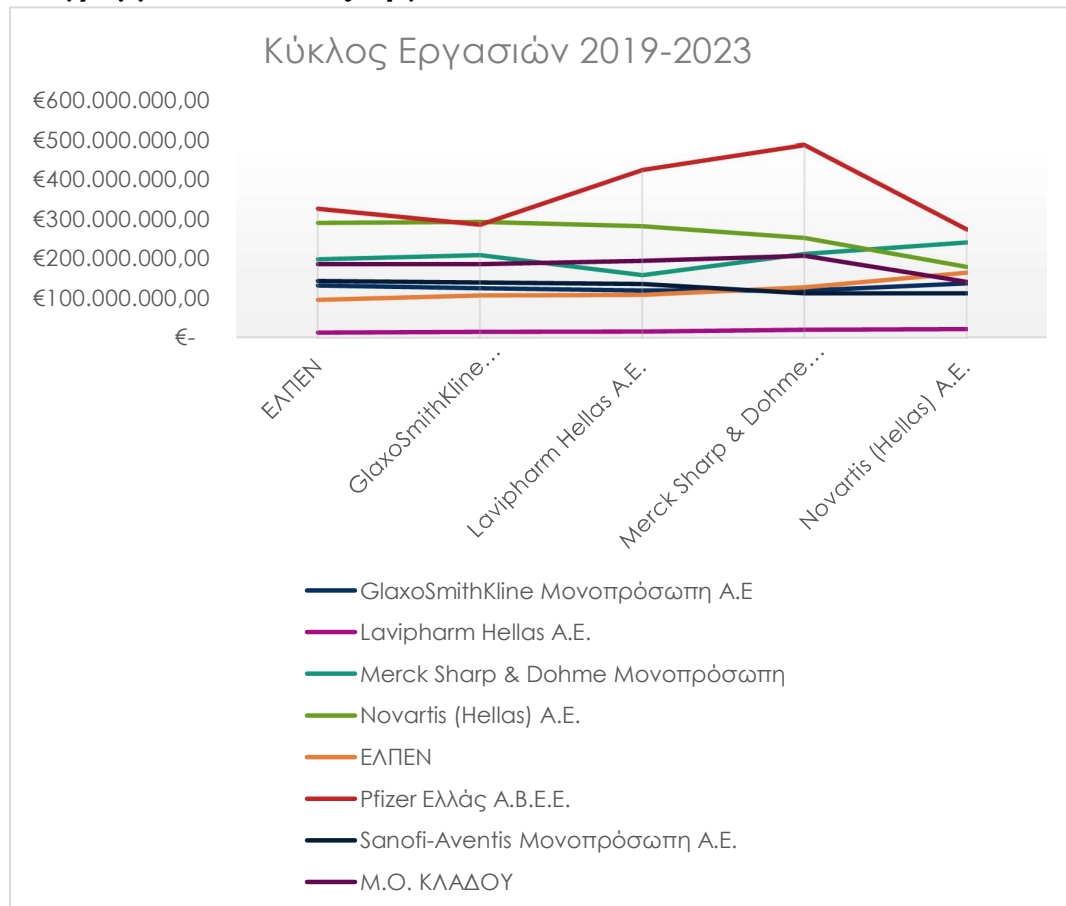
Κοινός παρονομαστής, ωστόσο, για όλες τις επιχειρήσεις ανεξαιρέτως αποτελεί η δυσβάσταχτη επιβάρυνση των Clawback και Rebate. Οι πολυεθνικές εταιρείες (ιδίως η MSD και η Novartis) φαίνεται να υφίστανται τις μεγαλύτερες μειώσεις σε απόλυτους αριθμούς, επιστρέφοντας στο κράτος ποσοστά που συχνά υπερβαίνουν το 35-40% των μικτών τους πωλήσεων. Παρόλα αυτά, η αφάιμαξη ρευστότητας πλήττει εξίσου τις εγχώριες βιομηχανίες, οι οποίες καλούνται να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους πλάνα με μειωμένα καθαρά έσοδα.

