

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



**Παρακολουθώντας τους ελληνικούς εταιρικούς
ισολογισμούς πριν και μετά την πανδημία:**

Βελτιωμένες επιδόσεις, αλλά κάποια σημάδια οικονομικής
συμπίεσης θα παραμείνουν

Greek & Regional Economics Research (GREC) Team

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Φεβρουάριος 2022



- ✓ Πριν από δύο χρόνια¹ κάναμε την πρώτη μας προσπάθεια να προσομοιώσουμε τον αντίκτυπο που θα είχε η ύφεση από την πανδημία της COVID-19 στη δομή των ισολογισμών των ελληνικών επιχειρήσεων, με ιδιαίτερη έμφαση στην κερδοφορία, τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητά τους. Τότε, ο αντίκτυπος της ύφεσης και τα lockdown στον κύκλο εργασιών των τομέων της ελληνικής οικονομίας βασιζόταν σε υποθέσεις.
- ✓ Τώρα που η ΕΛΣΤΑΤ δημοσίευσε τα τελικά στοιχεία για την κλαδική ανάλυση του κύκλου εργασιών της ελληνικής οικονομίας για το 2020, επανεξετάσαμε τη μελέτη μας χρησιμοποιώντας τα «πραγματικά» στοιχεία για τον κύκλο εργασιών των εταιριών σε επίπεδο κλάδο. Κατ' επέκταση, προσομοιώσαμε τον αντίκτυπο της μείωσης του κύκλου εργασιών (και σε ορισμένες περιπτώσεις της αύξησης) στους ισολογισμούς 12.236 ελληνικών εταιριών του δείγματός μας και παρουσιάζουμε² τα ευρήματά μας αναφορικά με τον αντίκτυπο στην κερδοφορία, τη ρευστότητα και τα κεφάλαια.
- ✓ Επιπλέον, χρησιμοποιήσαμε το μοντέλο εταιρικής μας αξιολόγησης Enterprise Rating System (ERS) που έχουμε αναπτύξει για να εκτιμήσουμε την ύφεση που σχετίζεται με την πανδημία COVID-19 στην πιστωτική ποιότητα των ελληνικών επιχειρήσεων.

¹Για περισσότερα: Lekkos I., Vlachou P., [Estimating the Impact of the COVID-19 Recession on Greek Corporate Balance Sheets: Results from a Highly Stylized Model](#), Piraeus Bank, Aug. 2020.

² Η πλήρης έκδοση της ανάλυσής μας είναι διαθέσιμη στα αγγλικά με τον τίτλο *Tracking Greek corporate balance – sheets in and out of the pandemic: Improved ratings but “pockets” of financial distress will linger*, Piraeus Bank, Feb. 2022.



1ο έτος πανδημίας: Πώς μεταδόθηκε το μακροοικονομικό σοκ της ζήτησης στους εταιρικούς ισολογισμούς;



Η μείωση της ζήτησης μεταφράστηκε σε μείωση των πωλήσεων των επιχειρήσεων



Οι επιχειρήσεις προσαρμόσαν το κόστος τους αλλά σε μικρότερο βαθμό



Αυτό οδήγησε σε μια ασύμμετρη προσαρμογή του κύκλου εργασιών έναντι του κόστους



Ζημίες (ή μείωση κερδών)



