

ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Μια Χρήσιμη Οδός Χρηματοδότησης

Ζητήματα & Πλεονεκτήματα

για τις Ελληνικές Εισηγμένες Εταιρίες

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης, Χριστόφορος Ι. Μακρυάς (*)

Τα τελευταία χρόνια στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, εν μέσω της πενιχρής πορείας των τιμών των μετοχών, οι εισηγμένες εταιρίες καταφεύγουν στη σύναψη ομολογιακών δανείων (απλών, κοινοπρακτικών ή μετατρέψιμων σε μετοχές), προκειμένου να υλοποιήσουν τα επενδυτικά τους προγράμματα, να διασφαλίσουν την αναπτυξιακή τους πορεία, και να συντηρήσουν ή να βελτιώσουν τις χρηματιστηριακές τους αποτιμήσεις. Η εμπειρία των τελευταίων ετών από τις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες έχει αναδείξει μια σειρά θεμάτων, πλεονεκτημάτων, αλλά και προβλημάτων στην προσπάθεια έκδοσης ενός ομολογιακού δανείου, τα κυριότερα εκ των οποίων είναι τα ακόλουθα:

1. Ιστορικά, στη διεθνή αγορά δανεισμού παρατηρείται αύξηση των εκδόσεων εταιρικών ομολόγων συνήθως σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων και πληθωρισμού. Η εν λόγω τάση παρατηρήθηκε και στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά κατά τα τελευταία 4 περίπου έτη, με τις εγχώριες εισηγμένες εταιρίες να καταφεύγουν σε αυτή την ελκυστική – για τις περιόδους χαμηλών επιτοκίων – μορφή δανεισμού. Από την άλλη πλευρά όμως, αυτό ενδέχεται να «γυρίσει ως μπούμερανγκ» προς μια εισηγμένη επιχείρηση, όταν τα επιτόκια αρχίσουν να αυξάνονται και ταυτόχρονα η περίοδος αποπληρωμής του δανείου “αποδειχθεί” μεγάλη σε διάρκεια. Στην πράξη, τα επιτόκια της πλειοψηφίας των εταιρικών ομολογιακών δανείων είναι συνδεδεμένα με επίπεδα επιτοκίων τα οποία πλέον ορίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.), π.χ. «Euribor + 2%», και ενδεχόμενη άνοδος τους σε καιρούς περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, επιβαρύνει την εκάστοτε εισηγμένη εταιρία με επιπλέον κόστος δανεισμού (π.χ. άνοδος 100 μονάδων βάσεως σε δάνειο € 10 εκατ., επιβαρύνει μια εταιρία κατά € 100.000 το χρόνο).

2. Παρά το γεγονός ότι η αναδιαμόρφωση του δανεισμού μιας εταιρίας κρύβει αρκετές φορές παγίδες, εντούτοις σε περιπτώσεις αναχρηματοδότησης των βραχυπρόθεσμων και λοιπών μακροπρόθεσμων δανείων, ενδέχεται να υπάρξει σημαντική βελτίωση των όρων δανεισμού μιας εισηγμένης επιχείρησης. Ιδιαίτερα σήμερα, όπου τα επιτόκια κυμαίνονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, φαίνεται ότι συμφέρει τις επιχειρήσεις σε κάποιες περιπτώσεις να προχωρήσουν σε αναχρηματοδότηση των δανείων τους και την έκδοση νέου ομολογιακού δανείου, εξασφαλίζοντας:

- α. Χαμηλότερα επιτόκια, τα οποία σε μερικές περιπτώσεις μεταφράζονται σε βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της εισηγμένης εταιρίας,
- β. Οφέλη από συναλλαγματικές διαφορές (στην περίπτωση κατά την οποία έχει συναφθεί δάνειο σε άλλα νομίσματα), και
- γ. Μετατόπιση του χρόνου αποπληρωμής του δανείου, στοιχείο που ενδέχεται να βελτιώσει τις ταμειακές ροές μιας εταιρίας σε συγκεκριμένες επιθυμητές περιόδους.

