



Enterprise Rating System: Επικαιροποίηση του συστήματος αξιολόγησης

Ηλίας Λεκκός
Παρασκευή Βλάχου



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Οκτώβριος 2018

1. Σκοπός της μελέτης | εξαγωγή βασικών συμπερασμάτων

2. Παρουσίαση αποτελεσμάτων του ERS το 2016

3. Παραρτήματα

1. Σκοπός της μελέτης | εξαγωγή βασικών συμπερασμάτων

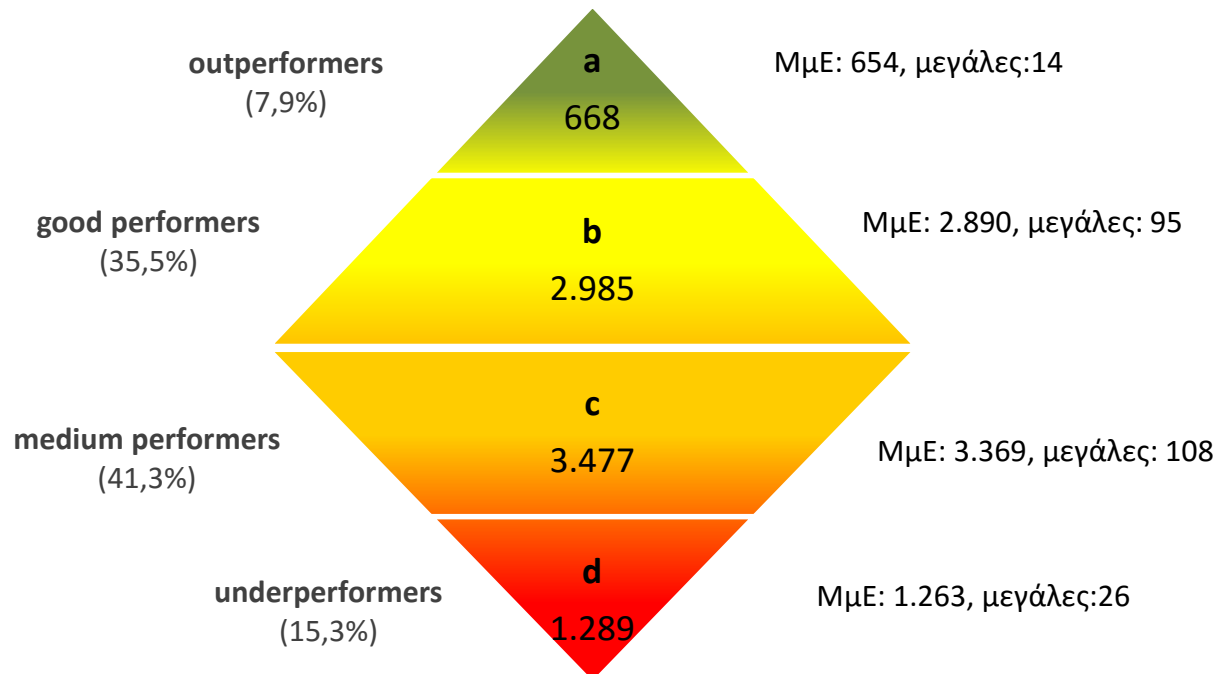
Για μια ακόμη χρονιά επικαιροποιούμε τα αποτελέσματα του ποσοτικοποιημένου συστήματος αξιολόγησης των εγχώριων επιχειρήσεων – Enterprise Rating System (ERS) – που έχουμε αναπτύξει. Μέσω αυτού του συστήματος αξιολόγησης, είναι εφικτά τα εξής:

- Αρχικά επιτρέπεται στην Τράπεζα Πειραιώς να εντοπίσει τις επιχειρήσεις εκείνες που παρουσιάζουν υγιή χρηματοοικονομική εικόνα και θα μπορούσαν να πληρούν τα κριτήρια ασφαλούς χρηματοδότησης.
- Μέσα από πλήρως διαφανή και ποσοτικά κριτήρια, η κατάταξη των επιχειρήσεων σε τέσσερις βαθμίδες αξιολόγησης επιτρέπει τη δυνατότητα διαχείρισης κινδύνου.
- Σε κάθε μια από τις βαθμίδες αξιολόγησης, μπορεί η τράπεζα να εντοπίσει επιχειρήσεις που υστερούν σε επιδόσεις εμφανίζοντας αρνητικά αποτελέσματα, ωστόσο έχουν θετικό EBITDA. Επομένως, έχουν ελπίδες αναβίωσης μέσω κάποιου προγράμματος αναδιάρθρωσης των υποχρεώσεων τους (αναστρέψιμες περιπτώσεις).
- Τέλος, είναι εφικτό να εντοπιστούν οι επιχειρήσεις με μείζονα χρηματοοικονομικά προβλήματα, σε τέτοιο βαθμό που η λειτουργική τους κερδοφορία δεν επαρκεί για την κάλυψη των χρηματοοικονομικών τους δαπανών. Σε αυτές τις μη-αναστρέψιμες περιπτώσεις, ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης δε θα μπορούσε πλέον να είναι αποτελεσματικό και ενδεχομένως να χρειάζονται εναλλακτικοί χειρισμοί.

Το 2016 το δείγμα μας διαμορφώθηκε σε 8.419 επιχειρήσεων, εκ των οποίων το 97,1% είναι ΜμΕ (δηλαδή πραγματοποιούν ετήσιο κύκλο εργασιών έως και €50 εκατ.). Με βάση το συνολικό δείγμα (ΜμΕ και μεγάλες επιχειρήσεις):

- Οι επιχειρήσεις που υπεραποδίδουν κατά μέσο όρο σε όρους ρευστότητας, αποδοτικότητας και φερεγγυότητας και κατατάσσονται στην υψηλότερη βαθμίδα (“a”) του ERS αποτελούν το 7,9% του δείγματος.
- Στην επόμενη βαθμίδα (“b”), με καλές επιδόσεις αλλά λιγότερο ικανοποιητικές βρίσκεται το 35,5%.
- Οι επιχειρήσεις που υστερούν σημαντικά σε επιδόσεις και κατατάσσονται στην τρίτη βαθμίδα (“c”) αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό του δείγματος με 41,3%.
- Τέλος, οι σημαντικά προβληματικές επιχειρήσεις που κατατάσσονται στην τελευταία βαθμίδα “d” αντιστοιχούν στο 15,3% του δείγματος.

Κατανομή επιχειρήσεις ανά βαθμίδα ERS, 2016





Outperformers “a”

- Συνολικά μόλις το 7,9% των επιχειρήσεων που παρακολουθούμε κατατάσσεται στη βαθμίδα των outperformers “a”, με €13,6 δισ. αξία ενεργητικού και €8,7 δισ. ίδια κεφάλαια.
- Ωστόσο, επιτυγχάνουν καθαρά κέρδη προ φόρων €1,1 δισ. που αντιστοιχεί στο 37,2% της συνολικής κερδοφορίας, με το περιθώριο EBITDA να αγγίζει κατά μέσο όρο το 24,9% και την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων το 18,2%.
- Μόλις το 0,4% των επιχειρήσεων που υπεραποδίδουν έχει θετικό EBITDA και καθαρές ζημίες προ φόρων, οι οποίες είναι ΜμΕ.
- Ταυτόχρονα παρουσιάζουν τις λιγότερες υποχρεώσεις (€4,9 δισ.) ή το 5% του συνόλου των επιχειρήσεων του δείγματος.
- Παράλληλα, παρουσιάζουν υψηλή ρευστότητα, με το κυκλοφορούν ενεργητικό να καλύπτει τις τρέχουσες υποχρεώσεις κατά 4,1 φορές. Χαμηλότερη είναι η κάλυψη για τις μεγάλες επιχειρήσεις (3,2 φορές).
- Έχουν χαμηλό επίπεδο μόχλευσης, με τις υποχρεώσεις να αναλογούν κατά μέσο όρο μόλις στο μισό των ιδίων κεφαλαίων.
- Ο καθαρός δανεισμός των μικρομεσαίων outperformers σε σχέση με το EBITDA είναι σχεδόν μηδενικός (0,1 φορές). Υψηλότερος, αλλά σε χαμηλό βαθμό είναι για τις μεγάλες επιχειρήσεις (2,2 φορές).
- Κατά συνέπεια, ο βαθμός εξυπηρέτησης χρέους είναι υψηλός, καθώς το EBITDA καλύπτει κατά μέσο όρο τις χρηματοοικονομικές δαπάνες κατά 22,7 φορές, ενώ καμία επιχείρηση δεν έχει βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μικρότερο του 1.

Good performers “b”

- Συγκεντρώνεται η υψηλότερη αξία ιδίων κεφαλαίων με €29,2 δισ., ως επί το πλείστον από τις μεγάλες επιχειρήσεις.
- Υψηλότερες είναι οι υποχρεώσεις σε σχέση με τους outperformers (“a”) με €21,5 δισ.
- Σημαντική είναι η συμβολή τους σε όρους κύκλου εργασιών, και κερδοφορίας EBITDA και προ φόρων (€30,1 δισ., €4,3 δισ. και €2,1 δισ. αντίστοιχα).
- Πιο συντηρητικά, αλλά ικανοποιητικά είναι τα επίπεδα λειτουργικής κερδοφορίας, με το περιθώριο EBITDA στο 14,7% και κερδοφόρα αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων στο 12,4%.
- Το 7% των ΜμΕ και το 3,2% των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν θετικό EBITDA και καθαρές ζημίες προ φόρων.
- Χαμηλότερο αλλά ικανοποιητικό είναι το επίπεδο ρευστότητας, με το κυκλοφορούν ενεργητικό να αναλογεί κατά 2,6 φορές τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Χαμηλότερη στις 2 φορές είναι η κάλυψη των μεγάλων επιχειρήσεων.
- Υψηλότερα επίπεδα δανεισμού, καθώς οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια κατά 1,2 φορές και ο μέσος καθαρός δανεισμός είναι κατά 3,8 υψηλότερος του EBITDA.
- Ικανοποιητική εξυπηρέτηση του χρέους, με το EBITDA να καλύπτει τις χρηματοοικονομικές δαπάνες κατά 12,1 φορές.
- Μόλις το 0,7% από τους good performers έχει βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μικρότερο του 1, το οποίο είναι ΜμΕ.

**Medium performers “c”**

- Αποτελεί την πολυπληθέστερη βαθμίδα, με την υψηλότερη αξία ενεργητικού (€70,1 δισ.).
- Έχουν αναληφθεί οι υψηλότερες συνολικές υποχρεώσεις (€46,6 δισ.) και χρηματοοικονομικές δαπάνες (€1,5 δισ.), με τα 2/3 περίπου από τις μεγάλες επιχειρήσεις.
- Συγκεντρώνονται συνολικά οι υψηλότερες πωλήσεις (€49,8 δισ.), αλλά τα κέρδη προ φόρων φθάνουν μόλις το €1 δισ., με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τις μεγάλες επιχειρήσεις.
- Χαμηλή επίτευξη αποδοτικότητας και κερδοφορίας, καθώς το περιθώριο EBITDA αγγίζει το 7,1% και η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων το 4,3%. Αρκετά καλύτερα αποδίδουν τα ίδια κεφάλαια των μεγάλων επιχειρήσεων στο 11,6%.
- Το 16,3% των ΜμΕ και το 8,3% των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν θετικό EBITDA και καθαρές ζημίες προ φόρων.
- Ικανοποιητική, αλλά περιορισμένη η ρευστότητα, με το κυκλοφορούν ενεργητικό να καλύπτει κατά 1,6 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις για τις ΜμΕ και 1,3 φορές για τις μεγάλες.
- Υψηλά επίπεδα καθαρού δανεισμού, ο οποίος υπερβαίνει το EBITDA κατά 13,7 φορές για τις ΜμΕ και κατά 11,6 φορές για τις μεγάλες.
- Χαμηλός βαθμός εξυπηρέτησης δανεισμού, με τις χρηματοοικονομικές δαπάνες να καλύπτονται κατά μέσο όρο από το EBITDA κατά 3,2 φορές. Καλύτερη είναι η μέση επίδοση των μεγάλων επιχειρήσεων (5,3 φορές).
- Το 22,3% των ΜμΕ και το 7,4% των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μικρότερο του 1.

