



**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών
Σπουδών
στη Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση
Στρατηγικών Αποφάσεων
Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

Διπλωματική Εργασία

**«Εκδόσεις Διαπραγματεύσιμων Ομολογιακών Δανείων -
Η εναλλακτική λύση χρηματοδότησης των ελληνικών
εισηγμένων εταιρειών»
(Negotiable Bonds – The alternative source of capital
for the Greek listed companies)**

της Δανάης Βαρδάκη

Επιβλέπων Καθηγητής : Ιωάννης Ταμπακούδης

**Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων**

Φεβρουάριος 2021

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής διπλωματικής μου εργασίας θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Ιωάννη Ταμπακούδη για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε κατά την διάρκεια των σπουδών μου και την τιμή που μου έκανε να συνεργαστούμε επιστημονικά στην διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την στήριξη που μου παρείχε σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Περίληψη

Η χρηματοοικονομική κρίση που αντιμετώπισε η Ελλάδα από το 2009, είχε ως συνέπεια την αδυναμία πρόσβαση της χώρας σε χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές. Η συμφωνία αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους το 2012 (PSI), οδήγησε τις εγχώριες τράπεζες σε περιορισμένη, πολύ ακριβή και με αυστηρά κριτήρια δανειοδότηση των επιχειρήσεων. Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, στην παρούσα διπλωματική εργασία, εξετάζουμε, για την περίοδο 2012-2019, πως ενήργησαν και πως προσαρμόστηκαν στις νέες συνθήκες οι Όμιλοι ΟΤΕ, Ελληνικά Πετρέλαια, Motor Oil, Μυτιληναίος και Τσιμέντα ΤΙΤΑΝ. Μελετήσαμε την στροφή των επιχειρήσεων αυτών, για χρηματοδότηση, στις κεφαλαιαγορές, με τις εκδόσεις εγχώριων αλλά και διεθνών διαπραγματεύσιμων ομολόγων. Εξετάσαμε την διάρθρωση του δανεισμού τους και την μετατροπή του από τραπεζικές συμβάσεις σε ομολογιακές εκδόσεις. Επιλέξαμε τις επιχειρήσεις με κριτήριο το μέγεθος, το επενδυτικό τους πρόγραμμα, την αναγνωρισιμότητα τους στην επενδυτική κοινότητα και τον αριθμό των ομολογιακών εκδόσεων στην εξεταζόμενη περίοδο – να είναι τουλάχιστον δύο με την μία στις διεθνείς αγορές. Τα αποτελέσματά μας, για κάθε όμιλο, τα συγκρίνουμε τόσο με την πορεία του δανεισμού της Ελλάδας από τις κεφαλαιαγορές με τις ομολογιακές εκδόσεις, όσο και με την πορεία της απόδοσης του δεκαετούς Ελληνικού ομολόγου. Στα συμπεράσματά μας, διαπιστώνουμε την σταδιακή αλλαγή του μίγματος χρηματοδότησης αυτών των επιχειρήσεων και την απομάκρυνση τους από το τραπεζικό σύστημα για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών.

Abstract

The government-debt crisis, faced by Greece, started in 2009 and led to loss of confidence in the Greek economy. As a result, the borrowing cost increased and the country was unable to issue government bonds to cover its needs. The country required bailout loans and, in 2012, haircut on debt with the participation of the private sector (PSI). Because of PSI, Greek banks were unable to fund Greek companies or their funding was very expensive and with hard criteria. In this thesis, we analyze how 5 Greek listed companies adjusted to this new financial environment. The examined period is 2012-2019 and the companies are HTO Group (Hellenic Telecommunications Organization), Hellenic Petroleum Group, Motor Oil Group, Mytilineos Group and TITAN Cement Group. We studied the use of national and international bond issues by these Groups, as an alternative source of capital. We examined their debt structure and the modification of their debt-liabilities from bank loan agreements to bond issue funding. The criteria that we used to choose the companies are their size, the amount of their investment plans, their relationship with the investment community and the number and the kind of their bond issues – at least 2 and one of which to be international. We compare the results of every Group, with Greek government bond issues and the 10-year Greek bond yield. In our conclusions, we note the gradual change of funding mixture and the deposition of bank borrowing in favor of bond issues to finance investment plans, from the examined companies.

Ευχαριστίες	ii
Περίληψη	iii
Abstract	iv
Πίνακας Περιεχομένων	v
Κατάλογος Πινάκων	vii
Κατάλογος Γραφημάτων	viii
Εισαγωγή	1
Ενότητα 1 Όμιλος ΟΤΕ	3
1.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή	4
1.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση	9
1.2.1 Οικονομική Χρήση 2012	9
1.2.2 Οικονομική Χρήση 2013	12
1.2.3 Οικονομική Χρήση 2014	13
1.2.4 Οικονομική Χρήση 2015	14
1.2.5 Οικονομική Χρήση 2016	16
1.2.6 Οικονομική Χρήση 2017	16
1.2.7 Οικονομική Χρήση 2018	17
1.2.8 Οικονομική Χρήση 2019	18
1.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου ΟΤΕ	20
1.4 Συμπεράσματα	28
Ενότητα 2 Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια	29
2.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή	30
2.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση	35
2.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου ΕΛΠΕ	38
2.4 Συμπεράσματα	45
Ενότητα 3 Όμιλος Motor Oil	46
3.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή	47
3.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση	52
3.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου Motor Oil	56
3.4 Συμπεράσματα	63
Ενότητα 4 Όμιλος Μυτηλιναίος	64
4.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή	65
4.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση	68
4.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου Μυτηλιναίος	71
4.4 Συμπεράσματα	79
Ενότητα 5 Όμιλος Τσιμέντα TITAN	80
5.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή	81
5.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση	85

5.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου TITAN	90
5.4 Συμπεράσματα	97
Ενότητα 6 Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικού Δημοσίου	98
Ενότητα 7 Σύγκριση Εξέλιξης Εταιρικών και Κρατικών Ομολόγων - Ελληνική Αγορά Εταιρικών Ομολόγων	108
7.1 Σύγκριση Εξέλιξης Εταιρικών & Κρατικών Ομολογιακών Εκδόσεων	109
7.2 Ελληνική Αγορά Εταιρικών Ομολόγων	112
Ενότητα 8 Συμπεράσματα	115
Βιβλιογραφία	120

Κατάλογος Πινάκων	Σελίδα
Ενότητα 1 Όμιλος ΟΤΕ	
Πίνακας 1.2.1 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2012	9
Πίνακας 1.2.2 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2013	12
Πίνακας 1.2.3 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2014	14
Πίνακας 1.2.4 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2015	15
Πίνακας 1.2.5 Όμιλος ΟΤΕ – Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας 2015	15
Πίνακας 1.2.6 Όμιλος ΟΤΕ διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2016	16
Πίνακας 1.2.7 Όμιλος ΟΤΕ Διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2017	17
Πίνακας 1.2.8 Όμιλος ΟΤΕ Διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2018	18
Πίνακας 1.2.9 Όμιλος ΟΤΕ Διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2019	19
Πίνακας 1.3.1 Όμιλος ΟΤΕ Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και Διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019	20
Πίνακας 1.3.2 Όμιλος ΟΤΕ Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019	26
Ενότητα 2 Όμιλος Ελληνικών Πετρελαίων	
Πίνακας 2.3.1 Όμιλος Ελληνικών Πετρελαίων Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019	38
Πίνακας 2.3.2 Όμιλος ΕΛΠΕ Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019	44
Ενότητα 3 Όμιλος Motor Oil	
Πίνακας 3.3.1 Όμιλος Motor Oil Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019	56
Πίνακας 3.3.2 Όμιλος Motor Oil Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019	62
Ενότητα 4 Όμιλος Μυτιληναίος	
Πίνακας 4.1.1 Όμιλος Μυτιληναίος – Επιχειρηματικό Μοντέλο	68
Πίνακας 4.3.1 Όμιλος Μυτιληναίος Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019	72
Πίνακας 4.3.2 Όμιλος Μυτιληναίος Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019	78
Ενότητα 5 Όμιλος Τσιμέντα TITAN	
Πίνακας 5.1.1 TITAN 2019 Financial	85
Πίνακας 5.3.1 Όμιλος TITAN Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019	91
Πίνακας 5.3.2 Όμιλος TITAN Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019	96
Ενότητα 6 Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικού Δημοσίου	
Πίνακας 6.1 Ομόλογα ΕΔ σε διαπραγμάτευση στις 30/11/2020	99
Πίνακας 6.2 Πιστοληπτική Ικανότητα Ελλάδας Νοέμβριος 2020	103
Πίνακας 6.3 Βασικά Μεγέθη Ελληνικής Οικονομίας 2011-2019	106
Ενότητα 7 Σύγκριση Εξέλιξης Εταιρικών και Κρατικών Ομολόγων - Ελληνική Αγορά Εταιρικών Ομολόγων	
Πίνακας 7.2 Συνοπτική Παρουσίαση Εκδόσεων Ελληνικής Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων 2016-2020	113

Κατάλογος Γραφημάτων	Σελίδα
Ενότητα 1 Όμιλος ΟΤΕ	
Γράφημα 1.2.1Α - Όμιλος ΟΤΕ - Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου 2018/22	17
Γράφημα 1.2.1Β - Όμιλος ΟΤΕ - Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου 2019/26	19
Γράφημα 1.3.1 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA	22
Γράφημα 1.3.2 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό	23
Γράφημα 1.3.3 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι	23
Γράφημα 1.3.4 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής	24
Γράφημα 1.3.5 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας	25
Γράφημα 1.3.6 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών εκδόσεων	25
Ενότητα 2 Όμιλος Ελληνικών Πετρελαίων	
Γράφημα 2.2.1 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγων ΕΛΠΕ 16/21 και 19/24	37
Γράφημα 2.3.1 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA	39
Γράφημα 2.3.2 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό	39
Γράφημα 2.3.3 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι	40
Γράφημα 2.3.4 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής	41
Γράφημα 2.3.5 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας	41
Γράφημα 2.3.6 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών εκδόσεων	42
Ενότητα 3 Όμιλος Motor Oil	
Γράφημα 3.2.1 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου Motor Oil 2017/22	54
Γράφημα 3.3.1 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA	57
Γράφημα 3.3.2 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό	58
Γράφημα 3.3.3 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι	58
Γράφημα 3.3.4 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής	59
Γράφημα 3.3.5 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας	60
Γράφημα 3.3.6 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών εκδόσεων	60

Ενότητα 4 Όμιλος Μυτιληναίος	
Γράφημα 4.3.1 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA	73
Γράφημα 4.3.2 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό	74
Γράφημα 4.3.3 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι	75
Γράφημα 4.3.4 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας	76
Γράφημα 4.3.5 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής	76
Γράφημα 4.3.6 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών εκδόσεων	77
Ενότητα 5 Όμιλος Τσιμέντα TITAN	
Γράφημα 5.2.1 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου TITAN 2016/21	88
Γράφημα 5.2.2 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου TITAN 2017/24	89
Γράφημα 5.3.1 Όμιλος TITAN 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA	90
Γράφημα 5.3.2 Όμιλος TITAN 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό	92
Γράφημα 5.3.3 Όμιλος TITAN 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι	93
Γράφημα 5.3.4 Όμιλος TITAN 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής	93
Γράφημα 5.3.5 Όμιλος TITAN 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας	94
Γράφημα 5.3.6 Όμιλος TITAN 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Δανεισμού	95
Ενότητα 6 Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικού Δημοσίου	
Γράφημα 6.1. Ομολογιακές Εκδόσεις ΕΔ 2014 Κατανομή ανά χώρα	101
Γράφημα 6.2. Ομολογιακές Εκδόσεις ΕΔ 2014 Κατανομή ανά τύπο επενδυτή	101
Γράφημα 6.3 Βαθμολογίες Πιστοληπτικής Ικανότητας της Ελλάδας 1999-2020	102
Γράφημα 6.4 Επιτόκια και Διάρκεια Εκδόσεων Ελληνικού Δημοσίου 2014-2020	104
Γράφημα 6.5 Εξέλιξη Απόδοσης Δεκαετούς Ομολόγου ΕΔ 2012-2020	105
Γράφημα 6.6 Εξέλιξη Απόδοσης Πενταετούς Ομολόγου ΕΔ 2012-2020	105
Γράφημα 6.7 Χρονοδιάγραμμα Λήξεων Χρέους Κεντρικής Διοίκησης	107
Ενότητα 7 Σύγκριση Εξέλιξης Εταιρικών και Κρατικών Ομολόγων - Ελληνική Αγορά Εταιρικών Ομολόγων	
Γράφημα 7.1.1 Ομολογιακές Εκδόσεις Ομίλου ΟΤΕ	110
Γράφημα 7.1.2 Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικού Δημοσίου	110
Γράφημα 7.1.3 Ομολογιακές Εκδόσεις Ομίλου Ελληνικών Πετρελαίων	111

Εισαγωγή

Το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 βρήκε την Ελλάδα με υψηλό χρέος, υψηλά ελλείμματα και περιορισμένη ανάπτυξη. Η εμπιστοσύνη των αγορών κλονίστηκε, τόσο έναντι κρατών όσο και έναντι επιχειρήσεων. Την περίοδο εκείνη, η Ελλάδα είχε υψηλές αποπληρωμές χρέους (2009-2012), από λήξεις παλαιότερων ομολόγων, και παράλληλα, το 2010, η Eurostat αναθεώρησε ανοδικά το ύψος των ελλειμμάτων και του χρέους της χώρας. Αποτέλεσμα της κατάστασης αυτής, ήταν η προσφυγή της Ελλάδας σε μηχανισμό στήριξης και χρηματοδότησης από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Η συμφωνία χρηματοδότησης έγινε με όρους δανειακής σύμβασης και υποχρέωσε τη χώρα να πραγματοποιήσει αναδιάρθρωση του χρέους της, με συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI). Μέσα σε αυτό το κλίμα οι εγχώριες επιχειρήσεις αντιμετώπισαν μεγάλη δυσκολία στην χρηματοδότηση τους καθώς, επιπλέον της έλλειψης εμπιστοσύνης των αγορών προς τη χώρα, η αναδιάρθρωση του χρέους είχε τεράστιο κόστος στον εγχώριο τραπεζικό τομέα, ο οποίος πλέον δεν μπορούσε να χρηματοδοτήσει την οικονομία.

Σταδιακά, από το 2012, ορισμένοι επιχειρηματικοί όμιλοι αρχίζουν να εκδίδουν ομολογιακά δάνεια στο εξωτερικό. Η εναλλακτική επιλογή των επιχειρήσεων αυτών είναι η αφορμή της έρευνας μας. Μελετήσαμε, για την περίοδο 2012- 2019, τις ομολογιακές εκδόσεις 5 επιχειρηματικών ομίλων και πως αυτές επηρέασαν το κόστος και το μίγμα χρηματοδότησης τους. Επιλέξαμε τους ομίλους ΟΤΕ, Ελληνικά Πετρέλαια, Motor Oil, Μυτηλιναίος και Τσιμέντα TITAN. Βασικά μας κριτήρια, για την επιλογή τους, είναι το μέγεθος των επιχειρήσεων, το ύψος των επενδυτικών πλάνων και του δανεισμού τους, η αναγνωρισιμότητα τους στη διεθνή επενδυτική κοινότητα και το να έχουν πραγματοποιήσει τουλάχιστον δύο ομολογιακές εκδόσεις την εξεταζόμενη περίοδο, με την μία τουλάχιστον να είναι διεθνής.

Διαπιστώσαμε ότι όλες αυτές οι επιχειρήσεις :

- είδαν διαχρονικά το κόστος δανεισμού τους, στα ομολογιακά δάνεια, να μειώνεται, επηρεαζόμενο και από την βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα,
- αποπλήρωσαν, πρόωρα, τις ακριβότερες εκδόσεις, όταν μπορούσαν να δανειστούν με καλύτερους όρους και
- σταδιακά άλλαξαν το μίγμα χρηματοδότησης τους, μειώνοντας τα τραπεζικά δάνεια και αυξάνοντας τα διαπραγματεύσιμα ομόλογα.