5.9.2 Σύγκριση Κερδοφορίας και Αποδοτικότητας

Η εξέλιξη του Κύκλου Εργασιών φέρνει στην επιφάνεια σημαντικές διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις δύο ομάδες. Σε αυτή την πενταετία, αποδείχθηκε περίτρανα πως η πανδημία λειτούργησε ως καταλύτης για τεράστιες ανακατατάξεις στην αγορά.

Από την πλευρά των θυγατρικών εξωτερικού, η Pfizer Ελλάς αναδείχθηκε στον απόλυτο «νικητή» της υγειονομικής κρίσης από πλευράς τζίρου. Ο κύκλος εργασιών της εκτοξεύτηκε από τα 286 εκατ. ευρώ το 2020, στα 488 εκατ. ευρώ το 2022 (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2021; Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2023).

Διάγραμμα 5.2 Κύκλος Εργασιών 2019-2023



Η ιστορική αυτή επίδοση οφείλεται κυρίως στη μαζική διάθεση των εμβολίων και των αντικών θεραπειών για τον COVID-19. Ωστόσο, η λήξη της πανδημίας έφερε μια απότομη —αν και αναμενόμενη—

διόρθωση, με τον τζίρο της να υποχωρεί κατακόρυφα κατά 43% το 2023 (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2024).

Μια αντίστοιχη κάμψη κατέγραψε και η Novartis το 2023, με τον τζίρο της να προσγειώνεται στα 179 εκατ. ευρώ. Στη δική της περίπτωση, όμως, η πτώση δεν προήλθε από λειτουργική αδυναμία, αλλά από τη στρατηγική απόφαση απόσχισης (spin-off) του κλάδου των γενεοσήμων της Sandoz (Novartis Hellas Α.Ε.Β.Ε., 2024).

Στον αντίποδα, οι Ελληνικές Παραγωγικές Βιομηχανίες (BIANEΞ και ELPEN) ακολούθησαν έναν εντελώς διαφορετικό δρόμο, επιδεικνύοντας την πιο σταθερή και ανθεκτική οργανική ανάπτυξη. Η BIANEΞ κατάφερε να αυξήσει σταθερά τον ενοποιημένο της τζίρο από τα 232 εκατ. ευρώ το 2019, στα 413 εκατ. ευρώ το 2023 (BIANEΞ Α.Ε., 2020; BIANEΞ Α.Ε., 2024).

Εξίσου εντυπωσιακή ήταν και η πορεία της ELPEN. Μέσα στην ίδια πενταετία, η εταιρεία πρακτικά διπλασίασε τον εταιρικό κύκλο εργασιών της, ανεβαίνοντας από τα 96 εκατ. ευρώ στα 189 εκατ. ευρώ (ELPEN Α.Ε., 2020; ELPEN Α.Ε., 2024).

Παρά τις διαφορετικές ταχύτητες και τα μοντέλα ανάπτυξης, υπάρχει ένας κοινός, «σκοτεινός» παρονομαστής για όλες ανεξαιρέτως τις επιχειρήσεις. Πρόκειται για τη δυσβάσταχτη επιβάρυνση των αυτόματων επιστροφών (Clawback και Rebate). Οι πολυεθνικές εταιρείες (και ιδιαίτερα η MSD και η Novartis) φαίνεται να υφίστανται τις μεγαλύτερες απώλειες σε απόλυτους αριθμούς (Novartis Hellas Α.Ε.Β.Ε., 2024; Merck Sharp & Dohme Α.Φ.Β.Ε.Ε., 2024).

