
**ΕΚΘΕΣΗ (“Reporting”) ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ
από τις ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ
στην ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ**

Ποια Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Αποφεύγουν να
Εκθέτουν οι Εισηγμένες Εταιρίες στις Παρουσιάσεις τους
προς Θεσμικούς Επενδυτές & Αναλυτές

Η ΕΚΘΕΣΗ (“REPORTING”) ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΠΕΝΑΝΤΙ ΣΕ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ & ΑΝΑΛΥΤΕΣ

ΜΕΡΟΣ Α’

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Ποια Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Αποφεύγουν να Εκθέτουν οι Εισηγμένες Εταιρίες στις Παρουσιάσεις τους

Αν και το νοχελικό χρηματιστηριακό κλίμα υποτίθεται ότι «παροτρύνει» τις διοικήσεις των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών προς μία μεγαλύτερη και πιο εξειδικευμένη ενημέρωση προς τους θεσμικούς επενδυτές και αναλυτές - ως ένδειξη της εντονότερης θέλησής τους να αναδειχθούν οι πραγματικές διαστάσεις των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων ή των αναπτυξιακών τους ρυθμών – εντούτοις στις ημέρες μας εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικά «χάσματα» πληροφόρησης όσον αφορά σε εξειδικευμένα στοιχεία χρηματοοικονομικής φύσης που διευκολύνουν την ανάπτυξη μοντέλων προβλέψεως μελλοντικής κερδοφορίας.

Οι κυριότεροι – πλην όμως ενδεικτικοί και συνεπώς μη εξαντλητικοί - τομείς στους οποίους παρατηρούνται αξιοσημείωτες αδυναμίες εκ μέρους των διοικήσεων των εισηγμένων εταιριών να διαφωτίσουν στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό τους επαγγελματίες της αγοράς, είναι οι ακόλουθοι:

Αναλυτική Κατανομή Πωλήσεων (Turnover Breakdown): Ανάλυση Πωλήσεων Ομίλου ανά Εταιρία (Μητρική & θυγατρικές), Γεωγραφική Περιοχή, Νόμισμα Τιμολόγησης, Χώρα Παραγωγής, Τομέα Δραστηριότητας (παραγωγή ή εμπόριο κ.λ.π.). Τα παραπάνω αποτελούν ορισμένα ενδεικτικά και μόνον κριτήρια, τα οποία θα έπρεπε να γνωστοποιούνται με συστηματικό τρόπο στις εταιρικές παρουσιάσεις. Αντιθέτως, στην πράξη, οι εισηγμένες εταιρίες τείνουν να χρησιμοποιούν ένα γενικό κριτήριο ανάλυσης του κύκλου εργασιών τους – όπως για παράδειγμα την ανάλυση ανά κατηγορία δραστηριότητας (βιομηχανική ή / και εμπορική), ενώ αποφεύγουν να «μιλήσουν» και για άλλα κρίσιμα μεγέθη τους, όπως τις μέσες τιμές πώλησης των προϊόντων τους ή

γενικότερα για την τιμολογιακή τους πολιτική σε ποιοτικούς όρους. Είναι ενδεικτικό ότι οι ίδιες εταιρίες συνηθίζουν να επικαλούνται ως αιτία για την παραπάνω τακτική, τις οξύτερες συνθήκες ανταγωνισμού, οι οποίες «επιβάλλουν» στις διοικήσεις τους να είναι όσον το δυνατό φειδωλές απέναντι σε μία πληρέστερη ανάλυση των πωλήσεών τους. Επίσης όσον αφορά στην κατηγοριοποίηση βάσει του ΣΤΑΚΟΔ (η παρουσίαση της οποίας είναι υποχρεωτική στις λογιστικές καταστάσεις), μάλλον θα πρέπει να αποδίδεται μικρότερη έμφαση σε αυτήν, καθώς δεν είναι ιδιαίτερα πρακτική και κατανοητή σε ποιοτικούς ή ποσοτικούς όρους από χρηματοοικονομικούς αναλυτές και θεσμικούς επενδυτές. Όμως, και αυτή ακόμη η ανάλυση όταν παρέχεται, αφορά συνήθως μόνον στην τελευταία (τρέχουσα) λογιστική περίοδο και όχι και στην αμέσως προηγούμενη, οπότε καθίσταται εκ των πραγμάτων ανέφικτη η σύγκριση με προηγούμενες χρονικές περιόδους και η διάγνωση τάσεων σε επίπεδο οικονομικών μεγεθών.

