



## Enterprise Rating System:

η ρομβοειδής διάρθρωση της ελληνικής επιχειρηματικότητας



Ηλίας Λεκκός  
Παρασκευή Βλάχου

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

Μάρτιος 2017

**1. Σκοπός της μελέτης – εξαγωγή βασικών συμπερασμάτων**

**2. Μεθοδολογία Enterprise Rating System (ERS)**

**3. Παρουσίαση αποτελεσμάτων του ERS για το 2015**

**3α. ... με βάση το τελικό rating ERS**

**3β. ... με βάση το rating ERS ανά εξεταζόμενη διάσταση**

**4. Παράρτημα**

## 1. Σκοπός της μελέτης – εξαγωγή βασικών συμπερασμάτων

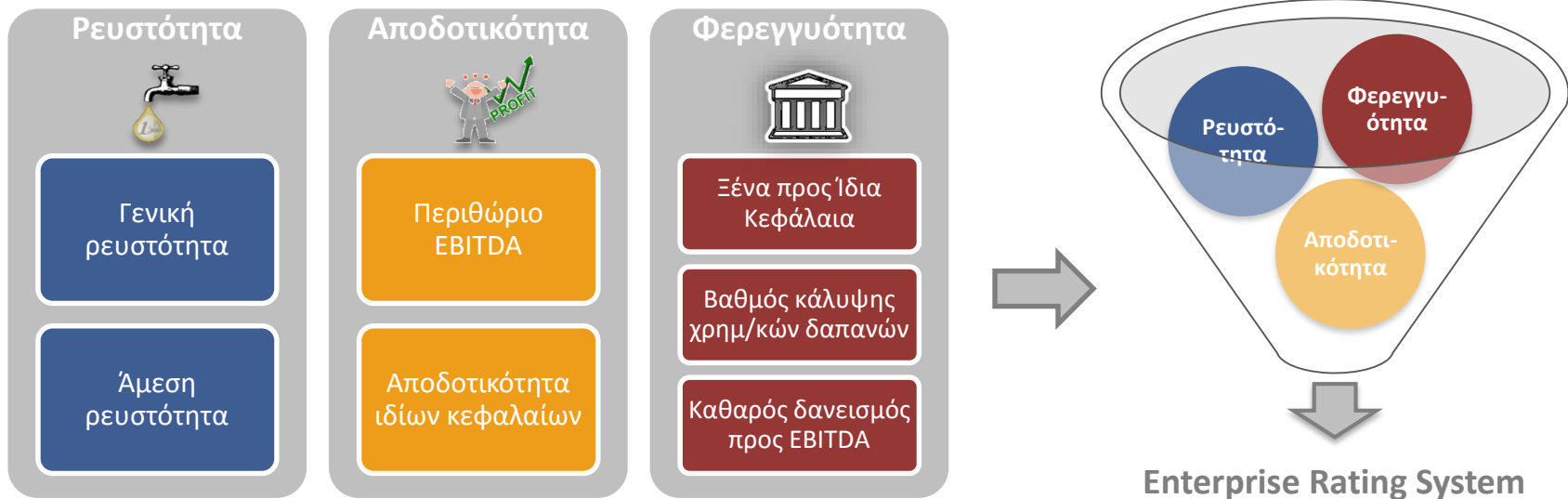
Σκοπός της μελέτης είναι η κατασκευή ενός συστήματος αξιολόγησης των επιχειρήσεων – το Enterprise Rating System (ERS) – το οποίο να παρέχει μια ολιστική αποτύπωση της εγχώριας επιχειρηματικής δραστηριότητας, **με βάση τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις** όπως προκύπτουν από την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων.

Στο πλαίσιο αυτό συνθέτουμε παραμέτρους που σχετίζονται με:

- (α) τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους, όπως αποτυπώνονται από τους **δείκτες ρευστότητας**,
- (β) τη γενικότερη ικανότητα εξυπηρέτησης των συνολικών υποχρεώσεων τους (βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων) σε σχέση με τις επιδόσεις τους αλλά την έκθεσή τους σε δανεισμό, όπως αποτυπώνονται από τους **δείκτες φερεγγυότητας** και,
- (γ) την κερδοφορία και την αποδοτική λειτουργία των επιχειρήσεων, όπως αποτυπώνονται από τους **δείκτες αποδοτικότητας**.

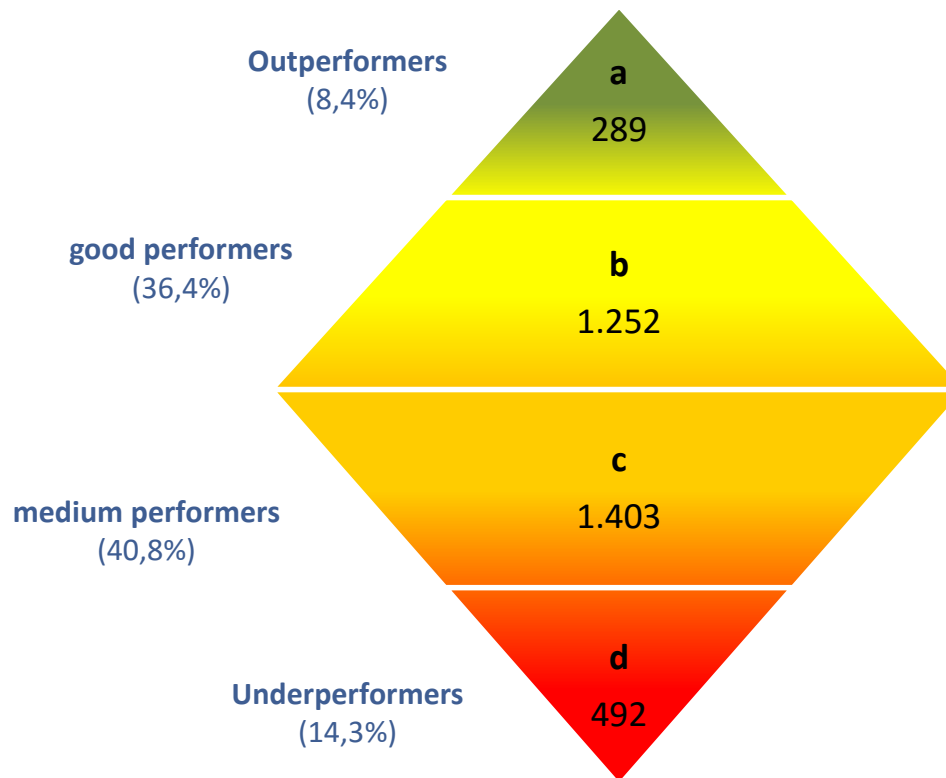
Σύμφωνα λοιπόν με την προσέγγισή μας, τα στάδια της κατασκευής του ERS έχουν ως εξής:

1. εντοπισμός των βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών,
2. ενοποίηση των δεικτών αυτών **σε τρεις βασικές διαστάσεις** (ρευστότητα, αποδοτικότητα και φερεγγυότητα),
3. σύνθεση των διαστάσεων σε μια κλίμακα αξιολόγησης **τεσσάρων βαθμίδων**.



Από την εφαρμογή του συστήματος αξιολόγησης επιχειρήσεων ERS σε δείγμα 3.436 επιχειρήσεων παρατηρήθηκε ότι το 2015 η δομή της ελληνικής επιχειρηματικότητας προσομοιάζει με τη μορφή ενός ρομβοειδούς σχήματος. Οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι καλής (“b”) και μεσαίας (“c”) επίδοσης με ποσοστά 36,4% και 40,8% αντίστοιχα. Οι επιχειρήσεις που υπεραποδίδουν (“a”) είναι μόλις το 8,4% και εκείνες που υποαποδίδουν (“d”) είναι το 14,3% του δείγματός μας.

## Επιχειρήσεις ανά τελικό rating ERS, 2015



**Επιχειρήσεις μη αξιολογήσιμες (unrated) βάσει αρχικού δείγματος, 2015**

με μη υπολογιζόμενους δείκτες:  
3.496

εκτός των αποδεκτών ορίων των δεικτών:  
2.352



## Προφίλ μέσης επιχείρησης ανά τελικό rating ERS, 2015

**Outperformer “a”**

- Υπεραπόδοση σε όρους κερδοφορίας σε σχέση με τις πωλήσεις που πραγματοποιούνται
- Υψηλά επίπεδα κερδοφορίας με το περιθώριο EBITDA να φθάνει στο 24,8% και την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων το 20,6% κατά μέσο όρο
- Χαμηλός βαθμός μόχλευσης, καθώς το χρέος της αναλογεί σε μόλις το μισό των ιδίων κεφαλαίων
- Υψηλή ρευστότητα, με το κυκλοφορούν ενεργητικό να καλύπτει σχεδόν κατά 3,8 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις

**Good performer “b”**

- Χαμηλότερο αλλά ικανοποιητικό επίπεδο ρευστότητας, καθώς το κυκλοφορούν ενεργητικό αναλογεί κατά 2,5 φορές τις τρέχουσες υποχρεώσεις
- Πιο συντηρητικά, αλλά ικανοποιητικά επίπεδα λειτουργικής κερδοφορίας, με το περιθώριο EBITDA στο 15,2%
- Ικανοποιητική εξυπηρέτηση του χρέους, με το EBITDA να καλύπτει τις χρηματοοικονομικές δαπάνες κατά 11,4 φορές
- Υψηλότερα επίπεδα δανεισμού, καθώς οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια κατά 1,3 φορές