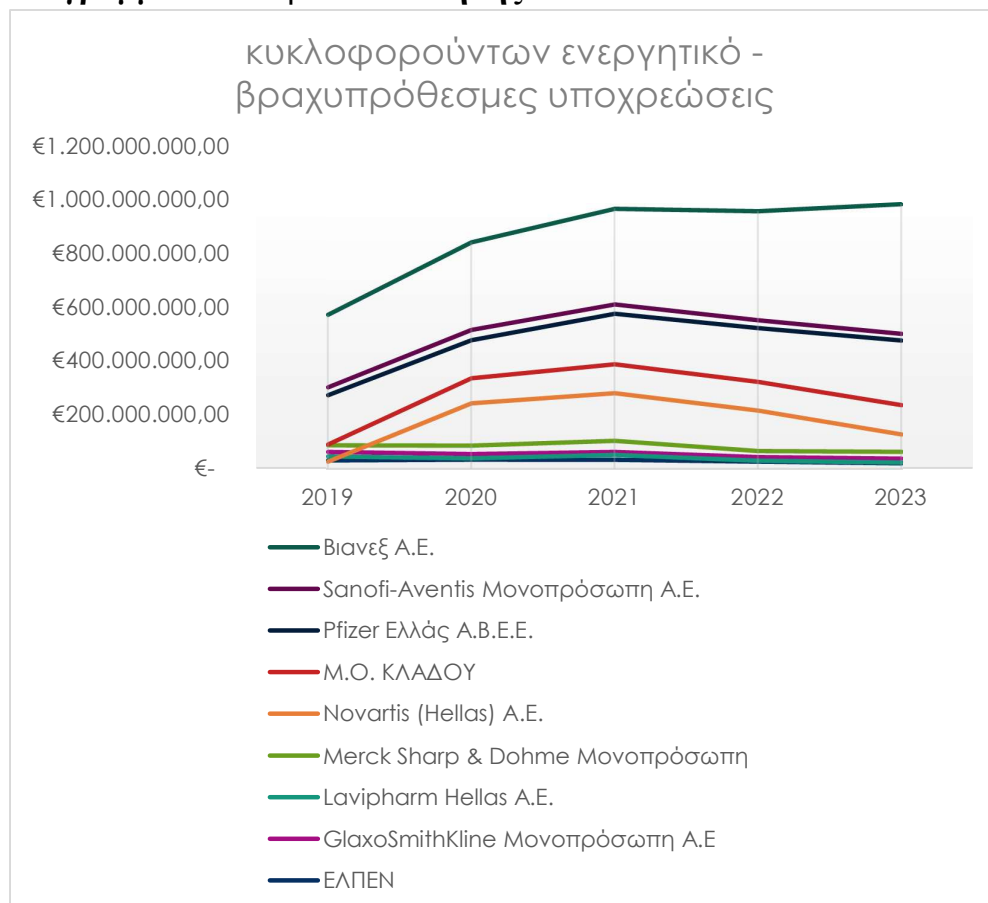
Πολλές φορές, μάλιστα, αναγκάζονται να επιστρέψουν στο κράτος ποσοστά που ξεπερνούν το 35-40% των μικτών τους πωλήσεων. Παρ' όλα αυτά, αυτή η συνεχιζόμενη «αφαίμαξη» ρευστότητας πλήττει εξίσου σκληρά και τις εγχώριες βιομηχανίες. Οι ελληνικές εταιρείες καλούνται καθημερινά να βρουν τρόπο να χρηματοδοτήσουν τα τεράστια επενδυτικά τους πλάνα, διαθέτοντας πλέον δραματικά μειωμένα, καθαρά έσοδα (ELPEN Α.Ε., 2024).

5.9.3 Ρευστότητα, Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Επενδύσεις (CAPEX)

Οι δύο ομάδες (clusters) που εξετάζουμε διαφοροποιούνται ριζικά ως προς τη δομή και τη διάρθρωση του ισολογισμού τους.