Διαχωρισμός των Αγορών Δραστηριοποίησης ανά Ευρύτερη Γεωγραφική Περιοχή. Στην περίπτωση αυτήν, πέραν της Ελληνικής αγοράς – όπου και εδώ θα πρέπει αυτονόητα να υπάρχει ανάλυση σε αστικά και μη κέντρα – είναι απαραίτητος ο καταμερισμός των πωλήσεων σε διαφορετικές χώρες / οικονομίες, καθώς και σε διαφορετικά ιστορικά χρονικά διαστήματα, ώστε να διαπιστώνονται οι ειδικότερες τάσεις εξέλιξης των αντίστοιχων οικονομικών μεγεθών με βάση το γεωγραφικό κριτήριο. Επίσης, οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης των πωλήσεων θα πρέπει να παρέχονται στο επίπεδο των επιμέρους γεωγραφικών αγορών (τόσο σε όρους εγχώριου νομίσματος όσο και σε όρους Ευρώ), καθώς και ανά κατηγορία πωλήσεων / δραστηριότητα. Τα στοιχεία αυτά είναι ιδιαίτερος απαραίτητα για τις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες που έχουν επιτύχει μέχρι σήμερα σημαντική διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων τους.

Αμέσως πιο κάτω εμφανίζεται μία πρόσθετη ομάδα παραμέτρων (σε συνδυασμό με τις επιμέρους διαστάσεις τους), τις οποίες οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές αναζητούν συνήθως με δυσκολία από τις εισηγμένες εταιρίες και τους εκπροσώπους τους:

(I) Χαρτοφυλάκιο Προϊόντων (Product Portfolio): Στοιχεία ανά προϊόν, συμμετοχή κάθε προϊόντος στις συνολικές πωλήσεις, διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου μέσω νέων προϊόντων, μελλοντικοί στόχοι εμπλουτισμού του χαρτοφυλακίου προϊόντων.

(II) Πολιτική Τιμών: Παρουσίαση επιδερμικών ή αναλυτικών (ανάλογα με το βαθμό ευαισθησίας) στοιχείων τιμολογιακής πολιτικής, καθώς και εκτενής αναφορά σε ιστορικές επιδράσεις από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις περιπτώσεις των εισηγμένων εταιριών με έντονη παρουσία στις διεθνείς αγορές. Αυτή η πληροφόρηση δύναται να παρασχεθεί για λόγους καλύτερης «καθοδήγησης» («guidance») της αγοράς από μέρους των διοικήσεων, ώστε να αποφεύγονται φαινόμενα

«ομιχλώδους τοπίου» στην ερμηνεία των απότομων μεταβολών των οικονομικών μεγεθών, οι οποίες σήμερα - λόγω και της μη ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας – είναι ιδιαίτερα συχνές.

(III) Παραγωγική Δυναμικότητα και Βαθμός Χρήσης Παραγωγικών Εγκαταστάσεων (Production Capacities & Utilization Rates): Τα στοιχεία αυτά αφορούν σε εργοστάσια ή παραγωγικές μονάδες μιας εισηγμένης εταιρίας, η οποία δεν θα πρέπει να παραλείπει την παρουσίαση επιπρόσθετων στοιχείων ως προς ενδεχόμενες μελλοντικές μεταβολές αυτών.