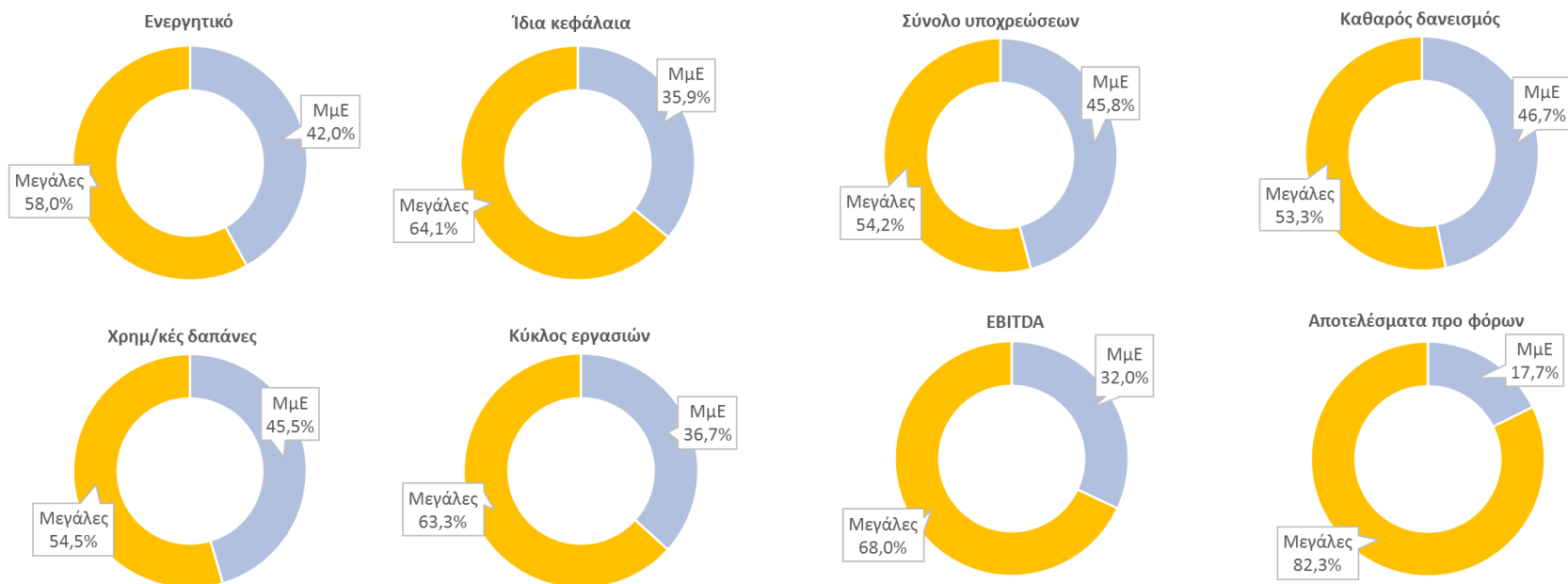
Underperformers “d”

- Περισσότερα περιουσιακά στοιχεία και ίδια κεφάλαια είναι εγκλωβισμένα στις ΜμΕ από ότι στις μεγάλες (€20,9 δισ. και €1,2 δισ. αντίστοιχα).
- Ο καθαρός δανεισμός είναι σχεδόν στο ίδιο επίπεδο με τις υποχρεώσεις, καταδεικνύοντας πολύ χαμηλά ρευστά διαθέσιμα.
- Τριπλάσιες συνολικά είναι οι υποχρεώσεις και οι χρηματοοικονομικές δαπάνες των ΜμΕ από εκείνες των μεγάλων σε €19,7 δισ. και €486 εκατ.
- Τα €8,4 δισ. πωλήσεις εξελίσσονται σε ζημίες ήδη σε επίπεδο EBITDA ύψους €114 εκατ. και σε επίπεδο προ φόρων διευρύνονται σε €1,2 δισ.
- Οι συνολικές ζημίες EBITDA οφείλονται περισσότερο από τις επιδόσεις των ΜμΕ. Οι μεγάλες εμφανίζουν οριακά κέρδη EBITDA μόλις €6 εκατ.
- Καθώς είναι κατά βάση ζημιολόγες επιχειρήσεις, το μέσο περιθώριο EBITDA είναι στο -8,1%. Ωστόσο, η μέση επίδοση των μεγάλων επιχειρήσεων είναι ελαφρώς θετική (1,8%).
- Αναποτελεσματική είναι η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, η οποία διαμορφώνεται σε -16,2%. Πιο συγκρατημένη είναι η αρνητική επίδοση των μεγάλων επιχειρήσεων (-13,7%).
- Το 18,2% των ΜμΕ και το 57,7% των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν θετικό EBITDA και καθαρές ζημίες προ φόρων.
- Σαφείς δυσκολίες ρευστότητας, καθώς οι τρέχουσες υποχρεώσεις υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό (γενική ρευστότητα: 0,7 μονάδες).
- Υπερμολχλεμένες, με τις υποχρεώσεις τους να είναι κατά μέσο όρο 3,6 φορές υψηλότερες των ιδίων κεφαλαίων και το καθαρό δανεισμό κατά 25 φορές υψηλότερος του EBITDA. Δυσμενέστερη είναι η εικόνα για τις μεγάλες επιχειρήσεις (4 και 26,4 φορές αντίστοιχα).
- Σχεδόν όλες οι ΜμΕ (81,5%) και πάνω από το ήμισυ των μεγάλων (57,7%) έχουν βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μικρότερο του 1.

2. Παρουσίαση αποτελεσμάτων του ERS το 2016

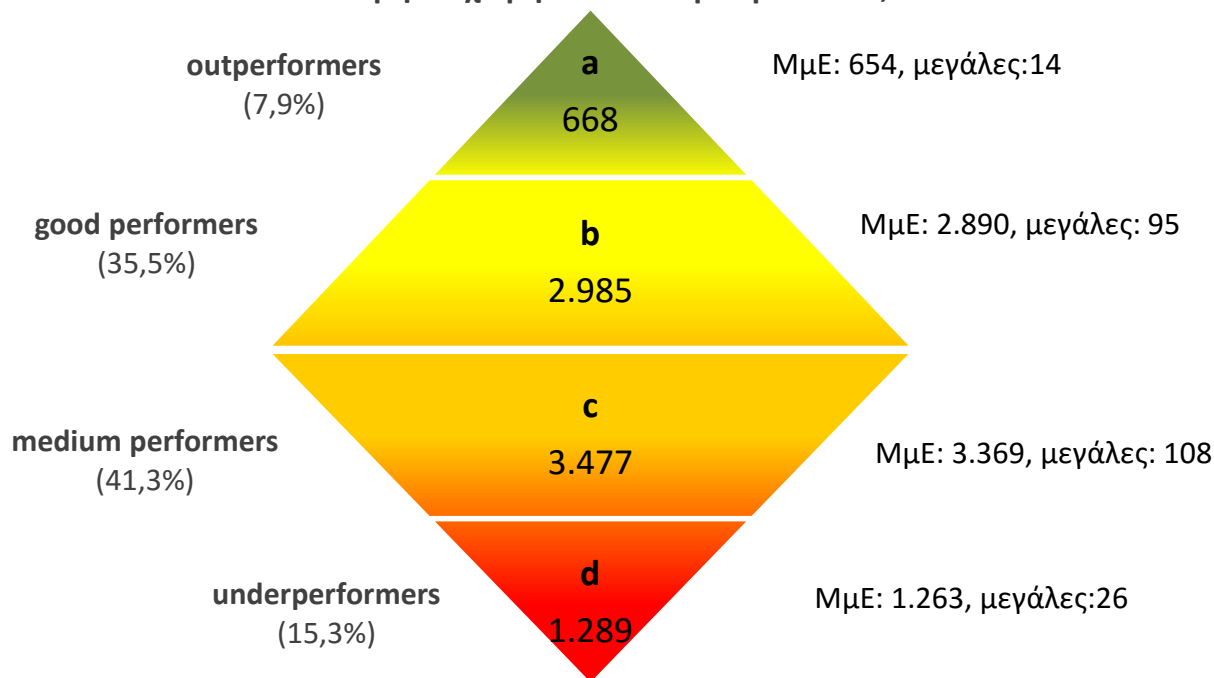
Η συντριπτική πλειονότητα των επιχειρήσεων του δείγματος είναι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜμΕ) (97,1%). Εξετάζοντας τα βασικά οικονομικά μεγέθη του εγχώριου επιχειρηματικού μείγματος ΜμΕ – μεγάλες επιχειρήσεις διαπιστώνουμε τα εξής:

- Οι ΜμΕ διαθέτουν το 42% των περιουσιακών στοιχείων του συνόλου των επιχειρήσεων που εξετάζουμε.
- Από πλευρά κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι μεγάλες επιχειρήσεις συγκεντρώνουν σε αξία το 64,1% των ιδίων κεφαλαίων, έχουν όμως αναλάβει περισσότερες υποχρεώσεις (54,2%) συνολικά από τις ΜμΕ.
- Αντίστοιχα οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν συνολικά να εξυπηρετήσουν υψηλότερες χρηματοοικονομικές δαπάνες (54,5%) από ότι οι ΜμΕ.
- Η δραστηριότητα των ΜμΕ έχει ως αποτέλεσμα τη συμμετοχή τους στο συνολικό κύκλο εργασιών περίπου κατά το 1/3.
- Τέλος, οι μεγάλες επιχειρήσεις συμβάλλουν δραματικά κατά 82,3% στα συνολικά κέρδη προ φόρων.