Για κάθε όμιλο μελετήσαμε την πορεία του κύκλου εργασιών και της κερδοφορίας του, σε συνδυασμό με την εξέλιξη και την διάρθρωση του δανεισμού του. Για να εμβαθύνουμε, χρησιμοποιήσαμε αριθμοδείκτες χρέους, φερεγγυότητας, απόδοσης και περιθωρίων ώστε να έχουμε πληρέστερη εικόνα των συνεπειών της εκάστοτε διάρθρωσης της χρηματοδότησης. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήσαμε, ως πηγές της έρευνας μας, προέρχονται κυρίως, από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις των ομίλων,

τα ενημερωτικά δελτία των ομολογιακών τους εκδόσεων και τις ανακοινώσεις τους στα χρηματιστήρια που είναι εισηγμένα τα εν λόγω ομόλογα.

Κάθε όμιλος ακολούθησε διαφορετική διάρθρωση στον δανεισμό του αλλά και διαφορετικές χρονικές περιόδους που απευθύνθηκε στις αγορές για χρηματοδότηση. Επιπλέον, χρησιμοποίησε σε διαφορετικό βαθμό τα διαθέσιμα του, επαναδιαπραγματεύτηκε με τις τράπεζες τις δανειακές του συμβάσεις ενώ, όσο βελτιωνόταν η πρόσβαση τους στις αγορές, τόσο μειωνόταν και το κόστος των τραπεζικών δανείων. Κοινό χαρακτηριστικό όλων και βασικό συμπέρασμα της μελέτης μας, είναι ότι, όλοι οι όμιλοι, χρησιμοποιούν πλέον τις αγορές σαν βασική επιλογή χρηματοδότησης των επενδυτικών τους πλάνων και τις τράπεζες, σε βραχυπρόθεσμη κυρίως διάρκεια, για συμπληρωματική ρευστότητα στις λειτουργικές τους υποχρεώσεις.

Στην έρευνα μας παραθέτουμε και στοιχεία για την εξέλιξη του δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, από το 2014 και μετά. Το 2014 είναι η χρονιά που το επενδυτικό κλίμα για την χώρα ανακάμπτει και το Ελληνικό Δημόσιο επανέρχεται στις αγορές για χρηματοδότηση, με εκδόσεις ομολόγων. Αντλούμε τα στοιχεία μας κυρίως από τον Οργανισμό Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους, αλλά και από την Τράπεζα της Ελλάδος και το Υπουργείο Οικονομικών.

Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών προς την Ελλάδα και οι επιτυχημένες ομολογιακές εκδόσεις αυτών των ομίλων, ενεργοποίησαν και την εγχώρια αγορά εταιρικών ομολόγων. Στην αγορά αυτή απευθύνθηκαν μικρότερες επιχειρήσεις, οι οποίες έδωσαν την δυνατότητα και στο ελληνικό επενδυτικό κοινό να αποκτήσει αυτά τα προϊόντα. Από το 2016 και μετά, μέσω των εταιρικών ομολόγων, ελληνικές, εισηγμένες και μη, επιχειρήσεις, έχουν αντλήσει πάνω από 2 δις €. Στην μελέτη μας παραθέτουμε συνοπτικά στοιχεία και για αυτές τις εκδόσεις.

Οι κεφαλαιαγορές αποτελούν, για τις επιχειρήσεις, κύριο φορέα χρηματοδότησης, σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες. Για την Ελλάδα, είναι μια εναλλακτική που πρόσφατα χρησιμοποίησαν οι εγχώριες επιχειρήσεις, με πρωτοπόρους αυτούς τους 5 όμιλους της έρευνας μας. Η ανταπόκριση του επενδυτικού κοινού ήταν εξαιρετική, τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό, γεγονός που αποδεικνύεται από τις υπερκαλύψεις των εκδόσεων. Μέσα από την κρίση που αντιμετωπίσαμε ως χώρα, φαίνεται να δημιουργήθηκε μια νέα ευκαιρία για τις ελληνικές επιχειρήσεις - να παρουσιάσουν το έργο τους στους επενδυτές, να προσπαθήσουν να κερδίσουν και να διατηρήσουν την εμπιστοσύνη τους και αυτό να το «μεταφράσουν» σε πηγή χρηματοδότησης.

1. Όμιλος ΟΤΕ



ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων

Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης

Συμπεράσματα

1.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Ο Όμιλος ΟΤΕ αποτελεί τον μεγαλύτερο πάροχο τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών στην Ελλάδα, με ιστορία πάνω από 70 χρόνια. Ιδρύθηκε και λειτούργησε το 1949, παρέχοντας υπηρεσίες τηλεφωνίας στον Ελλαδικό χώρο και τους Έλληνες πολίτες.

Όραμα της εταιρείας αποτελεί, το να φέρνει τις δυνατότητες της τεχνολογίας σε όλους, ώστε να μπορεί ο καθένας μας να αξιοποιεί τις ευκαιρίες του σήμερα και παράλληλα να χτίζει ένα καλύτερο αύριο, ενώ ως αποστολή της θέτει τους παρακάτω στόχους :

- Να προσφέρει τις καλύτερες υπηρεσίες επικοινωνίας στους πελάτες της
- Να συνδέει τους ανθρώπους
- Να προσφέρει μοναδική ψυχαγωγία
- Να βοηθάει τις επιχειρήσεις να μεγαλώσουν
- Να είναι ηγέτης και πρωτοπόρος, να στηρίζει την οικονομία και την κοινωνία
- Με πάθος, πίστη και δέσμευση, να γίνεται διαρκώς καλύτερη σε όλα τα επίπεδα
- Να έχει θετικό αντίκτυπο στην κοινωνία και το περιβάλλον

Διαρκή στόχο του Ομίλου ΟΤΕ αποτελεί το να είναι μία σύγχρονη και δυναμική εταιρεία υψηλής απόδοσης, η οποία, βασιζόμενη στην τεχνολογική της υπεροχή, παρέχει σταθερά, άριστη εμπειρία στους πελάτες της.

Στην τεχνολογική εξέλιξη των παροχών τηλεφωνίας, σημαντικοί σταθμοί υπήρξαν τα παρακάτω γεγονότα :

- ❖ **1957** : Λειτουργεί η Υπηρεσία Τηλεγραφικών Συνδρομητών (TELEX)
- ❖ **1969** : Λειτουργεί το Αυτόματο – Ημιαυτόματο Διεθνές Τηλετυπικό Κέντρο
- ❖ **1979** : Λειτουργεί το Διεθνές Ηλεκτρονικό Τηλετυπικό Κέντρο
- ❖ **1989** : Λειτουργεί στην Πάτρα το πρώτο πλήρες ψηφιακό τηλεφωνικό κέντρο του συστήματος AXE-10/ERICSSON και τοποθετούνται τα πρώτα πλήρως ψηφιακά τηλεφωνικά κέντρα (υπεραστικό και κομβικό) του συστήματος EWSD/SIEMENS.

- ❖ **1996** : Η ανάπτυξη της κινητής τηλεφωνίας την δεκαετία του 1990 έφερε την ίδρυση της COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε., το **1996**, με μοναδικό μέτοχο την ΟΤΕ Α.Ε.
- ❖ **1999** : το τηλεπικοινωνιακό δίκτυο κινητής τηλεφωνίας προσφέρει πληθυσμιακή κάλυψη 97%. ενώ οι πελάτες της κινητής τηλεφωνίας φτάνουν το 1.000.000.
- ❖ **2000-2009**

- **2008** : Εξαγορά από την Deutsche Telekom του 20% του Ομίλου ΟΤΕ, το οποίο κατείχε η Marfin Investment Group. Τίμημα της εξαγοράς 2,5δισ€ ή 26€ ανά μετοχή
- **2009** : Μετά την πώληση επιπλέον 5% μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου του ελληνικού Δημοσίου, το ποσοστό της Deutsche Telekom στην ΟΤΕ Α.Ε. ανέρχεται σε 30% και του ελληνικού Δημοσίου σε 20%. Το τίμημα για το 5% ήταν 27,5€ ανά μετοχή –σύνολο 674εκ€.

- Η COSMOTE Α.Ε. αυξάνει την συμμετοχή της στο 95% στην AMC, κυριότητας του αλβανικού Δημοσίου.
- Ολοκληρώνεται η μεταβίβαση στην Telekom Slovenije του 100% της COSMOFON, καθώς και της GERMANOS TELECOM AD SKOPJE.
- Παρουσιάζεται το Conn-x TV, που βασίζεται στην τεχνολογία IPTV και δίνει τη δυνατότητα μετάδοσης του τηλεοπτικού σήματος μέσω ευρυζωνικής σύνδεσης.
- Συνεχίζεται η ανάπτυξη της ευρυζωνικότητας πανελλαδικά, με τις ενεργές συνδέσεις ADSL στη σταθερή να ξεπερνούν το 1.100.000.
- Η πληθυσμιακή κάλυψη δικτύου κινητής ανέρχεται σε 99,8%.
- Ολοκληρώνεται η εξαγορά της Zapp στη Ρουμανία μετά την έγκριση των αρμόδιων Αρχών της χώρας.

❖ 2010-2020

- Πώληση ολόκληρου του ποσοστού που κατείχε στην Telekom Albania Sh.A. προς την Albania Telecom Invest AD, έναντι συνολικού τιμήματος €50 εκατ.
- Κατασκευή δικτύου οπτικών ινών στο νομό Θεσσαλονίκης με απεριόριστες δυνατότητες μέχρι το σπίτι (FTTH), σε 15.000 νοικοκυριά και επιχειρήσεις.



Ο Όμιλος ΟΤΕ με μια ματιά

ΕΝΑΡΣΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

Νοέμβριος 1949

ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΔΣ & ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Μιχάλης Τσαμάζ

ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

COSMOTE A.E. OTE Estate
OTEGlobe OTE Academy
OTESAT-MARITEL OTE Ασφάλιση
COSMOTE e-value Telekom Romania
CosmoOne

ΠΕΛΑΤΕΙΑΚΗ ΒΑΣΗ – 2019

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ



ΧΩΡΕΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣ



Ελλάδα
Ρουμανία

ΑΝΘΡΩΠΙΝΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ



ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΟΜΙΛΟΥ ΟΤΕ (2019)

ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ
€3.907,6 εκατ.

ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΕΒΙΤΔΑ
34,9%

ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟ ΕΒΙΤΔΑ
€1.364,1 εκατ.



ΣΥΝΟΛΟ ΣΥΝΔΕΣΕΩΝ
ΣΤΑΘΕΡΗΣ
2.646.139



ΕΥΡΥΖΩΝΙΚΕΣ ΣΥΝΔΕΣΕΙΣ
ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΛΙΑΝΙΚΗΣ
2.005.613



ΣΥΝΔΡΟΜΗΤΕΣ
COSMOTE TV
554.986



ΣΥΝΔΡΟΜΗΤΕΣ ΚΙΝΗΤΩΝ
ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ / ΕΛΛΑΔΑ
7,4 εκατ.

https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/omilos_ote.html

Τηλεπικοινωνιακές υποδομές

Ο Όμιλος ΟΤΕ, επενδύει στα Δίκτυα Νέας Γενιάς και αναπτύσσει υποδομές που δίνουν ώθηση στην ελληνική οικονομία και θα δημιουργήσουν προοπτικές ανάπτυξης. Αποτελεί τον μεγαλύτερο επενδυτή, σε νέες τεχνολογίες και υποδομές στην Ελλάδα. Την προηγούμενη δεκαετία, οι επενδύσεις του έφτασαν τα €4,7 δισ. ενώ, για την επόμενη τετραετία, υλοποιεί επενδύσεις ύψους €2 δισ., με στόχο να προσφέρει ακόμα υψηλότερες ταχύτητες και μεγαλύτερη κάλυψη στην σταθερή και κινητή τηλεφωνία.

Αποτέλεσμα του επενδυτικού πλάνου που υλοποιεί, είναι το ότι διαθέτει το μεγαλύτερο δίκτυο οπτικών ινών στη χώρα, το COSMOTE Fiber, που επιτρέπει, σε πάνω από το 50% του πληθυσμού της χώρας, να έχει πρόσβαση σε ταχύτητες 100Mbps και άνω. Το 2019 έφτασε να έχει εγκαταστήσει πάνω από το 75% των

συνολικών γραμμών Fiber To The Home της χώρας, πετυχαίνοντας έναν σημαντικό στόχο: να δώσει πρόσβαση, σε περισσότερα από 150.000 νοικοκυριά κι επιχειρήσεις, σε εγγυημένες ταχύτητες Internet με 100% οπτική ίνα. Στόχος του Ομίλου ΟΤΕ είναι, μέχρι το 2022, η κάλυψη FTTH να φτάσει σταδιακά το 1 εκατομμύριο. Και στην κινητή τηλεφωνία, ο Όμιλος είναι πρωτοπόρος και εξελίσσει συνεχώς τα δίκτυά του. Είναι, μακράν, Νο1 σε πληθυσμιακή κάλυψη 4G στην Ελλάδα, φτάνοντας περίπου το 99%, αλλά και 4G+, τεχνολογίας LTE Advanced, με πληθυσμιακή κάλυψη 96% ενώ παράλληλα προετοιμάζεται εντατικά και για την επόμενη γενιά της ασύρματης επικοινωνίας, το 5G. Από το 2015, συμβάλλει στον σχεδιασμό και την ανάπτυξη νέων τεχνολογιών, υποδομών και υπηρεσιών 5G, με τη δυναμική του συμμετοχή σε ευρωπαϊκά ερευνητικά έργα. Ήδη η COSMOTE έχει υλοποιήσει το πρώτο δοκιμαστικό δίκτυο 5G στην Ελλάδα, και συγκεκριμένα στο Δήμο Ζωγράφου, πετυχαίνοντας live ταχύτητες πάνω από 12Gbps.

Οικονομικά στοιχεία

Για το 2019, ο Όμιλος πραγματοποίησε κύκλο εργασιών €3.907,6 εκατ. αυξημένο κατά 2,9%. Η προσαρμοσμένη κερδοφορία EBITDA ανήλθε στα €1.364,1 εκατ. και το περιθώριο EBITDA στο 34,9%. Οι προσαρμοσμένες ελεύθερες ταμειακές ροές αυξήθηκαν κατά 41,6%, στα €488,1 εκατ.. Ο προσαρμοσμένος καθαρός δανεισμός του Ομίλου, παρέμεινε αμετάβλητος στα €0,7 δισ., που αντιστοιχεί σε 0,6 φορές το ετήσιο προσαρμοσμένο EBITDA. Αξιοσημείωτο γεγονός, για το 2019, το ότι ο Όμιλος ΟΤΕ άντλησε €500 εκατ. από τις διεθνείς αγορές με ετήσιο σταθερό κουπόνι 0,875%, το χαμηλότερο στην ιστορία του.

Βιώσιμη ανάπτυξη

Ο Όμιλος ΟΤΕ, αξιοποιεί τις δυνατότητες που παρέχει η τεχνολογία, με στόχο τη δημιουργία ενός καλύτερου κόσμου για όλους. Η βιώσιμη ανάπτυξη αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της επιχειρηματικής στρατηγικής, αλλά και της λειτουργίας του Ομίλου, μέσα από την οποία συμβάλλει στην οικονομία, την κοινωνία και το περιβάλλον. Το 2019, η κοινωνική συνεισφορά του Ομίλου ανήλθε σε περίπου 3,7εκατ.€. Επίκεντρο των δράσεών του, ήταν η ανάπτυξη ψηφιακών δεξιοτήτων ανθρώπων όλων των ηλικιών, αλλά και η κάλυψη καίριων αναγκών της κοινωνίας,

στηρίζοντας ευαίσθητες κοινωνικές ομάδες, τα παιδιά, την εκπαίδευση, την επιχειρηματικότητα, τις τοπικές κοινωνίες, τον πολιτισμό και τον αθλητισμό.