Η Παρουσίαση των Περιοδικών Αποτελεσμάτων: Από την άλλη πλευρά, σήμερα παρατηρείται μία εξίσου φειδωλή παρουσίαση χρηματοοικονομικών στοιχείων σε επίπεδο τριμήνου, φαινόμενο το οποίο είτε αποτελεί συνειδητή συμπεριφορά των εισηγμένων εταιριών (η οποία «συνηθίζεται» σε περιόδους μη ευνοϊκών αποτελεσμάτων), είτε προέρχεται από την ελλιπή κατανόηση από μέρος των εκπροσώπων τους των βασικών αναγκών εξειδικευμένης ενημέρωσης των επαγγελματιών της αγοράς. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό το γεγονός, ότι η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιριών αποφεύγει να παρουσιάζει τα περιοδικά τους αποτελέσματα ανά τρίμηνο (προσέγγιση η οποία είναι πιο αντικειμενική, αλλά και πιο ενδεικτική των πραγματικών εξελίξεων), παραμένοντας κατ' αυτόν τον τρόπο προσηλωμένη αποκλειστικά και μόνο στην αθροιστική παρουσίαση των οικονομικών τους μεγεθών (ανά 6μηνο, 9μηνο, κ.λ.π.). Η τελευταία προσέγγιση είναι βεβαίως διαμετρικά αντίθετη με την πρακτική που επικρατεί στις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές του εξωτερικού, με αποτέλεσμα να μην γίνεται κατανοητή - ως προς τη χρησιμότητά της - κυρίως από τους ξένους θεσμικούς επενδυτές ή αναλυτές. Οι λόγοι για τους οποίους οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες προτιμούν την πρώτη μέθοδο παρουσίασης των τριμηνιαίων αποτελεσμάτων τους, συνδέονται - μεταξύ των άλλων - και με την επιθυμία τους να γνωστοποιηθούν όσο το δυνατό λιγότερα στοιχεία αναφορικά με την εποχικότητα των πωλήσεών τους, με ενδεχόμενες αρνητικές επιπτώσεις σε επίπεδο χρηματοοικονομικών επιδόσεων, ή τέλος αναφορικά με παραμέτρους η επεξήγηση των οποίων θα απαιτούσε ακόμη μεγαλύτερη γνωστοποίηση εσωτερικών στοιχείων πληροφόρησης.

Ανάλυση Κόστους, Αποσβέσεων και Περιθωρίων Κέρδους: Η ανάλυση του κόστους και των αποσβέσεων κρίνεται ως ιδιαίτερα χρήσιμη όταν προσφέρεται τόσο ανά ημερολογιακό έτος όσο και ανά τρίμηνο. Πιο συγκεκριμένα, καθώς η ανάλυση του κόστους και των αποσβέσεων για μία ετήσια οικονομική χρήση διατίθεται μέσω του ετήσιου απολογισμού της εισηγμένης εταιρίας την περίοδο Μαΐου – Ιουνίου του επόμενου έτους, η ανάγκη των χρηματοοικονομικών αναλυτών για μία αρτιότερη και συστηματικότερη – ανά τρίμηνο - γνωστοποίηση των εν λόγω στοιχείων εξακολουθεί να υφίσταται σε έντονο βαθμό. Επίσης, υπογραμμίζεται το γεγονός ότι οι τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις δεν παραθέτουν

ανάλυση των παραπάνω χρηματοοικονομικών στοιχείων, με αποτέλεσμα η ενδεχόμενη γνωστοποίηση αυτών να εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων των εισηγμένων εταιριών. Τέλος, η ανάγκη γνώσης από μέρους των επαγγελματιών της αγοράς αναλυτικών στοιχείων (μικτού ή καθαρού (π.φ.) περιθωρίου κέρδους ανά τομέα δραστηριότητας και ταυτόχρονα ανά τρίμηνο ή / και έτος, παραμένει μεν σε πλήρη ισχύ, αλλά δυστυχώς από την άλλη πλευρά τυγχάνει περιορισμένης ανταπόκρισης από τους εκπροσώπους των εισηγμένων εταιριών.