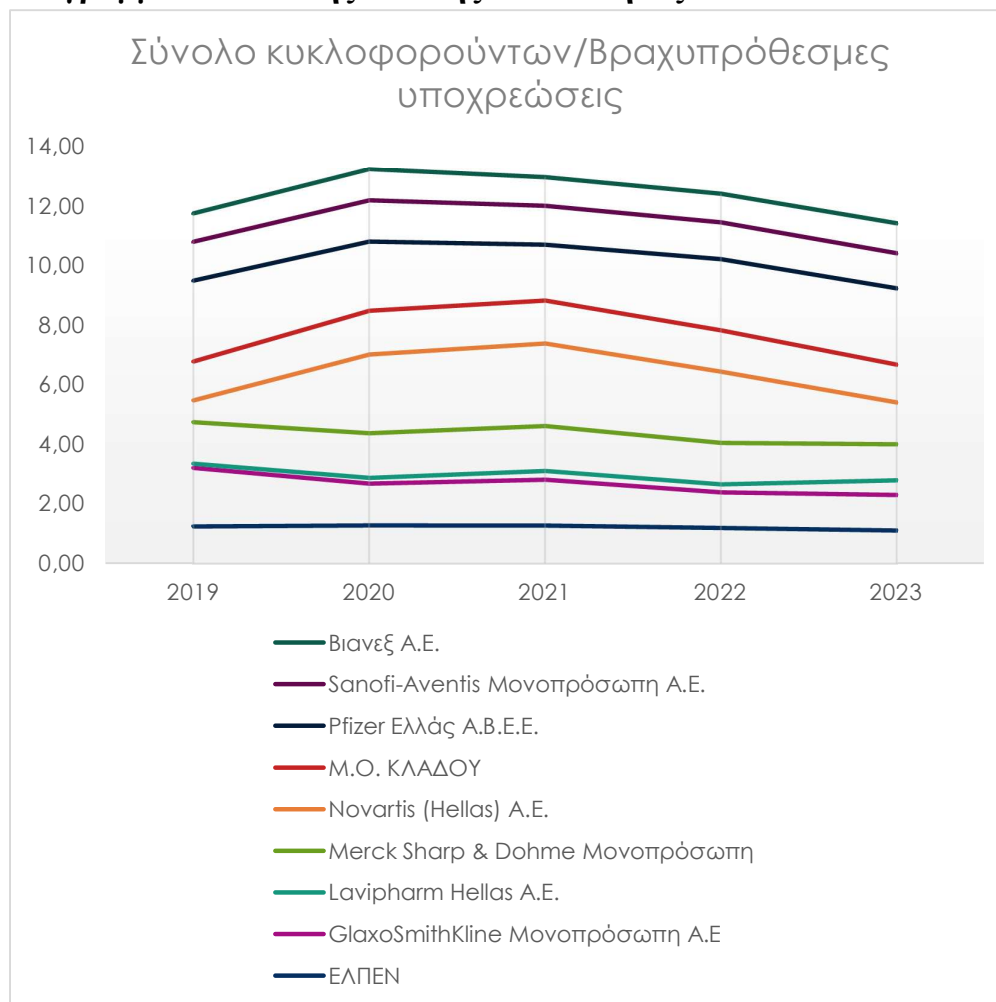
Από τη μία πλευρά, έχουμε τις θυγατρικές των πολυεθνικών ομίλων (όπως η Pfizer, η Novartis, η Sanofi και η MSD). Οι εταιρείες αυτές λειτουργούν με σχετικά «ελαφρείς» ισολογισμούς, ειδικά σε ό,τι αφορά τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία, καταγράφοντας παραδοσιακά χαμηλό CAPEX. Η ρευστότητά τους και η γενικότερη χρηματοδότησή τους δεν εξαρτώνται από τον τραπεζικό δανεισμό. Αντίθετα, βασίζονται σε τεράστιο βαθμό στις ενδοομιλικές συναλλαγές, χτίζοντας απαιτήσεις και υποχρεώσεις προς άλλα, συνδεδεμένα μέρη του παγκόσμιου ομίλου τους στο εξωτερικό (Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε., 2020; Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε., 2021).

Διάγραμμα 5.3 Κεφάλαιο Κίνησης 2019-2023



Αυτό το μοντέλο παρέχει τεράστια οικονομική ασφάλεια. Σε περιπτώσεις ακραίας κρίσης, όπως για παράδειγμα οι κολοσσιαίες ζημιές και η αρνητική καθαρή θέση που κατέγραψε η Novartis το 2019, η στήριξη είναι άμεση.

Διάγραμμα 5.4 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας 2019-2023



Μέσω γενναίων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, η μητρική εταιρεία απορροφά τους κραδασμούς και διασφαλίζει την απρόσκοπτη συνέχιση της δραστηριότητας της θυγατρικής της στην Ελλάδα (Novartis Hellas A.E.B.E., 2020).