1.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση

1.2.1 Οικονομική Χρήση 2012

Ομολογιακές Εκδόσεις

Με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία του ομίλου, στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του, προχωρούμε στην παρουσίαση των διαπραγματεύσιμων ομολογιακών δανείων ανά οικονομική χρήση. Ξεκινάμε την μελέτη μας από το 2012 και στον πίνακα 1.2.1 παρουσιάζουμε τα ενεργά ομολογιακά δάνεια της 31/12/2012 :

Πίνακας 1.2.1 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2012

2012	Έτος Έκδοσης	Έτος Λήξης	Coupon	Ονομ. Αξία Έκδοσης	31/12/2012 Εναπ. Ονομ. αξία	
Ομολ. Δάνειο	2003	2013	5,000%	1250 εκ €	1007εκ€	
Ομολ. Δάνειο	2011	2014	7,250%	500 εκ €	513,4εκ€	περιλαμβάνει προσαρμογή αντιστάθμισης κινδύνου
Ομολ. Δάνειο	2008	2015	7,250%	600εκ€	598 εκ €	
Ομολ. Δάνειο	2006	2016	4,625%	900 εκ €	890,7 εκ €	

Στις εκδόσεις των ετών 2006,2008, 2011 υπάρχουν οι εξής ρήτρες :

Ρήτρα αλλαγής ελέγχου

Στους όρους των ομολόγων 900εκ€ (2006-2016) και 600εκ€ (2008-2015), περιλαμβάνεται ρήτρα αλλαγής ελέγχου του ΟΤΕ, η οποία ενεργοποιείται εάν ισχύσουν, από κοινού, τα εξής:

- οποιοδήποτε πρόσωπο ή ομάδα προσώπων, ενεργώντας από κοινού, (εκτός από το Ελληνικό Δημόσιο), αποκτήσει, οποιαδήποτε στιγμή, άμεσα ή έμμεσα, περισσότερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου του ΟΤΕ και
- σαν συνέπεια του (α), η μέχρι τότε ισχύουσα αξιολόγηση των ομολόγων, από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, αποσυρθεί ή υποβαθμιστεί σε BB+/Ba1

ή το αντίστοιχό τους (non-investment grade), εντός συγκεκριμένης προθεσμίας και με συγκεκριμένους όρους.

Σε περίπτωση που ενεργοποιηθεί η ρήτρα, η ΟΤΕ PLC, υποχρεούται άμεσα, να ενημερώσει τους ομολογιούχους, οι οποίοι στη συνέχεια έχουν το δικαίωμα, σε διάστημα εντός 45 ημερών, να απαιτήσουν από την ΟΤΕ PLC την αποπληρωμή των ομολόγων τους.

Το ομόλογο ύψους 500εκ€ (2011-2014), περιέχει ρήτρα αλλαγής ελέγχου, η οποία ενεργοποιείται αν μία οντότητα, (εκτός (i) της DEUTSCHE TELEKOM AG, (ii) της DEUTSCHE TELEKOM AG μαζί με το Ελληνικό Δημόσιο, οποιονδήποτε αντιπρόσωπο ή διαμεσολαβητή αυτού ή οποιαδήποτε οντότητα που ελέγχεται άμεσα ή έμμεσα από το Ελληνικό Δημόσιο ή από οποιονδήποτε αντιπρόσωπο ή διαμεσολαβητή αυτού ή (iii) οποιουδήποτε τηλεπικοινωνιακού οργανισμού (εκτός της DEUTSCHE TELEKOM AG), με πιστοληπτική αξιολόγηση ίση ή καλύτερη από την πιστοληπτική αξιολόγηση της DEUTSCHE TELEKOM AG, αποκτήσει τη δυνατότητα να κατευθύνει τη διοίκηση και τις πολιτικές του ΟΤΕ, είτε μέσω κυριότητας των δικαιωμάτων ψήφου, είτε μέσω συμβατικής δέσμευσης είτε μέσω άλλων διαδικασιών.

Στην περίπτωση που η ρήτρα αλλαγής ελέγχου ενεργοποιηθεί, η ΟΤΕ PLC υποχρεούται να ειδοποιήσει τους ομολογιούχους οι οποίοι στη συνέχεια έχουν το δικαίωμα, σε διάστημα εντός 45 ημερών, να απαιτήσουν από την ΟΤΕ PLC την αποπληρωμή των ομολόγων τους.

- **Ρήτρα αναπροσαρμογής κουπονιού**

Στους όρους του ομολόγου των 600εκ€ (2008-2015) περιλαμβάνεται και ρήτρα αναπροσαρμογής κουπονιού, που ενεργοποιείται από αλλαγές στην πιστοληπτική αξιολόγηση του ΟΤΕ (“step-up clause”). Το κουπόνι των ομολόγων μπορεί να αυξηθεί κατά 1,25% στην περίπτωση που:

- α) ο ένας, ή και οι δύο, από τους οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Moody’s και Standard & Poor’s), υποβαθμίσει την αξιολόγηση του ΟΤΕ σε BB+ ή Ba1 και κάτω (sub-investment grade) ή
- β) και οι δύο οίκοι αξιολόγησης (Moody’s και Standard & Poor’s) παύσουν ή δεν δύνανται να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα του ΟΤΕ.

Το κουπόνι μπορεί να αυξηθεί μία μόνο φορά, σε όλη τη διάρκεια των

ομολόγων και τέτοιου είδους ρήτρα αναπροσαρμογής κουπονιού ισχύει, για όσο διάστημα η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του ΟΤΕ παραμένει σε sub-investment grade. Η ρήτρα αναπροσαρμογής κουπονιού, ενεργοποιήθηκε την 8 Μαρτίου 2011, όταν η Standard & Poor's υποβάθμισε τον ΟΤΕ σε BB από BBB-. Το αυξημένο κουπόνι του ομολόγου εφαρμόστηκε, αρχικά στην πληρωμή τόκου της 12 Φεβρουαρίου 2013. Στην έκδοση το κουπόνι ήταν 6% και με την εφαρμογή της ρήτρας ανήλθε στο 7,25%.

Στις 31/12/2012, ο συνολικός δανεισμός του Ομίλου είναι 4,06 δις € και αποτελείται από Διαπραγματεύσιμα Ομόλογα Μεσοπρόθεσμης διάρκειας κατά 75% και κατά 25% από λοιπά τραπεζικά δάνεια – κοινοπρακτικά και ανακυκλούμενης πίστωσης. Η ρήτρα αλλαγής ελέγχου υπάρχει και στην ανακυκλούμενη πίστωση ενώ επιπλέον, σε όλες τις κατηγορίες τραπεζικού δανεισμού, υπάρχουν δεσμεύσεις, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες Καθαρός Δανεισμός/EBITDA και EBITDA/Καθαρούς Χρεωστικούς Τόκους, να μην υπερβούν, τα προκαθορισμένα, κατά περίπτωση, επίπεδα.

Πιστοληπτική Αξιολόγηση Ομίλου ΟΤΕ

24/05/2012 : υποβάθμιση από τον οίκο Moody's, σε B3 από B2, της εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας (corporate family rating CFR), της πιθανότητας αθέτησης υποχρεώσεων (probability of default rating PDR), των ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας και των παγκοσμίων ομολόγων.

07/06/2012 : υποβάθμιση από τον οίκο Standard & Poor's, της μακροπρόθεσμης εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας, σε B- από B, της αξιολόγησης των εκδόσεων χρέους σε B- από B και επιβεβαίωση της βραχυπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας σε B.

11/6/2012 : υποβάθμιση από τον οίκο Moody's, σε Caa1 από B3, της εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας (corporate family rating CFR), σε Caa2 από B3 της πιθανότητας αθέτησης υποχρεώσεων (probability of default rating PDR) και των ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας και των παγκοσμίων ομολόγων.

1.2.2 Οικονομική Χρήση 2013

Ομολογιακές Εκδόσεις

Το 2013, ο Όμιλος εκδίδει νέο ομολογιακό δάνειο, πενταετούς διάρκειας, με επιτόκιο 7,875%, πληρωτέο ανά εξάμηνο και ονομαστική αξία 700εκ€ (Φεβρουάριος 2013-Φεβρουάριος 2018) . Και στο ομόλογο αυτό υπάρχει η ρήτρα αλλαγής ελέγχου των εκδόσεων 2006 και 2008 με τα ίδια χαρακτηριστικά.

Στις ανοικτές εκδόσεις προχωρά στις εξής κινήσεις αναχρηματοδότησης :

Στις 16/01/2013, με ιδιωτικό συμφωνητικό ανταλλαγής ομολόγων, ανταλλάσσει από την έκδοση λήξεως 2013, επιτοκίου 5%, 187,7εκ€ με νέα έκδοση ομολόγων λήξεως 2015. Η έκδοση των νέων ομολόγων ενοποιήθηκε με την υπάρχουσα 2008-2015 με επιτόκιο 7,25% και ονομαστική πλέον αξία 787,7 εκ€, από 600εκ της αρχικής έκδοσης. Επιπλέον, επαναγοράζει και ακυρώνει, 106,2εκ€ της έκδοσης λήξεως 2013. Το εναπομένον, ονομαστικό, ποσό των 713,8εκ€ αποπληρώθηκε πλήρως στις 05/08/2013, με τους δεδουλευμένους τόκους του.

Στην έκδοση λήξεως 2014, επιτοκίου 7,25%, πραγματοποιεί μερική επαναγορά 135,3εκ€, με αποτέλεσμα η εναπομένουσα ονομαστική αξία, στις 31/12/2013, να είναι 364,7εκ€.

Πίνακας 1.2.2 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2013

2013	Έτος Έκδοσης	Έτος Λήξης	Coupon	Ονομ. Αξία Έκδοσης	31/12/2013 Εναπ. Ονομ. αξία	Ενέργειες 2013
Ομολ. Δάνειο	2003	2013	5,000%	1250 εκ €	0	Αποπληρωμή 713,8εκ€, επαναγορά & ακύρωση 106,2εκ€ Ανταλλαγή 187,7εκ με την 2008/15 έκδοση
Ομολ. Δάνειο	2011	2014	7,250%	500 εκ €	364,7εκ€	Επαναγορά 135,3 εκ€
Ομολ. Δάνειο	2008	2015	7,250%	787,7εκ€	785 εκ €	+187,7εκ€ από ανταλλαγή της 2003/2013
Ομολ. Δάνειο	2006	2016	4,625%	900εκ€	892εκ€	
Ομολ. Δάνειο	2013	2018	7,875%	700 εκ €	691,8 εκ €	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ

Πιστοληπτική Αξιολόγηση Ομίλου ΟΤΕ

04/02/2013 : αναβάθμιση από τον οίκο Standard & Poor's, της μακροπρόθεσμης εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας, σε B+ από B-, της αξιολόγησης των εκδόσεων χρέους, σε B+ από B- και επιβεβαίωση της βραχυπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας σε B, με σταθερή προοπτική. Το νέο ομόλογο των 700εκ€ αξιολογήθηκε με B+.

02/12/2013 : αναβάθμιση από τον οίκο Standard & Poor's, της μακροπρόθεσμης εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας, σε BB- από B+, της αξιολόγησης των εκδόσεων χρέους, σε BB- από B+ και επιβεβαίωση της βραχυπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας σε B, με σταθερή προοπτική.

03/12/2013 : αναβάθμιση από τον οίκο Moody's, σε B2 από Caa1, της εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας (corporate family rating CFR), της πιθανότητας αθέτησης υποχρεώσεων (probability of default rating PDR), κατά 3 βαθμίδες, σε B2-PD από Caa2-PD και των ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας και των παγκοσμίων ομολόγων, σε B2 από Caa1. Η προοπτική σε όλες τις αξιολογήσεις παρέμεινε σταθερή.

1.2.3 Οικονομική Χρήση 2014

Ομολογιακές Εκδόσεις

Το 2014, ο Όμιλος εκδίδει νέο ομολογιακό δάνειο, βετούς διάρκειας, με επιτόκιο 3,5%, ονομαστικής αξίας 700εκ€, (Ιούλιος 2014- Ιούλιος 2020) . Και στο ομόλογο αυτό υπάρχει ρήτρα αλλαγής ελέγχου, χωρίς όμως εξάρτηση και από το επίπεδο αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του Ομίλου. Με την έκδοση, αυτή χρηματοδοτεί την επαναγορά, έναντι μετρητών, μέρους των εκδόσεων λήξεως 2015 και 2016, με επιτόκια 7,25% και 4,625% αντίστοιχα. Πιο συγκεκριμένα, από το εναπομένον ποσό των 785εκ€ λήξεως 2015, αποπληρώνει 355,4εκ € και, από τα 892εκ € του 2016, τα 238,5εκ €. Οι εναπομένουσες αξίες, στις 31/12/2014, είναι 432εκ€ λήξεως 2015 και 655εκ€ λήξεως 2016.

Τα 364,7εκ€ της έκδοσης λήξεως 2014 αποπληρώθηκαν κανονικά, με τους δεδουλευμένους τόκους τους.

Πίνακας 1.2.3 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2014

2014	Έτος Έκδοσης	Έτος Λήξης	Coupon	Ονομ. Αξία Έκδοσης	31/12/2014 Εναπ. Ονομ. αξία	Ενέργειες 2014
Ομολ. Δάνειο	2011	2014	7,250%	500 εκ €	Αποπληρώθηκε	Ολική αποπληρωμή (364,7εκ)
Ομολ. Δάνειο	2008	2015	7,250%	787,7εκ€	432,2 εκ €	Μερική Αποπληρωμή 355,4εκ€
Ομολ. Δάνειο	2006	2016	4,625%	900εκ€	655,3 εκ€	Μερική Αποπληρωμή 238,5εκ€
Ομολ. Δάνειο	2013	2018	7,875%	700 εκ €	693,5 εκ €	
Ομολ. Δάνειο	2014	2020	3,5%	700 εκ €	691,6 εκ €	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ (μόνο ρήτρα ελέγχου)

Πιστοληπτική Αξιολόγηση Ομίλου ΟΤΕ

07/08/2014 : αναβάθμιση από τον οίκο Moody's, σε Ba3 από B2, της εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας (corporate family rating CFR), της πιθανότητας αθέτησης υποχρεώσεων (probability of default rating PDR), σε Ba3-PD από B2-PD και των ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας και των παγκοσμίων ομολόγων, σε Ba3 από B2. Η προοπτική σε όλες τις αξιολογήσεις παρέμεινε σταθερή.

30/08/2014 : αναβάθμιση από τον οίκο Standard & Poor's, της μακροπρόθεσμης εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας, σε BB από BB-, της αξιολόγησης των εκδόσεων χρέους, σε BB από BB- και επιβεβαίωση της βραχυπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας σε B, με σταθερή προοπτική.

1.2.4 Οικονομική Χρήση 2015

Ομολογιακές Εκδόσεις

Το 2015 ο Όμιλος εκδίδει νέο ομολογιακό δάνειο, 4ετούς διάρκειας, με επιτόκιο 4,375%, ονομαστικής αξίας 350εκ€ (Δεκέμβριος 2015- Δεκέμβριος 2019). Και στο ομόλογο αυτό υπάρχει η ρήτρα αλλαγής ελέγχου, χωρίς όμως εξάρτηση και από το επίπεδο αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του Ομίλου. Η πιστοληπτική αξιολόγηση του ομολόγου είναι B+ / Caa2.

Πίνακας 1.2.4 Όμιλος ΟΤΕ – ομολογιακές εκδόσεις 31/12/2015

2015	Έτος Έκδοσης	Έτος Λήξης	Coupon	Ονομ. Αξία Έκδοσης	Αποπληρωμές 2015	31/12/2015 Εναπ. Ονομ. αξία	Ενέργειες 2015
Ομολ. Δάνειο	2008	2015	7,250%	787,7εκ€	Αποπληρώθηκε (432,2 εκ €)	0	ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ
Ομολ. Δάνειο	2006	2016	4,625%	900εκ€	267,2 εκ € (τιμή 101,5)	389,2 εκ€	Μερική Αποπληρωμή
Ομολ. Δάνειο	2013	2018	7,875%	700 εκ €	50εκ €	645,7 εκ €	Μερική Αποπληρωμή
Ομολ. Δάνειο	2015	2019	4,375%	350εκ €		344,8εκ €	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ (ρήτρα ελέγχου μόνο)
Ομολ. Δάνειο	2014	2020	3,5%	700 εκ €		693 εκ €	

Τα 432εκ€ της έκδοσης λήξεως 2015, αποπληρώθηκαν κανονικά, με τους δεδουλευμένους τόκους τους.