3. Ένα σημείο προβληματισμού για μία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο εταιρία (η οποία ούτως ή άλλως καλείται να πληρώνει σημαντικά ετήσια έξοδα διαπραγμάτευσης) ενδέχεται να αποτελέσει και το υψηλό κόστος έκδοσης του ομολογιακού δανείου. Για την έκδοση ενός μετατρέψιμου σε μετοχές ομολογιακού δανείου, η εισηγμένη επιχείρηση πρέπει μεταξύ των άλλων να προετοιμάσει πλήρες ενημερωτικό δελτίο και να πραγματοποιήσει παρουσιάσεις σε θεσμικούς επενδυτές, γεγονός που αυξάνει το κόστος έκδοσης του δανείου, αλλά και που προϋποθέτει ότι το σενάριο μελλοντικής ανάπτυξης της εισηγμένης εταιρίας είναι πειστικό και ελκυστικό απέναντι στην εγχώρια και διεθνή επενδυτική κοινότητα.

4. Πέρα όμως από το ενδεχόμενο υψηλό της κόστος, η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου συνίσταται σήμερα για ένα πολύ σημαντικό λόγο, που δεν είναι άλλος από την ύπαρξη του ευρώ. Είναι αλήθεια ότι το ευρώ εγγυάται νομισματική σταθερότητα, καθιστώντας τα εταιρικά ομόλογα από Ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις ελκυστικότερα σε σχέση με το παρελθόν, και παράλληλα διευκολύνει την εξεύρεση επενδυτών από μέρους των εκδοτριών εταιριών. Αξίζει μάλιστα να σημειωθεί ότι παλαιότερα, αρκετά αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρίες του εξωτερικού έρχονταν αντιμέτωπες με σημαντικούς περιορισμούς αναφορικά με τις υπό εξέταση επενδύσεις τους στις ξένες αγορές κεφαλαίων. Η εν λόγω διεύρυνση του ενδιαφέροντος δημιουργεί επίσης το απαραίτητο βάθος στην αγορά δανεισμού, με αποτέλεσμα οι Ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις να διευκολύνονται στην άντληση υψηλότερων κεφαλαίων με ευνοϊκότερους όρους σε σύγκριση με το παρελθόν.

5. Κρίσιμος πάντως είναι ο τρόπος διάθεσης των κεφαλαίων του ομολογιακού δανείου, ο οποίος πρέπει να βασίζεται σε ορθολογικά κριτήρια.

α. Στο παρελθόν υπήρξαν περιπτώσεις στις οποίες τα κεφάλαια διατέθηκαν για ανεπιτυχείς επενδύσεις. Όπως όλοι γνωρίζουμε, το κόστος ενός εταιρικού ομολογιακού δανείου (δηλαδή η απόδοση για τον επενδυτή που θα το αγοράσει) υπερβαίνει την απόδοση ενός κρατικού ομολόγου με σκοπό να καθίσταται ελκυστικό προς το επενδυτικό κοινό, περικλείοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής δανειζοντας χρήματα σε επιχειρήσεις. Τα δε κεφάλαια του ομολογιακού δανείου, χρησιμοποιούνται τις περισσότερες φορές για την πραγματοποίηση επενδύσεων αναπτυξιακού χαρακτήρα. Όμως σε ορισμένες περιπτώσεις, οι επενδύσεις ενδέχεται να αποδώσουν λιγότερο από το κόστος του δανείου ($ROIC < \text{Interest Rate}$), όπως π.χ. μπορεί να συμβεί όταν η επένδυση κεφαλαίων για την αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας ενός εργοστασίου δεν εξασφαλίσει τελικά την άνοδο της κερδοφορίας της επιχείρησης, όπως αυτή υπολογίζεται στο επιχειρηματικό σχέδιο που καταθέτει η τελευταία στις χρηματιστηριακές ή τραπεζικές αρχές. Αυτό ίσως να συμβεί διότι διάφοροι εξωγενείς παράγοντες (όπως ανταγωνισμός, μακροοικονομικοί παράγοντες, ζήτηση προϊόντων / υπηρεσιών, κ.λ.π.) ενδέχεται να μην επιτρέψουν την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί στις πωλήσεις, όπως για παράδειγμα παρατηρείται σήμερα στο χώρο της υψηλής τεχνολογίας, της υγείας, και της κλωστοϋφαντουργίας στην Ελλάδα.

β. Επίσης μία θεμελιώδης ερώτηση είναι εάν η απόδοση της επένδυσης μπορεί να καλύψει ή να αποπληρώσει το συνολικό δάνειο στο τέλος της περιόδου; Με άλλα λόγια, ενδέχεται να υπάρξει η περίπτωση μιας εταιρίας η οποία αύξησε μέσω επενδύσεων την παραγωγική της δυναμικότητα σε σημείο που υπερέβη κατά πολύ την υπάρχουσα ζήτηση, ενώ από την άλλη πλευρά, οι αυξομειώσεις στις τιμές του παραγόμενου προϊόντος επηρέασαν σημαντικά την κερδοφορία της από έτος σε έτος. Σε μια τέτοια περίπτωση, όταν η επιχείρηση φτάσει στο έτος της αποπληρωμής του ομολογιακού δανείου ενδέχεται να μην διαθέτει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την ικανοποίηση των υποχρεώσεών της ή ακόμη και να κινδυνεύει με χρεοκοπία.