**Medium performer “c”**

- Χαμηλή επίτευξη αποδοτικότητας και κερδοφορίας, καθώς η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων αγγίζει το 4,1% και το περιθώριο EBITDA το 6,8%
- Υψηλά επίπεδα καθαρού δανεισμού, ο οποίος υπερβαίνει κατά 13,2 φορές το EBITDA
- Χαμηλός βαθμός εξυπηρέτησης δανεισμού, με τις χρηματοοικονομικές δαπάνες να καλύπτονται από το EBITDA κατά 3,3 φορές
- Ικανοποιητική, αλλά περιορισμένη ρευστότητα, με το κυκλοφορούν ενεργητικό να καλύπτει κατά 1,5 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις

**Underperformer “d”**

- Εμφανή χρηματοοικονομικά προβλήματα
- Κατά βάση ζημιόγωνα, με το περιθώριο EBITDA -7,6%
- Αναποτελεσματική αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, η οποία διαμορφώνεται σε -16,1%
- Δυσκολίες ρευστότητας, καθώς οι τρέχουσες υποχρεώσεις υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό (γενική ρευστότητα: 0,8 μονάδες)
- Υπερμόχλευση, με το δανεισμό να είναι κατά 3,8 φορές υψηλότερος των ιδίων κεφαλαίων και το καθαρό δανεισμό κατά 24,5 φορές υψηλότερος του EBITDA

Όταν εξετάζουμε μεμονωμένα τις επιχειρήσεις με βάση το rating ανά επιμέρους διάσταση προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

- Με βάση το rating της **ρευστότητας**, η ικανοποίηση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων φθίνει σημαντικά όσο κινούμαστε προς τα κάτω στη βαθμίδα αξιολόγησης, με τις επιχειρήσεις της βαθμίδας “d” να έχουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας.
- Αντίστοιχα, με βάση το rating της **αποδοτικότητας**, οι επιχειρήσεις που υπεραποδίδουν (“a”) είναι μόλις το 6,4% του δείγματος. Η μεγαλύτερη συγκέντρωση βρίσκεται στις μεσαίες βαθμίδες (“b” και “c”). Πάνω από το ¼ των επιχειρήσεων υποαποδίδει (“d”), καταγράφοντας κατά μέσο όρο υψηλή συγκέντρωση ζημιών.
- Τέλος, σύμφωνα με το rating της **φερεγγυότητας**, πάνω από το 1/3 των επιχειρήσεων είναι μεσαίων επιδόσεων (“c”), οι οποίες αν και πιο συγκρατημένα από τις επιχειρήσεις των βαθμίδων “a” και “b”, διατηρούν ένα σχετικό επίπεδο εξυπηρέτησης υποχρεώσεων. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με rating “d” είναι υπερμοχλευμένες και αντιμετωπίζουν προβλήματα εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων.

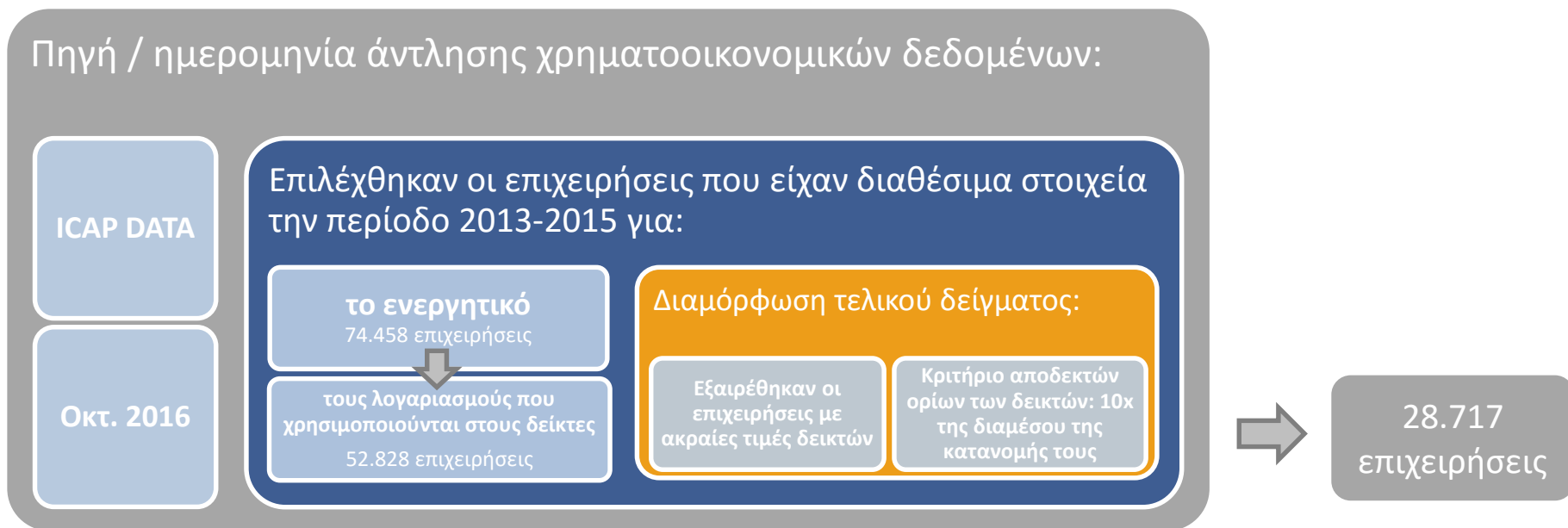


## 2. Μεθοδολογία Enterprise Rating System (ERS)

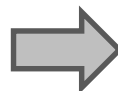
Για τους σκοπούς της ανάλυσης επιλέξαμε **όλες τις επιχειρήσεις**, χωρίς κάποια διάκριση με βάση το μέγεθος. Εξετάστηκαν **όλοι οι κλάδοι** οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με την ταξινόμηση **ΣΤΑΚΟΔ'08**, εκτός των παρακάτω:

- **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:



Κριτήριο αποδεκτών  
ορίων των δεικτών



10x της διαμέσου της  
κατανομής όλων των  
επιχειρήσεων\*

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%]

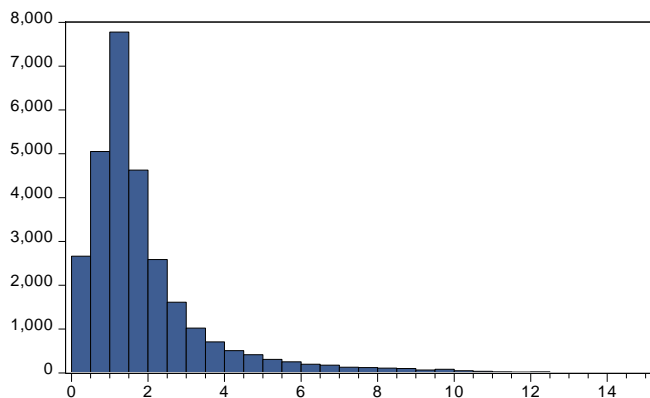
Βαθμός κάλυψης  
χρημ/κών  
δαπανών  
[-50, 50]

Καθαρός  
δανεισμός προς  
EBITDA  
[-45, 45]

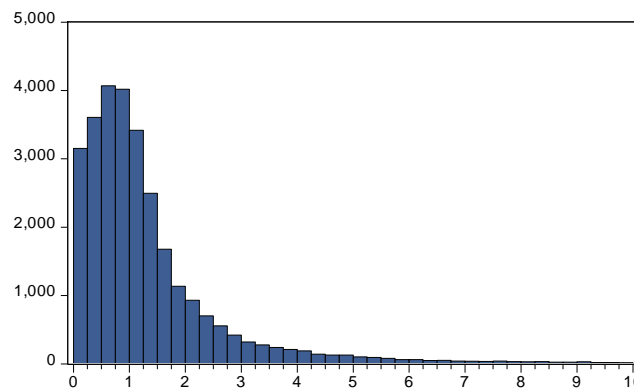
\* Για τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν αρνητικά ίδια κεφάλαια οι δείκτες «ξένα προς ίδια κεφάλαια», «αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων» δεν υπολογίζονται και αντίστοιχα για εκείνες που παρουσιάζουν αρνητικό EBITDA δεν υπολογίζεται ο δείκτης «καθαρός δανεισμός προς EBITDA».