Πιστοληπτική Αξιολόγηση Ομίλου ΟΤΕ

Η πιστοληπτική αξιολόγηση του ΟΤΕ, την 31/12/2015, ήταν B+, από τον οίκο Standard & Poor's Ratings Services και Caa2 από τον οίκο Moody's Investors Service. Στη διάρκεια του 2015, έλαβαν χώρα οι παρακάτω μεταβολές της πιστοληπτικής αξιολόγησης:

Πίνακας 1.2.5 Όμιλος ΟΤΕ –Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας 2015

S&P

Ημερομηνία	Μεταβολές	Βαθμός Πιστοληπτικής Αξιολόγησης	Προοπτική
16/2/2015	Υποβάθμιση	BB-	σε καθεστώς αρνητικής επιτήρησης
17/4/2015	Επιβεβαίωση	BB-	αρνητική
4/6/2015	Υποβάθμιση	B+	αρνητική
1/7/2015	Υποβάθμιση	B	σε καθεστώς αρνητικής επιτήρησης
12/8/2015	Επιβεβαίωση	B	αρνητική
18/9/2015	Αναβάθμιση	B+	σταθερή

Moody's

Ημερομηνία	Μεταβολές	Βαθμός Πιστοληπτικής Αξιολόγησης	Προοπτική
9/2/2015	-	Ba3	υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση
4/5/2015	Υποβάθμιση	B3	αρνητική
2/7/2015	Υποβάθμιση	Caa2	υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση
29/9/2015	Επιβεβαίωση	Caa2	σταθερή

1.2.5 Οικονομική Χρήση 2016

Ομολογιακές Εκδόσεις

Το 2016, ο Όμιλος ΟΤΕ, δεν πραγματοποίησε καμία νέα έκδοση διαπραγματεύσιμων ομολόγων. Ήδη, από την προηγούμενη χρήση, είχε αποπληρώσει το σύνολο σχεδόν του τραπεζικού του δανεισμού και, το 95% της χρηματοδότησης του, ήταν από τις κεφαλαιαγορές. Η ρευστότητα του ενισχύθηκε, με την υπογραφή σύμβασης κοινοπρακτικού δανείου 339εκ€, τριετούς διάρκειας (2016-2019), με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD) και με παράλληλη δανειακή σύμβαση 50εκ€, από την Τράπεζα Εμπορίου και Ανάπτυξης Ευξείνου Πόντου (BSTDB). Και στα δύο δάνεια, υπάρχει ρήτρα αλλαγής ελέγχου καθώς και εξαμηνιαίος έλεγχος ορίων σε συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Το ομόλογο λήξεως 20/05/2016, εναπομένουσας αξίας 389,4εκ€, αποπληρώθηκε κανονικά, με καταβολή και των δεδουλευμένων τόκων.

Πίνακας 1.2.6 Όμιλος ΟΤΕ Διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2016

α) Τραπεζικά δάνεια	Επιτόκιο	Λήξη	Εναπομείνουσα ονομαστική αξία	Λογιστική αξία 31/12/2016
Δάνειο EBRD Ευρώ 225 εκ	Euribor+5,25%	25/4/2018	73,3	72,2
Δάνειο EBRD Ευρώ 339 εκ	Euribor+3,50%	16/9/2019	339,0	335,8
Δάνειο BSTDB Ευρώ 50 εκ	Euribor+3,50%	16/9/2019	50,0	49,7
β) Πρόγραμμα έκδοσης ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας της ΟΤΕ PLC				
Ομόλογο Ευρώ 700 εκ	7,875%	7/2/2018	630,0	627,7
Ομόλογο Ευρώ 350 εκ	4,375%	2/12/2019	350,0	345,2
Ομόλογο Ευρώ 700 εκ	3,500%	9/7/2020	700,0	694,5

1.2.6 Οικονομική Χρήση 2017

Ομολογιακές Εκδόσεις

Το 2017, ο Όμιλος ΟΤΕ δεν πραγματοποίησε νέα έκδοση διαπραγματεύσιμου ομολογιακού δανείου. Στον πίνακα 1.2.7 παρουσιάζεται, αναλυτικά, η διάρθρωση του δανεισμού του ομίλου στις 31/12/2017 :

Πίνακας 1.2.7 Όμιλος ΟΤΕ Διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2017

2017	Επιτόκιο	Λήξη	Νέα δάνεια	Αποπληρωμές/ Προπληρωμές	Εναπομείνουσα ονομαστική αξία	Λογιστική αξία 31/12/2017
α) Τραπεζικά δάνεια						
Δάνειο EBRD Ευρώ 225εκ	Euribor+5,25%	25/4/2018	-	(73,3)	-	-
Δάνειο EBRD Ευρώ 339εκ	Euribor+3,50%	16/9/2019	-	(113,0)	226,0	224,6
Δάνειο BSTDB Ευρώ 50εκ	Euribor+3,50%	16/9/2019	-	(16,7)	33,3	33,2
Δάνειο EBRD Ευρώ 65εκ	Euribor+2,90%	9/7/2020	65,0	-	65,0	65,0
Δάνειο EBRD Ευρώ 85εκ	Euribor+2,95%	10/1/2021	85,0	-	85,0	85,0
β) Πρόγραμμα έκδοσης ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας της ΟΤΕ PLC						
Ομόλογο Ευρώ 700εκ	7,875%	7/2/2018	-	(39,7)	590,3	590,1
Ομόλογο Ευρώ 350εκ	4,375%	2/12/2019	-	-	350,0	346,8
Ομόλογο Ευρώ 700εκ	3,500%	9/7/2020	-	-	700,0	696,0
Σύνολα			150,0	(242,7)	2.049,6	2.040,7

1.2.7 Οικονομική Χρήση 2018

Ομολογιακές Εκδόσεις

Το 2018, ο Όμιλος ΟΤΕ, πραγματοποίησε νέα έκδοση διαπραγματεύσιμου ομολογιακού δανείου, ύψους 400εκ €, με επιτόκιο 2,375%, τετραετούς διάρκειας και λήξεως στις 18/07/2022.

Γράφημα 1.2.1Α Όμιλος ΟΤΕ - Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου 2018/22



<https://www.boerse-berlin.com/index.php/Bonds?isin=XS1857022609>

Στις 07/02/2018, αποπλήρωσε πλήρως το πενταετές ομόλογο του 2013, επιτοκίου 7,875%, του οποίου η εναπομένουσα αξία ήταν 590,1εκ€. Παράλληλα και οι δεδουλευμένοι τόκοι του, αποπληρώθηκαν κανονικά.

Στον πίνακα 1.2.8 παρουσιάζεται αναλυτικά, η διάρθρωση του δανεισμού του ομίλου στις 31/12/2018 :

Πίνακας 1.2.8 Όμιλος ΟΤΕ Διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2018

2018	Επιτόκιο	Λήξη	Νέα δάνεια	Αποπληρωμές/ Προπληρωμές	Εναπομένουσα ονομαστική αξία	Λογιστική αξία 31/12/2018
α) Τραπεζικά δάνεια						
Δάνειο EBRD Ευρώ 339εκ	Euribor+3,50%	16/9/2019	-	(113,0)	113,0	112,7
Δάνειο STDB Ευρώ 50εκ	Euribor+2,50%	16/9/2019	-	(16,6)	16,7	16,6
Δάνειο EBRD Ευρώ 65εκ	Euribor+2,90%	9/7/2020	-	(21,7)	43,3	43,3
TELEKOM ROMANIA –Πιστωτική γραμμή	Robor+1,4%	30/9/2020	2,1	-	2,1	2,1
Δάνειο EBRD Ευρώ 85εκ	Euribor+2,95%	12/1/2021	-	(24,3)	60,7	60,7
Δάνειο EIB Ευρώ 150εκ	2,805%	23/1/2025	150,0	-	150,0	150,0
β) Πρόγραμμα έκδοσης ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας της ΟΤΕ PLC						
Ομόλογο Ευρώ 700εκ	7,875%	7/2/2018	-	(590,3)	-	-
Ομόλογο Ευρώ 350εκ	4,375%	2/12/2019	-	-	350,0	348,4
Ομόλογο Ευρώ 700εκ	3,500%	9/7/2020	-	-	700,0	697,5
Ομόλογο Ευρώ 400εκ	2,375%	18/7/2022	400,0	-	400,0	397,3
Σύνολα			552,1	(765,9)	1.835,8	1.828,6

1.2.8 Οικονομική Χρήση 2019

Ομολογιακές Εκδόσεις

Το 2019, ο Όμιλος ΟΤΕ, πραγματοποίησε νέα έκδοση διαπραγματεύσιμου ομολογιακού δανείου, ύψους 500εκ €, με επιτόκιο 0,875%, επταετούς διάρκειας και λήξεως στις 24/09/2026. Το επιτόκιο της έκδοσης αποτέλεσε ιστορικό χαμηλό για τον Όμιλο. Στην έκδοση η DEUTSCHE Telekom AG συμμετείχε με 100εκ€. Η πιστοληπτική αξιολόγηση του ομολόγου ήταν BB+ positive (S&P). Στις 02/12/2019, αποπλήρωσε πλήρως το τετραετές ομόλογο του 2015, επιτοκίου 4,375%, του οποίου η εναπομένουσα αξία ήταν 350εκ€. Παράλληλα και οι δεδουλευμένοι τόκοι του, αποπληρώθηκαν κανονικά.

Στον πίνακα 1.2.9, παρουσιάζεται αναλυτικά η διάρθρωση του δανεισμού του ομίλου στις 31/12/2019 :

Πίνακας 1.2.9 Όμιλος ΟΤΕ Διάρθρωση Δανεισμού 31/12/2019

2019						
α) Τραπεζικά δάνεια	Επιτόκιο	Λήξη	Νέα δάνεια	Αποπληρωμές/ Προπληρωμές	Εναπομεί- νασα ονομαστι- κή αξία	Λογιστική αξία 31/12/2019
Δάνειο EBRD Ευρώ 339εκ	Euribor+3,50%	16/9/2019	-	(113,0)	-	-
Δάνειο BSTDB Ευρώ 50εκ	Euribor+2,50%	16/9/2019	-	(16,7)	-	-
Δάνειο EBRD Ευρώ 65εκ	Euribor+2,90%	9/7/2020	-	(43,3)	-	-
TELEKOM ROMANIA – Πιστωτική Γραμμή	Robor+1,4%	31/12/2020	-	(0,8)	1,3	1,2
Δάνειο EBRD Ευρώ 85εκ	Euribor+2,95%	12/1/2021	-	(60,7)	-	-
Δάνειο EIB Ευρώ 150εκ	2,805%	23/1/2025	-	(23,1)	126,9	126,9
β) Πρόγραμμα έκδοσης ομολόγων μεσοπρόθεσμης διάρκειας της ΟΤΕ PLC						
Ομόλογο Ευρώ 350εκ	4,375%	2/12/2019	-	(350,0)	-	-
Ομόλογο Ευρώ 700εκ	3,500%	9/7/2020	-	(16,0)	684,0	683,2
Ομόλογο Ευρώ 400εκ	2,375%	18/7/2022	-	-	400,0	398,0
Ομόλογο Ευρώ 500εκ	0,875%	24/9/2026	500,0	-	500,0	494,6
Σύνολα			500,0	(623,6)	1.712,2	1.703,9

Γράφημα 1.2.1B - Όμιλος ΟΤΕ - Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου 2019/26



Volumen	

<https://www.boerse-berlin.com/index.php/Bonds?isin=XS2055106137>

1.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου ΟΤΕ

Πίνακας 1.3.1 Όμιλος ΟΤΕ Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και Διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019

Ποσά σε εκ €	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Απόδοση								
Κύκλος Εργασιών	4680,3	4054,1	3918,4	3902,9	3908,1	3857,1	3798,7	3907,6
Λειτ. Αποτελέσματα ΕΒΙΤ	615,2	335,4	589,1	391,1	385,6	305,5	495,2	180,1
Αποτελέσματα προ φόρων	609,3	314,8	395,4	246,5	252,4	174,5	413,4	129,9
ΕΒΙΤΔΑ	1392,9	1177,9	1385,5	1220,5	1267	1242,5	1250,9	1387,7
Κέρδη Μετά Φόρων	501,6	322,8	271,5	128,7	84	22,8	165,9	42,9
Ταμειακές Ροές								
Καθαρές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες	1166,9	1091,9	999,7	943,2	1025,1	800,6	995,5	1152,8
Καθαρές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες	150,4	160,3	-576	-645,4	-647	-912	-721,3	-630,6
Καθαρές Ροές από Χρηματ. Δραστηριότητες	-833	-966,2	-357,5	-490,1	-114,4	-171,1	-480	-554,1
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα λήξης χρήσης	1161,6	1444,3	1509,9	1322,5	1585,6	1297,7	1084,7	1058,3
Ίδια Κεφάλαια	2013,8	2295,7	2498,4	2609,2	2651,7	2589,4	2574,7	2183,1
Ενεργητικό	8359,80	7843,30	7804,30	7460,20	7571,60	7102,20	6699,90	6356,00
Δανεισμός								
Μακροπρόθεσμος	2635,2	2556,5	2173,1	1755,6	1941	1276,2	1280,6	996,4
Βραχυπρόθεσμος	1415,6	399,9	465,4	433,5	184,1	764,5	548	716,4
Συνολικός Δανεισμός	4050,8	2956,4	2638,5	2189,1	2125,1	2040,7	1828,6	1712,8
Χρεωστικοί Τόκοι	248,7	249	202,7	157,4	149,4	139,4	86,1	96,6
Ταμειακά Διαθέσιμα	1161,6	1444,3	1509,9	1322,5	1585,6	1297,7	1084,7	1058,3
Καθαρός Δανεισμός	2889,2	1512,1	1128,6	866,6	539,5	743	743,9	654,5
Διάρθρωση Δανεισμού								
Διαπραγματεύσιμα Ομολογιακά Δάνεια	3010	2735,6	2472,6	2072,6	1667,4	1632,9	1443,2	1575,8
% επί Συνολικού Δανεισμού	74,31%	92,53%	93,71%	94,68%	78,46%	80,02%	78,92%	92,00%
ΜΣΟ % μακρ. δανεισμού	5,80%	7,00%	6,40%	5,70%	5,50%	5,40%	3,90%	3,40%
Λοιπά Δάνεια	1039,4	209,8	165,9	116,4	457,7	407,8	385,4	128,1
% επί Συνολικού Δανεισμού	25,66%	7,10%	6,29%	5,32%	21,54%	19,98%	21,08%	7,48%
Επιτόκιο Λοιπών Δανείων		euribor +5,25%	euribor +5,25%	euribor +5,25%	3,80%	3,29%	1,93%	2,80%

Στον πίνακα 1.3.1 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη των υπό μελέτη δεδομένων, για τον Όμιλο, όπως αυτά δημοσιεύθηκαν στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις.

Στην ενότητα για τις ομολογιακές εκδόσεις της χρήσης του 2012, παρατηρούμε ότι την περίοδο προ της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008, ο όμιλος ΟΤΕ είχε δανειστεί μέσω των κεφαλαιαγορών, για δεκαετή διάρκεια, το 2003 με επιτόκιο 5% ποσό 1,25δισ€ και το 2006 με 4,625% ποσό 900εκ€. Και οι δύο εκδόσεις ήταν προ της εξαγοράς του από την Deutsche Telekom και υπό την διοίκηση του Ελληνικού Δημοσίου. Την περίοδο εκείνη ήταν από τις ελάχιστες ελληνικές επιχειρήσεις που δοκίμασαν, και μάλιστα με επιτυχία, να χρηματοδοτηθούν από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, δημιούργησε εμπόδια στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και αύξηση του κόστους δανεισμού, σε απαγορευτικά επίπεδα. Για τον Όμιλο ΟΤΕ, οι συνέπειες αυτής της κρίσης ήταν η ενεργοποίηση της ρήτρα υποβάθμισης στην ομολογιακή έκδοση του 2008, αξίας 600εκ€, όπου το επιτόκιο από 6% έγινε 7,25%. Επιπλέον για να επιμηκύνει αποπληρωμές 187,7εκ€, από ομολογιακές λήξεις του 2013, επιτοκίου 5%, τις ανταλλάσει με ομολογίες της έκδοσης 2008-2015, όπου είχε πλέον το αυξημένο επιτόκιο του 7,25%.

Το 2012 – χρήση από την οποία ξεκινά η μελέτη μας – ο δανεισμός του ομίλου είναι 4δισ€, οι ετήσιοι χρεωστικοί τόκοι 250εκ€ και το επιτοκιακό κόστος δανεισμού λίγο μεγαλύτερο από 6%. Με την επιδείνωση της κατάστασης των ελληνικών τραπεζών, μετά το PSI και την εξαιρετική δυσκολία παροχής δανείων, ο ΟΤΕ επιλέγει, το 2013, να απευθυνθεί στις κεφαλαιαγορές, να δανειστεί με επιτόκιο 7,875%, για πέντε έτη, ποσό 700εκ€ και να αρχίσει έτσι την αποδέσμευση του από τον τραπεζικό δανεισμό.