6. Τελικά μήπως με τη σύναψη ενός ομολογιακού δανείου, η εισηγμένη επιχείρηση μετατοπίζει στο μέλλον ένα πρόβλημα, το οποίο για αρκετό καιρό θα παραμένει άλυτο;

Ως γνωστό, η αναχρηματοδότηση των παλαιότερων δανείων – μέσω της σύναψης

νέων ομολογιακών δανείων με ευνοϊκότερους όρους - μετατοπίζει την υποχρέωση της αποπληρωμής των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης στο απώτερο μέλλον. Εάν η αναχρηματοδότηση τρεχουσών υποχρεώσεων πραγματοποιείται μέσω ενός νέου ομολογιακού δανείου, επειδή η εισηγμένη εταιρία δεν έχει επαρκείς ταμειακές ροές για να καλύψει τις εν λόγω τρέχουσες υποχρεώσεις της, τότε η διοίκηση της εισηγμένης εταιρίας θα πρέπει να εξετάσει με ιδιαίτερη προσοχή και βάσει ενός συντηρητικού – και όχι αισιόδοξου - σεναρίου εάν θα μπορέσει να πραγματοποιήσει κάτι ανάλογο στο μέλλον. Είναι δε αλήθεια ότι ορισμένες φορές η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου (απλού, κοινοπρακτικού ή μετατρέψιμου σε μετοχές) βασίζεται σε αντίστοιχο επιχειρηματικό πλάνο το οποίο εμπεριέχει προβλέψεις αποτελεσμάτων που «υποστηρίζουν» το σενάριο αύξησης της κεφαλαιακής επάρκειας της εισηγμένης εταιρίας στο μέλλον. Οι προβλέψεις αυτές τείνουν επίσης να βασίζονται σε αισιόδοξα σενάρια, τα οποία τις περισσότερες φορές δεν επαληθεύονται, επαναφέροντας μετά από ένα χρονικό διάστημα 2-3 ετών (συνήθως όταν «εντείνεται» η αποπληρωμή του δανείου) τα ταμειακά προβλήματα στην επιχείρηση.

7. Αξιοσημείωτη είναι η και η περίπτωση Ελληνικών εισηγμένων εταιριών οι οποίες προέβησαν στην έκδοση ομολογιακού δανείου με σκοπό την παράλληλη επιστροφή μέρους του μετοχικού κεφαλαίου τους στους μετόχους. Όμως αυτή η επιλογή μπορεί να ερμηνευθεί κατά καιρούς αρνητικά τόσο από την εγχώρια όσο και από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα. Με την κίνηση αυτή, η εισηγμένη εταιρία μπορεί να δείξει ότι ο λόγος του δανεισμού ήταν αποκλειστικά η επιστροφή ρευστών διαθέσιμων στους μετόχους της και η ικανοποίηση αυτών σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, υποδηλώνοντας παράλληλα σοβαρή αδυναμία της διοίκησης να αναζητήσει νέες μορφές επένδυσης και να αυξήσει τη λειτουργική κερδοφορία της επιχείρησης.

Συμπερασματικά, η σύναψη ομολογιακών δανείων για τις Ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις αποτελεί μία σημαντική διέξοδο στην προσπάθεια ανεύρεσης κεφαλαίων με προοπτική μακροπρόθεσμης αποπληρωμής, ιδιαίτερα όταν η χρηματοπιστωτική αγορά διανύει παρατεταμένη περίοδο ύφεσης. Ωστόσο, οι διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών καλούνται να εξετάσουν με ιδιαίτερη σύνεση αλλά και βάσει ενός συντηρητικού σεναρίου τις προοπτικές ανάπτυξής τους, επάνω στις οποίες άλλωστε θα βασισθεί η συμφωνία γύρω από τους όρους δανεισμού τους, προσφέροντας μια ελκυστική επενδυτική πρόταση στην αγορά κεφαλαίου.

(*) Υπεύθυνοι Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών

VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS (VRS)

www.iraj.gr - www.valueinvest.gr

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκίων οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