Στον αντίποδα, βρίσκονται οι Ελληνικές Παραγωγικές Βιομηχανίες (όπως η ΒΙΑΝΕΞ και η ΕΛΡΕΝ). Το δικό τους επιχειρηματικό μοντέλο χαρακτηρίζεται από μια συνεχή και ραγδαία διόγκωση του Ενεργητικού τους. Ο λόγος είναι απλός: οι εταιρείες αυτές υλοποιούν διαρκώς τεράστια, στρατηγικά επενδυτικά προγράμματα. Χαρακτηριστικά

παραδείγματα αποτελούν η κατασκευή του νέου εργοστασίου της ELPEN στην Κερατέα και του Πάρκου Καινοτομίας στα Σπάτα, καθώς και ο συνεχής, δαπανηρός εκσυγχρονισμός των βιομηχανικών εγκαταστάσεων της BIANEΞ.

Όπως είναι φυσικό, αυτά τα φιλόδοξα έργα (υψηλό CAPEX) απαιτούν την εξεύρεση τεράστιων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, οι εγχώριες βιομηχανίες αναγκάζονται να καταφεύγουν σε εξωτερική χρηματοδότηση, παρουσιάζοντας αναπόφευκτα πολύ υψηλότερους Δείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης και μόχλευσης συγκριτικά με τις πολυεθνικές (ELPEN A.E., 2020; BIANEΞ A.E., 2021).

5.9.4 Σύνοψη Συγκριτικής Αξιολόγησης

Συμπερασματικά, η ελληνική φαρμακευτική αγορά κινήθηκε σε δύο ταχύτητες κατά την εξεταζόμενη πενταετία. Οι θυγατρικές των πολυεθνικών εκμεταλλεύτηκαν τα προϊόντα αιχμής (εμβόλια COVID-19, καινοτόμες θεραπείες) για να καταγράψουν απότομες αυξήσεις εσόδων. Παράλληλα ευάλωτες στον μηχανισμό του clawback και στις στρατηγικές αναδιαρθρώσεις των μητρικών τους (spin-offs).

Στον αντίποδα, οι εγχώριες παραγωγικές βιομηχανίες επέδειξαν εντυπωσιακή στρατηγική συνέπεια. Απορρόφησαν τους κραδασμούς της πανδημίας και των υποχρεωτικών επιστροφών, προστατεύοντας τα περιθώρια κέρδους τους. Στρεφόμενες στην παραγόμενη ρευστότητα σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις που ενισχύουν την απασχόληση και το ΑΕΠ της χώρας κατόρθωσαν να βγουν από το αδιέξοδο της κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

6.1 Σύνοψη

Φτάνοντας στο τέλος αυτής της ερευνητικής διαδρομής, θα πρέπει να αποδώσουμε με τον καλύτερο τρόπο έναν απολογισμό των οκτώ εταιριών όπου σαν ηγέτες του ελληνικού φαρμάκου σημάδεψαν την αγορά για την υπό εξέταση πενταετία και έγραψαν ιστορία. Μέσα από δεκάδες ισολογισμούς και εκατοντάδες αριθμοδείκτες, ψάξαμε να βρούμε πώς επιβίωσαν από τον COVID-19 και πώς ισορροπούν σήμερα κάτω από το βάρος της κρατικής νομοθεσίας.

6.2 Στρατηγική Προσαρμοστικότητα και Οικονομική Ανθεκτικότητα

Αρχικά το πρώτο που μας απαντήθηκε ευθείς αμέσως είναι τα αντανακλαστικά που επέδειξε ο κλάδος. Ο φαρμακευτικός κλάδος στην Ελλάδα με στρατηγική και ευελιξία προσέφερε άμεσες καινοτόμες λύσεις, ωστόσο η προσαρμοστικότητα αυτή εκφράστηκε με διαφορετικό τρόπο ανάμεσα στις πολυεθνικές και τις εγχώριες παραγωγικές βιομηχανίες.