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

## Ρευστότητα

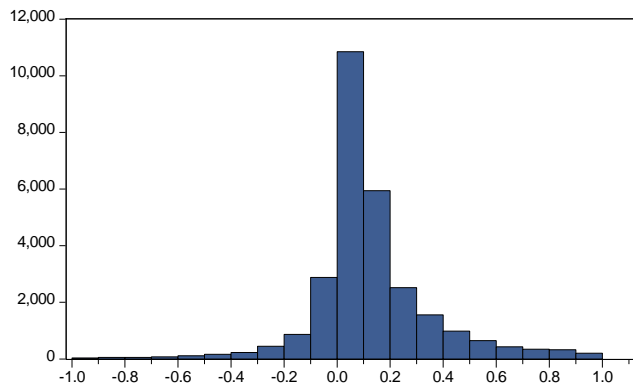


Series: Current ratio	
Sample 28717	
Observations 28717	
Mean	1.932033
Median	1.413653
Maximum	14.99756
Minimum	0.002237
Std. Dev.	1.769645
Skewness	2.728749
Kurtosis	12.88059
Jarque-Bera	152451.8
Probability	0.000000

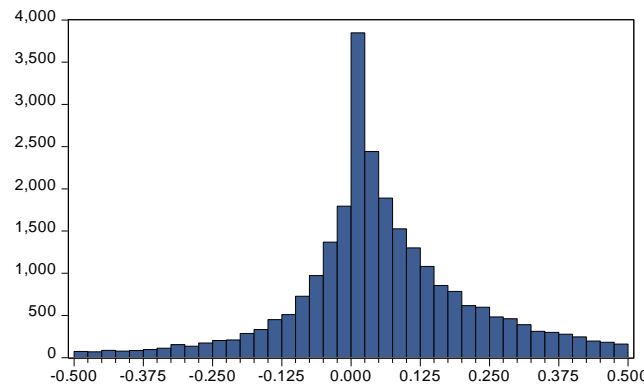


Series: Quick ratio	
Sample 28717	
Observations 28717	
Mean	1.341537
Median	0.968957
Maximum	9.971817
Minimum	6.97e-05
Std. Dev.	1.368725
Skewness	2.666894
Kurtosis	12.23342
Jarque-Bera	136053.3
Probability	0.000000

## Αποδοτικότητα



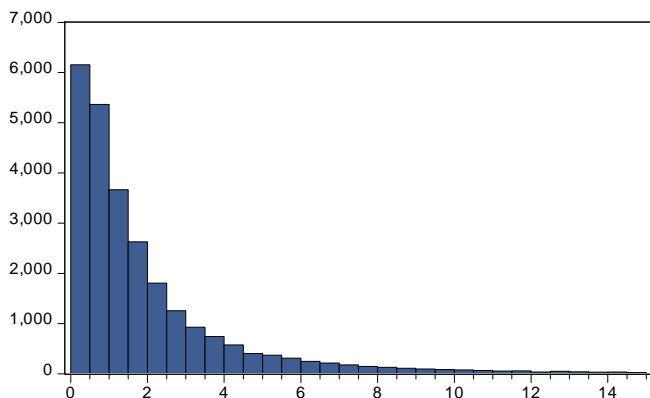
Series: EBITDA margin	
Sample 28717	
Observations 28717	
Mean	0.127122
Median	0.086198
Maximum	1.000000
Minimum	-0.992609
Std. Dev.	0.228255
Skewness	0.473555
Kurtosis	6.720730
Jarque-Bera	17638.05
Probability	0.000000



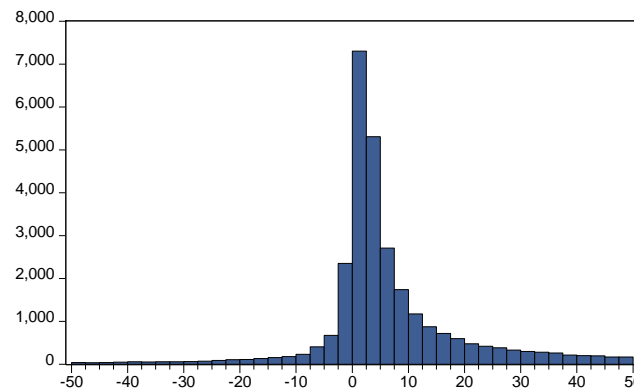
Series: Return on equity	
Sample 28717	
Observations 25872	
Mean	0.054148
Median	0.035858
Maximum	0.499945
Minimum	-0.499515
Std. Dev.	0.162482
Skewness	-0.043749
Kurtosis	4.081955
Jarque-Bera	1270.188
Probability	0.000000

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

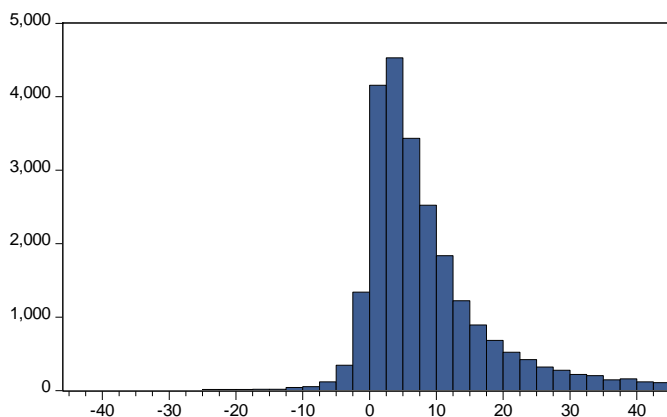
## Φερεγγυότητα



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)

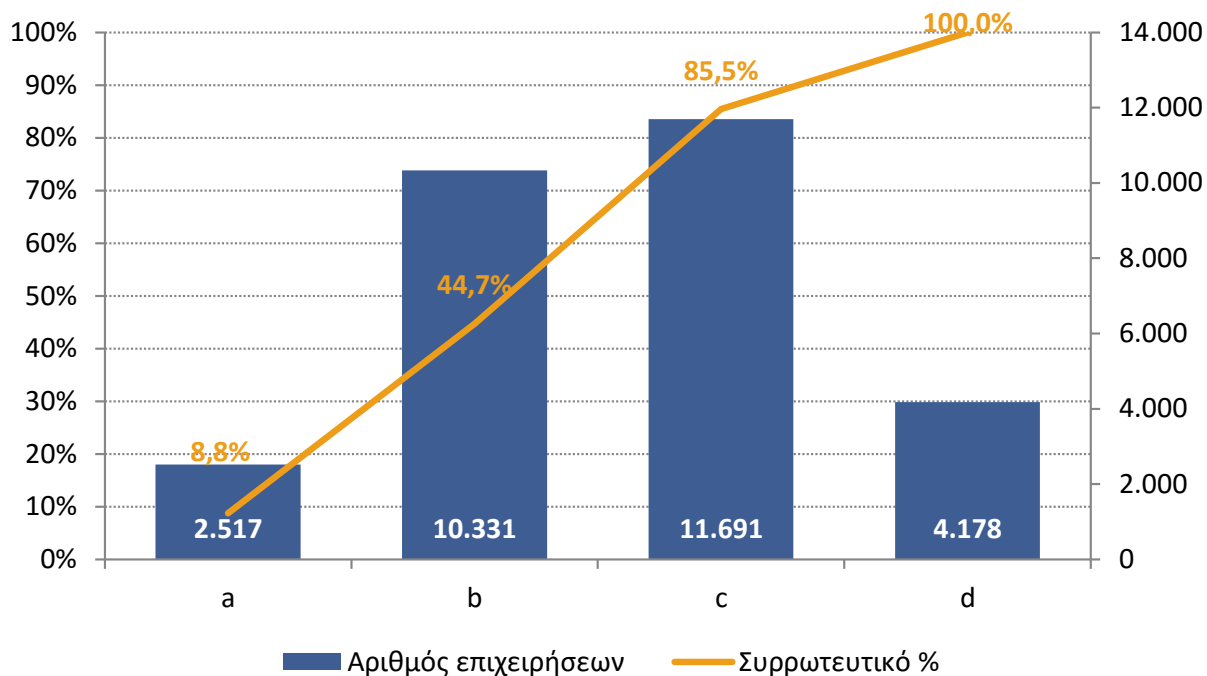
Rating	Επίδοση	Percentile	Γενική ρευστότητα	Άμεση ρευστότητα	Περιθώριο EBITDA	Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων*	Ξένα προς ίδια κεφάλαια*	Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών	Καθαρός δανεισμός προς EBITDA*
a	outperformers	≥ 75	≥ 2,25	≥ 1,61	≥ 19,60%	≥ 13,60%	≤ 0,53	≥ 9,31	≤ 2,39
b	good performers	50	[1,41-2,25)	[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)**



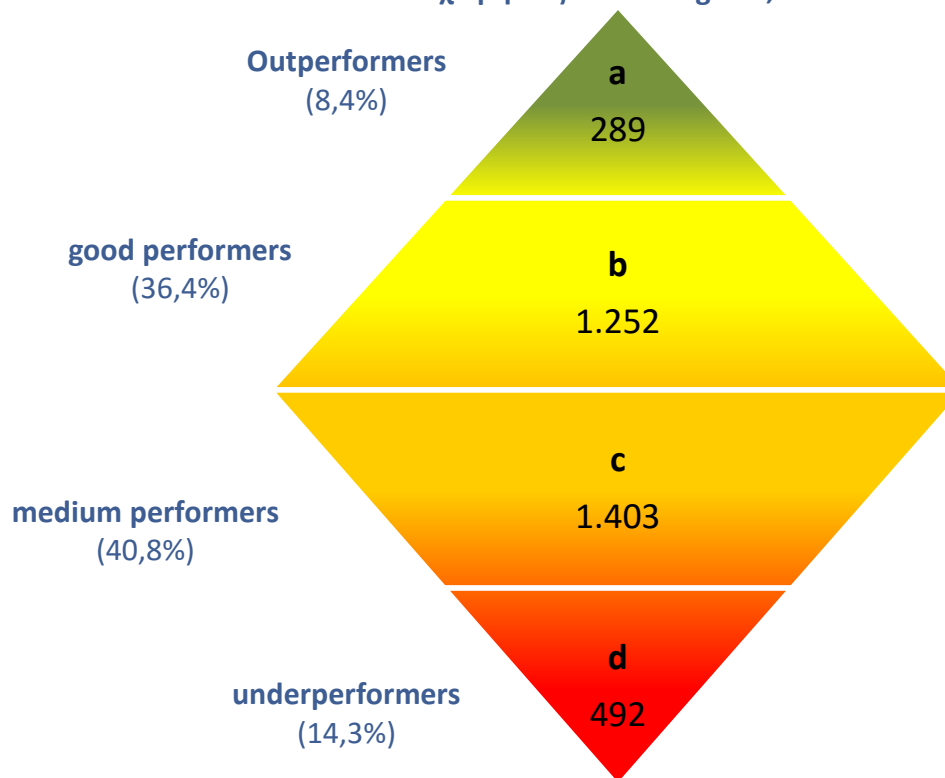
### 3. Παρουσίαση αποτελεσμάτων του ERS για το 2015