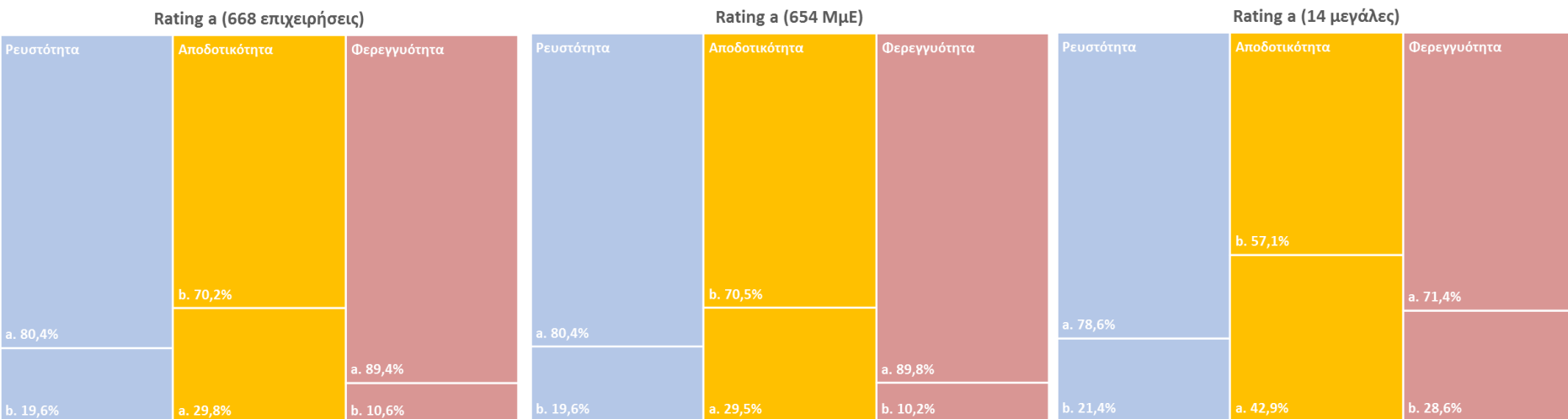


- Σε δείγμα 8.419 επιχειρήσεων το 2016, οι συνολικές πωλήσεις που προέκυψαν ήταν €94 δισ., το EBITDA €9,8 δισ. και η κερδοφορία προ φόρων €3 δισ.
- Από την άλλη πλευρά, αναλήφθηκαν συνολικά υποχρεώσεις ύψους €98,7 δισ., ο καθαρός δανεισμός διαμορφώθηκε σε €88 δισ. και οι χρηματοοικονομικές δαπάνες που έπρεπε να εξυπηρετηθούν άγγιξαν τα €2,9 δισ.
- Οι επιχειρήσεις που υπεραποδίδουν κατά μέσο όρο σε όρους ρευστότητας, αποδοτικότητας και φερεγγυότητας και κατατάσσονται στην υψηλότερη βαθμίδα (“a”) του ERS αποτελούν το 7,9% του δείγματος.
- Στην επόμενη βαθμίδα (“b”), με καλές επιδόσεις αλλά λιγότερο ικανοποιητικές βρίσκεται το 35,5% των επιχειρήσεων.
- Οι επιχειρήσεις που υστερούν σημαντικά σε επιδόσεις και κατατάσσονται στην τρίτη βαθμίδα (“c”) αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό του δείγματος με 41,3%.
- Τέλος, οι σημαντικά προβληματικές επιχειρήσεις που κατατάσσονται στην τελευταία βαθμίδα “d” αντιστοιχούν στο 15,3% του δείγματος.

Κατανομή επιχειρήσεων ανά βαθμίδα ERS, 2016

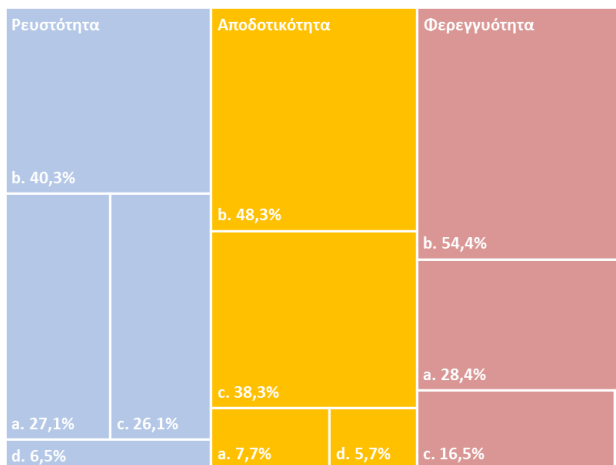


- Οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “a” έχουν τόσο υψηλές επιδόσεις που στις επιμέρους εξεταζόμενες διαστάσεις επιτυγχάνουν βαθμολογίες μόνο “a” ή “b”.
- Υψηλή κάλυψη των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “a”, καθώς το 80,4% αυτών συνολικά βαθμολογούνται με “a” σε όρους ρευστότητας.
- Η χαμηλή μόχλευση και ο υψηλός βαθμός εξυπηρέτησης του χρέους τους έχει ως αποτέλεσμα το 89,8% των ΜμΕ να έχουν σε όρους φερεγγυότητας βαθμολογία “a”. Χαμηλότερο είναι το αντίστοιχο ποσοστό των μεγάλων επιχειρήσεων στο 71,4%.
- Από την άλλη πλευρά, οι μεγάλες επιχειρήσεις επιτυγχάνουν υψηλότερη κερδοφορία από τις ΜμΕ, καθώς σε όρους αποδοτικότητας το 42,9% εμφανίζεται στη βαθμίδα “a” έναντι του 29,5% των ΜμΕ.
- Παρόλα αυτά, διαπιστώνεται ότι ακόμα και στη βαθμίδα των επιχειρήσεων που υπεραποδίδουν (“a”) η πλειονότητα των επιχειρήσεων επιτυγχάνουν στην αποδοτικότητα βαθμολογία “b”, αναδεικνύοντας στην περίοδο της κρίσης τις προκλήσεις των επιχειρήσεων να αποδίδουν κέρδη.

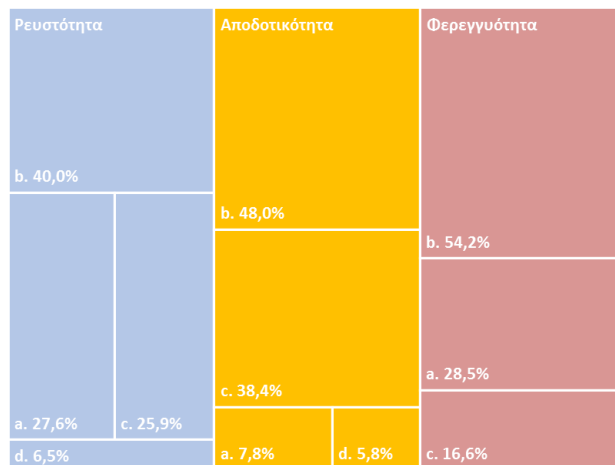


- Πλέον στη βαθμίδα “b” με τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν καλές επιδόσεις, εμφανίζονται όλες οι βαθμολογίες με βάση την κατανομή τους στις επιμέρους διαστάσεις.
- Η διάσταση της φερεγγυότητας εμφανίζει το υψηλότερο ποσοστό επιχειρήσεων με βαθμολογίες “a” και “b” αναδεικνύοντας την ικανοποιητική εξυπηρέτηση του χρέους τους.
- Οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “b” εξακολουθούν να καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους αλλά σε πιο συντηρητικό βαθμό.
- Τέλος, οι μεγάλες επιχειρήσεις εμφανίζονται περισσότερο κερδοφόρες από ότι οι ΜμΕ, καθώς παρουσιάζουν καλύτερη διάρθρωση των βαθμολογιών της αποδοτικότητας.

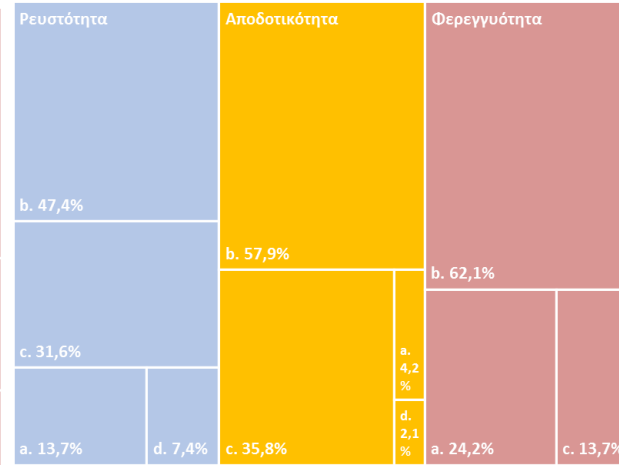
Rating b (2.985 επιχειρήσεις)



Rating b (2.890 ΜμΕ)

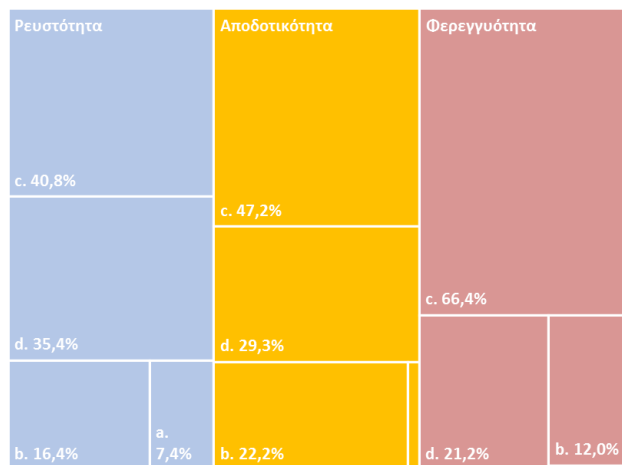


Rating b (95 μεγάλες)

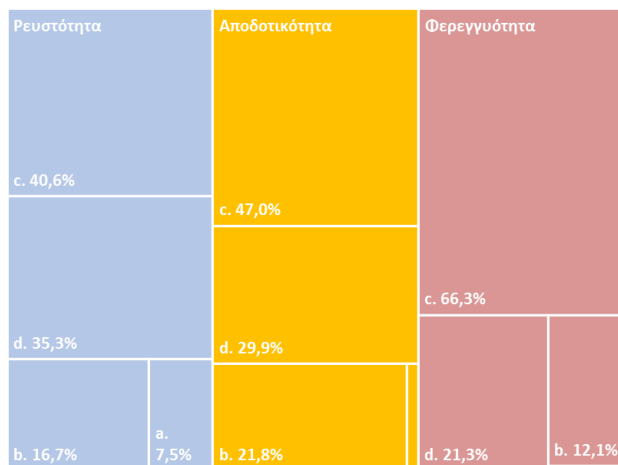


- Η βαθμίδα “c” με τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μεσαίες επιδόσεις είναι η πολυπληθέστερη βαθμίδα.
- Από τη διάρθρωση των βαθμολογιών στις επιμέρους διαστάσεις διαπιστώνονται σαφείς ενδείξεις δυσλειτουργίας των επιχειρήσεων.
- Η διάσταση της φερεγγυότητας εμφανίζει το υψηλότερο μερίδιο με βαθμολογία “c” καταδεικνύοντας αυξημένη μόχλευση, με το ποσοστό των μεγάλων επιχειρήσεων να είναι υψηλότερο (71,3%) από εκείνο των ΜμΕ (66,3%).
- Οι χαμηλές βαθμολογίες των επιχειρήσεων της βαθμίδας “c” αντανακλά τη στενότητα ρευστότητας, με την εικόνα να είναι κάπως δυσμενέστερη για τις μεγάλες, καθώς σε όρους ρευστότητας το 47,2% κατορθώνει “c” έναντι του 40,6% των ΜμΕ.
- Τέλος, χαμηλή είναι η κερδοφορία των ΜμΕ της βαθμίδας “c”, με κάπως καλύτερη η εικόνα για τις μεγάλες επιχειρήσεις.