Οι πολυεθνικές θυγατρικές ήταν αυτές που προσέφεραν τις άμεσες καινοτόμες λύσεις (εμβόλια), με αποτέλεσμα να δουν τα μεγέθη τους να εκτοξεύονται. Η περίπτωση της Pfizer αποτελεί το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα, με την εταιρεία να κεφαλαιοποιεί την καινοτομία της, αυξάνοντας τον κύκλο εργασιών της. Αντίστοιχα, εταιρείες όπως η Novartis επέδειξαν ικανότητες αναδιάρθρωσης, απορροφώντας τεράστιους νομικούς κραδασμούς (ζημιές 2019) και προχωρώντας σε στρατηγικές αποσχίσεις (spin-off της Sandoz) για να θωρακίσουν τα μελλοντικά τους περιθώρια. Ωστόσο, αυτά τα δεδομένα έχουν ημερομηνία λήξης και αυτή είναι το τέλος της πανδημίας.

Η Ελληνική φαρμακοβιομηχανία επέδειξε παροιμιώδη ανθεκτικότητα. Οι εγχώριες εταιρείες αποτέλεσαν τον "σταθεροποιητή" της αγοράς. Δεν παρουσίασαν τα ιστορικά υψηλά των ξένων εταιρειών αλλά μια σταθερή οργανική ανάπτυξη. Διεύρυναν διαρκώς το Ενεργητικό τους μέσα από

επενδύσεις (CAPEX) σε νέες μονάδες παραγωγής και R&D (π.χ. το νέο εργοστάσιο της ELPEN, στρατηγικές εξαγορές της BIANEΞ, κ.λ.π.). Η στρατηγική τους βασίστηκε στην εξωστρέφεια, την παραγωγή γενοσήμων και την άριστη διαχείριση της ρευστότητας. Ο στόχος τους δεν είναι άλλος από την θωράκιση εξαιρετικών δεικτών Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).

6.3 Το Βάρος των Clawback και Rebate

Δεν γίνεται να μιλάμε για κέρδη χωρίς να αναφέρουμε τη μεγάλη λογιστική στρέβλωση της ελληνικής αγοράς. Το βασικότερο, ίσως, εύρημα της μελέτης μας είναι ο καταστροφικός ρόλος των υποχρεωτικών επιστροφών (Clawback) και εκπτώσεων (Rebate).

Παρά τη ραγδαία αύξηση του μικτού κύκλου εργασιών, είδαμε περιπτώσεις πολυεθνικών (κυρίως MSD και Novartis) όπου το 35% με 40% του τζίρου επιστρέφει αυτόματα στα κρατικά ταμεία. Ο μηχανισμός αυτός έχει μετατραπεί από έκτακτο μέτρο σε μόνιμο βραχνά, ο οποίος συμπιέζει ασφυκτικά τα περιθώρια καθαρού κέρδους. Η συνεχής απορρόφηση της πολύτιμης ρευστότητας των εταιρειών, αποτελεί τον σημαντικότερο ανασταλτικό παράγοντα για περαιτέρω άμεσες επενδύσεις στον κλάδο.

6.4 Το Οικονομικό και Κοινωνικό Αποτύπωμα

Όσον αφορά το δεύτερο ερευνητικό ερώτημα, η μελέτη επιβεβαιώνει ότι η φαρμακοβιομηχανία αποτελεί θεμέλιο λίθο της ελληνικής οικονομίας. Τα νούμερα δεν αφήνουν περιθώρια για αμφιβολίες. Ο φαρμακευτικός κλάδος δεν είναι απλώς ένας προμηθευτής του Εθνικού Συστήματος Υγείας. Είναι ο βασικός πυλώνας της εγχώριας απασχόλησης για επιστήμονες υψηλής εξειδίκευσης. Είναι ένας από τους μεγαλύτερους χρηματοδότες των κρατικών ταμείων, όχι μόνο μέσω φόρων, αλλά και μέσω των τεράστιων ποσών του Clawback. Παράλληλα, οι εκατοντάδες εκατομμύρια ευρώ που ρίχνονται σήμερα σε νέα κέντρα R&D και logistics, αλλάζουν οριστικά το εξαγωγικό προφίλ της Ελλάδας. Ειδικά κατά τη διάρκεια της κρίσης της εφοδιαστικής αλυσίδας λόγω COVID-19, οι εγχώριες εταιρείες (όπως η BIANEΞ και η ELPEN) διασφάλισαν την απρόσκοπτη τροφοδοσία του Ε.Σ.Υ. με βασικά