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές και Λειτουργικά Κέρδη: Στον τομέα αυτό φαίνεται να υπάρχει μία ιδιόμορφη «ταλάντευση» σε επίπεδο παροχής πληροφόρησης από τις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες προς αναλυτές και θεσμικούς επενδυτές. Οι εν λόγω εταιρίες δείχνουν – στην πλειοψηφία τους - να μην επιθυμούν την παράθεση στοιχείων ταμειακών ροών τόσο ανά έτος, όσο και ανά τρίμηνο, ακόμη και σε περιόδους κατά τις οποίες μάλλον θα τις ευνοούσε η υιοθέτηση αυτής της στρατηγικής. Στο σημείο αυτό βέβαια, θα μπορούσε να αντιταχθεί το επιχείρημα ότι στον Ετήσιο Απολογισμό και Ετήσιο Δελτίο τους, οι εισηγμένες εταιρίες υποχρεώνονται να παρουσιάζουν πλήρη έκθεση ταμειακών ροών για το έτος αναφοράς. Όμως και εδώ, ο τύπος της σχετικής κατάστασης των ταμειακών ροών (η παρουσίαση της οποίας ορίζεται ως υποχρεωτική από τις αρμόδιες χρηματιστηριακές αρχές) δεν θεωρείται ιδιαίτερα πρακτικός. Ειδικότερα, εμπεριέχει – συνήθως - αρκετά αριθμητικά στοιχεία, τα οποία δεν προέρχονται από τις αντίστοιχες λογιστικές καταστάσεις, αλλά από εσωτερικά λογιστικά στοιχεία των εν λόγω εισηγμένων εταιριών, και επίσης δεν παραθέτει συγκριτικά στοιχεία προηγούμενων ετών, ώστε να εξάγονται και τα ανάλογα συμπεράσματα. Στην περίπτωση, των λειτουργικών κερδών (γνωστών και ως EBITDA – κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων), οι διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών υπερεκτιμούν την ανάγκη προβολής τους, ακόμη και σε περιόδους κατά τις οποίες οι εν λόγω εταιρίες βρίσκονται σε φάση υψηλών επενδυτικών προγραμμάτων. Άλλωστε θα πρέπει να υπογραμμισθεί το γεγονός ότι ο τρόπος αποτίμησης μιας εταιρίας βάσει του θεωρητικού / δίκαιου EBITDA (και των παραγώγων δεικτών του) δεν ήταν και δεν είναι ιδιαίτερα δημοφιλής στις διεθνείς αγορές μετοχών, συνεπώς η συστηματική προβολή του μάλλον αποτελεί δείγμα αδυναμίας στην ανάπτυξη πειστικότερων επιχειρημάτων για την ελκυστικότητα μιας εταιρίας και της αντίστοιχης μετοχής της.

Η Ανάλυση των Διακυμάνσεων και των Μεταβολών - «Variance Analysis» - πραγματοποιείται συνήθως από μέρους μιας εισηγμένης εταιρίας, προκειμένου η τελευταία να επισημάνει τους ειδικούς παράγοντες που επέδρασαν στα αποτελέσματα της υπό εξέταση οικονομικής περιόδου, σε σύγκριση με τους αντίστοιχους παράγοντες της προηγούμενης χρονικής περιόδου. Μέσω της παραπάνω αναλυτικής οπτικής γωνίας, γίνεται συνήθως μία εκτενής αναφορά σε συγκυριακούς ή μη λόγους διαμόρφωσης των περιοδικών και των ετήσιων αποτελεσμάτων, καθώς και σε πρωτοεμφανιζόμενους παράγοντες, οι οποίοι στο μέλλον θα συνεχίζουν

να επηρεάζουν τα οικονομικά αποτελέσματα της υπό εξέταση εισηγμένης εταιρίας. Επισημαίνεται ότι αυτού του τύπου η ανάλυση παρέχεται πολύ σπάνια στην Ελληνική αγορά, ενώ στην πλειοψηφία των περιπτώσεων όταν κάτι τέτοιο συμβαίνει, η σχετική πληροφόρηση προέρχεται συνήθως από – επιλεκτικές - εισηγμένες εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips). Πάνω απ' όλα βέβαια είναι και θέμα επενδυτικής κουλτούρας μιας εισηγμένης εταιρίας να αντιληφθεί τη σημασία ή την κρισιμότητα αυτού του είδους της πληροφόρησης προς τους επαγγελματίες της αγοράς.