Στενότητα ρευστότητας



Μείωση των ιδίων κεφαλαίων



Αύξηση χρέους και μόχλευσης ή Πτώχευση

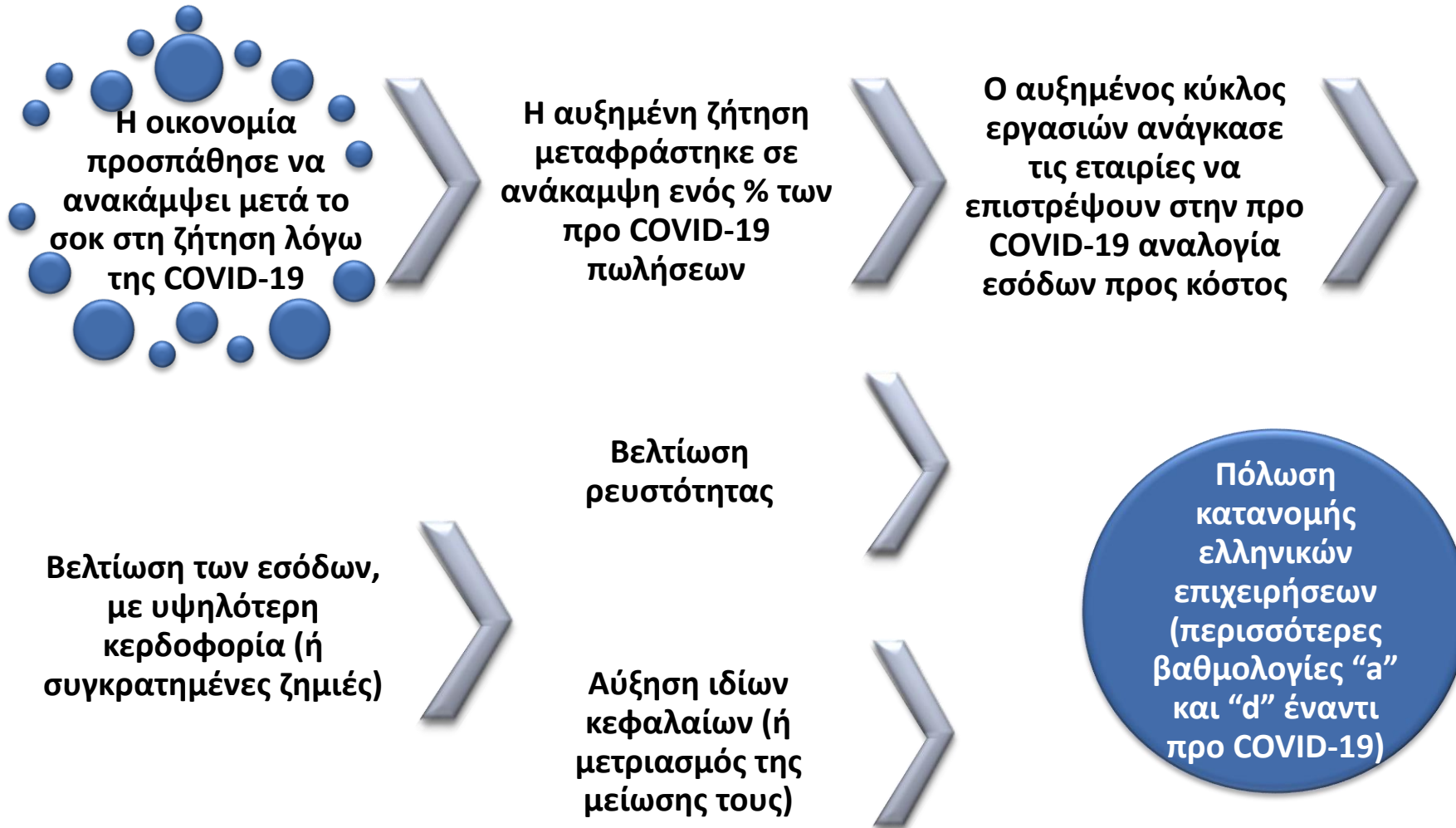




- ✓ Κοιτάζοντας στο μέλλον, θέλαμε επίσης να εκτιμήσουμε τη μετά – πανδημική ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας και του ελληνικού εταιρικού κόσμου. Για αυτό το λόγο – για άλλη μια φορά – υποθέσαμε ένα επίπεδο ανάκαμψης του κύκλου εργασιών σε επίπεδο κλάδου και εφαρμόσαμε το σύνολο των εξισώσεών μας προς την «άλλη κατεύθυνση», δηλαδή προς την ανάκαμψη (την αύξηση του κύκλου εργασιών) στην κερδοφορία και τις αναβαθμίσεις αξιολόγησης από την ύφεση, τις ζημίες και τις υποβαθμίσεις αξιολόγησης.
- ✓ Πιστεύουμε ότι το πλαίσιο μας λειτουργεί αρκετά καλά με μια εξαίρεση, αυτής της ρευστότητας. Η θέση ρευστότητας των ελληνικών επιχειρήσεων έχει ενισχυθεί με διάφορους ενεργητικούς και παθητικούς τρόπους που δεν μπορούν να αποτυπωθούν από τη μεθοδολογία μας. Οι πολιτικές που βελτίωσαν ενεργά τη θέση ρευστότητας είναι: επιδοτούμενα και εγγυημένα τραπεζικά δάνεια καθώς και επτά γύροι της λεγόμενης «επιστρεπτέας προκαταβολής». Παθητικά, οι πιέσεις ρευστότητας έχουν αμβλυνθεί μέσω της αναβολής των φορολογικών υποχρεώσεων και των υποχρεώσεων κοινωνικής ασφάλισης, των περιόδων χάριτος για την αποπληρωμή των δανείων καθώς και των προγραμμάτων αναστολής των εργαζομένων.
- ✓ Για όλους τους παραπάνω λόγους, η ρευστότητά μας αντικατοπτρίζει τις πιθανές ανάγκες χρηματοδότησης ελλείψει κρατικής στήριξης. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως το χειρότερο σενάριο (δηλαδή ως το ανώτατο όριο στη συρρίκνωση της ρευστότητας) και όχι ως βασικό σενάριο.