φάρμακα. Παράλληλα, η αύξηση των θέσεων εργασίας υψηλής εξειδίκευσης, η καταβολή φόρων, αλλά και πρωτοβουλίες όπως η ίδρυση του ψηφιακού κόμβου της Pfizer στη Θεσσαλονίκη, αποδεικνύουν ότι ο κλάδος επιστρέφει πολλαπλάσια αξία στην κοινωνία και συνεισφέρει καθοριστικά στο ΑΕΠ.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις & Εκθέσεις
Εταιρειών:(Σημείωση: Τα έτη μέσα στις παρενθέσεις αφορούν το έτος
δημοσίευσης της έκθεσης)

BIANEΞ Α.Ε. (2020). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις 31ης
Δεκεμβρίου 2019. Αθήνα: BIANEΞ Α.Ε .

BIANEΞ Α.Ε. (2021). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις 31ης
Δεκεμβρίου 2020. Αθήνα: BIANEΞ Α.Ε .

BIANEΞ Α.Ε. (2022). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις 31ης
Δεκεμβρίου 2021. Αθήνα: BIANEΞ Α.Ε .

BIANEΞ Α.Ε. (2023). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις 31ης
Δεκεμβρίου 2022. Αθήνα: BIANEΞ Α.Ε .

BIANEΞ Α.Ε. (2024). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις 31ης
Δεκεμβρίου 2023. Αθήνα: BIANEΞ Α.Ε .

ELPEN Α.Ε. Φαρμακευτική Βιομηχανία (2020). Χρηματοοικονομικές
Καταστάσεις χρήσεως 1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου 2019. Πικέρμι
Αττικής: ELPEN Α.Ε .

ELPEN Α.Ε. Φαρμακευτική Βιομηχανία (2021). Χρηματοοικονομικές
Καταστάσεις χρήσεως 1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου 2020. Πικέρμι
Αττικής: ELPEN Α.Ε .

ELPEN Α.Ε. Φαρμακευτική Βιομηχανία (2022). Χρηματοοικονομικές
Καταστάσεις χρήσεως 1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου 2021. Πικέρμι
Αττικής: ELPEN Α.Ε .

ELPEN Α.Ε. Φαρμακευτική Βιομηχανία (2023). Χρηματοοικονομικές
Καταστάσεις χρήσεως 1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου 2022. Πικέρμι
Αττικής: ELPEN Α.Ε .

ELPEN Α.Ε. Φαρμακευτική Βιομηχανία (2024). Χρηματοοικονομικές
Καταστάσεις χρήσεως 1 Ιανουαρίου έως 31 Δεκεμβρίου 2023. Πικέρμι
Αττικής: ELPEN Α.Ε .

GlaxoSmithKline (GSK) Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε. (2020).
Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε την 31
Δεκεμβρίου 2019. Αθήνα: GSK .

GlaxoSmithKline (GSK) Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε. (2021).
Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε την 31
Δεκεμβρίου 2020. Αθήνα: GSK .

GlaxoSmithKline (GSK) Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε. (2022).
Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε την 31
Δεκεμβρίου 2021. Αθήνα: GSK .

GlaxoSmithKline (GSK) Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε. (2023).
Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε την 31
Δεκεμβρίου 2022. Αθήνα: GSK .

GlaxoSmithKline (GSK) Μονοπρόσωπη Α.Ε.Β.Ε. (2024).
Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε την 31
Δεκεμβρίου 2023. Αθήνα: GSK .

Lavipharm Hellas A.E. (2020). Ετήσια Οικονομική Έκθεση της 31ης
Δεκεμβρίου 2019. Παιανία: Lavipharm Hellas A.E .

Lavipharm Hellas A.E. (2021). Ετήσια Οικονομική Έκθεση της 31ης
Δεκεμβρίου 2020. Παιανία: Lavipharm Hellas A.E .

Lavipharm Hellas A.E. (2022). Ετήσια Οικονομική Έκθεση της 31ης
Δεκεμβρίου 2021. Παιανία: Lavipharm Hellas A.E .