3α. ... με βάση το τελικό rating ERS



Σύμφωνα με το δείγμα μας, το 2015 ο αριθμός των επιχειρήσεων που εμπίπτει στο σύστημα αξιολόγησης ERS είναι 3.436, με κύκλο εργασιών €58,7 δισ., EBITDA €5,6 δισ., καθαρή κερδοφορία €1,1 δισ., αλλά και με συνολικές υποχρεώσεις €53,9 δισ., καθαρό δανεισμό €46,7 δισ. και χρηματοοικονομικές δαπάνες €1,8 δισ. Από την υιοθέτηση του ERS, η δομή της ελληνικής επιχειρηματικότητας προσομοιάζει με τη μορφή ενός ρομβοειδούς σχήματος. Οι περισσότερες επιχειρήσεις συγκεντρώνονται στη βαθμίδα “b” – καλής επίδοσης και “c” – μεσαίας επίδοσης, αποτελώντας το 36,4% και 40,8% του δείγματος αντίστοιχα. Τέλος, οι επιχειρήσεις που υπεραποδίδουν και συγκαταλέγονται στη βαθμίδα “a” είναι μόλις το 8,4% του δείγματος, ενώ αυτές που υποαποδίδουν και βρίσκονται στη χαμηλότερη βαθμίδα “d” αποτελούν το 14,3% των εξεταζόμενων επιχειρήσεων.

Επιχειρήσεις ανά rating ERS, 2015



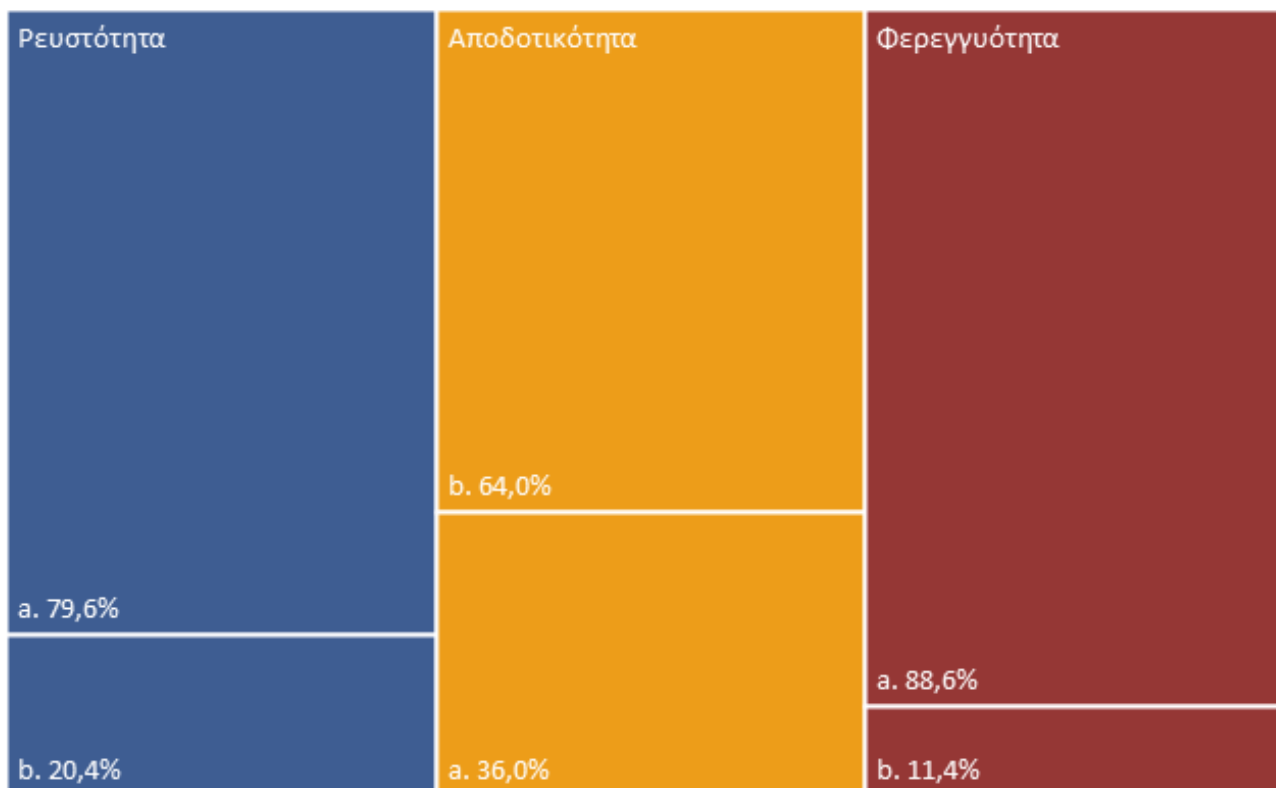
**Επιχειρήσεις μη αξιολογήσιμες (unrated) βάσει αρχικού δείγματος, 2015**

με μη υπολογιζόμενους δείκτες:  
3.496

εκτός των αποδεκτών ορίων των δεικτών:  
2.352

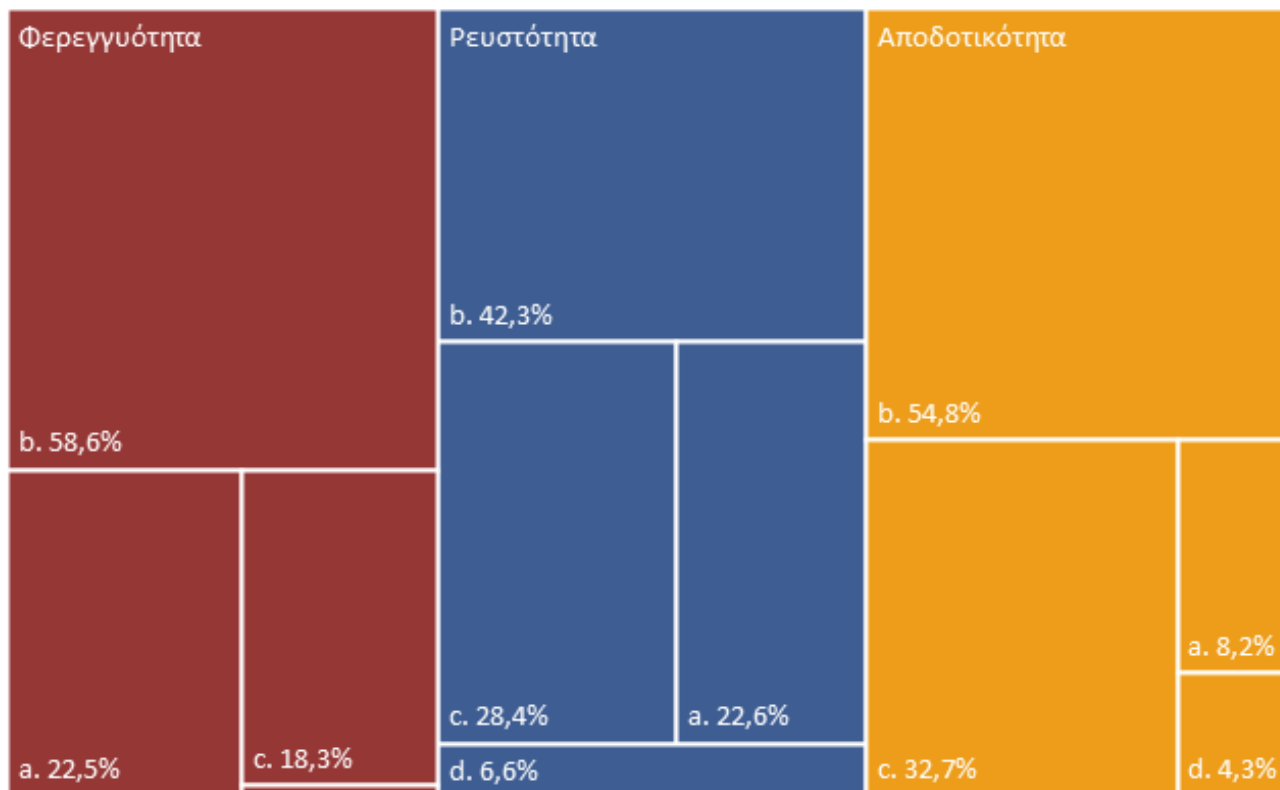
Για τη διαμόρφωση του rating “a” βλέπουμε ότι οι επιχειρήσεις επιτυγχάνουν rating στις τρεις εξεταζόμενες διαστάσεις είτε “a” είτε “b”. Τη μεγαλύτερη συγκέντρωση σε “a” συγκεντρώνει η φερεγγυότητα και ακολουθεί η ρευστότητα, αντανακλώντας το χαμηλό βαθμό μόχλευσης και την υψηλή ρευστότητα. Ωστόσο, σε μια κατηγορία όπου οι επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από τις θετικότερες επιδόσεις, η πλειονότητά τους (64%) επιτυγχάνουν στην αποδοτικότητα rating “b”, γεγονός που αντανακλά το πόσο έχει πληγεί η κερδοφορία των επιχειρήσεων το 2015.