Θέματα Ενοποίησης Λογιστικών Καταστάσεων: Είναι συχνό φαινόμενο οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές να αναζητούν κρίσιμα στοιχεία αναφορικά με την ενοποίηση θυγατρικών εταιριών υπό τη σκέπη μιας εισηγμένης εταιρίας. Πρόκειται για ένα ιδιαίτερα ευαίσθητο πεδίο πληροφόρησης, καθώς σήμερα η αποτίμηση των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών πραγματοποιείται βάσει ενοποιημένων στοιχείων και όχι βάσει στοιχείων μητρικής εταιρίας. Στην περίπτωση αυτή, θα ήταν χρήσιμο να παρουσιάζονται τα χρηματοοικονομικά μεγέθη – σε ετήσια και περιοδική βάση – των θυγατρικών εταιριών που ενοποιούνται με τη μητρική εταιρία, τα ποσοστά συμμετοχής της μητρικής εισηγμένης εταιρίας σε αυτές – τόσο για το τρέχον όσο και για το προηγούμενο οικονομικό έτος – καθώς και οι μέθοδοι ενοποίησης (πλήρης ενοποίηση ή μέθοδος της καθαρής θέσης, για το τρέχον και το προηγούμενο οικονομικό έτος). Επίσης πρέπει να παρέχεται μία σαφής αναφορά ως προς εάν οι περιοδικές μεταβολές οικονομικών αποτελεσμάτων (πωλήσεων ή κερδών) είναι συγκρίσιμες, ή οφείλονται στην ενοποίηση νέων εταιριών, ή στη μη ενοποίηση εταιριών οι οποίες παλαιότερα ενοποιούνταν, ή και στις δύο αιτίες. Παράλληλα, μέσα στο πλαίσιο της παραπάνω πληροφόρησης είναι εξίσου εποικοδομητική, η παροχή ενός «guidance» όσον αφορά στα δικαιώματα μειοψηφίας, καθώς οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές δεν είναι εκ των πραγμάτων σε θέση να υπολογίζουν ξεχωριστά τις μελλοντικές κερδοφορίες των ενοποιούμενων θυγατρικών εταιριών.

Ο Λογαριασμός των Συμμετοχών: Στον τομέα αυτόν, επικρατεί συνήθως μία ακόμη μεγαλύτερη «ασάφεια», καθώς απαιτούνται συστηματικότερα στοιχεία πληροφόρησης, τα οποία οι διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών αποφεύγουν να εκθέτουν στις παρουσιάσεις τους. Επισημαίνεται ότι ο λογαριασμός «Συμμετοχές» τείνει να είναι διαφορετικός μεταξύ του μητρικού και του ενοποιημένου ισολογισμού, ακριβώς διότι στην ενοποιημένη λογιστική κατάσταση, ο εκάστοτε όμιλος δεν εμφανίζει στις συμμετοχές του, τις εταιρίες εκείνες που ενοποιεί. Θυγατρικές εταιρίες με αρνητικές υπεραξίες όταν ενοποιούνται, είτε επιβαρύνουν τα ίδια κεφάλαια ενός Ομίλου, είτε εμφανίζονται με υψηλή φήμη και πελατεία («goodwill»), δημιουργώντας όμως προβληματισμό ως προς την όποια πιθανή μελλοντική τους επίπτωση στα τελικά αποτελέσματα («bottom line») της εισηγμένης εταιρίας. Από την άλλη πλευρά, αν και οι εκάστοτε σημειώσεις των ορκωτών ελεγκτών βοηθούν προς την κατεύθυνση της μερικής αποσαφήνισης των οικονομικών μεγεθών (και στοιχείων όπως η πιθανή θετική ή αρνητική υπεραξία), εντούτοις δεν κρίνονται ως επαρκείς, καθώς

απαιτούνται πρόσθετα ανά τρίμηνο - και όχι μόνον ανά έτος - στοιχεία όπως μεταξύ των άλλων τα ακόλουθα: Κόστος κτήσης και τρέχουσα αξία ή εσωτερική λογιστική αξία (εφόσον η θυγατρική δεν είναι εισηγμένη) της κάθε συμμετοχής. Παράλληλα, η διοίκηση μιας εισηγμένης εταιρίας θα ήταν χρήσιμο να αποκρυσταλλώνει την πολιτική μεταχείρισης του ευαίσθητου θέματος των αρνητικών υπεραξιών, ώστε να είναι γνωστή εκ των προτέρων η πάγια συμπεριφορά της (επιλογή επιβάρυνσης μεταξύ ιδίων κεφαλαίων ή αποτελεσμάτων) σε ανάλογες περιστάσεις εάν αυτές προκύψουν στο μέλλον.