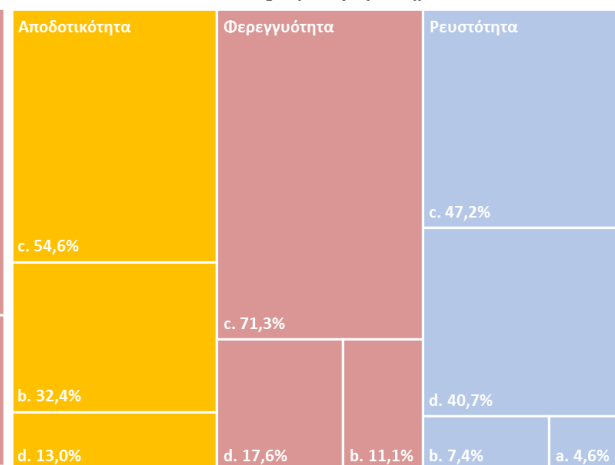
Rating c (3.477 επιχειρήσεις)



Rating c (3.369 ΜμΕ)



Rating c (108 μεγάλες)



- Σοβαρά είναι τα χρηματοοικονομικά προβλήματα για τις επιχειρήσεις που υποαποδίδουν (“d”). Μόνο βαθμολογίες “c” και “d” εμφανίζουν οι επιχειρήσεις αυτές στις εξεταζόμενες διαστάσεις.
- Κατά μέσο όρο στο σύνολό τους οι επιχειρήσεις αυτές εμφανίζονται ζημιογόνες, με το 91,8% να λαμβάνει βαθμολογία “d” σε όρους αποδοτικότητας. Χαμηλότερο είναι το ποσοστό αυτό για τις μεγάλες επιχειρήσεις σε 84,6%.
- Η υπερμόχλευση είναι αρκετά έντονη με το 86,3% των ΜμΕ να βαθμολογείται με “d” στη φερεγγυότητα. Ακόμη υψηλότερο είναι το αντίστοιχο ποσοστό για τις μεγάλες επιχειρήσεις σε 88,5%.
- Τέλος, οι επιχειρήσεις αυτές δυσκολεύονται σημαντικά να εξυπηρετήσουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους και εμφανίζουν έντονα προβλήματα ρευστότητας, καθώς το 85,2% του συνόλου έχει βαθμολογία “d”. Τα προβλήματα ρευστότητας είναι πιο έκδηλα για τις μεγάλες επιχειρήσεις (92,3%) με “d” στη ρευστότητα.

Rating d (1.289 επιχειρήσεις)

Ρευστότητα	Αποδοτικότητα	Φερεγγυότητα
d. 85,2%	d. 91,8%	d. 86,3%
c. 14,8%	c. 8,2%	c. 13,7%

Rating d (1.263 ΜμΕ)

Ρευστότητα	Αποδοτικότητα	Φερεγγυότητα
d. 85,0%	d. 91,9%	d. 86,3%
c. 15,0%	c. 8,1%	c. 13,7%

Rating d (26 μεγάλες)

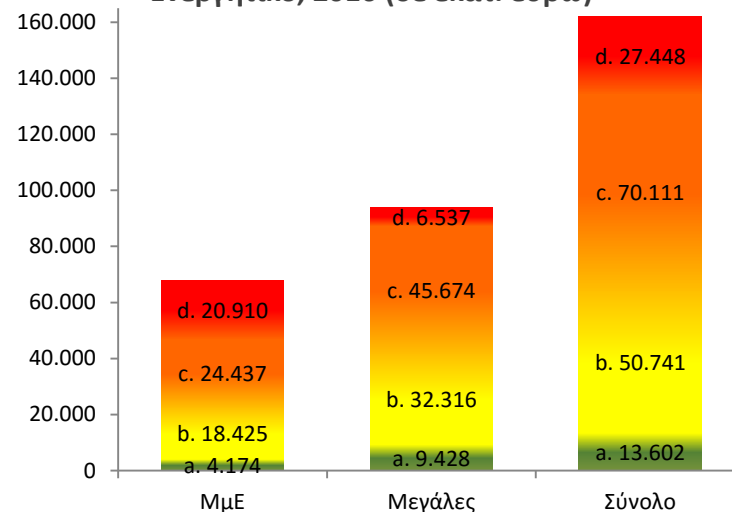
Ρευστότητα	Αποδοτικότητα	Φερεγγυότητα
d. 92,3%	d. 84,6%	d. 88,5%
c. 7,7%	c. 15,4%	c. 11,5%

Οι medium performers (“c”) συγκεντρώνουν τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία (€70,1 δισ.), ενώ τα περισσότερα ίδια κεφάλαια ανήκουν στους good performers (“b”) (€29,2 δισ.)

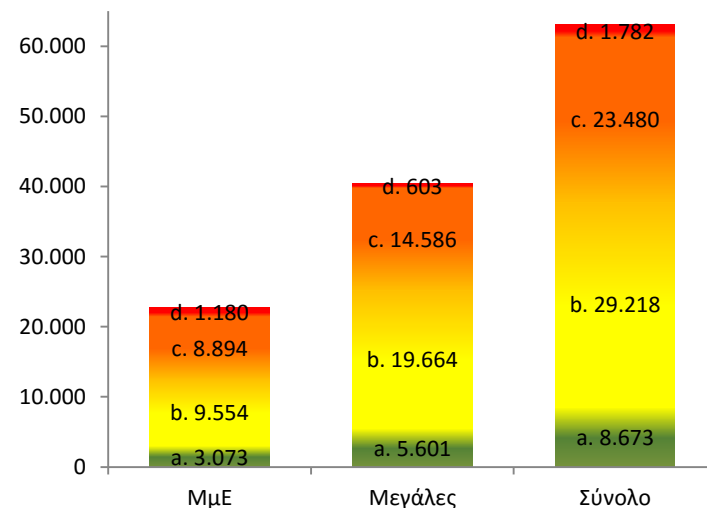


- Τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία και ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων της βαθμίδας “a” ανήκουν στις μεγάλες επιχειρήσεις (€9,5 δισ. και €5,6 δισ. αντίστοιχα).
- Στη βαθμίδα “c”, ως η πολυπληθέστερη, συγκεντρώνεται συνολικά η υψηλότερη αξία ενεργητικού (€70,1 δισ.) από ότι στη βαθμίδα “b” (50,7 δισ.).
- Από την άλλη πλευρά, η βαθμίδα “b” διαθέτει συνολικά την υψηλότερη αξία ιδίων κεφαλαίων ανάμεσα στις βαθμίδες ERS με €29,2 δισ., η οποία προέρχεται ως επί το πλείστον από τις μεγάλες επιχειρήσεις.
- Στη βαθμίδα “d” τα περιουσιακά στοιχεία και ίδια κεφάλαια που έχουν εγκλωβιστεί προέρχονται περισσότερο από τις ΜμΕ (€20,9 δισ. και €1,2 δισ. αντίστοιχα).

Ενεργητικό, 2016 (σε εκατ. ευρώ)



Ίδια κεφάλαια, 2016 (σε εκατ. ευρώ)

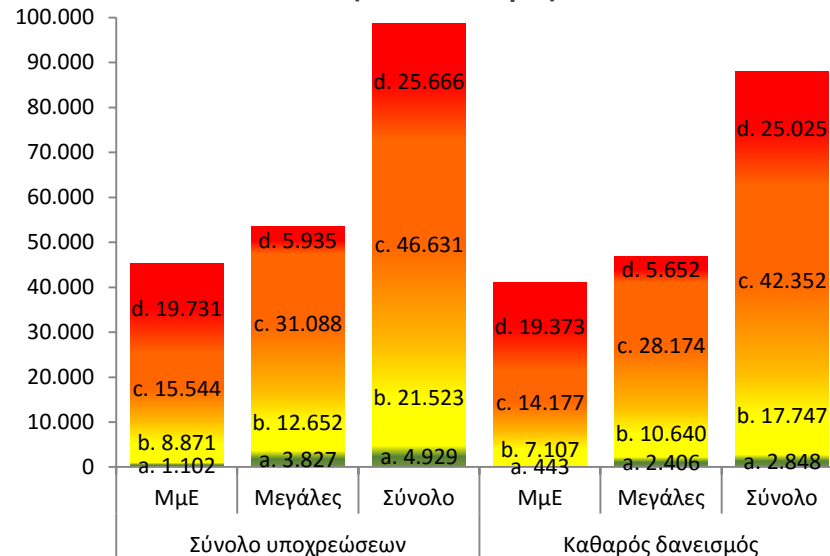


Οι medium performers (“c”) έχουν αναλάβει συνολικά τις υψηλότερες υποχρεώσεις (€46,6 δισ.) και έχουν να εξυπηρετήσουν τις περισσότερες χρηματοοικονομικές δαπάνες (€1,5 δισ.)

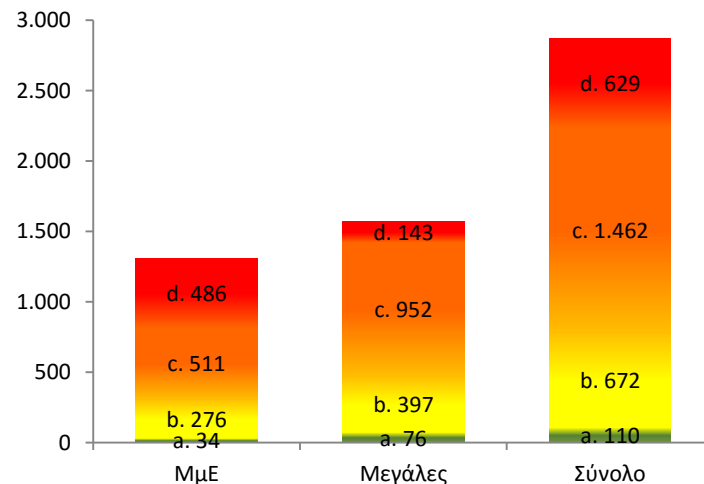


- Οι λιγότερες συνολικά υποχρεώσεις έχουν αναληφθεί από τις επιχειρήσεις της βαθμίδας “a” (€4,9 δισ.) τόσο από τις ΜμΕ όσο και από τις μεγάλες και ακολουθούν οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “b” (€21,5 δισ.).
- Οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “c” εμφανίζουν συνολικά τον υψηλότερο δανεισμό με τις συνολικές υποχρεώσεις τους να φθάνουν τα €46,6 δισ. και τον καθαρό δανεισμό τα €42,4 δισ.
- Τα 2/3 περίπου των υποχρεώσεων της βαθμίδας “c” είναι των μεγάλων επιχειρήσεων.
- Αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “c” οφείλουν να εξυπηρετήσουν τις υψηλότερες χρηματοοικονομικές δαπάνες ύψους €1,5 δισ., με το €1 δισ. σχεδόν να οφείλεται από τις μεγάλες επιχειρήσεις.
- Στη βαθμίδα “d” οι υποχρεώσεις και οι χρηματοοικονομικές δαπάνες των ΜμΕ είναι συνολικά περίπου τριπλάσιες από εκείνες των μεγάλων σε €19,7 δισ. και €486 εκατ. αντίστοιχα.
- Τέλος, οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “d” έχουν πολύ χαμηλά ρευστά διαθέσιμα, καθώς η διαφορά μεταξύ υποχρεώσεων και καθαρού δανεισμού είναι η μικρότερη μεταξύ των βαθμίδων ERS, τόσο για τις ΜμΕ όσο και για τις μεγάλες, καταδεικνύοντας σημαντικά προβλήματα ρευστότητας.