**Rating a (289 επιχειρήσεις)**



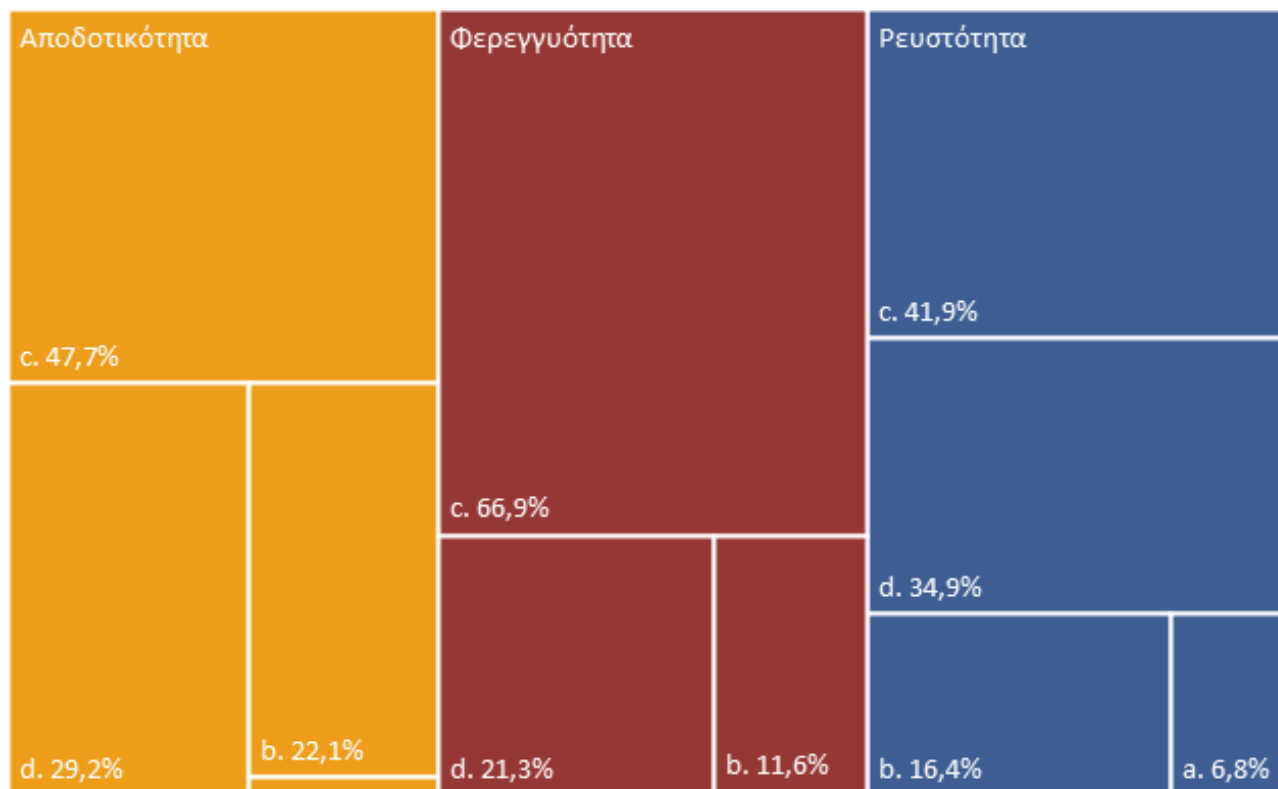
Μειώνεται αισθητά το ποσοστό των επιχειρήσεων που επιτυγχάνουν “a” σε όλες τις διαστάσεις και εμφανίζονται πλέον και επιχειρήσεις με rating “c”. Οι περισσότερες από τις μισές επιχειρήσεις εμφανίζουν rating “b” σε όρους φερεγγυότητας και αποδοτικότητας, αντανakλώνοντας πιο συντηρητικά, αλλά ικανοποιητικά επίπεδα κερδοφορίας και εξυπηρέτησης των υποχρεώσεών τους. Αναφορικά με τη ρευστότητα, οι επιχειρήσεις με “b” αγγίζουν το 42,3% και με “a” το 22,6%, γεγονός που υποδηλώνει ότι υπάρχει ένα σημαντικό ποσοστό επιχειρήσεων που εξακολουθεί να εξυπηρετεί τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις ικανοποιητικά.

**Rating b (1.252 επιχειρήσεις)**



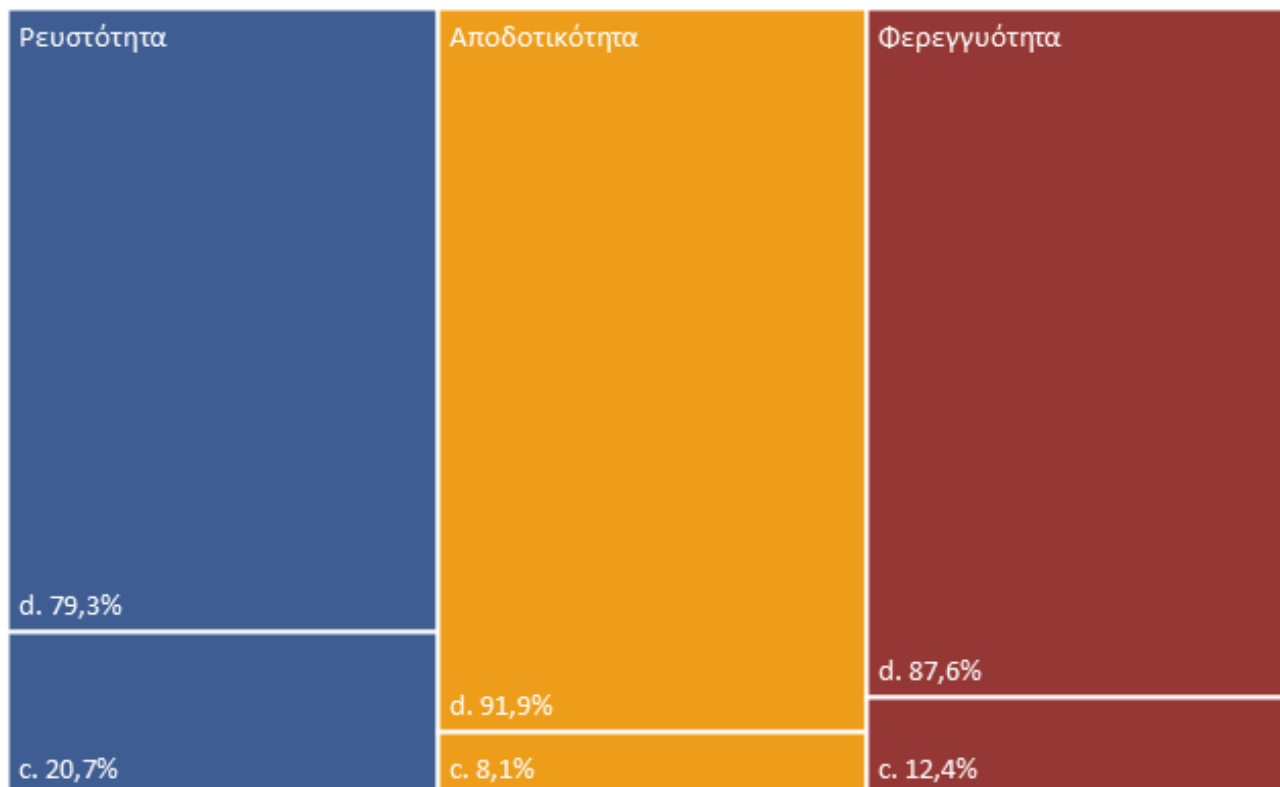
Το rating “c” είναι η βαθμίδα που συγκεντρώνει τον υψηλότερο αριθμό επιχειρήσεων. Το 67% των επιχειρήσεων έχουν “c” στη διάσταση της φερεγγυότητας, γεγονός που αποτελεί σημάδι υπερμόχλευσης. Συγχρόνως, σύμφωνα με την κατανομή των επιχειρήσεων στις διαστάσεις της αποδοτικότητας και της ρευστότητας, οι επιχειρήσεις εμφανίζουν χαμηλή κερδοφορία και στενότητα ρευστότητας. Οι συνθήκες αυτές συνηγορούν σε ενδείξεις δυσλειτουργίας των επιχειρήσεων με rating “c”.

**Rating c (1.403 επιχειρήσεις)**



Οι επιδόσεις των επιχειρήσεων με rating “d” ανά διάσταση αναδεικνύουν τη δυσμενή χρηματοοικονομική τους κατάσταση. Το 91,9% των επιχειρήσεων έχει rating “d” στην αποδοτικότητα, δείχνοντας έντονα προβλήματα κερδοφορίας και τη συσσώρευση ζημιών, ενώ το 87,6% με “d” στη φερεγγυότητα αντανακλά συνθήκες υπερμόχλευσης και ενδείξεις δυσκολίας εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων. Αλλά ακόμη και σε επίπεδο βραχυχρόνιων υποχρεώσεων, εμφανίζονται προβλήματα ρευστότητας, με το 79,3% των επιχειρήσεων να βρίσκεται στο “d” σε όρους ρευστότητας.