Ο Πραγματικός Φορολογικός Συντελεστής: Η κρισιμότητα αυτού του στοιχείου αποδεικνύεται από το γεγονός ότι οι κατά καιρούς αποκλίσεις σε προβλέψεις κερδών ανά μετοχή που εκπονούνται από διάφορους αναλυτές οφείλονται σε σημαντικό βαθμό στην υιοθέτηση ενός διαφορετικού πραγματικού φορολογικού συντελεστή (effective tax rate). Όσον αφορά δε στις μελλοντικές οικονομικές χρήσεις, η εισηγμένη εταιρία θα πρέπει να διατυπώνει την άποψή της ως προς το επίπεδο του πραγματικού φορολογικού συντελεστή ο οποίος αντιπροσωπεύει καλύτερα τη μελλοντική της λειτουργία, ώστε να δημιουργείται μία σχετική «ομοφωνία» στη χρήση αυτού του ποσοστού στα μοντέλα χρηματοοικονομικών προβλέψεων. Τέλος, η εισηγμένη εταιρία είναι χρήσιμο να διευκρινίζει εάν ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής υπολογίζεται επί των καθαρών της κερδών μετά ή πριν από τα δικαιώματα μειοψηφίας (στην περίπτωση αναφοράς σε ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη).

Κόστος Τραπεζικού Δανεισμού: Το ύψος του κόστους δανεισμού αποτελεί βασική παράμετρο στην αποτίμηση μιας εισηγμένης εταιρίας, καθώς μέσω αυτού του στοιχείου αλλά και ορισμένων πρόσθετων παραμέτρων εξάγεται το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου. Η δε ανάλυση των υποχρεώσεων είναι ιδιαίτερα χρήσιμη τόσο σε ετήσια όσο και σε τριμηνιαία βάση, και όχι μόνον απαραίτητα στα πλαίσια της δημοσίευσης των λογιστικών καταστάσεων. Ειδικότερα όσον αφορά στα τραπεζικά δάνεια μιας εισηγμένης εταιρίας, σημαντικοί τομείς πληροφόρησης είναι τα στοιχεία του χρόνου διάρκειάς τους, των επιτοκίων και των αντίστοιχων νομισμάτων στα οποία αυτά εκφράζονται, ενώ δεν είναι εκτός των «κανόνων της καλής συμπεριφοράς» μιας εισηγμένης εταιρίας να παρουσιάζεται η «προσωπική» της εκτίμηση για το μέσο κόστος δανεισμού, το οποίο επιτυγχάνει όταν αντλεί ξένα κεφάλαια από την αγορά. Παράλληλα, σε περιπτώσεις εταιριών με υψηλή έκθεση στον τραπεζικό δανεισμό, καθώς και σε μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η αναφορά των διοικήσεών τους σε ενδεχόμενες στρατηγικές αναχαίτισης ρίσκου θα μπορούσε να συμβάλλει στην εκπόνηση ακριβέστερων προβλέψεων από μέρους των αναλυτών. Όμως και σε αυτόν τον ευρύτερο τομέα πληροφόρησης, τα τριμηνιαία αποτελέσματα των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών εξακολουθούν - εδώ και αρκετά χρόνια - να μην είναι ιδιαίτερα διαφωτιστικά. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων οι 3μηνιαίες λογιστικές καταστάσεις παρουσιάζουν το σύνολο των

βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, «αποφεύγοντας» την περαιτέρω ανάλυση αυτών, ώστε να διαφανεί το ακριβές μέγεθος του τραπεζικού δανεισμού (ανά τακτά χρονικά διαστήματα).

Πρόγραμμα Επενδυτικών / Κεφαλαιουχικών Δαπανών (Capex): Η παράθεση του μελλοντικού επενδυτικού προγράμματος από τις εισηγμένες εταιρίες θα πρέπει να γίνεται τόσο σε ποιοτικούς όσο και σε ποσοτικούς όρους. Ειδικότερα, κρίνεται χρήσιμη η παρουσίαση του επενδυτικού προγράμματος ανά κατηγορία επένδυσης (παγίων στοιχείων και εξαγορών εταιριών) και ανά μελλοντικό έτος, εφόσον υπάρχει αντίστοιχο επιχειρηματικό σχέδιο, με παράλληλη αναφορά των προτεινόμενων πηγών χρηματοδότησης του εν λόγω επενδυτικού πλάνου. Με τον τρόπο αυτόν, προσφέρονται μεγαλύτερες και ρεαλιστικότερες κατευθύνσεις – η χρήση των οποίων βέβαια εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια αναλυτών και θεσμικών επενδυτών – όσον αφορά στη διατύπωση προβλεπόμενων μεγεθών, όπως στοιχείων ενεργητικού και καθαρής θέσης μιας εισηγμένης εταιρίας. Δυστυχώς και σε αυτήν την περίπτωση, τα παραπάνω στοιχεία «προσφέρονται» σπάνια και από επιλεκτικές εισηγμένες εταιρίες προς τους ενδιαφερόμενους επαγγελματίες της αγοράς.