Σύνολο υποχρεώσεων και καθαρός δανεισμός, 2016 (σε εκατ. ευρώ)



Χρηματοοικονομικές δαπάνες, 2016 (σε εκατ. ευρώ)

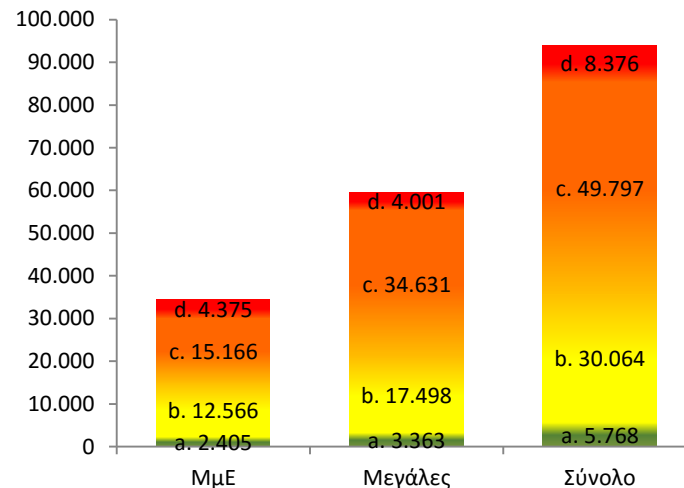


Υψηλή αποτελεσματικότητα για τους outperformers (“a”), ενώ οι medium performers (“c”) παρά τις υψηλές πωλήσεις δεν κατορθώνουν υψηλό επίπεδο κερδών

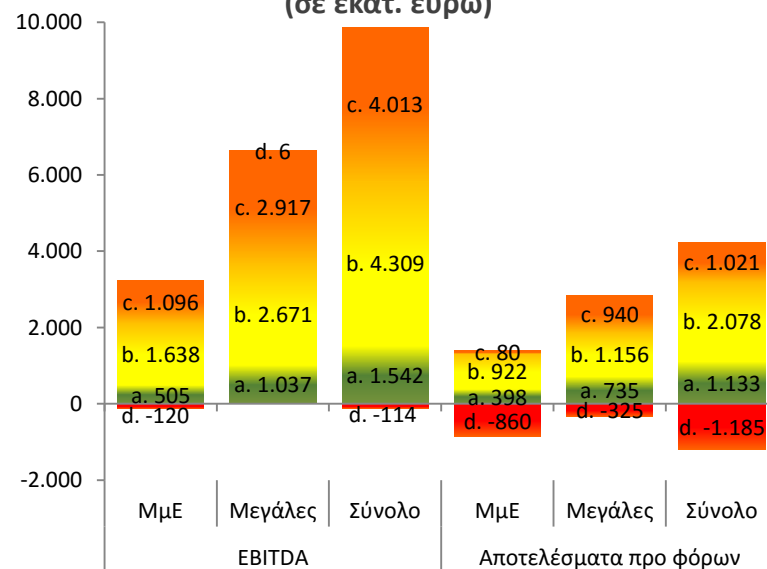


- Αποτελεσματικά δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “a”, οι οποίες ενώ συνολικά αποτελούν μόλις το 7,9% των επιχειρήσεων επιτυγχάνουν καθαρά κέρδη €1,1 δισ. το οποίο αντιστοιχεί στο 37,2% του συνόλου χωρίς να επιτυγχάνουν την υψηλότερη αξία πωλήσεων.
- Συνολικά, σημαντική είναι η συμβολή των επιχειρήσεων της βαθμίδας “b” οι οποίες με €30,1 δισ. κύκλο εργασιών επιτυγχάνουν κερδοφορία EBITDA €4,3 δισ. και προ φόρων €2,1 δισ.
- Η βαθμίδα “c”, είναι η πολυπληθέστερη βαθμίδα και από τις επιχειρήσεις της συγκεντρώνονται πωλήσεις ύψους €49,8 δισ., με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τις μεγάλες.
- Ωστόσο, παρά τις υψηλές πωλήσεις συνολικά οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “c” δεν κατορθώνουν να διατηρήσουν υψηλή κερδοφορία. Τα κέρδη προ φόρων συνολικά φθάνουν μόλις το €1 δισ., τα οποία ως επί το πλείστον προέρχονται από τις μεγάλες επιχειρήσεις.
- Οι πωλήσεις των €8,4 δισ. των επιχειρήσεων της βαθμίδας “d” εξελίσσονται σε ζημιές ήδη σε επίπεδο EBITDA ύψους €114 εκατ. και σε επίπεδο προ φόρων διευρύνονται σε €1,2 δισ.
- Να σημειωθεί ότι οι συνολικές ζημιές των επιχειρήσεων της βαθμίδας “d” οφείλονται περισσότερο από τις επιδόσεις των ΜμΕ. Ειδικά σε επίπεδο EBITDA οι μεγάλες κατορθώνουν οριακά να εμφανίσουν συνολικά κέρδη ύψους μόλις €6 εκατ.

Κύκλος εργασιών, 2016 (σε εκατ. ευρώ)



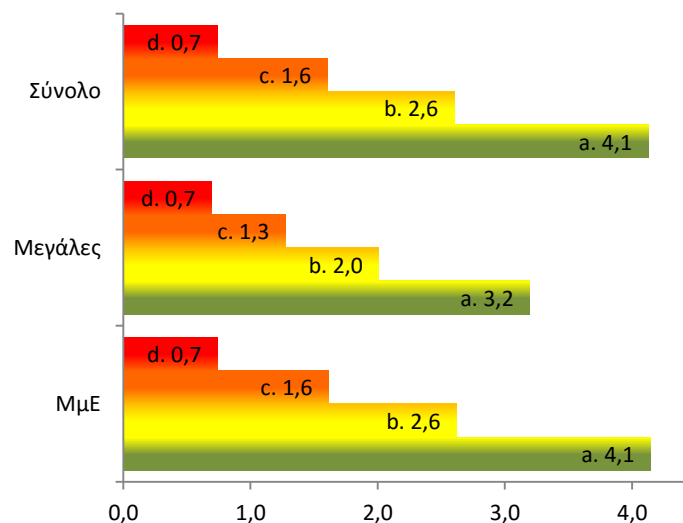
EBITDA και αποτελέσματα προ φόρων, 2016 (σε εκατ. ευρώ)



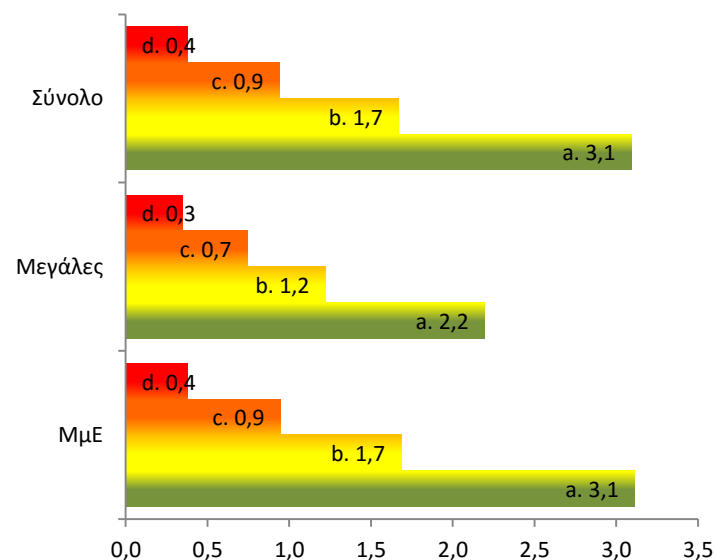


- Οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “a” διαθέτουν κυκλοφορούν ενεργητικό που καλύπτει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους κατά 4,1 φορές. Χαμηλότερη είναι η κάλυψη αυτή για τις μεγάλες επιχειρήσεις σε σχέση με τις ΜμΕ (3,2 φορές).
- Ικανοποιητικό αλλά χαμηλότερο είναι το μέσο επίπεδο γενικής ρευστότητας για τις επιχειρήσεις της βαθμίδας “b” σε σχέση με της “a” (2,6 φορές). Και πάλι, χαμηλότερη είναι η κάλυψη αυτή για τις μεγάλες επιχειρήσεις (2 φορές).
- Αρκετά πιο περιορισμένη η ρευστότητα των επιχειρήσεων της βαθμίδας “c”, με τις ΜμΕ να καλύπτουν λίγο περισσότερο τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους κατά 1,6 φορές με το κυκλοφορούν ενεργητικό που διαθέτουν σε σχέση με τις μεγάλες (1,3 φορές).
- Τέλος, οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “d” εμφανίζονται να αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας, καθώς τόσο στις ΜμΕ όσο και στις μεγάλες οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις υπερβαίνουν κατά μέσο όρο το κυκλοφορούν ενεργητικό, με αποτέλεσμα η γενική ρευστότητα να διαμορφώνεται στις 0,7 μονάδες.

Γενική ρευστότητα, 2016

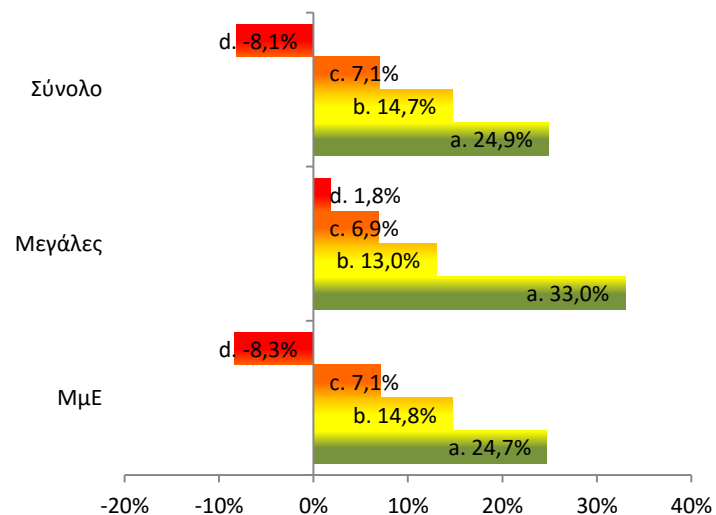


Άμεση ρευστότητα, 2016

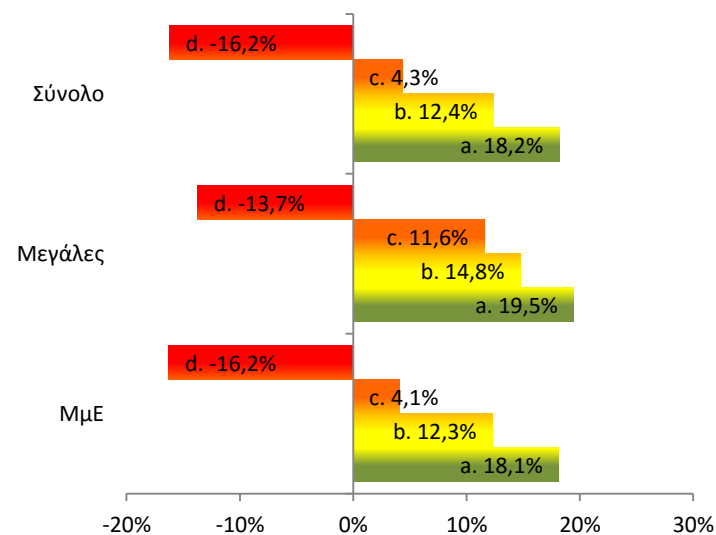


- Υψηλά κερδοφόρες είναι οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “a”, οι οποίες κατά μέσο όρο επιτυγχάνουν υψηλό περιθώριο EBITDA στο 24,9% και τα ίδια κεφάλαια τους αποδίδουν κέρδη κατά 18,2%. Οι επιδόσεις των μεγάλων επιχειρήσεων είναι υψηλότερες από εκείνες των ΜμΕ.
- Πιο συγκρατημένη αλλά σε ικανοποιητικό επίπεδο είναι η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων της βαθμίδας “b”, με το μέσο περιθώριο EBITDA να διαμορφώνεται στο 14,7% και την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων στο 12,4%.
- Υποχωρεί σημαντικά η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων της βαθμίδας “c”, με το περιθώριο EBITDA να διαμορφώνεται κατά μέσο όρο στο 7,1% και την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων στο 4,3%. Αρκετά καλύτερα αποδίδουν τα ίδια κεφάλαια των μεγάλων επιχειρήσεων στο 11,6%.
- Κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “d” εμφανίζονται ζημιογόνες, καθώς το περιθώριο EBITDA αγγίζει το -8,1%.
- Ωστόσο, η μέση επίδοση του περιθωρίου EBITDA όπως υπολογίζεται από την καθεμία μεγάλη επιχείρηση με βαθμίδα “d” είναι ελαφρώς θετική στο 1,8%.
- Τέλος, τα ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων της βαθμίδας “d” δεν καταφέρνουν κατά μέσο να αποδώσουν κέρδη, αλλά ζημιές, με την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων να είναι αρνητική σε -16,2%.
- Η αρνητική επίδοση των μεγάλων επιχειρήσεων με βαθμίδα “d” είναι πιο συγκρατημένη σε -13,7% έναντι του -16,2% των ΜμΕ.