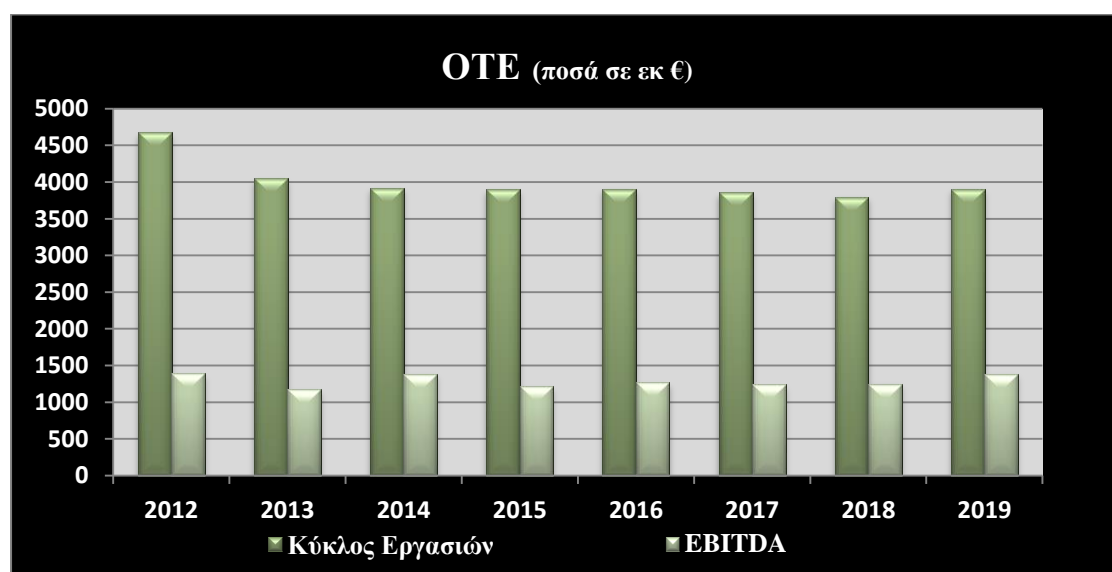
Μελετώντας τον πίνακα 1.3.1., με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του Ομίλου, και τον πίνακα 1.3.2., με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, για την περίοδο 2012 – 2019 διαπιστώνουμε τα εξής :

Ο τζίρος παρουσιάζει σταθεροποίηση, μετά το 2012 που ήταν 4,7δισ€, και κυμαίνεται στα 3,9δισ€ περίπου. Τα EBITDA όμως, μετά από σημαντικές αυξομειώσεις, το 2019 επανέρχονται στα επίπεδα του 2012, με βελτιωμένο περιθώριο 35,51% (το ψηλότερο της περιόδου).

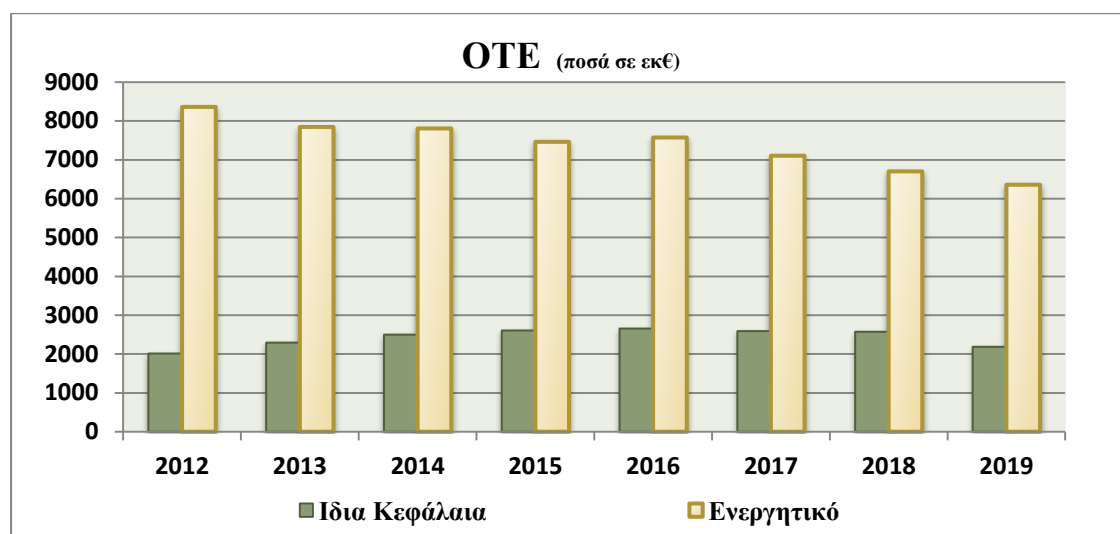
Η λειτουργική κερδοφορία παρουσίασε διακυμάνσεις και το 2019 βρέθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο της μελετούμενης περιόδου, στα 180εκ€, με περιθώριο 4,6%, από 615εκ€ το 2012 και περιθώριο 13,1%.

Τα καθαρά κέρδη παρουσιάζουν μεγάλη μείωση, στα περίπου 43εκ το 2019, από περίπου 500εκ€ το 2012. Εδώ πρέπει να σημειώσουμε τις αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών από 22% το 2012 σε 26% το 2013 και 2014 και σε 29%, με προκαταβολή στο 100%, τα έτη 2015 – 2018 και 24% το 2019.

Γράφημα 1.3.1 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA

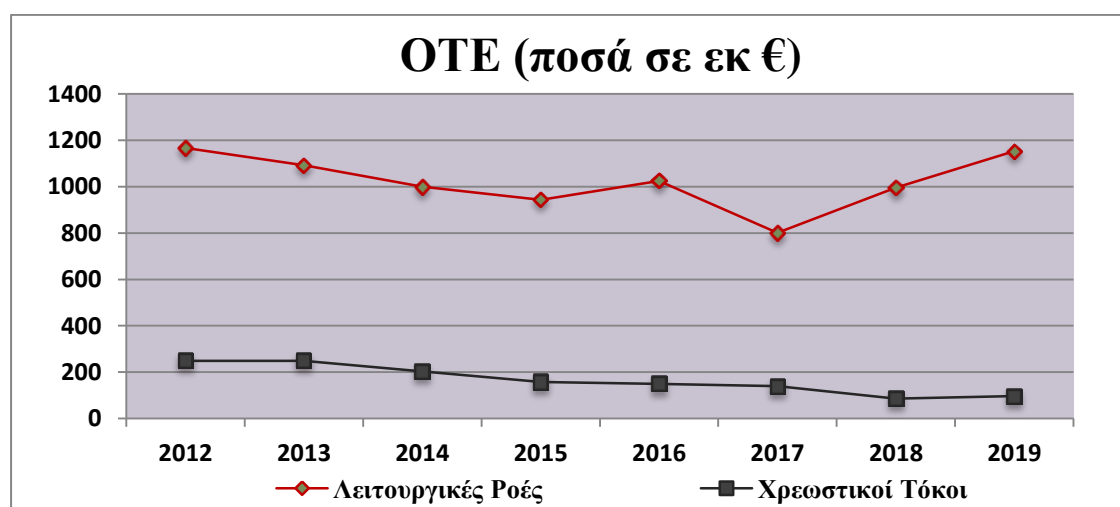


Γράφημα 1.3.2 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό



Οι καθαρές ταμειακές ροές, από λειτουργικές δραστηριότητες, μετά από σημαντική υποχώρηση, επανήλθαν στα επίπεδα του 2012. Τα ταμειακά διαθέσιμα παραμένουν πάνω από 1δισ€.

Γράφημα 1.3.3 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι



Ο δανεισμός το 2012, ήταν 4,05δισ€ και το 74,3% ήταν σε διαπραγματεύσιμα ομόλογα και το 25,7% σε τραπεζικά δάνεια. Από το 2013, όπως προαναφέραμε, ξεκινά η αποπληρωμή του τραπεζικού δανεισμού και η χρηματοδότηση γίνεται σχεδόν αποκλειστικά από ομολογιακές εκδόσεις. Σταδιακά το κόστος δανεισμού μειώνεται από 6-7%, το 2012-2013, στο 3,4% το 2019. Σε απόλυτα νούμερα, ο συνολικός δανεισμός υποχωρεί κατά 58% στα 1,7δισ€ το 2019, από 4,05δισ€ το 2012 και αποτελείται, πλέον, κατά 92% από ομολογιακές εκδόσεις και κατά 8% από

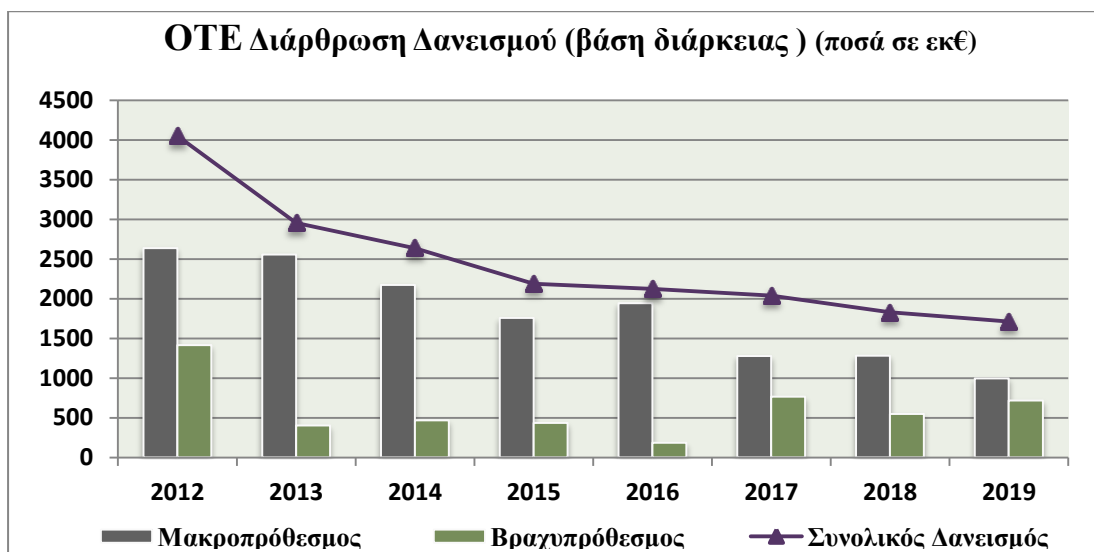
τραπεζικά δάνεια. Αυτά τα τραπεζικά δάνεια αποτελούν αναπτυξιακές τριετείς συμβάσεις με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης. Η τελευταία έκδοση το 2019, 7ετούς διάρκειας, έγινε με το ιστορικά χαμηλό επιτόκιο 0,875%. Συνέπεια της βελτίωσης του κόστους δανεισμού είναι και η πτώση των ετήσιων χρεωστικών τόκων στα 96,6εκ€ από 248,7εκ € το 2012 (-61%).

Παραθέτουμε και διαγραμματική απεικόνιση των παραπάνω δεδομένων αλλά και παρουσίαση της διαχρονικής εξέλιξης χρηματοοικονομικών δεικτών του Ομίλου (πίνακας 1.3.2) για την υπό μελέτη περίοδο. Από τους δείκτες αποδεικνύεται πέρα από την μείωση του κόστους δανεισμού, η συνετή χρήση μόχλευσης, η ορθή χρήση των δανειακών κεφαλαίων, η βελτίωση της ρευστότητας και της φερεγγυότητας του Ομίλου.

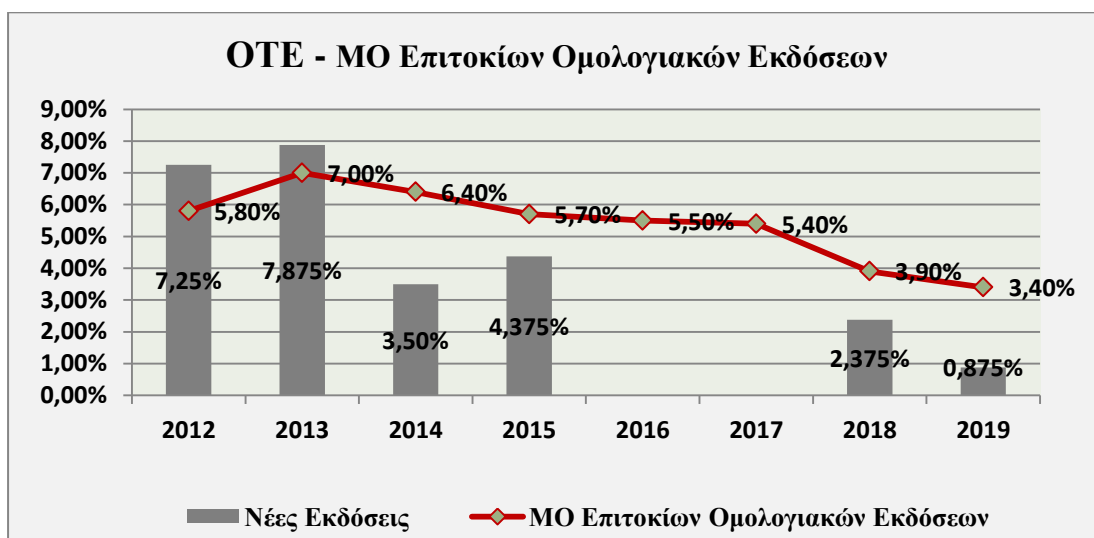
Γράφημα 1.3.4 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής



Γράφημα 1.3.5 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας



Γράφημα 1.3.6 Όμιλος ΟΤΕ 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών εκδόσεων



Πίνακας 1.3.2 Όμιλος ΟΤΕ Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτες Απόδοσης και περιθωρίου								
Καθαρά Κέρδη / ΙΚ (ROE)	24,91%	14,06%	10,87%	4,93%	3,17%	0,88%	6,44%	1,97%
Καθαρά Κέρδη / Ενεργητικό (ROA)	6,00%	4,12%	3,48%	1,73%	1,11%	0,32%	2,48%	0,67%
Απόδοση Απασχολούμενω Κεφαλαίων (EBIT/ΙΚ+Συν. Δαν. Υποχρεώσεις) ROCE	15,19%	11,34%	22,33%	17,87%	18,15%	14,97%	27,08%	10,51%
Περιθώριο EBITDA (EBITDA/ Πωλήσεις)	29,76%	29,05%	35,36%	31,27%	32,42%	32,21%	32,93%	35,51%
Λειτουργικό Περ. Κέρ.(Λειτουργ. Κέρδη /Πωλήσεις)	13,14%	8,27%	15,03%	10,02%	9,87%	7,92%	13,04%	4,61%
Καθαρό Περ. Κέρδους (Καθαρά Κέρδη / Πωλήσεις)	10,72%	7,96%	6,93%	3,30%	2,15%	0,59%	4,37%	1,10%
Δείκτες Χρέους και Μακροπρόθεσμης Φερεγγυότητας								
Καθαρός δανεισμός/EBITDA	2,07	1,28	0,81	0,71	0,43	0,60	0,59	0,47
Καθαρός Δανεισμός / ΙΚ	1,43	0,66	0,45	0,33	0,20	0,29	0,29	0,30
Συνολικός δανεισμός/ΙΚ (Financial leverage)	2,01	1,29	1,06	0,84	0,80	0,79	0,71	0,78
Δείκτης Χρέους (Συνολικό Χρέος / Συνολικό Ενεργητικό)	0,48	0,38	0,34	0,29	0,28	0,29	0,27	0,27
Συνολικό Χρέος / Συν. Χρέος + ΙΚ (Συν.Χρ./Επενδεδυμένα Κεφ.)	0,67	0,56	0,51	0,46	0,44	0,44	0,42	0,44
Συνολικό Χρέος / EBITDA	2,91	2,51	1,90	1,79	1,68	1,64	1,46	1,23
Πολλαπλασιαστής ΙΚ (Ενεργητικό /ΙΚ)	4,15	3,42	3,12	2,86	2,86	2,74	2,60	2,91
EBITDA /ΙΚ +Δανειακά Κεφ	0,23	0,22	0,27	0,25	0,27	0,27	0,28	0,36
Δείκτης Κάλυψης τόκων (EBIT/Χρεωστικοί τόκοι)	2,47	1,35	2,91	2,48	2,58	2,19	5,75	1,86
Δείκτης Κάλυψης Χρέους (EBITDA/Δαν. Υποχρ.)	0,34	0,40	0,53	0,56	0,60	0,61	0,68	0,81
EBITDA coverage (EBITDA/Χρ. Τόκοι) Δείκτης Κάλυψης Μετρητών	5,60	4,73	6,84	7,75	8,48	8,91	14,53	14,37
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Χρ. Τόκοι (Κάλυψη τόκων με μετρητά)	4,69	4,39	4,93	5,99	6,86	5,74	11,56	11,93
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Συν. Δαν. Υποχρ.	0,29	0,37	0,38	0,43	0,48	0,39	0,54	0,67
Δείκτης Κεφαλαιοποίησης (Μακρ. Χρέος /Μακρ. Χρ.+ΙΚ)	0,57	0,53	0,47	0,40	0,42	0,33	0,33	0,31

Στον παραπάνω πίνακα 1.3.2. παρατηρούμε τα εξής :

Αισθητή βελτίωση του περιθωρίου EBITDA, στο 35,5% το 2019, υψηλότερη τιμή την περίοδο 2012-2019, παρά την μείωση του τζίρου από 4,7δισ€ το 2012 σε 3,9δισ τις υπόλοιπες χρήσεις.