**Rating d (492 επιχειρήσεις)**



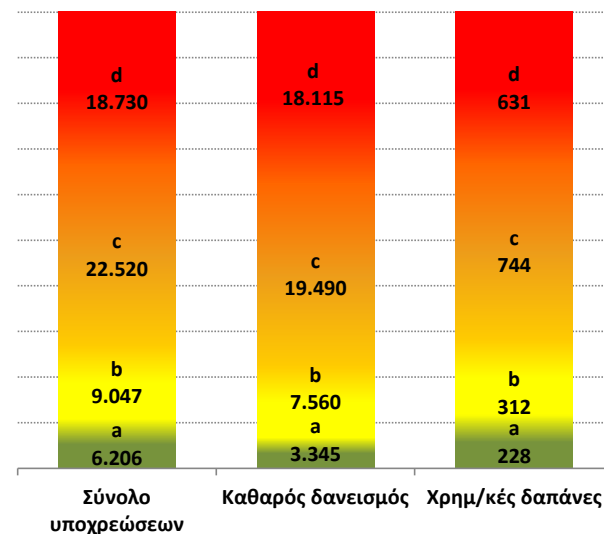
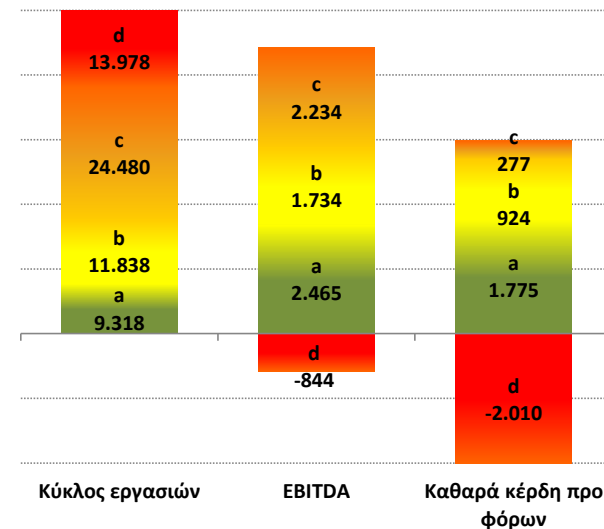
Η μέση επιχείρηση με rating “a” μπορεί μεν να πραγματοποιεί τη χαμηλότερη αξία πωλήσεων συγκριτικά με τις υπόλοιπες βαθμίδες, ωστόσο είναι εμφανώς πιο κερδοφόρα, καθώς παρουσιάζει τα υψηλότερα κέρδη τόσο σε όρους EBITDA όσο και σε όρους καθαρών κερδών προ φόρων. Στο προφίλ της επιχείρησης που υπεραποδίδει, συμπληρώνεται και το χαμηλό επίπεδο δανεισμού και χρηματοοικονομικών δαπανών, συνθήκες που φαίνεται ότι επιδρούν θετικά στις επιδόσεις της.

Συντηρητική με ικανοποιητικά επίπεδα κύκλου εργασιών, κερδοφορίας και χωρίς πολύ υψηλό δανεισμό εμφανίζεται η μέση επιχείρηση με rating “b”.

Κοιτώντας τα αποτελέσματα χρήσης της μέσης επιχείρησης με rating “c” από πάνω προς τα κάτω, διαπιστώνεται ότι η εν λόγω επιχείρηση δεν κατορθώνει να διατηρήσει τη δυναμική των υψηλών της πωλήσεων με αποτέλεσμα η κερδοφορία της να υποχωρεί αισθητά. Παράλληλα, η επιχείρηση αυτή εμφανίζει τα υψηλότερα επίπεδα δανεισμού και χρηματοοικονομικών δαπανών ανάμεσα στις βαθμίδες ERS. Οι συνθήκες αυτές υποδηλώνουν σημάδια περιορισμένης αποτελεσματικότητας από τη λειτουργία της επιχείρησης αυτής.

Τέλος, η μέση επιχείρηση με rating “d” αντιμετωπίζει αρκετά χρηματοοικονομικά προβλήματα. Πραγματοποιεί μεν σημαντικές πωλήσεις, ωστόσο η λειτουργική της αποτελεσματικότητα είναι προβληματική καθώς εμφανίζει ζημιές ήδη σε επίπεδο EBITDA, οι οποίες σε επίπεδο καθαρών αποτελεσμάτων διευρύνονται ακόμη περισσότερο. Η επιχείρηση αυτή εμφανίζεται υπερμοχλευμένη, καθώς έχει πολύ υψηλό δανεισμό και χρηματοοικονομικές δαπάνες, ειδικά αν συνδυαστεί με τη συσσώρευση ζημιών. Στα παραπάνω συνηγορεί αρνητικά το γεγονός ότι η επιχείρηση έχει πολύ χαμηλά ρευστά διαθέσιμα, καθώς οι υποχρεώσεις της είναι σχεδόν στο ίδιο επίπεδο με τον καθαρό δανεισμό, αντανακλώντας δυσκολίες ρευστότητας.

Μεγέθη ανά επιχείρηση σε χιλ. ευρώ, 2015



Σύμφωνα με τις μέσες επιδόσεις των δεικτών των επιχειρήσεων ανά τελικό rating ERS προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

## Outperformer “a”

- Υψηλά είναι τα επίπεδα κερδοφορίας που επιτυγχάνονται για τη μέση επιχείρηση με rating “a”, καθώς το περιθώριο EBITDA φθάνει στο 24,8% και την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων το 20,6% κατά μέσο όρο.
- Συγχρόνως, ο βαθμός μόχλευσης είναι χαμηλός, καθώς το χρέος αναλογεί σε μόλις το μισό των ιδίων κεφαλαίων.
- Η ρευστότητα που καταγράφεται είναι υψηλή, με το κυκλοφορούν ενεργητικό να καλύπτει σχεδόν κατά 3,8 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.

## Good performer “b”

- Χαμηλότερο αλλά ικανοποιητικό είναι το επίπεδο ρευστότητας για τη μέση επιχείρηση με rating “b”, καθώς το κυκλοφορούν ενεργητικό αναλογεί κατά 2,5 φορές τις τρέχουσες υποχρεώσεις.
- Πιο συντηρητικά, αλλά επίσης ικανοποιητικά είναι τα επίπεδα λειτουργικής κερδοφορίας, με το περιθώριο EBITDA να αγγίζει το 15,2%.
- Ικανοποιητική κρίνεται η εξυπηρέτηση του χρέους, με το EBITDA να καλύπτει τις χρηματοοικονομικές δαπάνες κατά 11,4 φορές.
- Καταγράφονται υψηλότερα επίπεδα δανεισμού, καθώς οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια κατά 1,3 φορές.

## Medium performer “c”

- Η μέση επιχείρηση με rating “c” σημειώνει χαμηλή επίτευξη αποδοτικότητας και κερδοφορίας, καθώς η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων αγγίζει το 4,1% και το περιθώριο EBITDA το 6,8%.
- Το επίπεδο καθαρού δανεισμού είναι υψηλό και υπερβαίνει κατά 13,2 φορές το EBITDA.
- Χαμηλός είναι και ο βαθμός εξυπηρέτησης δανεισμού, με τις χρηματοοικονομικές δαπάνες να καλύπτονται από το EBITDA κατά 3,3 φορές.
- Ικανοποιητική, αλλά περιορισμένη διαπιστώνεται η ρευστότητα, καθώς το κυκλοφορούν ενεργητικό καλύπτει κατά 1,5 φορές τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.

## Underperformer “d”

- Ζημιογόνα είναι κατά βάση η μέση επιχείρηση με rating “d”, με το περιθώριο EBITDA να αγγίζει το -7,6%.
- Τα ίδια κεφάλαια δεν αποδίδουν αποτελεσματικά, καθώς η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων είναι αρνητική και διαμορφώνεται σε -16,1%.
- Παρουσιάζονται δυσκολίες ρευστότητας, καθώς οι τρέχουσες υποχρεώσεις υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό, με τη γενική ρευστότητα να διαμορφώνεται στις 0,8 μονάδες.
- Υπερμολημένη εμφανίζεται η μέση επιχείρηση με rating “d”, με το δανεισμό να είναι κατά 3,8 φορές υψηλότερος των ιδίων κεφαλαίων και το καθαρό δανεισμό κατά 24,5 φορές υψηλότερος του EBITDA.

Rating	Επίδοση	Ρευστότητα		Αποδοτικότητα		Φερεγγυότητα		
		Γενική ρευστότητα	Άμεση ρευστότητα	Περιθώριο EBITDA	Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων*	Ξένα προς ίδια κεφάλαια*	Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών	Καθαρός δανεισμός προς EBITDA**
a	outperformers	3,8	2,9	24,8%	20,6%	0,5	21,8	0,5
b	good performers	2,5	1,6	15,2%	13,8%	1,3	11,4	4,0
c	medium performers	1,5	0,9	6,8%	4,1%	2,8	3,3	13,2
d	underperformers	0,8	0,4	-7,6%	-16,1%	3,8	-3,7	24,5

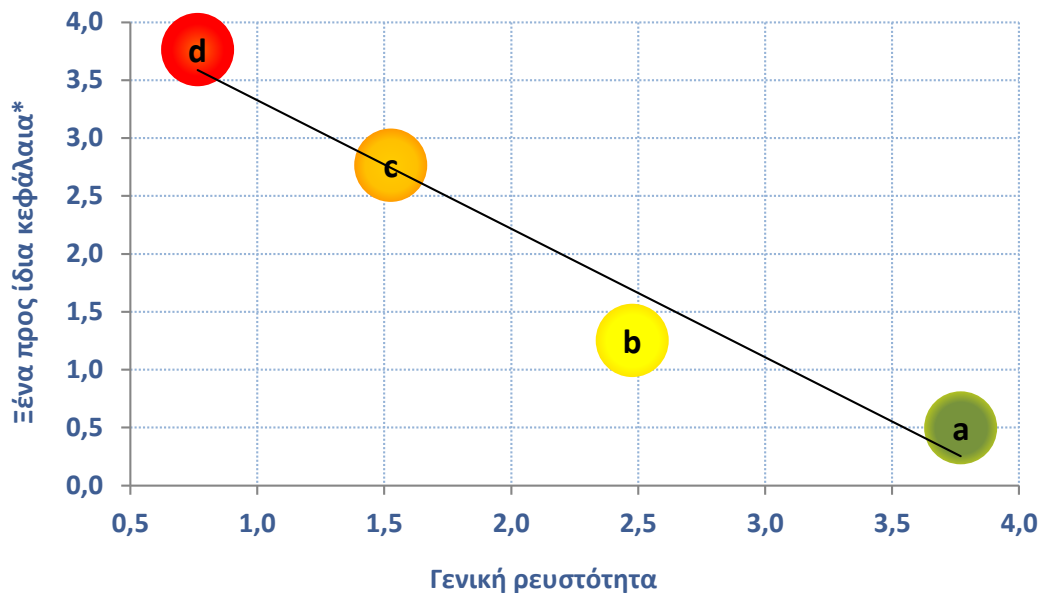
\* Δε λαμβάνονται υπόψη 280 επιχειρήσεις με αρνητικά ίδια κεφάλαια.