- ✓ Τέλος, υπενθυμίζεται στον αναγνώστη ότι η δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων του 2020 (πόσο μάλλον του 2021) εξακολουθεί να υπολείπεται για σημαντικό αριθμό επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, με την ανάλυσή μας προσομοίωσης, προσπαθήσαμε να γεφυρώσουμε αυτό το πληροφοριακό χάσμα και να εκτιμήσουμε τον αντίκτυπο της πανδημίας στις επιχειρήσεις, καταλήγοντας σε χρήσιμα συμπεράσματα για τον εταιρικό κόσμο.















2ο έτος πανδημίας: Πώς ο αντίστροφος Μηχανισμός Μετάδοσης (από την ύφεση στην ανάκαμψη) επέτρεψε στις εταιρίες να «επουλώσουν» τους ισολογισμούς τους;



Βασικά συμπεράσματα I: Με βάση τις προσομοιώσεις σε 12.236 ελληνικές επιχειρήσεις



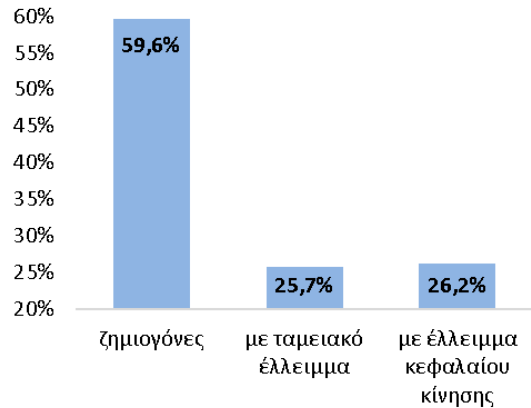
| | 2020 | 2021 | 2021 σε σχέση με προ COVID-19 |
|---|---|---|--|
| Κύκλος εργασιών |  μειώθηκε κατά €11,5 δισεκ. (-10,8%) |  ανέκαμψε κατά €5,1 δισεκ. (+5,4%) |  χαμηλότερος κατά €6,4 δισεκ. (-6,1%) |
| EBITDA |  Μειώθηκε κατά €6,6 δισεκ. (-64,5%) |  ανέκαμψε κατά €5,8 δισεκ. (+1,6x) |  χαμηλότερο κατά €811 εκατ. (-7,9%) |
| Κατανομή αποτελεσμάτων¹ | €4,6 δισεκ. ζημιές από το 59,6% των επιχειρήσεων €5,3 δισεκ. κέρδη από το 40,4% των επιχειρήσεων | €1 δισεκ. ζημιές από το 22,3% των επιχειρήσεων €7,5 δισεκ. κέρδη από το 77,7% των επιχειρήσεων | |
| Ταμειακά διαθέσιμα |  μειώθηκαν κατά €3 δισεκ. (+22,9%) |  μειώθηκαν κατά €7,4 δισεκ. (+46,2%) |  υψηλότερα κατά €10,4 δισεκ. (+79,6%) |
| Ταμειακό έλλειμμα | 25,7% των επιχειρήσεων είχαν έλλειμμα of €2,3 δισεκ. | 14,6% των επιχειρήσεων είχαν έλλειμμα of €921 εκατ. | |
| Ίδια κεφάλαια |  Μειώθηκαν κατά €3,5 δισεκ. (-6,1%) |  μειώθηκαν κατά €2,3 δισεκ. (+4,2%) |  χαμηλότερα κατά €1,2 δισεκ. (-2,1%) |