Σημαντική επιδείνωση, αλλά και μεγάλες διακυμάνσεις, στους λοιπούς δείκτες απόδοσης που καθορίζονται από λειτουργικά και καθαρά αποτελέσματα – μεγέθη στα οποία έχουμε μειώσεις 70% και 91% αντίστοιχα την περίοδο 2012-2019.

Η μείωση του δανεισμού βελτίωσε σημαντικά τους δείκτες μόχλευσης (Καθαρός και Συνολικός Δανεισμός προς Ίδια Κεφάλαια) και τον Δείκτη Λειτουργικές Ταμειακές Ροές προς Συνολικές Δανειακές Υποχρεώσεις.

Η μείωση των χρεωστικών τόκων βελτίωσε τους δείκτες

- Κάλυψης Μετρητών (EBITDA coverage – EBITDA / Χρεωστικοί Τόκοι)
- Κάλυψης Τόκων με μετρητά (Λειτουργικές Ταμειακές Ροές προς Χρεωστικούς Τόκους)
- Κάλυψης Τόκων (EBIT/Χρεωστικούς Τόκους) – παρά την μεγάλη μείωση των λειτουργικών αποτελεσμάτων.

Σε όλους τους δείκτες Χρέους και Μακροπρόθεσμης Φερεγγυότητας, παρατηρούμε την σταθερή πορεία βελτίωσης, γεγονός που οι κεφαλαιαγορές επιβράβευσαν στην τελευταία ομολογιακή έκδοση του 2019, δανείζοντας τον Όμιλο ΟΤΕ με 0,875% για 7 έτη.

1.4 Συμπεράσματα

Ο Όμιλος ΟΤΕ είχε χρησιμοποιήσει τις κεφαλαιαγορές, για την χρηματοδότηση του, πριν την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Ήδη από το 2012, το 75% του δανεισμού του είναι από ομόλογα. Όμως, οι συνέπειες της κρίσης στην Ελλάδα, οδήγησαν στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής του ικανότητας και την σημαντική αύξηση του κόστους δανεισμού του. Η επιβάρυνση του ομίλου ήταν πρόσκαιρη καθώς, νωρίτερα από την βελτίωση του κλίματος για την Ελλάδα, οι οίκοι αξιολόγησης αναβάθμισαν την πιστοληπτική του ικανότητα (2013). Αποτέλεσμα των αναβαθμίσεων ήταν το να μπορέσει να κάνει ομολογιακές εκδόσεις με χαμηλότερα επιτόκια και έτσι να αποπληρώσει, πρόωρα, τις ακριβές εκδόσεις. Επιπλέον, μετά το 2014, δεν υπάρχει ρήτρα υποβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας στις εκδόσεις του – ενδεικτικό της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης των αγορών προς τις προοπτικές του ομίλου. Αποτέλεσμα αυτών των εξελίξεων είναι :

- η χρηματοδότηση του ομίλου ΟΤΕ, να γίνεται κατά 92% από τις κεφαλαιαγορές για τα επενδυτικά του σχέδια, με εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια,
- να χρηματοδοτεί τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες του με τα διαθέσιμα του,
- να έχει συνάψει δανειακές συμβάσεις μόνο με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης, για έργα που γίνονται από προγράμματα χρηματοδότησης της και
- να χρησιμοποιεί το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μόνο για διεκπεραίωση των συναλλαγών με τους πελάτες του.

Καθώς ο όμιλος εξαγοράστηκε το 2008 από την Deutsche Telekom, θεωρούμε σημαντικό να επισημάνουμε την συμβολή της πολυεθνικής στην διαμόρφωση του χρηματοδοτικού προφίλ του καθώς, για αυτά τα μεγέθη των επιχειρήσεων, οι κεφαλαιαγορές αποτελούν φορέα χρηματοδότησης με αξιοποίηση της πιστοληπτικής τους βαθμολόγησης.

2 Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια



Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων

Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης

Συμπεράσματα

2.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ιδρύθηκε το 1998 και σήμερα αποτελεί έναν από τους κορυφαίους Ομίλους, στον τομέα της ενέργειας, στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, με δραστηριότητες σε 6 χώρες. Οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ATHEX: ELPE) και στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (LSE: HLPD).

Μέτοχοι της είναι η Paneuropean Oil and Industrial Holdings S.A. (45,5%) και το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας Δημοσίου (35,5%) ενώ το υπόλοιπο, ελεύθερα διαπραγματεύσιμο ποσοστό, ανήκει σε θεσμικούς (13,9%) και ιδιώτες (8,1%) επενδυτές.

Αποτελούν ένα δυναμικό Όμιλο με στέρεες βάσεις, που πρωταγωνιστεί στις ενεργειακές εξελίξεις στην Ελλάδα, αλλά και στην ευρύτερη περιοχή της ΝΑ Ευρώπης. Η σταδιακή μετεξέλιξή του από πετρελαϊκή σε ενεργειακή δύναμη συνοδεύεται από διεθνείς δραστηριότητες, επεκτάσεις και συμμαχίες, αλλά και από ένα αναπτυξιακό πρόγραμμα με επιλεγμένες κερδοφόρες επενδύσεις σε νέους τομείς.

Οι δραστηριότητες του Ομίλου είναι:

- Δύλιση, Εφοδιασμός και Εμπορία Πετρελαιοειδών
- Λιανική Εμπορία πετρελαιοειδών
- Παραγωγή και Εμπορία Πετροχημικών
- Έρευνα και Παραγωγή Υδρογονανθράκων
- Παραγωγή Ενέργειας και Φυσικό Αέριο
- Τεχνικές Μελέτες

Το **1955** υπογράφεται η σύμβαση κατασκευής του διυλιστηρίου Ασπροπύργου, του πρώτου διυλιστηρίου πετρελαίου στην Ελλάδα. Η κατασκευή του άρχισε το 1956 και η λειτουργία του το 1958.

Το **1966**, ο, ελληνικής καταγωγής, Τομ Πάππας, εγκαινιάζει το διυλιστήριο της ESSO PAPPAS στη Δυτική Θεσσαλονίκη.

Το **1971**, ο Όμιλος Ιωάννη Λάτση εγκαινιάζει το διωλιστήριο της ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ στην Ελευσίνα.

Το **1975** ιδρύεται η ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ Α.Ε. (Δ.Ε.Π.) και εξαγοράζεται από το Ελληνικό Δημόσιο η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΑΣΠΡΟΠΥΡΓΟΥ Α.Ε. (ΕΛ.Δ.Α.). Το Δημόσιο ελέγχει πλήρως τη διύλιση, διάθεση και εμπορία διυλισμένων προϊόντων.

1981 – 1990 : Οι δραστηριότητες της ESSO στην Ελλάδα μεταβιβάζονται στο Ελληνικό Δημόσιο και μετονομάζεται σε ΕΚΟ. Το 1985 ιδρύεται η ΔΕΠ –ΕΚΥ για τη δραστηριοποίηση του Ελληνικού Δημοσίου στην έρευνα και εκμετάλλευση υδρογονανθράκων. Το 1988, ιδρύεται η Δημόσια Επιχείρηση Αερίου Α.Ε. (Δ.Ε.Π.Α.). Η Δ.Ε.Π. αναλαμβάνει για λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου τη διύλιση και διάθεση διυλισμένων προϊόντων στην εσωτερική αγορά και αποκτά τις μετοχές της ΕΛ.Δ.Α. και της Δ.Ε.Π.Α.

1991 – 1997 : Απελευθερώνεται η αγορά πετρελαίου και η Δ.Ε.Π. αναλαμβάνει τη διύλιση και διάθεση προϊόντων για δικό της λογαριασμό μέσω των διωλιστηρίων ΕΛ.Δ.Α. και ΕΚΟ ΕΛΔΙΧΗΜΑΚ. Η Δ.Ε.Π. αποκτά τις μετοχές του ομίλου ΕΚΟ.

1998 – 2008 :

- Συγχωνεύονται οι θυγατρικές του Ομίλου ΔΕΠ και μετονομάζονται σε ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
- Γίνεται εισαγωγή της εταιρείας στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου.
- Το Ελληνικό Δημόσιο διαθέτει με δημόσια εγγραφή δεύτερο πακέτο μετοχών της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
- Συγχωνεύεται με την ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε., δια απορροφήσεως, η εταιρεία ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε, μέσω της οποίας ο Όμιλος αποκτά το διωλιστήριο Ελευσίνας.

2009 – 2014 :

- Η BP HELLAS μεταβιβάζει τα εμπορικά δικαιώματά της στην Ελλάδα στην ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ, συμπεριλαμβανομένου του δικτύου πρατηρίων καυσίμων, αποθηκευτικών χώρων, καθώς και εμπορικών και βιομηχανικών πελατών.

- Αριστοποιείτε η λειτουργία του διυλιστηρίου Ελευσίνας, βελτιώνεται σημαντικά η απόδοση όλων των μονάδων και δημιουργούνται ουσιαστικές συνέργειες μεταξύ των 3 διυλιστηρίων. Η βελτίωση ανταγωνιστικότητας επιτρέπει την περαιτέρω διεθνοποίηση του επιχειρηματικού μοντέλου του Ομίλου, με εξαγωγές να ξεπερνάνε το 50% των συνολικών πωλήσεων.
- Τίθεται σε εμπορική λειτουργία και δεύτερη μονάδα ηλεκτροπαραγωγής (CCGT) στη Θίσβη Βοιωτίας, δυναμικότητας 420 MW από την ELPEDISON ENERΓΕΙΑΚΗ.
- Ολοκληρώνεται με επιτυχία η πρώτη έκδοση Ευρωομολόγου στην ιστορία του Ομίλου, ύψους €500 εκ. και ακολουθούν δύο επιπλέον εκδόσεις άνω των €600 εκ. τα επόμενα χρόνια, επιβεβαιώνοντας την εμπιστοσύνη των διεθνών κεφαλαιαγορών στις προοπτικές και τη στρατηγική του.

2015-2020 :

- Ο Όμιλος ΕΛΠΕ καταγράφει την υψηλότερη κερδοφορία στην ιστορία του, με τα συγκρίσιμα καθαρά κέρδη EBITDA να ανέρχονται στα €758 εκατ. και κατατάσσεται μεταξύ των 100 κορυφαίων ενεργειακών εταιρειών του κόσμου (TOP 100 GLOBAL ENERGY LEADERS) για το 2017, σύμφωνα με τη λίστα της Reuters Thomson.
- Ολοκληρώνεται, με επιτυχία, η διαδικασία πώλησης του ποσοστού της ΕΛΠΕ στη ΔΕΣΦΑ, στην εταιρεία “SENFLUGA Energy Infrastructure Holdings S.A.”.
- Η κοινοπραξία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ, TOTAL και EXXONMOBIL ορίζεται από το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας ως «Επιλεγείς Αιτών» για την παραχώρηση δικαιωμάτων έρευνας και εκμετάλλευσης Υδρογονανθράκων και στις δύο θαλάσσιες περιοχές «Δυτικά Κρήτης» και «Νοτιοδυτικά Κρήτης». Επίσης, υπογράφονται οι συμβάσεις παραχώρησης δικαιώματος έρευνας & εκμετάλλευσης υδρογονανθράκων στον Κυπαρισσιακό κόλπο και στη θαλάσσια περιοχή Ιόνιο, Δυτική Ελλάδα (κοινοπραξία ΕΛΠΕ –Repsol). Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ενέκρινε τη σύναψη Μνημονίου Συνεργασίας με το ΤΑΙΠΕΔ, αναφορικά με την από κοινού πώληση του συνολικού

κεφαλαίου της ΔΕΠΑ Υποδομών καθώς και τη συμμετοχή της Εταιρείας στη διαγωνιστική διαδικασία πώλησης του 65% που θα κατέχει το ΤΑΙΠΕΔ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας.

Με βασικό πυλώνα της επιχειρηματικής στρατηγική του, την κατοχύρωση σημαντικού του ρόλου στην ενεργειακή μετάβαση στην ευρύτερη περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου, ο Όμιλος στοχεύει στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων στις βασικές του δραστηριότητες, καθώς και στην ανάπτυξη ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου στον ενεργειακό κλάδο, εστιάζοντας στους παρακάτω βασικούς άξονες:

- Βελτίωση κύριων δραστηριοτήτων, μέσω αριστοποίησης λειτουργίας, ψηφιοποίησης και ενεργειακής βελτιστοποίησης.
- Ανάπτυξη κύριων δραστηριοτήτων, με εκμετάλλευση ευκαιριών για μόχλευση παλαιότερων επενδύσεων για μεγιστοποίηση αξίας και ανάπτυξη της δραστηριότητας διεθνούς εμπορίας.
- Ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων, με δημιουργία σημαντικής παρουσίας στο χώρο των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας και περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου Ενέργειας και Φυσικού Αερίου.
- Ασφαλής και προσαρμοσμένη πλήρως, στα πιο σύγχρονα περιβαλλοντικά πρότυπα, λειτουργία των μονάδων και περιβαλλοντικά φιλικές προδιαγραφές προϊόντων.
- Βελτιστοποίηση της εταιρικής διακυβέρνησης

Όραμα & Στρατηγική

Να πρωταγωνιστήσουμε στην ενεργειακή μετάβαση μεγιστοποιώντας τις αποδόσεις στις βασικές μας δραστηριότητες & αναπτύσσοντας ένα διαφοροποιημένο ενεργειακό χαρτοφυλάκιο



Βελτίωση βασικής δραστηριότητας
Βελτίωση ανταγωνιστικότητας, ψηφιακός μετασχηματισμός, ενεργειακή απόδοση

Ανάπτυξη βασικής δραστηριότητας
Επιλεγμένες επενδύσεις αναβάθμισης, ανάπτυξη δραστηριότητας trading

Ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων
Ανάπτυξη σε ΑΠΕ, επέκταση σε Ηλεκτρισμό και Φυσικό Αέριο

204 MW



Εξαγορά Φ/Β έργων στην περιοχή της Κοζάνης

Το μεγαλύτερο πάρκο ανανεώσιμων στην Ελλάδα & ένα από τα 5 μεγαλύτερα της Ευρώπης

Υγεία, Ασφάλεια & Περιβάλλον

Θεμελιώδης αρχή της στρατηγικής μας



Οικονομικά Αποτελέσματα έτους 2019

Συγκρίσιμα Κέρδη EBITDA

€ 572 εκ.



Έκδοση νέου Ευρωμολόγου, ύψους €500 εκατ., με επιτόκιο 2%

Προτεινόμενη Διανομή μερίσματος

0,50 € /μετοχή

21%

Μείωση χρηματοοικονομικού κόστους



<https://www.helpe.gr/the-group/at-a-glance/>

2.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση

Με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία στις οικονομικές καταστάσεις, το **2012** ο Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια ολοκληρώνει την επένδυση αναβάθμισης του εργοστασίου της Ελευσίνας, η οποία βελτιώνει σημαντικά την απόδοση όλων των μονάδων και δημιουργεί ουσιαστικές συνέργειες μεταξύ και των τριών διυλιστηρίων. Η ολοκλήρωση της επένδυσης αυξάνει τις χρηματοδοτικές ανάγκες του ομίλου σε μια χρονική περίοδο που, η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση και οι συνέπειες της στην Ελλάδα, καθιστούν την χρηματοδότηση δύσκολη και ακριβή.

Στις 31/12/2012, Ο Όμιλος έχει 2,76δις€ δανειακές υποχρεώσεις, με τα 2,37δις να είναι βραχυπρόθεσμες. Ολόκληρος ο δανεισμός είναι τραπεζικός, με κοινοπρακτικά δάνεια και ανακυκλούμενες πιστώσεις μέσω συμβάσεων με ελληνικά και διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Το επιτοκιακό κόστος των δανείων ήταν στο 4,7% .