Περιθώριο EBITDA, 2016



Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων*, 2016



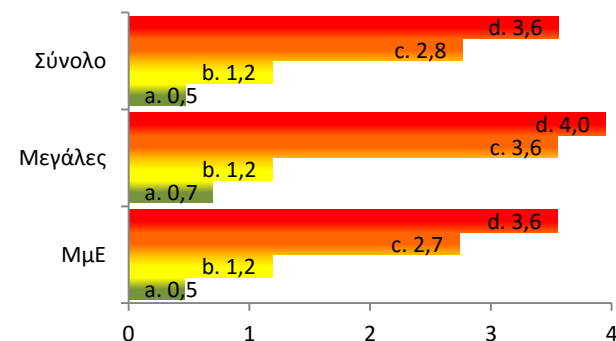
* Δε λαμβάνονται υπόψη 814 ΜμΕ και 15 μεγάλες επιχειρήσεις με αρνητικά ίδια κεφάλαια.

Μέση επίδοση επιχειρήσεων ανά δείκτη φερεγγυότητας και ανά τελική βαθμίδα ERS, 2016

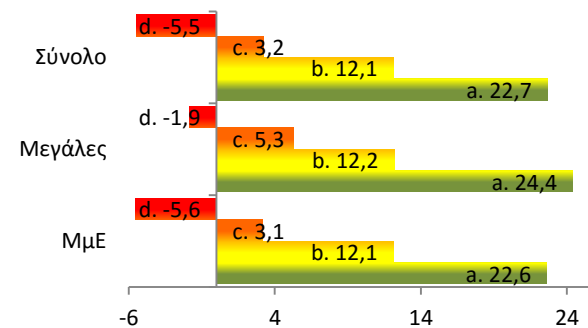


- Χαμηλός είναι ο βαθμός μόχλευσης των επιχειρήσεων της βαθμίδας “a”, καθώς οι υποχρεώσεις τους αντιστοιχούν κατά μέσο όρο κατά το ήμισυ των ιδίων κεφαλαίων. Ο καθαρός δανεισμός που αντιστοιχεί στο EBITDA για τις ΜμΕ της βαθμίδας “a” είναι σχεδόν μηδενικός στο 0,1 φορές. Υψηλότερος είναι για τις μεγάλες αλλά σε χαμηλό βαθμό στις 2,2 φορές.
- Το μέσο EBITDA των ΜμΕ της βαθμίδας “a” καλύπτει κατά 22,6 φορές τις χρηματοοικονομικές δαπάνες. Η αντίστοιχη μέση επίδοση των μεγάλων επιχειρήσεων είναι ακόμη μεγαλύτερη στις 24,4 φορές.
- Αυξάνεται η μόχλευση για τις επιχειρήσεις της βαθμίδας “b”, καθώς οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια κατά 1,2 φορές, ενώ ο μέσος καθαρός δανεισμός είναι κατά 3,8 υψηλότερος του EBITDA.
- Συγχρόνως, οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “b” εξυπηρετούν ικανοποιητικά το χρέος τους, καθώς κατά μέσο όρο συνολικά το EBITDA καλύπτει τις χρηματοοικονομικές δαπάνες κατά 12,1 φορές.
- Επιδεινώνεται σημαντικά η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων της βαθμίδας “c” με το λόγο ξένα προς ίδια κεφάλαια να διαμορφώνεται στις 2,7 φορές για τις ΜμΕ και τις 3,6 για τις μεγάλες. Παράλληλα, ανέρχεται κατά πολύ ο καθαρός δανεισμός σε σχέση με το EBITDA κατά 13,7 φορές για τις ΜμΕ της βαθμίδας “c” και κατά 11,6 φορές για τις μεγάλες.
- Παράλληλα, υποχωρεί σημαντικά ο βαθμός εξυπηρέτησης δανεισμού για τις ΜμΕ της βαθμίδας “c”, με το EBITDA να καλύπτει τις χρηματοοικονομικές δαπάνες κατά 3,1 φορές. Καλύτερος είναι ο εν λόγω δείκτης για τις μεγάλες στις 5,3 φορές.
- Υπερμολχευμένες εμφανίζονται οι επιχειρήσεις της βαθμίδας “d” με τις υποχρεώσεις τους να υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια κατά 3,6 φορές και ο καθαρός δανεισμός να είναι κατά 25 φορές υψηλότερος του EBITDA. Πιο αρνητική είναι η εικόνα για τις μεγάλες σε σχέση με τις ΜμΕ.

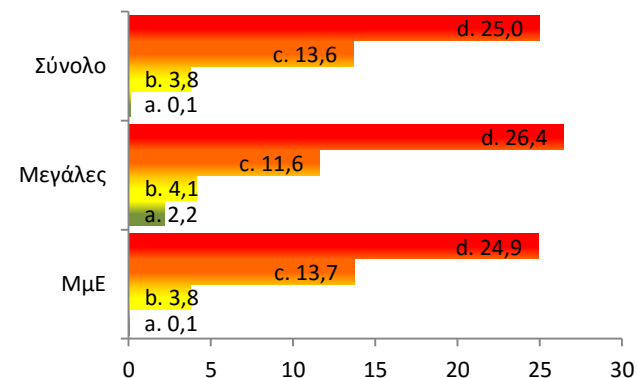
Ξένα προς ίδια κεφάλαια*, 2016



Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών, 2016



Καθαρός δανεισμός προς EBITDA**, 2016



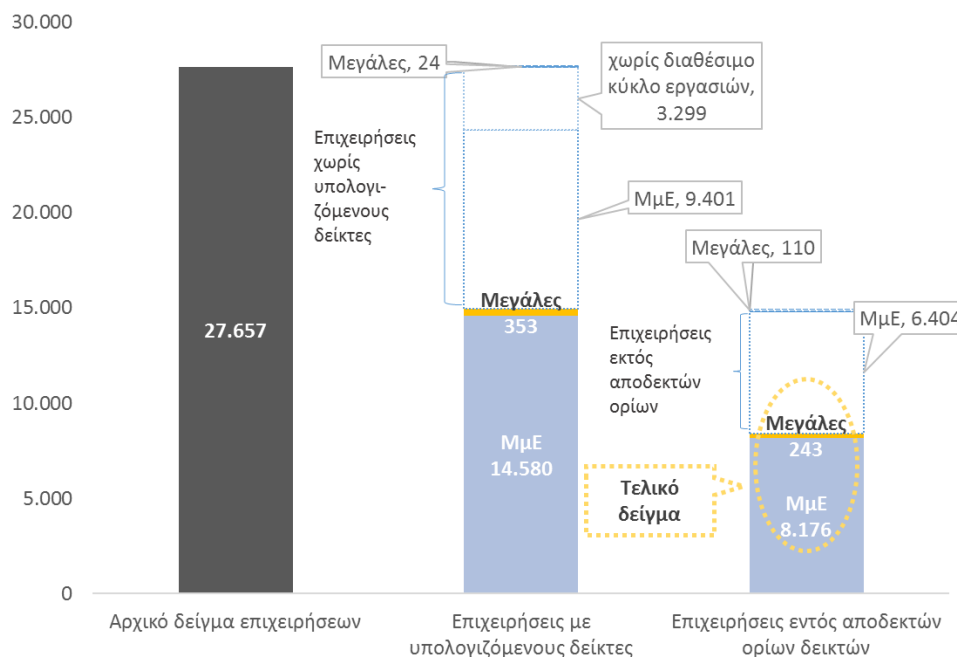
* Δε λαμβάνονται υπόψη 814 ΜμΕ και 15 μεγάλες επιχειρήσεις με αρνητικά ίδια κεφάλαια. ** Δε λαμβάνονται υπόψη 1.507 ΜμΕ και 13 μεγάλες επιχειρήσεις με αρνητικό EBITDA.

3. Παραρτήματα

3α. Επιλογή δείγματος επιχειρήσεων

Η πηγή άντλησης των χρηματοοικονομικών δεδομένων είναι η ICAP DATA και η περίοδος εξαγωγής αυτών είναι ο Σεπτέμβριος 2018. Ο αρχικός αριθμός επιχειρήσεων με δημοσιευμένα στοιχεία ενεργητικού ήταν 27.657 για το 2016. Ως κριτήριο διάκρισης των επιχειρήσεων με βάση το μέγεθος επιλέχθηκε ο κύκλος εργασιών. Επομένως, ως ΜμΕ* επιλέχθηκαν εκείνες με κύκλο εργασιών έως και €50 εκατ. και ως μεγάλες εκείνες με κύκλο εργασιών άνω των €50 εκατ. Στο επόμενο στάδιο επιλέχθηκαν οι επιχειρήσεις που είχαν διαθέσιμα στοιχεία το 2016 για τους λογαριασμούς που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό των εξεταζόμενων αριθμοδεικτών. Από το στάδιο αυτό προέκυψε ένα δείγμα 14.933 επιχειρήσεων (14.580 ΜμΕ και 353 μεγάλων) με υπολογιζόμενους δείκτες. Τέλος, από την υιοθέτηση των αποδεκτών ορίων των δεικτών το τελικό δείγμα των εξεταζόμενων επιχειρήσεων διαμορφώνεται σε 8.419 (8.176 ΜμΕ και 243 μεγάλες).