\*\* Δε λαμβάνονται υπόψη 539 επιχειρήσεις με αρνητικό EBITDA.



Υπάρχει μια σαφής αρνητική συσχέτιση μεταξύ της εξυπηρέτησης βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και του επιπέδου της μόχλευσης. Πιο συγκεκριμένα, όσο πιο ψηλά είναι η βαθμίδα αξιολόγησης, τόσο υψηλότερη είναι η μέση επίδοση εξυπηρέτησης βραχυχρόνιων υποχρεώσεων – όπως αντανακλάται από το δείκτη γενικής ρευστότητας – και συγχρόνως το μέσο επίπεδο μόχλευσης (ξένα προς ίδια κεφάλαια) είναι χαμηλό. Π.χ. στη βαθμίδα “a” η γενική ρευστότητα είναι 3,8 μονάδες και τα ξένα προς ίδια κεφάλαια είναι 0,5 μονάδες. Από την άλλη πλευρά, η μέση εικόνα για τις επιχειρήσεις με τελικό rating “d” είναι ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό δεν επαρκεί για να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (με γενική ρευστότητα 0,8 μονάδες). Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις αυτές είναι υπερμοχλευμένες, καθώς το επίπεδο των υποχρεώσεών τους ξεπερνά κατά 3,8 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους.

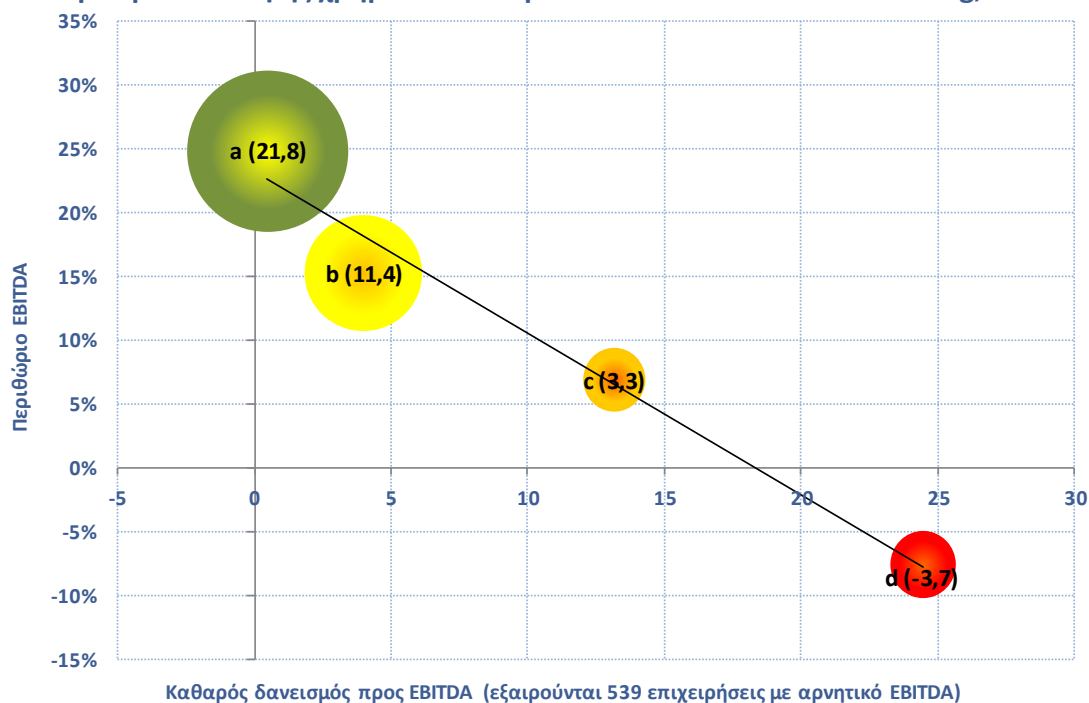
Μέση επίδοση γενικής ρευστότητας και ξένων προς ίδιων κεφαλαίων ανά τελικό rating, 2015



\* Δε λαμβάνονται υπόψη 280 επιχειρήσεις με αρνητικά ίδια κεφάλαια.

Αναφορικά με την κερδοφορία EBITDA παρατηρείται μια αρνητική συσχέτιση με το ύψος των συνολικών υποχρεώσεων και μια θετική σχέση με τη δυνατότητα εξυπηρέτησης αυτών. Διαπιστώνεται ότι οι επιχειρήσεις με rating “a” εμφανίζουν πολύ υψηλά περιθώρια κέρδους (24,8%), ο καθαρός δανεισμός τους είναι χαμηλός σε σχέση με τα κέρδη που επιτυγχάνουν (0,5 μονάδες) και συγχρόνως εμφανίζουν υψηλή χρηματοοικονομική «υγεία» εξυπηρέτησης του δανεισμού τους, όπως αντανακλάται από το βαθμό κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών (21,8 μονάδες). Στον αντίποδα βρίσκονται οι επιχειρήσεις με rating “d”, οι οποίες κατά μέσο όρο είναι ζημιογόνες με περιθώριο EBITDA -7,6% και εμφανίζουν πολύ υψηλά επίπεδα δανεισμού σε σχέση με το EBITDA κατά 24,5 φορές. Όπως είναι αναμενόμενο, οι επιχειρήσεις αυτές που παρουσιάζουν λειτουργικές ζημιές, αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα εξυπηρέτησης των υποχρεώσεών τους, παρουσιάζοντας βαθμό κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών -3,7 μονάδες κατά μέσο όρο.

**Μέση επίδοση περιθωρίου EBITDA, καθαρού δανεισμού προς EBITDA και βαθμού κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών ανά τελικό rating, 2015**



● Βαθμός κάλυψης των χρημ/κών δαπανών (μέγεθος σφαίρας)

### **3. Παρουσίαση αποτελεσμάτων του ERS για το 2015**

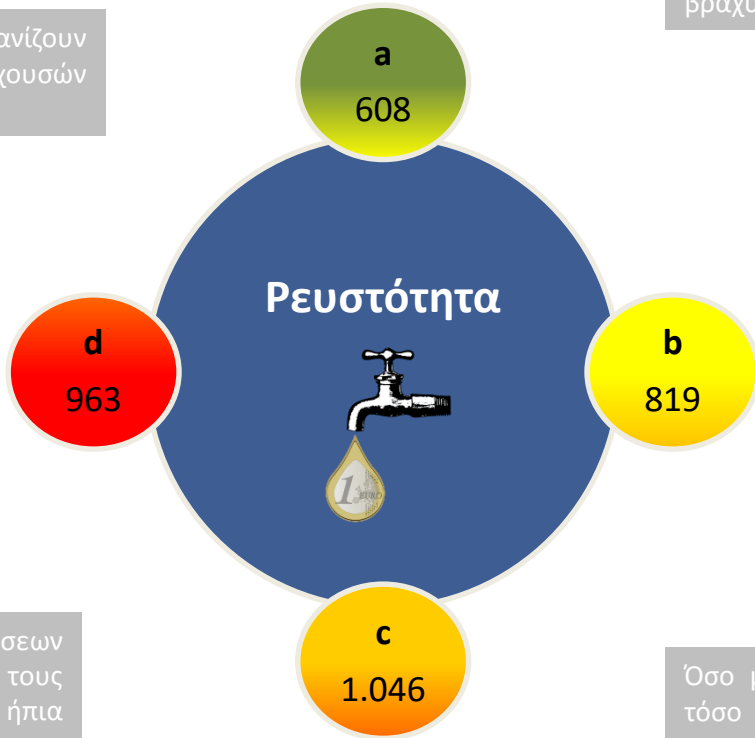
**3β. ... με βάση το rating ERS ανά εξεταζόμενη διάσταση**

Γενική ρευστότητα: 4,6  
Άμεση ρευστότητα: 3,3

Όσο υψηλότερο είναι το rating τόσο καλύτερα οι επιχειρήσεις εξυπηρετούν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους.

Οι επιχειρήσεις με rating "d" εμφανίζουν αδυναμία εξυπηρέτησης των τρεχουσών αναγκών τους.

Γενική ρευστότητα: 0,7  
Άμεση ρευστότητα: 0,4



Γενική ρευστότητα: 2,1  
Άμεση ρευστότητα: 1,4

Ο μεγαλύτερος αριθμός επιχειρήσεων συγκεντρώνεται στο rating "c" με τους σχετικούς δείκτες να εμφανίζουν ήπια ικανοποιητικές επιδόσεις.