Εν μέσω των δυσκολιών χρηματοδότησης που δημιούργησε η χρηματοοικονομική κρίση, ο Όμιλος εστιάζει στην διαχείριση των περιόδων ωρίμανσης των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού του αλλά και του κινδύνου ρευστότητας. Το **2013** ολοκληρώνει, με επιτυχία, την αναχρηματοδότηση δανείου ύψους 1,2δις€ που έληξε τον Δεκέμβριο του 2012. Χρησιμοποίησε μέρος των ταμειακών ροών του αλλά και νέο τραπεζικό δανεισμό για την ολοκλήρωση της συμφωνίας με τους πιστωτές. Στόχος του Ομίλου, μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης στην Ελευσίνα, είναι καλύτερη αξιοποίηση των αυξημένων λειτουργικών χρηματοροών του και ο επιμερισμός του δανεισμού, με τέτοιο τρόπο ώστε να μην ξεπερνούν το 50% του χρέους οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και το χρέος να μην ξεπερνά το 45% των συνολικά επενδεδυμένων κεφαλαίων. Για την επίτευξη αυτών των στόχων, το 2013, ξεκινά την επαφή του με τις κεφαλαιαγορές και εκδίδει, μη αξιολογημένο τετραετές (λήξη 2017) Ευρω-ομόλογο, 500εκ€, με επιτόκιο 8%. Στα ήδη υπάρχοντα τραπεζικά δάνεια το επιτοκιακό κόστος εξυπηρέτησης τους είναι 5,9%.

Το **2014** ο Όμιλος, συνεπής στον στόχο που έθεσε για την χρηματοδότηση των κεφαλαιακών του αναγκών, επωφελήθηκε από τις ευνοϊκές συνθήκες που επικρατούσαν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές αλλά και στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, μετά την ανακεφαλαιοποίησή του, και πραγματοποίησε τις εξής ενέργειες :

- προπλήρωσε οικιοθελώς και αναχρηματοδότησε με καλύτερους όρους δανειακές συμβάσεις 605εκ€
- εξέδωσε 2, μη αξιολογημένα, Ευρω-ομόλογα : ένα διετές δολαριακό 400εκ\$, με επιτόκιο 4,625% (Μάιος 2014 -2016) και ένα πενταετές σε ευρώ, ύψους 325εκ€, με επιτόκιο 5,25% (Ιούνιος 2014 – 2019).

Με τις κινήσεις αυτές μείωσε το κόστος δανεισμού του, σε 6,17% των ομολόγων και 5,77% των τραπεζικών δανείων, διαφοροποίησε τις πηγές χρηματοδότησης του και επιμήκυνε τις λήξεις τους.

Το **2015 και το 2016**, ενώ ο Όμιλος παρουσιάζει αισθητή μείωση του τζίρου του, βελτιώνει θεαματικά την κερδοφορία του, ανακάμπτοντας από τις ζημιογόνες χρήσεις του 2013 και του 2014. Η λειτουργική του κερδοφορία φθάνει τα 626εκ€, τα EBITDA στα 465εκ€ και τα καθαρά κέρδη τα 329εκ€. Εκμεταλλευόμενος την βελτίωση των αποτελεσμάτων του αλλά και τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης της Ελληνικής οικονομίας, επανέρχεται στις κεφαλαιαγορές το 2016 εκδίδοντας πενταετές ευρω-ομόλογο (Οκτώβριος 2016 -2021), ύψους 375εκ€, με επιτόκιο 4,875%. Τα έσοδα της έκδοσης χρησιμοποιήθηκαν για την αποπληρωμή υφιστάμενου χρέους, συμπεριλαμβανομένης και της πρόωρης αποπληρωμής 225εκ€ του ομολόγου λήξεως 2017 (έκδοση 2013, ονομαστικής αξίας 500εκ€, με επιτόκιο 8%). Επιπλέον, τον Μάιο του 2016 αποπλήρωσε κανονικά, στην λήξη του, το διετές δολαριακό ομόλογο των 400εκ\$, επιτοκίου 4,625%.

Το **2017** ο Όμιλος αποπληρώνει κανονικά, στην λήξη του, το ανεξόφλητο ποσό των 264εκ€ από το 4ετές ομόλογο των 500εκ€, επιτοκίου 8% του 2013, που είχε μερικώς αποπληρωθεί το 2016 κατά 225εκ€. Επιπλέον, τον Ιούλιο εκδίδει νέες ομολογίες 74,53εκ€ τις οποίες ενοποιεί με την έκδοση του 2016 - 2021, επιτοκίου 4,875%, η οποία πλέον έχει ονομαστική αξία 450εκ€.

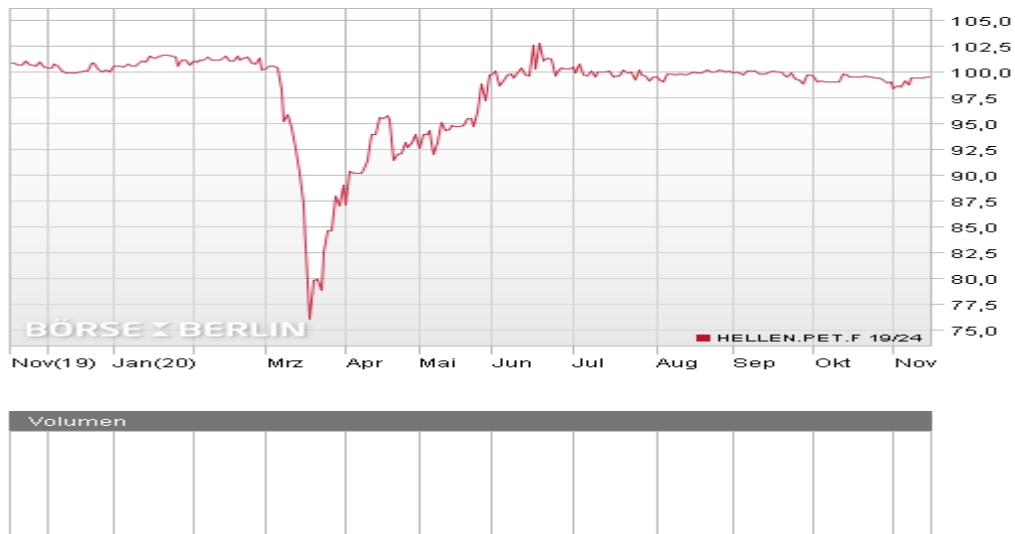
Το **2019**, τον Οκτώβριο, ο Όμιλος εκδίδει νέο πενταετές ομόλογο 500εκ€, λήξεως 2024, με επιτόκιο 2%. Μέρος των εσόδων της έκδοσης χρησιμοποιήθηκαν για την πρόωρη αποπληρωμή 248,4εκ€ της έκδοσης 2016-2021, επιτοκίου 5,25% και αρχικής ονομαστικής αξίας 450εκ€.

Γράφημα 2.2.1 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγων ΕΛΠΕ 16/21 και 19/24



<https://www.boerse-berlin.com/index.php/Bonds?isin=XS1500377517> (Ομόλογο 16/21)

<https://www.boerse-berlin.com/index.php/Bonds?isin=XS2060691719> (ομόλογο 19/24)



2.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου ΕΛΠΕ

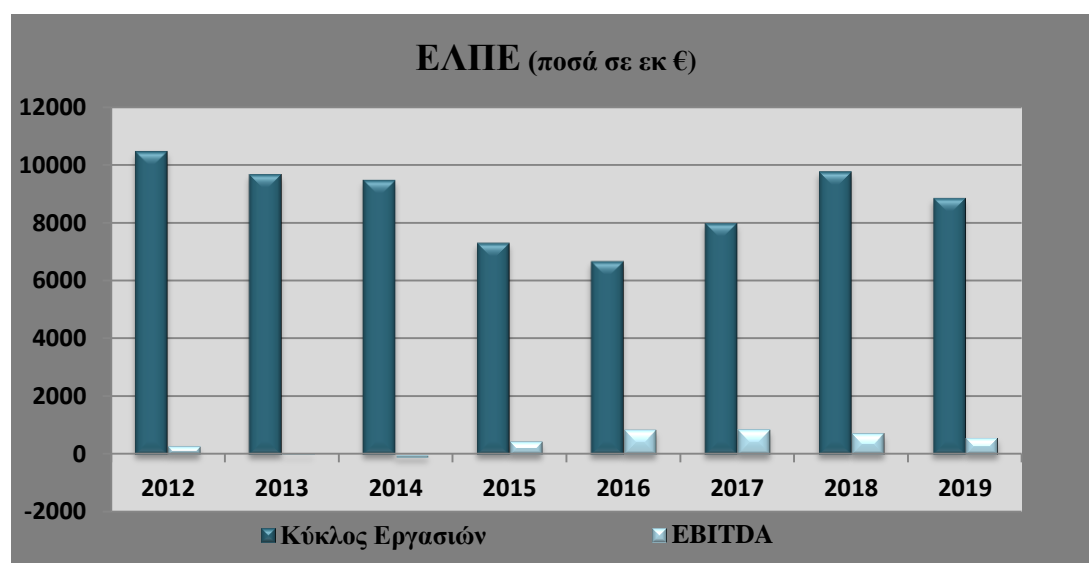
Πίνακας 2.3.1 Όμιλος Ελληνικών Πετρελαίων Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019

Ποσά σε εκ €	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Απόδοση								
Κύκλος Εργασιών	10468,87	9674,32	9478,44	7302,94	6679,92	7994,69	9769,15	8856,97
Λειτουργικά Αποτελέσματα EBIT	119,703	-195,31	-288,91	245,24	626,27	661,78	514,21	340,94
Αποτελέσματα προ φόρων	114,50	-338,13	-484,89	38,96	465,67	519,78	368,93	207,01
EBITDA	298	29	-84	444	836	851	711	574
Κέρδη Μετά Φόρων	81,226	-272,5	-368,6	45,03	328,73	383,92	214,71	163,58
Ταμειακές Ροές								
Καθαρές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες	523,916	492,60	852,78	459,71	-333,52	442,94	502,93	486,06
Καθαρές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες	-497,668	-89,33	-82,91	-136,14	-116,20	-184,78	138,39	-217,66
Καθαρές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες	-114,373	-338,93	84,75	-73,33	-589,91	-300,42	-244,47	-457,54
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα λήξης χρήσης	901,061	959,60	1847,84	2108,36	1081,58	1018,91	1276,37	1088,2
Ίδια Κεφάλαια	2495,02	2214,50	1728,55	1790,27	2141,6	2371,57	2394,73	2326,6
Ενεργητικό	7404,02	7177,40	7719,29	8028,58	7188,82	7160,08	6997,43	7092,47
Δανεισμός								
Μακροπρόθεσμος	383,27	1311,80	1811,99	1597,95	1456,2	920,23	1627,17	1610,09
Βραχυπρόθεσμος	2375,10	1338,38	1177,64	1633,03	1386,3	1900,27	1108,78	1022,27
Συνολικός Δανεισμός	2758,37	2650,19	2989,64	3230,99	2842,5	2820,5	2735,96	2632,4
Χρεωστικοί Τόκοι	66,58	184,30	196,89	200,79	205,909	169,65	149,53	146,303
Ταμειακά Διαθέσιμα	901,06	959,60	1847,84	2108,36	1081,58	1018,91	1276,37	1088,2
Καθαρός Δανεισμός	1857,31	1690,59	1141,8	1122,62	1760,9	1801,59	1459,59	1544,2
Διάρθρωση Δανεισμού								
Διαπραγματεύσιμα Ομολογιακά Δάνεια		500	1225	1160,65	942,92	761,61	765,10	692,16
% επί Συνολικού Δανεισμού	0,00%	18,87%	40,97%	35,92%	33,17%	27,00%	27,96%	26,29%
Λοιπά Δάνεια	2758,37	2150,19	1764,64	2070,33	1899,58	2058,90	1970,85	1940,21
% επί Συνολικού Δανεισμού	100,00%	81,13%	59,03%	64,08%	66,83%	73,00%	72,04%	73,71%
Επιτόκιο Λοιπών Δανείων	4,73%	5,90%	5,77%	4,71%	4,52%	4,46%	3,61%	2,99%

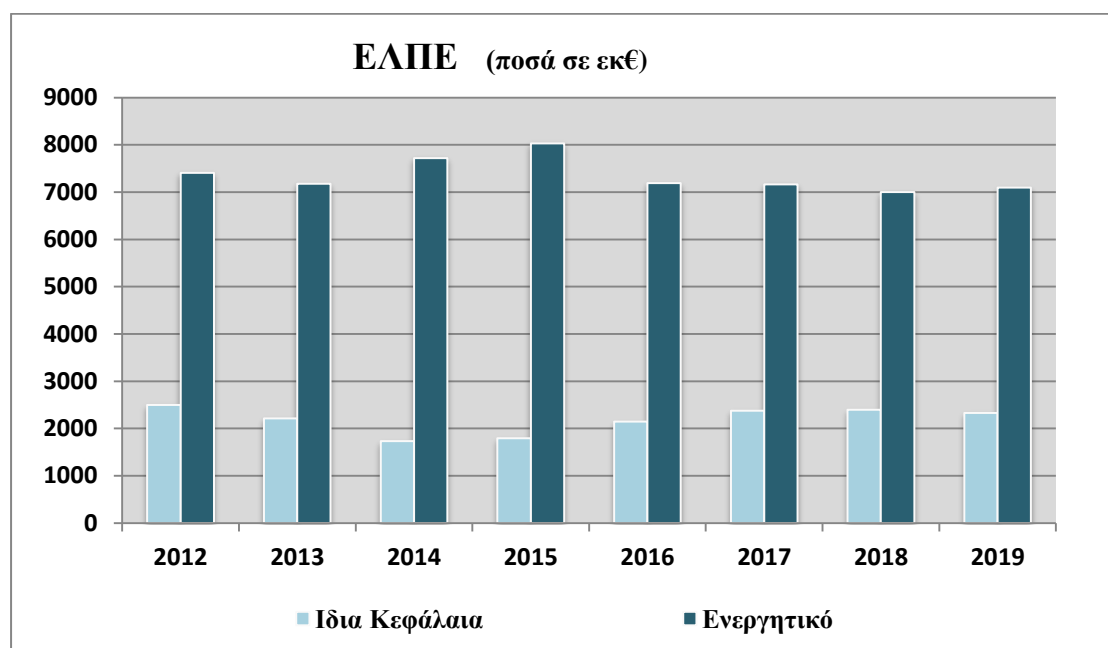
Στον παραπάνω πίνακα 2.3.1, παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη των υπό μελέτη δεδομένων για τον Όμιλο, όπως αυτά δημοσιεύθηκαν στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις. Μελετώντας την περίοδο 2012 -2019, παρατηρούμε ότι ο Όμιλος Ελληνικά Πετρέλαια παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις στην απόδοση του. Ο τζίρος

παρουσιάζει μείωση στα 8,9δισ€ το 2019 από 10,5δισ€ το 2012 ενώ στα ελάχιστα επίπεδα του, τα 6,7δισ€, βρέθηκε το 2016. Οι χρήσεις 2013 και 2014 ήταν ζημιογόνες. Ακολουθεί μεγάλη βελτίωση της κερδοφορίας, σε όλα τα επίπεδα – λειτουργικά, καθαρά και EBITDA, με κορύφωση το 2017. Τα περιθώρια κερδοφορίας διατηρούνται σε πολύ καλύτερα επίπεδα από το 2012, μειωμένα όμως από τις χρήσεις κορύφωσης τους.