Διαμόρφωση τελικού δείγματος επιχειρήσεων, 2016



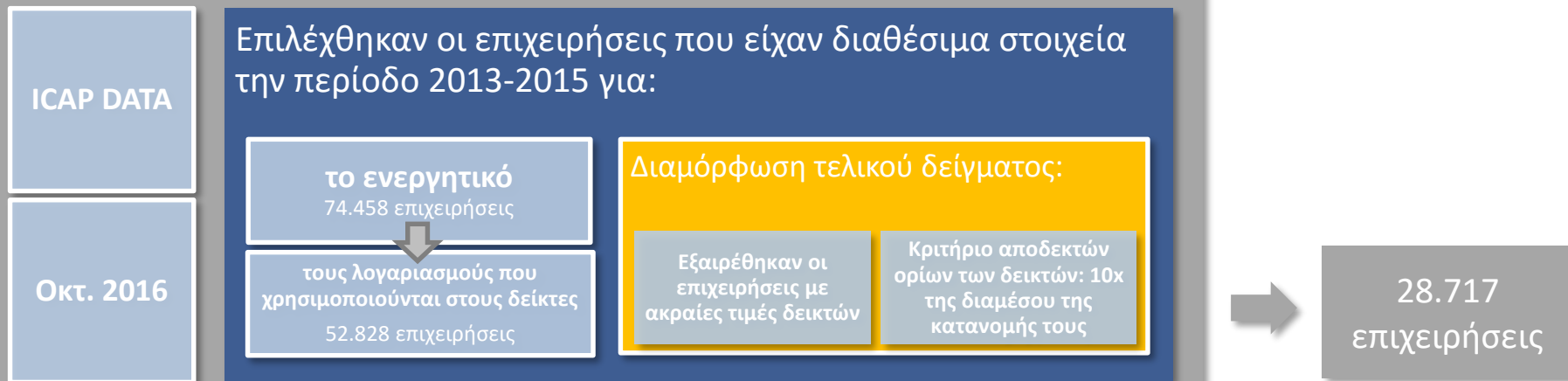
* Υιοθετώντας τα όρια για τον κύκλο εργασιών του ορισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις ΜμΕ (Commission Recommendation 2003/361/EC).

3β. Μεθοδολογία κατασκευής Enterprise Rating System

Για τους σκοπούς της ανάλυσης επιλέξαμε **όλες τις επιχειρήσεις**, χωρίς κάποια διάκριση με βάση το μέγεθος. Εξετάστηκαν **όλοι οι κλάδοι** οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με την ταξινόμηση **ΣΤΑΚΟΔ'08**, εκτός των παρακάτω:

- **Κ:** Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες
- **Ξ:** Δημόσια διοίκηση και άμυνα · υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση
- **Τ:** Δραστηριότητες νοικοκυριών ως εργοδοτών · μη διαφοροποιημένες δραστηριότητες νοικοκυριών, που αφορούν την παραγωγή αγαθών - κι υπηρεσιών - για ίδια χρήση
- **Υ:** Δραστηριότητες ετερόδικων οργανισμών και φορέων

Πηγή / ημερομηνία άντλησης χρηματοοικονομικών δεδομένων:



Εφαρμοζόμενα όρια εξέτασης δεικτών



Εφαρμοζόμενα κατώτατα και ανώτατα όρια δεικτών



Γενική ρευστότητα
(0, 15]



Περιθώριο EBITDA
[-100%, 100%]



Ξένα προς ίδια κεφάλαια
(0, 15]

Άμεση ρευστότητα
(0, 10]

Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων
[-50%, 50%]

Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών
[-50, 50]

Καθαρός δανεισμός προς EBITDA
[-45, 45]

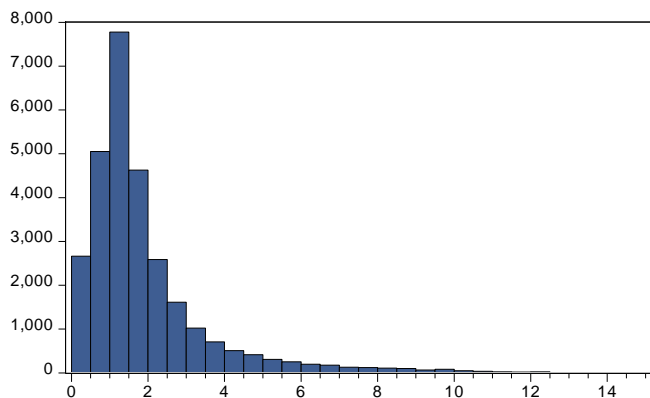
* Για τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν αρνητικά ίδια κεφάλαια οι δείκτες «ξένα προς ίδια κεφάλαια», «αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων» δεν υπολογίζονται και αντίστοιχα για εκείνες που παρουσιάζουν αρνητικό EBITDA δεν υπολογίζεται ο δείκτης «καθαρός δανεισμός προς EBITDA».

Κατανομές επιχειρήσεων ανά δείκτη (i)

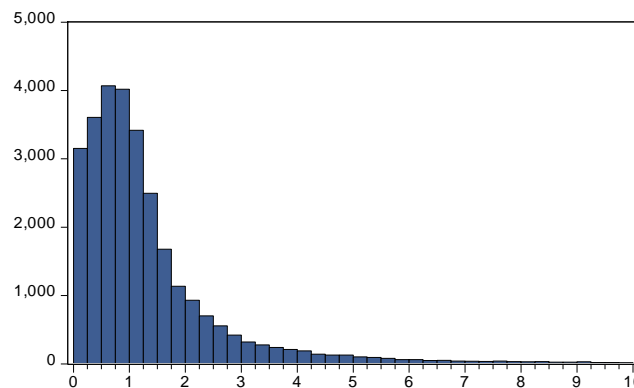


Οι κατανομές των επιχειρήσεων ανά εξεταζόμενο δείκτη την περίοδο 2013-2015 με βάση τα εφαρμοζόμενα όρια είναι οι ακόλουθες:

Ρευστότητα

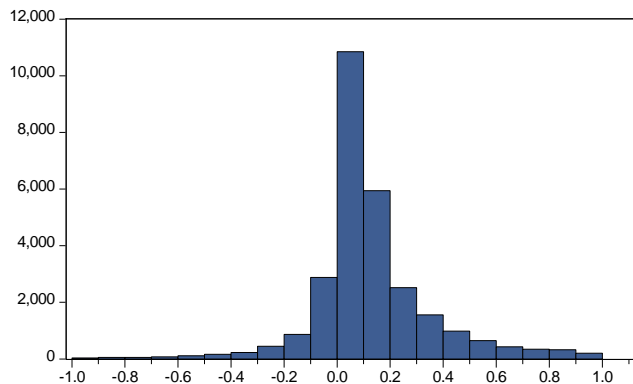


Series: Current ratio	
Sample 28717	
Observations 28717	
Mean	1.932033
Median	1.413653
Maximum	14.99756
Minimum	0.002237
Std. Dev.	1.769645
Skewness	2.728749
Kurtosis	12.88059
Jarque-Bera	152451.8
Probability	0.000000

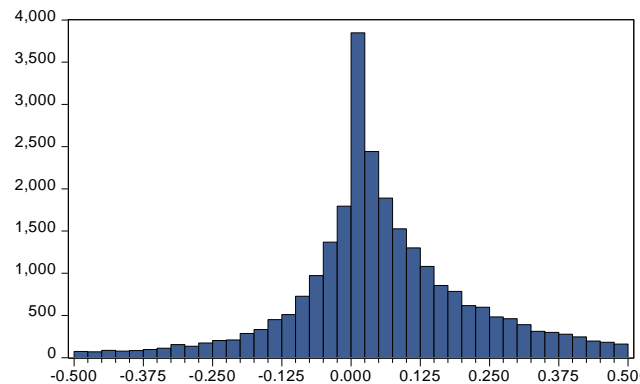


Series: Quick ratio	
Sample 28717	
Observations 28717	
Mean	1.341537
Median	0.968957
Maximum	9.971817
Minimum	6.97e-05
Std. Dev.	1.368725
Skewness	2.666894
Kurtosis	12.23342
Jarque-Bera	136053.3
Probability	0.000000

Αποδοτικότητα



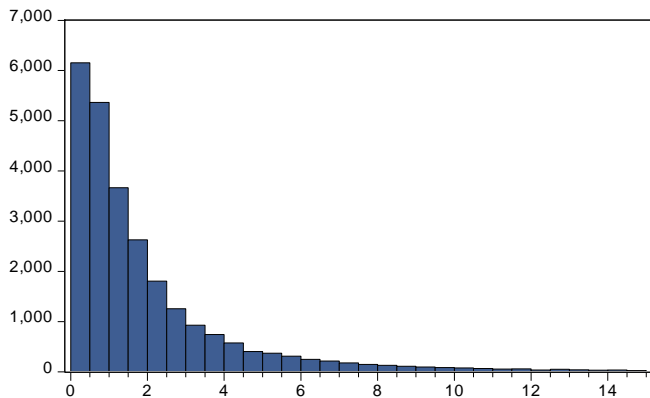
Series: EBITDA margin	
Sample 28717	
Observations 28717	
Mean	0.127122
Median	0.086198
Maximum	1.000000
Minimum	-0.992609
Std. Dev.	0.228255
Skewness	0.473555
Kurtosis	6.720730
Jarque-Bera	17638.05
Probability	0.000000



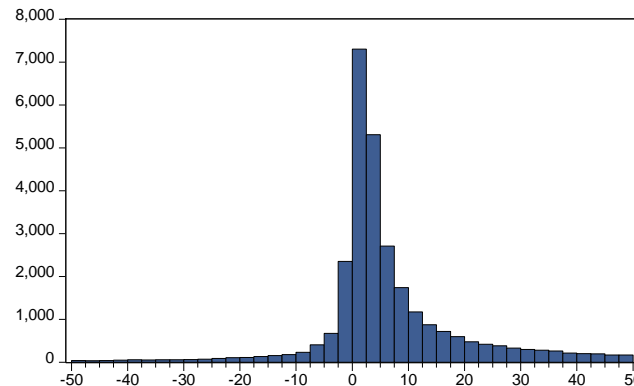
Series: Return on equity	
Sample 28717	
Observations 25872	
Mean	0.054148
Median	0.035858
Maximum	0.499945
Minimum	-0.499515
Std. Dev.	0.162482
Skewness	-0.043749
Kurtosis	4.081955
Jarque-Bera	1270.188
Probability	0.000000

Οι κατανομές των επιχειρήσεων ανά εξεταζόμενο δείκτη την περίοδο 2013-2015 με βάση τα εφαρμοζόμενα όρια είναι οι ακόλουθες:

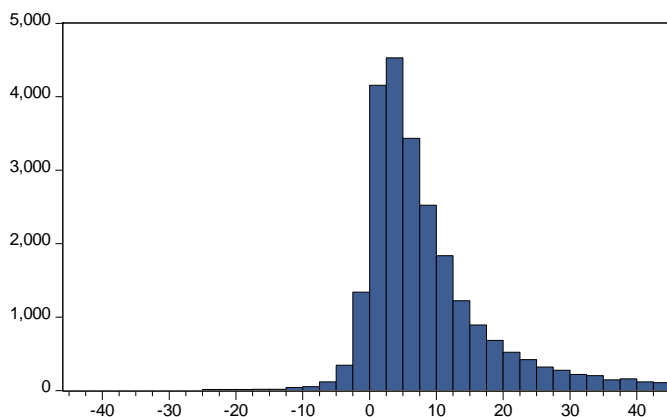
Φερεγγυότητα



Series: Debt to equity	
Sample 28717	
Observations 25872	
Mean	1.964985
Median	1.171551
Maximum	14.98910
Minimum	0.003578
Std. Dev.	2.292560
Skewness	2.452902
Kurtosis	10.12408
Jarque-Bera	80655.37
Probability	0.000000



Series: Interest coverage ratio	
Sample 28717	
Observations 28717	
Mean	6.210742
Median	3.290262
Maximum	49.99228
Minimum	-49.96896
Std. Dev.	12.63672
Skewness	0.447108
Kurtosis	6.544160
Jarque-Bera	15986.62
Probability	0.000000