Βασικά συμπεράσματα II: Αξιολογώντας την οικονομική συμπίεση των επιχειρήσεων

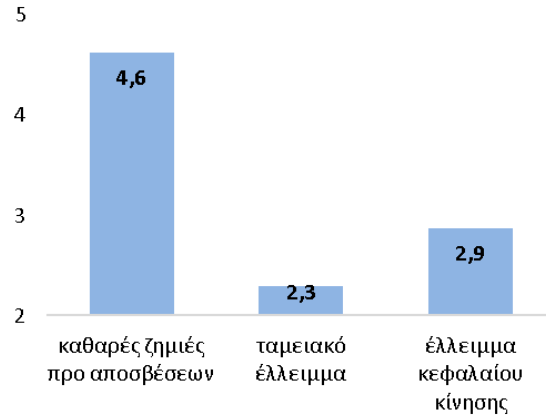


Ζημιόγρονες επιχειρήσεις (ως % του συνόλου)

2020



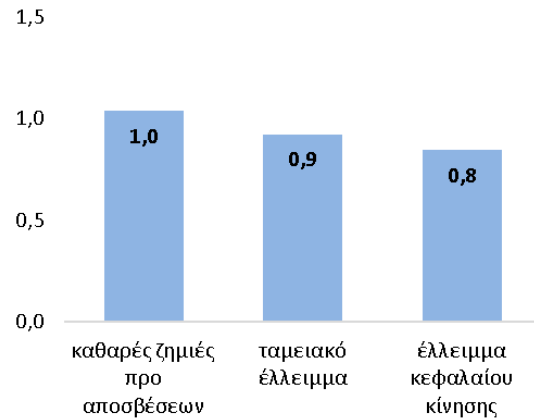
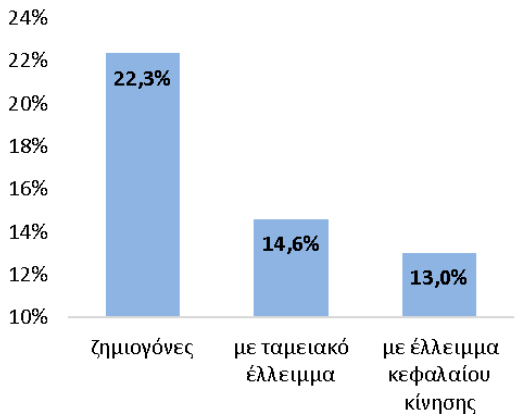
Οικονομικό έλλειμμα (αξίες σε δισεκ.€)



Βασικά ευρήματα

- ✓ Το 2020 το 59,6% των επιχειρήσεων εκτιμάται ότι ήταν ζημιόγρονο με τις συνολικές καθαρές ζημιές (προ αποσβέσεων) να αγγίζουν €4,6 δισεκ.
- ✓ Το 25,7% των 12.236 επιχειρήσεων του δείγματός μας εκτιμάται ότι είχε αρνητική ταμειακή θέση (ταμειακό έλλειμμα) €2,3 δισεκ.
- ✓ Το 26,2% των επιχειρήσεων σημείωσε έλλειμμα κεφαλαίου κίνησης €2,9 δισεκ.

2021



- ✓ Το 2021 το 22,3% των επιχειρήσεων εκτιμάται ότι ήταν ζημιόγρονο, με το συνολικό ποσό καθαρών ζημιών (προ αποσβέσεων) να αγγίζει το €1 δισεκ. Αυτή η τάση σηματοδότησε τη βελτίωση σε σύγκριση με το 2020 (από 59,6%) τόσο σε αξία όσο και σε ποσοστό, αντανακλώντας τη σταδιακή επιστροφή των εταιριών στην προ COVID-19 κατάσταση.
- ✓ Το 14,6% των 12.236 επιχειρήσεων του δείγματός μας εκτιμάται ότι είχε αρνητική ταμειακή θέση (ταμειακό έλλειμμα) €921 εκατ.
- ✓ Το 13% των επιχειρήσεων του δείγματός μας κατέγραψε έλλειμμα κεφαλαίου κίνησης €843 εκατ.