Όσο μειώνεται το rating των επιχειρήσεων τόσο φθίνουν και οι τιμές των δεικτών ρευστότητας.

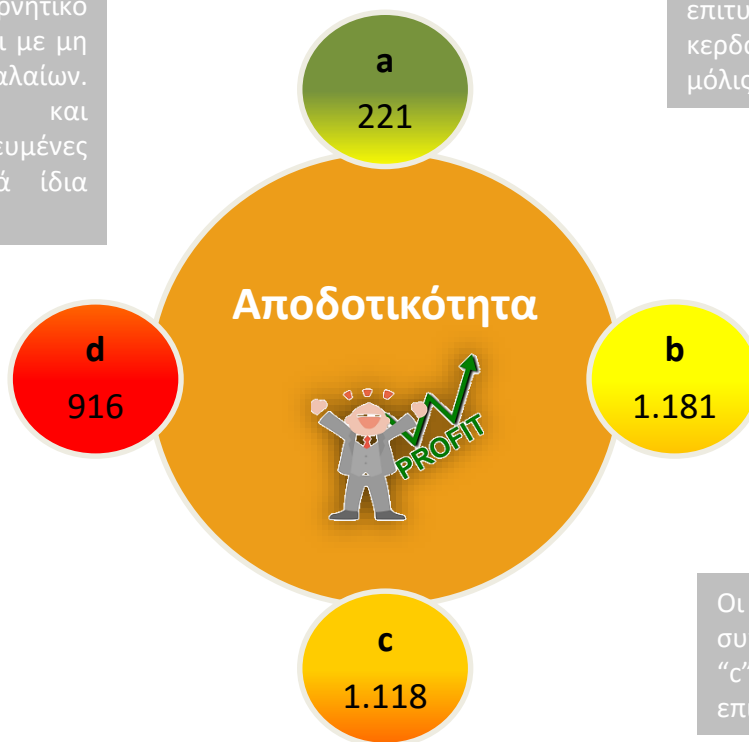
Γενική ρευστότητα: 1,4  
Άμεση ρευστότητα: 0,8

Περιθώριο EBITDA: 40,6%  
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων: 27,2%

Πάνω από το ¼ των επιχειρήσεων του δείγματος έχουν rating “d”, με αρνητικό περιθώριο κέρδους κατά μέσο όρο και με μη αποδοτική απασχόληση των ιδίων κεφαλαίων. Ανάμεσά τους συγκαταλέγονται και επιχειρήσεις με τόσο υψηλές συσσωρευμένες ζημιές που καταγράφουν αρνητικά ίδια κεφάλαια.

Υπεραποδίδουν οι επιχειρήσεις με rating “a” επιτυγχάνοντας πολύ υψηλά περιθώρια κερδοφορίας, οι οποίες όμως αποτελούν μόλις το 6,4%.

Περιθώριο EBITDA: -6,7%  
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων\*: -10,4%



Περιθώριο EBITDA: 16,5%  
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων: 17,6%

Οι περισσότερες επιχειρήσεις συγκεντρώνονται στα rating “b” και “c” με ικανοποιητικές μέσες επιδόσεις.

Περιθώριο EBITDA: 8,7%  
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων: 4,3%

\* Δε λαμβάνονται υπόψη 280 επιχειρήσεις με αρνητικά ίδια κεφάλαια.

Ξένα προς ίδια κεφάλαια: 0,4  
 Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών: 21,4  
 Καθαρός δανεισμός προς EBITDA: 0,4

Υπερμολευμένες εμφανίζονται οι επιχειρήσεις με rating “d” με πολύ υψηλό δανεισμό και με σημάδια αδυναμίας εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων τους.

Το υψηλό rating αποδίδεται σε φερέγγυες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν χαμηλή μόχλευση και έκθεση σε δανεισμό και έχουν υψηλή ικανότητα εξυπηρέτησης των χρηματοοικονομικών τους δαπανών.

Ξένα προς ίδια κεφάλαια\*: 4,4  
 Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών: -3,0  
 Καθαρός δανεισμός προς EBITDA\*\*: 21,5



Ξένα προς ίδια κεφάλαια: 1,1  
 Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών: 10,5  
 Καθαρός δανεισμός προς EBITDA: 4,3

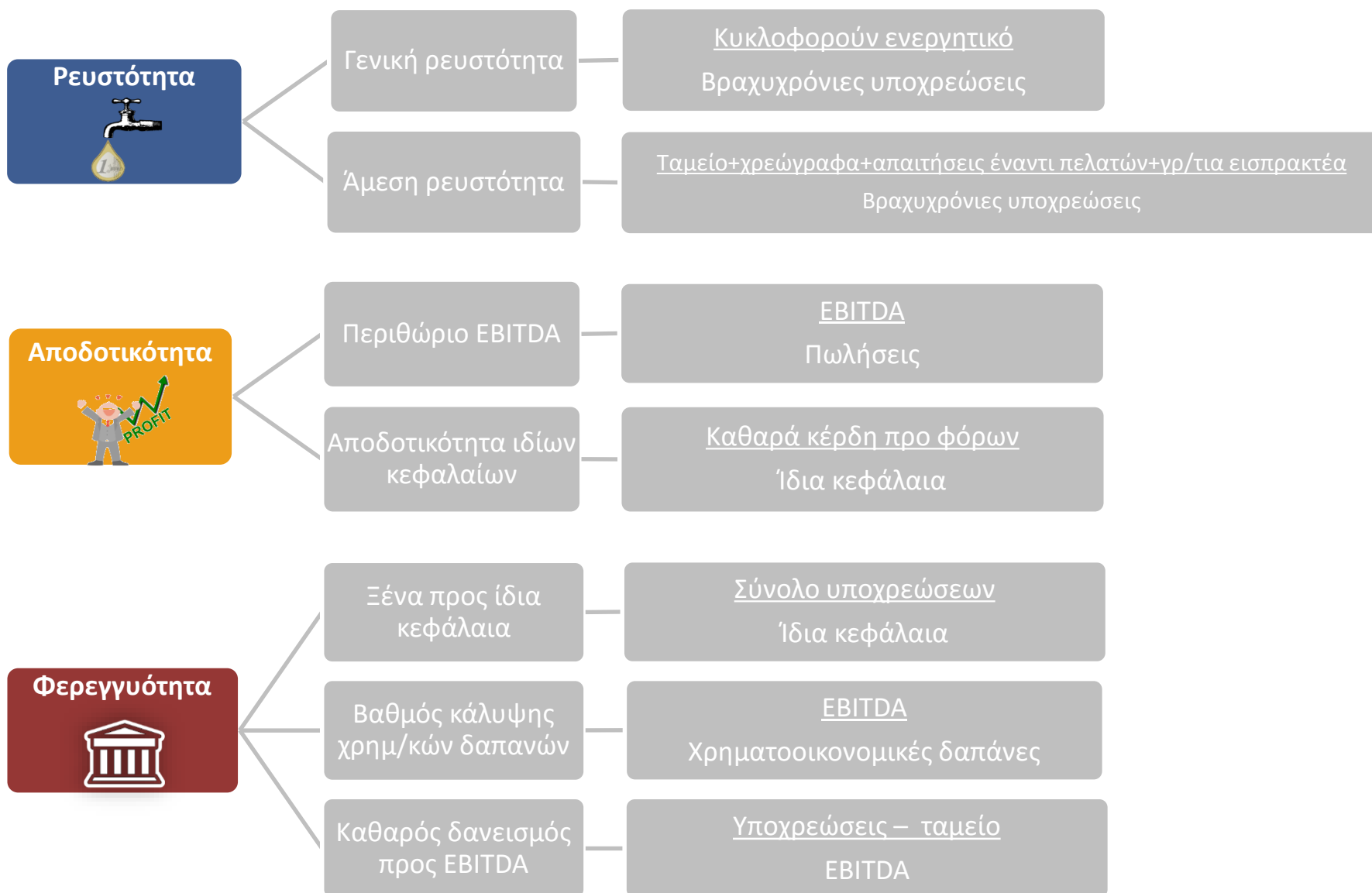
Πάνω από το 1/3 των επιχειρήσεων του δείγματος έχουν rating “c”, με τα επίπεδα δανεισμού και μόχλευσης να αυξάνουν ακόμη περισσότερο. Παρόλα αυτά, όπως αντανακλάται από το βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών, οι επιχειρήσεις αυτές κατά μέσο όρο διατηρούν ένα σχετικό επίπεδο εξυπηρέτησης των υποχρεώσεών τους.

Οι επιχειρήσεις με rating “b” διατηρούν σχετικά ικανοποιητικά επίπεδα εξυπηρέτησης του χρέους, ωστόσο αυξάνεται η μόχλευσή τους σε σχέση με εκείνες με rating “a”.

Ξένα προς ίδια κεφάλαια: 2,5  
 Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών: 3,5  
 Καθαρός δανεισμός προς EBITDA: 11,9

\* Δε λαμβάνονται υπόψη 280 επιχειρήσεις με αρνητικά ίδια κεφάλαια.  
 \*\* Δε λαμβάνονται υπόψη 539 επιχειρήσεις με αρνητικό EBITDA.

## 4. Παράρτημα





**Disclaimer:** Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφεξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από 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 προσφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίματα, 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 λουτών 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 λουτές εταιρείες 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 επενδυμένου 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.