Lavipharm Hellas A.E. (2023). Ετήσια Οικονομική Έκθεση της 31ης
Δεκεμβρίου 2022. Παιανία: Lavipharm Hellas A.E .

Lavipharm Hellas A.E. (2024). Ετήσια Οικονομική Έκθεση της 31ης
Δεκεμβρίου 2023. Παιανία: Lavipharm Hellas A.E .

Merck Sharp & Dohme (MSD) Φαρμακευτική Μονοπρόσωπη Α.Ε.
(2020). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της χρήσης 1 Ιανουαρίου έως
31 Δεκεμβρίου 2019. Αθήνα: MSD .

Merck Sharp & Dohme (MSD) Φαρμακευτική Μονοπρόσωπη Α.Ε.
(2021). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της χρήσης 1 Ιανουαρίου έως
31 Δεκεμβρίου 2020. Αθήνα: MSD .

Merck Sharp & Dohme (MSD) Φαρμακευτική Μονοπρόσωπη Α.Ε.
(2022). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της χρήσης 1 Ιανουαρίου έως
31 Δεκεμβρίου 2021. Αθήνα: MSD .

Merck Sharp & Dohme (MSD) Φαρμακευτική Μονοπρόσωπη Α.Ε.
(2023). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της χρήσης 1 Ιανουαρίου έως
31 Δεκεμβρίου 2022. Αθήνα: MSD .

Merck Sharp & Dohme (MSD) Φαρμακευτική Μονοπρόσωπη Α.Ε.
(2024). Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της χρήσης 1 Ιανουαρίου έως
31 Δεκεμβρίου 2023. Αθήνα: MSD .

Novartis Ελλάς Α.Ε.Β.Ε. (2020). Χρηματοοικονομικές καταστάσεις για
τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2019. Αθήνα: Novartis .

Novartis Ελλάς Α.Ε.Β.Ε. (2021). Χρηματοοικονομικές καταστάσεις για
τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2020. Αθήνα: Novartis.

Novartis Ελλάς Α.Ε.Β.Ε. (2022). Χρηματοοικονομικές καταστάσεις για
τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2021. Αθήνα: Novartis .

Novartis Ελλάς Α.Ε.Β.Ε. (2023). Χρηματοοικονομικές καταστάσεις για
τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2022. Αθήνα: Novartis .

Novartis Ελλάς Α.Ε.Β.Ε. (2024). Χρηματοοικονομικές καταστάσεις για
τη χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2023. Αθήνα: Novartis .

Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. (2020). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές
Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε 30-11-2019. Νέο Ψυχικό: Pfizer
Ελλάς .

Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. (2021). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές
Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε 30-11-2020. Νέο Ψυχικό: Pfizer
Ελλάς .

Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. (2022). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε 30-11-2021. Νέο Ψυχικό: Pfizer Ελλάς .

Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. (2023). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε 30-11-2022. Νέο Ψυχικό: Pfizer Ελλάς .

Pfizer Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. (2024). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε 30-11-2023. Νέο Ψυχικό: Pfizer Ελλάς .

Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε. (2020). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της 31ης Δεκεμβρίου 2019. Αθήνα: Sanofi .

Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε. (2021). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της 31ης Δεκεμβρίου 2020. Αθήνα: Sanofi .

Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε. (2022). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της 31ης Δεκεμβρίου 2021. Αθήνα: Sanofi .

Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε. (2023). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της 31ης Δεκεμβρίου 2022. Αθήνα: Sanofi.

Sanofi-Aventis Α.Ε.Β.Ε. (2024). Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της 31ης Δεκεμβρίου 2023. Αθήνα: Sanofi .

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Bayer AG (2023). Combined Management Report / Sustainability Report 2022. Leverkusen: Bayer AG .

Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2021). Fundamentals of Financial Management. Cengage Learning.

Lois, P., Drogalas, G., Tabouratzi, E., & Papanoum, S. (2022). The contribution of environmental accounting in corporations: evidence from Greece. *Journal for Global Business Advancement*, 15(3), pp. 344-365.

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2020). Business Analysis and Valuation: IFRS edition. Cengage Learning.