Αναφορά στη Μετοχική Σύνθεση: Η ολοκληρωμένη αναφορά στη μετοχική σύνθεση μιας εισηγμένης εταιρίας θα πρέπει να περιλαμβάνει – τουλάχιστον - τις ακόλουθες κατηγορίες: Κύριους Μετόχους (βάσει ενός ελάχιστου ποσοστού συμμετοχής - αναλυτική παρουσίαση), Έλληνες Θεσμικούς Επενδυτές (με αναλυτική παρουσίαση ορισμένων εξ' αυτών), Ξένους Θεσμικούς Επενδυτές (με αναλυτική παρουσίαση ορισμένων εξ' αυτών), Σημαντικούς Μετόχους (βάσει ενός ελάχιστου ποσοστού συμμετοχής - αναλυτική παρουσίαση των σημαντικότερων), καθώς και το Ευρύ Επενδυτικό Κοινό (free float). Παράλληλα, δεν θα πρέπει να παρέχεται μόνο η πιο πρόσφατη – χρονικά - αναλυτική μετοχική σύνθεση, αλλά και οι αντίστοιχες μετοχικές συνθέσεις πριν από ένα έτος και πριν από δύο έτη (για λόγους συγκρισιμότητας). Τέλος, είναι χρήσιμη η καθοδήγηση (guidance) από μέρους των διοικήσεων ως προς το ποσοστό εκείνων των θεσμικών επενδυτών και μετόχων – πέραν των βασικών ιδιοκτητών της εισηγμένης εταιρίας – που θεωρούνται ως στρατηγικοί μέτοχοι και διαθέτουν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα στην αντίστοιχη μετοχή. Αν και τα παραπάνω δεδομένα δεν έχουν ακόμη εφαρμοσθεί από τις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες (τουλάχιστον από την πλειοψηφία τους), σαφώς θα συνιστούσαν έναν τρόπο μέσω του οποίου οι επαγγελματίες της αγοράς θα αντιλαμβάνονταν αποτελεσματικότερα το επίπεδο της εμπορευσιμότητας της αντίστοιχης μετοχής, τις εισροές / εκροές συναλλαγών από έτος σε έτος, τη «βραχυχρόνια» ή τη «μακροχρόνια» φύση της μετοχικής σύνθεσης, αλλά και το βαθμό πίστης των βασικών μετόχων προς τις προοπτικές της εταιρίας.

Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα: Παρά τη φανερά ευαισθησία των εισηγμένων εταιριών απέναντι στην πρόκληση αυτήν του κοντινού

μέλλοντος, οι διοικήσεις τους δεν προβαίνουν συνήθως στη διατύπωση των προθέσεων τους αναφορικά με την υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards). Πιο συγκεκριμένα, δεν φαίνεται να γίνεται «καθαρός» λόγος περί της συγκεκριμένης χρονικής στιγμής προσαρμογής των λογιστικών καταστάσεων στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, ή περί των πιθανών επιπτώσεων αυτής της προσαρμογής στους λογαριασμούς της εκάστοτε εισηγμένης εταιρίας. Αυτό δυστυχώς με τη σειρά του έχει ως αποτέλεσμα, τα μοντέλα χρηματοοικονομικών προβλέψεων που εφαρμόζονται από τους αναλυτές της αγοράς να μην ενσωματώνουν τις αντίστοιχες μεταβολές σε καίρια μελλοντικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων, στα οποία βασίζονται συνήθως θεμελιώδεις υποθέσεις (assumptions) αποτίμησης.