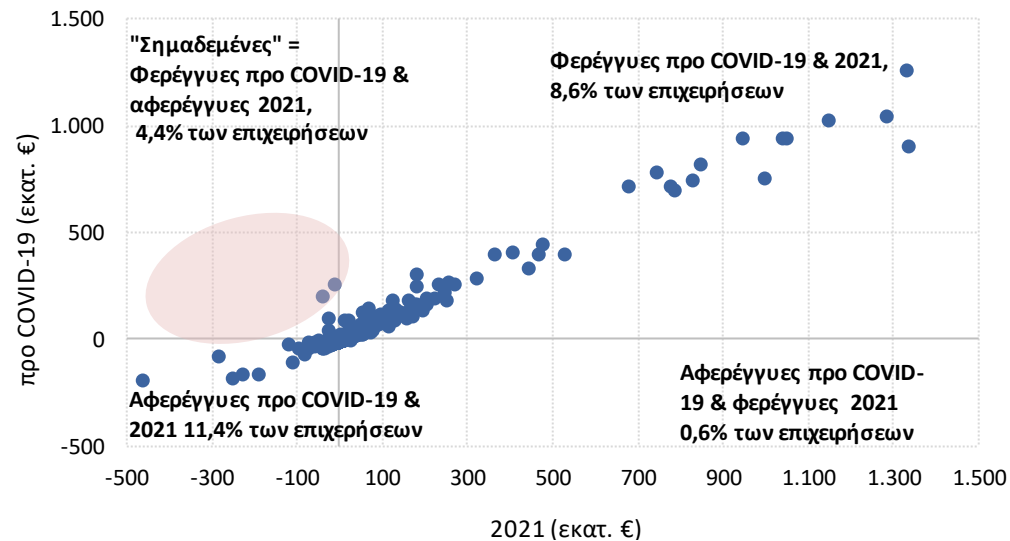
Σημειώσεις: 1. Αν το αρχικό κεφάλαιο κίνησης ήταν αρνητικό, οριζόταν ως μηδέν.
2. Κεφάλαιο κίνησης = κυκλοφορούν ενεργητικό - βραχυχρόνιες υποχρεώσεις

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Βασικά συμπεράσματα III: Εξετάζοντας τη συμπίεση των ιδίων κεφαλαίων

- ✓ Παρά τη βελτίωση των εσόδων και την άμβλυνση της πίεσης της ρευστότητας το 2021 σε σύγκριση με το 2020, οι επιχειρήσεις δεν έμειναν αλώβητες.
- ✓ Το 2021, οι επιχειρήσεις με αρνητικά ίδια κεφάλαια υπολογίστηκαν σε 15,8% από 12% την προ COVID-19 περίοδο.
- ✓ Το επίπεδο των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων διευρύνθηκε κατά 96,7% το 2021 σε σύγκριση με την προ COVID-19 περίοδο, με αποτέλεσμα τα αρνητικά ίδια κεφάλαια να αγγίζουν τα €5,3 δισεκ.
 - Με άλλα λόγια, υπολογίσαμε ένα επιπλέον έλλειμμα ιδίων κεφαλαίων €2,6 δισεκ.
- ✓ Το 4,4% των επιχειρήσεων του δείγματός μας «σημαδεύτηκε» από την πανδημία, δεδομένου ότι την προ COVID-19 περίοδο είχε θετικά ίδια κεφάλαια και το 2021 εκτιμάται ότι είχε αρνητικά.
- ✓ Παρόλα αυτά, το 83,6% των επιχειρήσεων υπολογίστηκε με θετικά ίδια κεφάλαια τόσο την προ COVID-19 περίοδο όσο και το 2021.

Ίδια κεφάλαια ανά επιχείρηση, προ COVID-19 έναντι 2021 (εκατ. €)