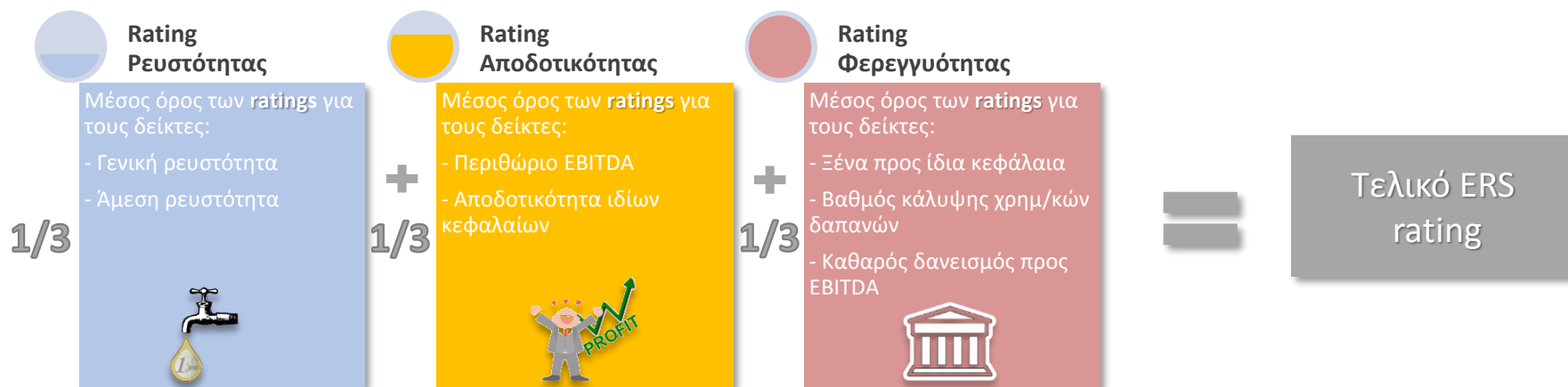
Series: Net debt to EBITDA	
Sample 28717	
Observations 23799	
Mean	8.190871
Median	5.789356
Maximum	44.95071
Minimum	-44.29842
Std. Dev.	9.255533
Skewness	1.188930
Kurtosis	6.089775
Jarque-Bera	15073.63
Probability	0.000000

Έχοντας πλέον τις τελικές κατανομές των επιχειρήσεων ανά δείκτη, τις χωρίζουμε σε τέσσερις ομάδες (τεταρτημόρια) και δημιουργούμε ένα σύστημα αξιολόγησης των επιχειρήσεων με βάση τις χρηματοοικονομικές τους επιδόσεις. Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, παρουσιάζουμε το Enterprise Rating System (ERS):

Enterprise Rating System (ERS)

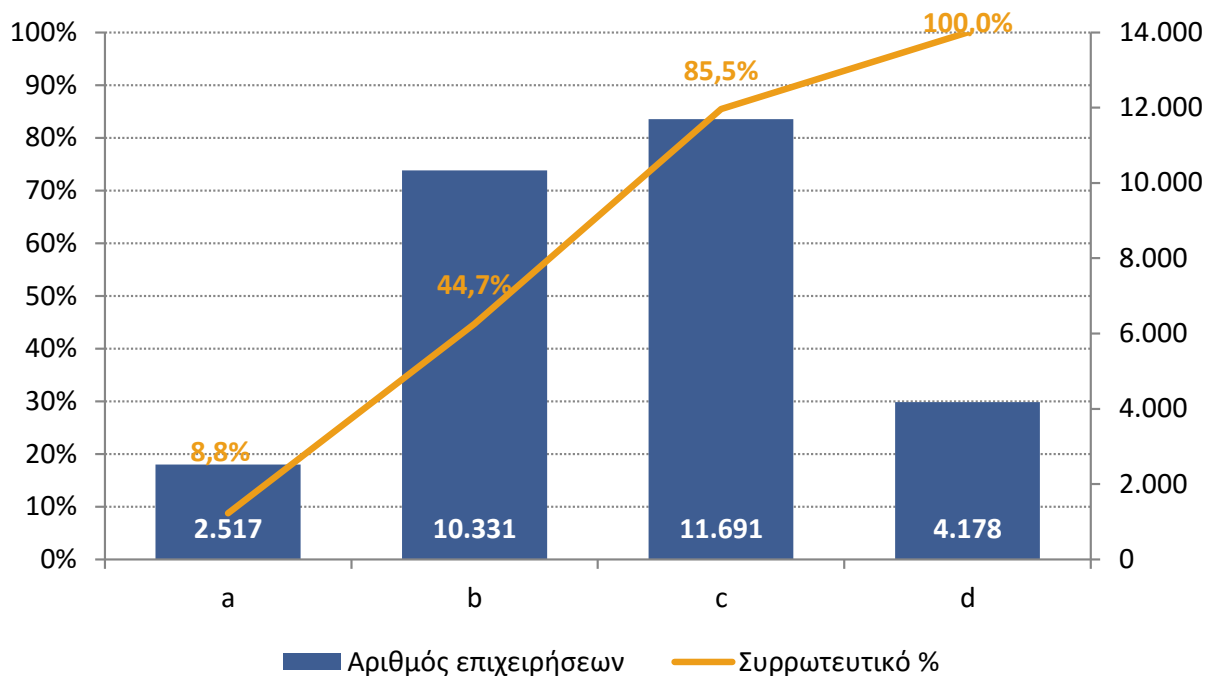
Rating	Επίδοση	Percentile	Γενική ρευστότητα	Άμεση ρευστότητα	Περιθώριο EBITDA	Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων*	Ξένα προς ίδια κεφάλαια*	Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών	Καθαρός δανεισμός προς EBITDA*
a	outperformers	≥ 75	≥ 2,25	≥ 1,61	≥ 19,60%	≥ 13,60%	≤ 0,53	≥ 9,31	≤ 2,39
b	good performers	50	[1,41-2,25)	[0,97-1,61)	[8,63%-19,60%)	[3,60%-13,60%)	(0,53-1,17]	[3,30-9,31)	(2,39-5,80]
c	medium performers	25	[0,96-1,41)	[0,53-0,97)	[2,80%-8,63%)	[-1,97%-3,60%)	(1,17-2,44]	[1,19-3,30)	(5,80-11,51]
d	underperformers	<25	< 0,96	< 0,53	< 2,80%	<-1,97%	> 2,44	<1,19	> 11,51

* Οι επιχειρήσεις που έχουν αρνητικά ίδια κεφάλαια βαθμολογούνται με “d” στους δείκτες «αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων» και «ξένα προς ίδια κεφάλαια» και εκείνες που έχουν αρνητικό EBITDA βαθμολογούνται επίσης με “d” στο δείκτη «καθαρός δανεισμός προς EBITDA».

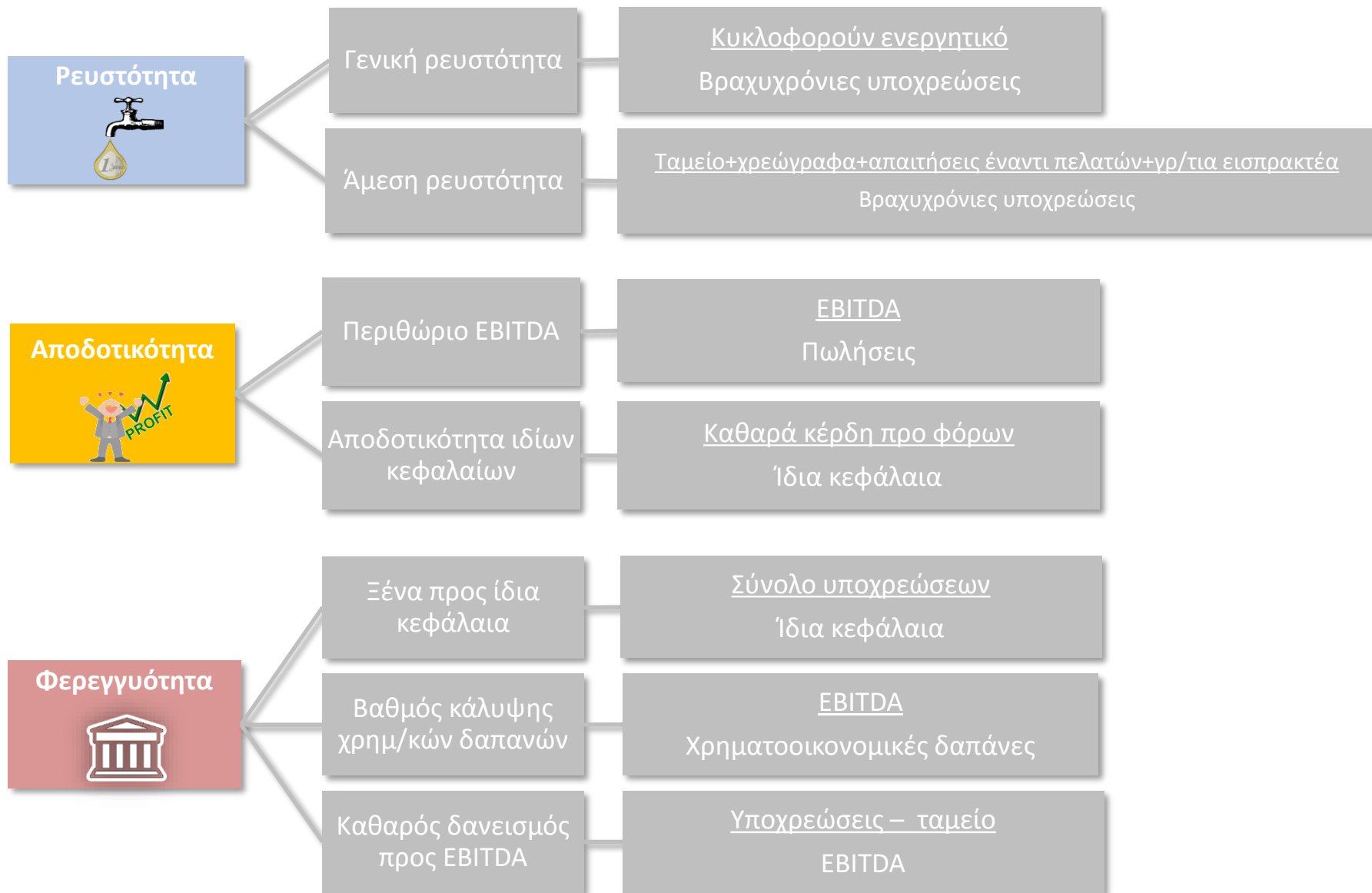


Από την υιοθέτηση του ERS η κατανομή των επιχειρήσεων που προκύπτει με βάση την τελική τετραβάθμια βαθμολογία για την περίοδο 2013-2015 είναι η ακόλουθη:

Κατανομή επιχειρήσεων και τα αθροιστικά ποσοστά, 2013-2015 με βάση το Enterprise Rating System (ERS)



3γ. Τυπολόγιο εξεταζόμενων αριθμοδεικτών



Disclaimer: Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφεξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από το συντάκτη του. Το παρόν κείμενο ή μέρος του δεν μπορεί να αναπαραχθεί με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή έγκριση από τον συντάκτη του.

Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπ' όψιν τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίσματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.

Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές.

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων:

- α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.
- β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
- γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
- δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
- ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρίες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της.

Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

- α) τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- β) εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- γ) η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,
- δ) οι τυχόν προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- ε) η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.

Η διανομή του παρόντος εντύπου εκτός Ελλάδος ή/και σε πρόσωπα διεπόμενα από αλλοδαπό δίκαιο μπορεί να υπόκειται σε περιορισμούς ή απαγορεύσεις σύμφωνα με την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία, ώστε να διερευνήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.