Ομάδα Συγκρίσιμων Εταιριών (Peer Group): Η καθοδήγηση των αναλυτών και των θεσμικών επενδυτών ως προς τις εταιρίες οι οποίες σε Ελληνικό και κυρίως σε Ευρωπαϊκό επίπεδο είναι συγκρίσιμες – σε όρους αποτίμησης - με την υπό εξέταση Ελληνική εισηγμένη εταιρία πρέπει να θεωρείται ως έργο της διοίκησης της τελευταίας. Αρκετές φορές οι διοικήσεις των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών προτιμούν να μην «αγγίζουν» το εν λόγω ζήτημα για τους ακόλουθους λόγους:

- (α) Δεν κρίνεται συμφέρουσα η σύγκριση της μετοχής τους – σε επίπεδο αποτίμησης – με τις αντίστοιχες Ελληνικές ή Ευρωπαϊκές μετοχές,
- (β) Δεν έχουν πλήρη γνώση του ειδικότερου κλάδου δραστηριοποίησης της εταιρίας τους σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, με αποτέλεσμα να αποφεύγουν τη παράθεση ενδεικτικών εταιριών διεθνούς εμβέλειας,
- (γ) Θεωρούν την εταιρία τους μοναδική περίπτωση, καθώς η δραστηριότητά της αλλά και η σύνθεση των πωλήσεών της δεν συναντά ανάλογα παραδείγματα στην Ελλάδα ή το εξωτερικό.

Όμως και σε αυτήν την περίπτωση, οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες δείχνουν να παραμερίζουν το γεγονός ότι η συγκριτική αποτίμηση εταιριών (βάσει των διαφόρων δεικτών αποτίμησης, όπως για παράδειγμα του πολλαπλασιαστή κερδών - δείκτη P/E), θεωρείται η υπ' αριθμόν 1 μέθοδος επιλογής, ή μη, μετοχών τόσο από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές όσο και από τους θεσμικούς επενδυτές στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Τελικά Συμπεράσματα

Είναι γενικά αποδεκτό ότι οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες ωφελούνται σε σημαντικό βαθμό όταν αυξάνεται ο βαθμός της εξειδικευμένης πληροφόρησης που παρέχουν προς τους θεσμικούς επενδυτές, αλλά και τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές. Σε θεωρητικό επίπεδο, η υιοθέτηση αυτής της πολιτικής και η συστηματική διάχυση ουσιαστικής – και όχι επιδερμικής - πληροφόρησης προς τους ενδιαφερόμενους αποδέκτες αυξάνει το βάθος της αγοράς μιας μετοχής, βελτιώνει σταδιακά την εμπορευσιμότητά της, αλλά ταυτόχρονα μειώνει το κόστος κεφαλαίου που αποτελεί τον κινητήριο άξονα επενδύσεων και ανάπτυξης μιας εισηγμένης εταιρίας. Από την άλλη πλευρά όμως, οι εισηγμένες εταιρίες εξακολουθούν στην πράξη να παραμένουν ιδιαίτερα φειδωλές απέναντι στη διάχυση εξειδικευμένης πληροφόρησης, η οποία έχει προστιθέμενη αξία για τους επαγγελματίες της αγοράς. Καθώς οι μέθοδοι χρηματοοικονομικής ανάλυσης που σήμερα εφαρμόζονται και τα επενδυτικά κριτήρια που υιοθετούνται στην επιλογή μετοχών, γίνονται ολοένα και πιο πολυδιάστατα, οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες θα πρέπει να ανταποκριθούν σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό στις νέες ανάγκες της χρηματιστηριακής αγοράς σε επίπεδο πληροφόρησης. Με τον τρόπο αυτό, οι εν λόγω εταιρίες θα είναι σε θέση να διαφωτίσουν τους ενδιαφερόμενους αποδέκτες με επιπρόσθετα στοιχεία σε τομείς που έως σήμερα παραμένουν ελλιπείς, αλλά είναι ωστόσο ζωτικής σημασίας για την ορθή αποτίμηση των μετοχών τους και την εμφάνιση της πραγματικής τους αξίας στο Χρηματιστήριο.

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest
www.valueinvest.gr
Investment Research & Analysis Journal
www.iraj.gr

ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

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 μέρος 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.