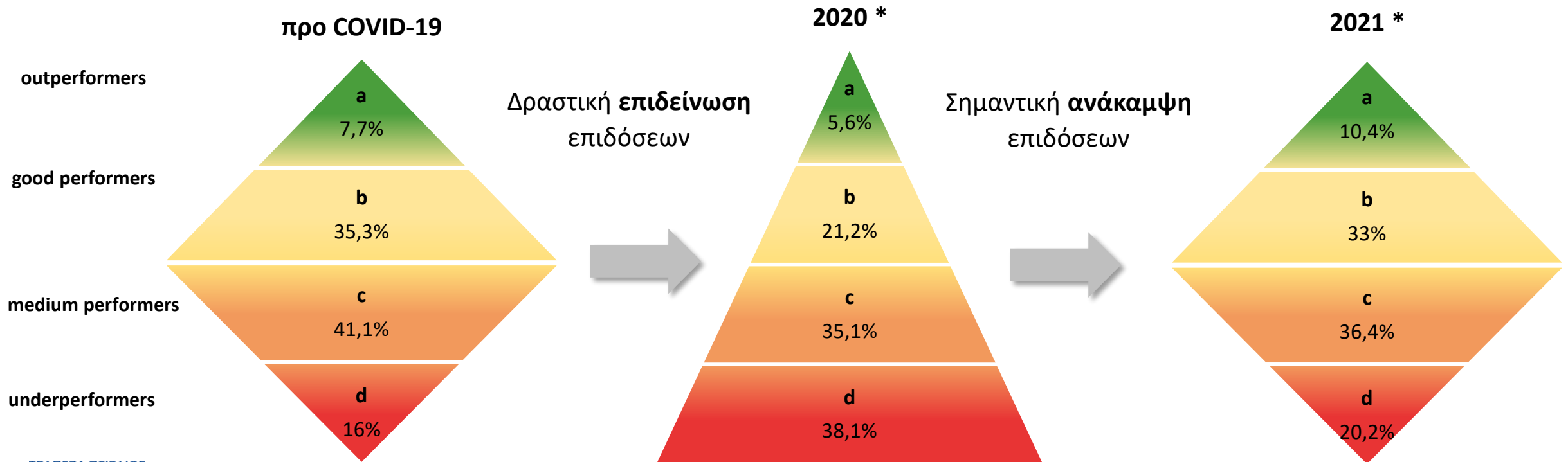


- ✓ Ορίζουμε μια επιχείρηση ως **φερέγγυα**, αν έχει θετικά ίδια κεφάλαια.
- ✓ Ορίζουμε μια επιχείρηση ως **αφερέγγυα**, αν έχει αρνητικά ίδια κεφάλαια, δηλαδή έχει έλλειμμα ιδίων κεφαλαίων.
- ✓ Ορίζουμε μια επιχείρηση ως **«σημαδεμένη»**, όταν έχει αρνητικά μετά COVID-19 ίδια κεφάλαια από θετικά προ COVID-19.
- ✓ Οι ακραίες τιμές έχουν απαλειφθεί από το διάγραμμα, αλλά περιλαμβάνονται στους υπολογισμούς. Κάθε κουκίδα του διαγράμματος διασποράς αντιστοιχεί σε μια επιχείρηση.

Βασικά συμπεράσματα IV: Εφαρμόζοντας τις προσομοιώσεις στο ERS

- ✓ Το 2020 ένας σημαντικός αριθμός εταιριών παρουσίασε επιδείνωση της αξιολόγησής τους.
- ✓ Μετά τη μακροοικονομική βελτίωση του 2021, οι περισσότερες εταιρίες επέστρεψαν στις προ COVID-19 αξιολογήσεις.
- ✓ Ωστόσο, καταγράψαμε υψηλότερη συγκέντρωση στα άκρα της κατανομής των αξιολογήσεων το 2021 σε σύγκριση με τις προ COVID-19 (δηλαδή στις βαθμολογίες “a” και “d”).

Κατανομή επιχειρήσεων ανά ERS Rating για 12.236 επιχειρήσεις



ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

*Για τις ανάγκες αξιολόγησης, οι δείκτες εκτός των αποδεκτών ορίων αντιμετωπίζονται σαν να βρίσκονταν στα ανώτατα και κατώτατα όρια.



Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

| | | |
|--|---------------------------|--|
| Λεκκός, Ηλίας | Lekkosi@piraeusbank.gr | Chief Economist |
| Παπιώτη, Λιάνα | Papiotie@piraeusbank.gr | Secretary |
| Greek & Regional Economics (GREC) Research Team | | |
| Βλάχου, Παρασκευή | Vlachoupar@piraeusbank.gr | Economist, Senior Manager |
| Στάγγελ, Ειρήνη | Staggelir@piraeusbank.gr | Head of Economic Research GREC, Director |

Στοιχεία επικοινωνίας:

Τηλ: +30 2103288187

Website: <https://www.piraeusbank.gr/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki>

Bloomberg Ticker: {PBGR<GO>}

LinkedIn: <https://www.linkedin.com/company/piraeus-bank>





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 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 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 εκπεφρασμένα 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.