Γράφημα 2.3.1 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA

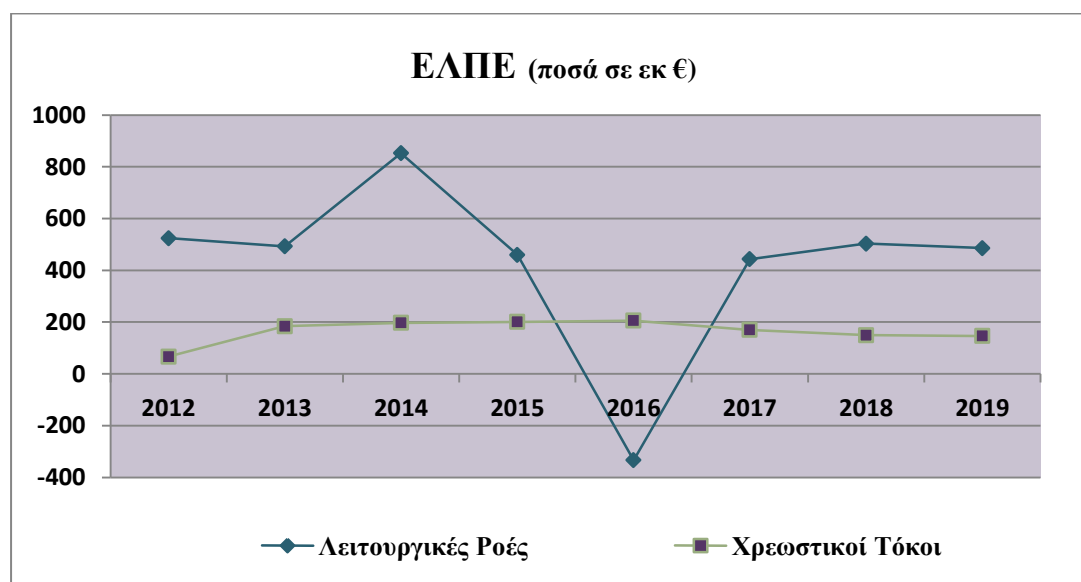


Γράφημα 2.3.2 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό



Οι λειτουργικές ταμειακές ροές διατηρούνται στα περίπου 500εκ€ και τα ταμειακά της διαθέσιμα εμφανίζουν μέσο όρο περιόδου 1,2δισ€. Οι χρεωστικοί τόκοι σχεδόν τριπλασιάστηκαν το 2013 σε σχέση με το 2012, παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα ως το 2016 και εν συνεχεία παρουσιάζουν πτωτική πορεία αλλά με χαμηλούς ρυθμούς.

Γράφημα 2.3.3 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι

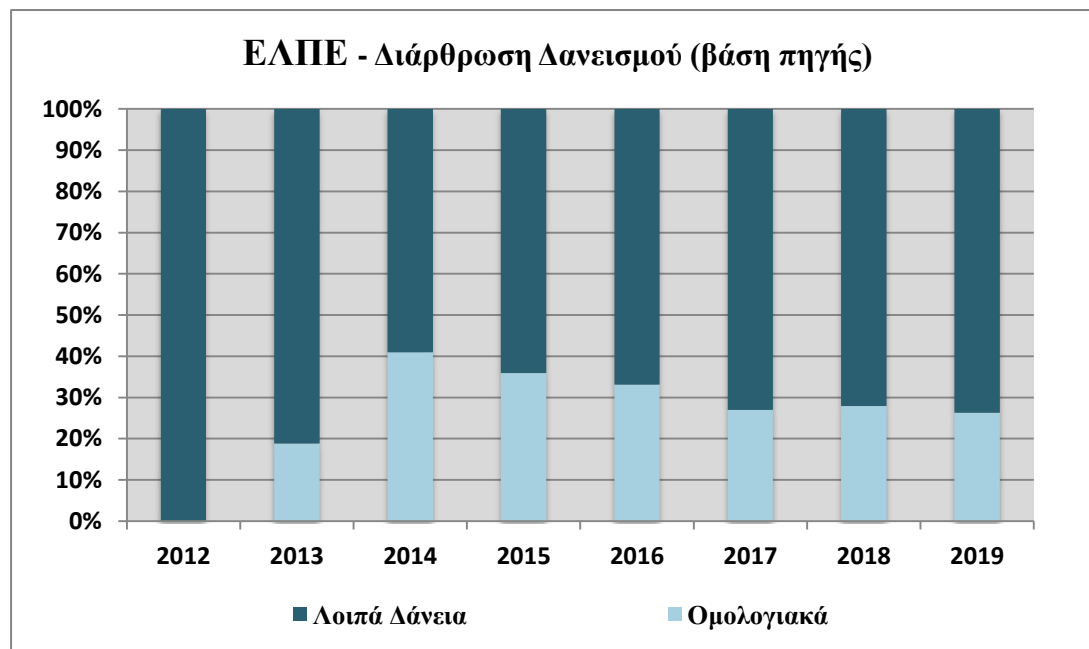


Ο συνολικός δανεισμός είναι σταθερά πάνω από 2,6δισ€, αποτελείτε κυρίως από τραπεζικά κοινοπρακτικά δάνεια και ανακυκλούμενες πιστώσεις. Το 2012, χρονιά με τις δυσκολότερες συνθήκες χρηματοδότησης, καθώς ήταν η χρονιά εφαρμογής του PSI στις ελληνικές τράπεζες, ο Όμιλος βρίσκεται με βραχυπρόθεσμο δανεισμό 2,4δισ€ αποτελούμενος εξ ολοκλήρου από τραπεζικά δάνεια. Προχωρά σε συμβάσεις αναχρηματοδότησης και επιμήκυνσης των λήξεων των δανείων. Οι συμφωνίες αυτές γίνονται κυρίως με ελληνικές τράπεζες καθώς αυτές κατείχαν το μεγαλύτερο μέρος του δανεισμού του. Λόγω των συνθηκών που επικρατούσαν, το κόστος της αναχρηματοδότησης είναι ακριβό, γι' αυτό και εμφανίζεται μεγάλη αύξηση των χρεωστικών τόκων. Επιπλέον, από το 2013, ξεκινά η αποπληρωμή δωδεκαετούς δανείου 400εκ€ που είχε συνάψει ο Όμιλος, το 2010, με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (EIB) για την χρηματοδότηση της αναβάθμισης του διωλιστηρίου της Ελευσίνας.

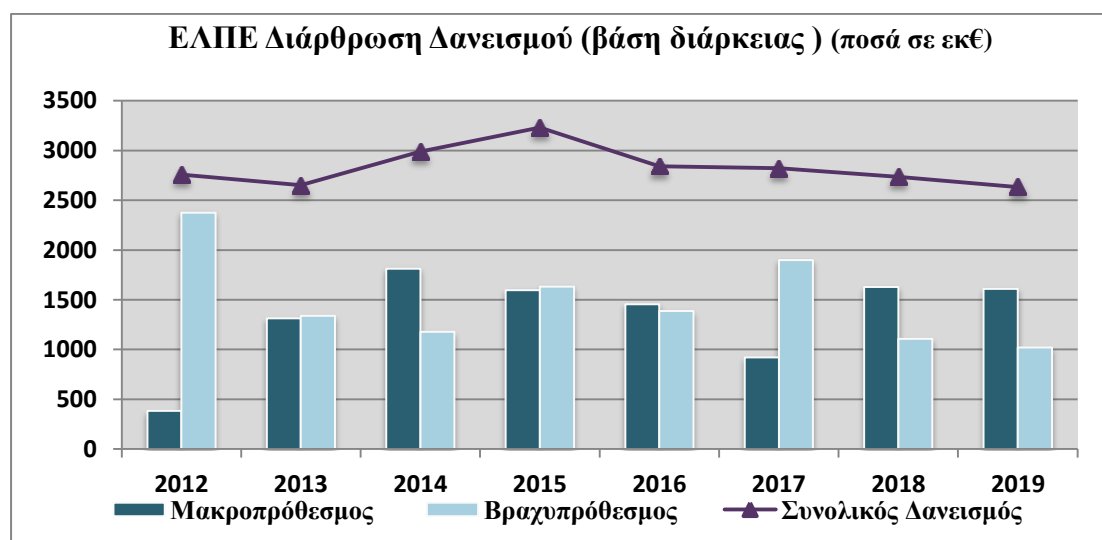
Η χρήση διαπραγματεύσιμων ομολογιακών εκδόσεων ξεκινά το 2013, όμως δεν αποτέλεσε κύρια πηγή χρηματοδότησης σε καμία χρήση κατά την περίοδο που

μελετούμε. Συνεχώς τα ομόλογα είναι κάτω από το 30% του συνολικού δανεισμού και τα τραπεζικά δάνεια πάνω από το 70%.

Γράφημα 2.3.4 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής



Γράφημα 2.3.5 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας

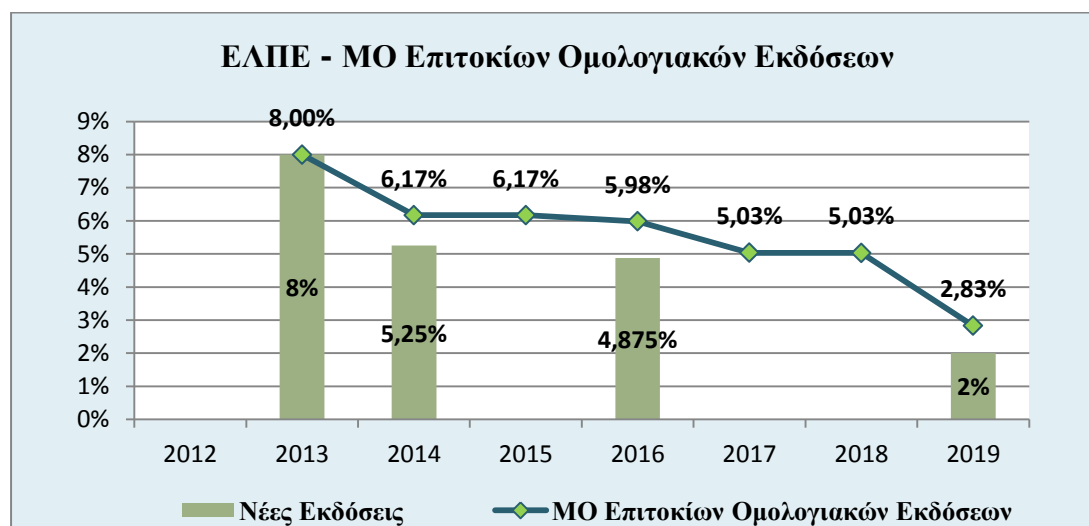


Από το 2017 και μετά παρατηρούμε αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού και στις δύο κατηγορίες χρηματοδότησης με αποτέλεσμα την μείωση των χρεωστικών τόκων.

Συνολικά ο Όμιλος έκανε 4 ομολογιακές εκδόσεις, με υποχώρηση των επιτοκίων, από το 8% το 2013, στο 2% το 2019 οπότε και επανέρχεται με πενταετή έκδοση 500εκ€.

Παράλληλα και στον τραπεζικό του δανεισμό μειώνει το κόστος εξυπηρέτησης, μέσω νέων συμβάσεων αναχρηματοδότησης. Έτσι το 2019, το επιτοκιακό κόστος των τραπεζικών δανείων, έχει φθάσει στο 3%, από σχεδόν 6% το 2013.

Γράφημα 2.3.6 Όμιλος ΕΛΠΕ 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών Εκδόσεων



Μελετώντας τους χρηματοοικονομικούς δείκτες του ομίλου, όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα 2.3.2, διαπιστώνουμε τις έντονες διακυμάνσεις των μεγεθών κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Στους δείκτες απόδοσης, υπάρχει σταθερή βελτίωση, καθώς η κερδοφορία εμφανίζεται αυξημένη σε όλα τα επίπεδα. Αντίστοιχα και τα περιθώρια κερδοφορίας έχουν βελτίωση, παρά την μείωση των πωλήσεων. Κορύφωση των δεικτών αυτής της κατηγορίας, παρατηρούμε το 2016 και 2017 ενώ η βελτίωση τους συγκριτικά με το 2012, διατηρείται συνεχώς μετά το 2015.

Στους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας, σε επίπεδο συνολικού δανεισμού, η μόχλευση παραμένει λίγο υψηλότερη από 1,1. Στα επίπεδα αυτά επανήλθε από το 1,8 του 2015, χρήση που πραγματοποιήθηκε κορύφωση του δανεισμού. Σε επίπεδα καθαρού δανεισμού, η βελτίωση είναι συνεχής και σταθερή.

Η αύξηση της κερδοφορίας βελτίωσε τους δείκτες κάλυψης τόκων, χρέους και μετρητών καθώς οι χρεωστικοί τόκοι παρέμεναν υψηλοί και οι δανειακές υποχρεώσεις δεν παρουσίασαν αισθητή μείωση.

Η μείωση των χρεωστικών τόκων, από το 2017 και μετά, συμβάλλει στην βελτίωση του δείκτη κάλυψης τόκων με μετρητά καθώς οι λειτουργικές ταμειακές ροές εμφανίζουν μικρότερες διακυμάνσεις.

Προς το παρόν, η εξάρτηση του ομίλου από τον τραπεζικό δανεισμό διατηρείται μεγάλη. Ελκυστικότερο επιτόκιο έναντι των τραπεζών είχε μόνο στην έκδοση του 2019 (2%). Διαρκής προσπάθεια γίνεται ώστε ο μακροπρόθεσμος δανεισμός να είναι πάνω από το 60% του συνολικού, καθώς τα επενδυτικά σχέδια του ομίλου απαιτούν υψηλά κεφάλαια αλλά και μεγάλα χρονικά διαστήματα ολοκλήρωσης τους.

Πίνακας 2.3.2 Όμιλος ΕΛΠΕ Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτες Απόδοσης & Περιθωρίου								
Καθαρά Κέρδη / ΙΚ (ROE)	3,26%	-12,30%	-21,32%	2,52%	15,35%	16,19%	8,97%	7,03%
Καθαρά Κέρδη / Ενεργητικό (ROA)	1,10%	-3,80%	-4,77%	0,56%	4,57%	5,36%	3,07%	2,31%
Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων (EBIT/ΙΚ+Συν. Δαν. Υποχρεώσεις) ROCE	4,34%	-7,37%	-9,66%	7,59%	22,03%	23,46%	18,79%	12,95%
Περιθώριο EBITDA (EBITDA/ Πωλήσεις)	2,85%	0,30%	-0,89%	6,08%	12,52%	10,64%	7,28%	6,48%
Λειτουργικό Περ. Κέρ. (Λειτουργ. Κέρδη /Πωλήσεις)	1,14%	-2,02%	-3,05%	3,36%	9,38%	8,28%	5,26%	3,85%
Καθαρό Περ. Κέρδους (Καθαρά Κέρδη / Πωλήσεις)	0,78%	-2,82%	-3,89%	0,62%	4,92%	4,80%	2,20%	1,85%
Δείκτες Χρέους και Μακροπρόθεσμης Φερεγγυότητας								
Καθαρός δανεισμός/EBITDA	6,23	58,30	-13,59	2,53	2,11	2,12	2,05	2,69
Καθαρός Δανεισμός / ΙΚ	0,74	0,76	0,66	0,63	0,82	0,76	0,61	0,66
Συνολικός δανεισμός/ΙΚ (Financial leverage)	1,11	1,20	1,73	1,80	1,33	1,19	1,14	1,13
Δείκτης Χρέους (Συνολικό Χρέος / Συνολικό Ενεργητικό)	0,37	0,37	0,39	0,40	0,40	0,39	0,39	0,37
Συνολικό Χρέος / Συν. Χρέος + ΙΚ (Συν.Χρ./Επενδεδυμένα Κεφ.)	0,53	0,54	0,63	0,64	0,57	0,54	0,53	0,53
Συνολικό Χρέος / EBITDA	9,26	91,39	-35,59	7,28	3,40	3,31	3,85	4,59
Πολλαπλασιαστής ΙΚ (Ενεργητικό /ΙΚ)	2,97	3,24	4,47	4,48	3,36	3,02	2,92	3,05
EBITDA /ΙΚ +Δανειακά Κεφ	0,06	0,01	-0,02	0,09	0,17	0,16	0,14	0,12
Δείκτης Κάλυψης τόκων (EBIT/Χρεωστικοί τόκοι)	1,80	-1,06	-1,47	1,22	3,04	3,90	3,44	2,33
Δείκτης Κάλυψης Χρέους (EBITDA/Δαν. Υποχρ.)	0,11	0,01	-0,03	0,14	0,29	0,30	0,26	0,22
EBITDA coverage (EBITDA/Χρ. Τόκοι)								
Δείκτης Κάλυψης Μετρητών	4,48	0,16	-0,43	2,21	4,06	5,02	4,75	3,92
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Χρ. Τόκοι (Κάλυψη τόκων με μετρητά)	7,87	2,67	4,33	2,29	-1,62	2,61	3,36	3,32
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Συν. Δανειακές Υποχρ.	0,19	0,19	0,29	0,14	-0,12	0,16	0,18	0,18
Δείκτης Κεφαλαιοποίησης (Μακρ. Χρέος /Μακρ. Χρ.+ΙΚ)	0,13	0,37	0,51	0,47	0,40	0,28	0,40	0,41

2.4 Συμπεράσματα

Ο Όμιλος των Ελληνικών Πετρελαίων υπήρξε από την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου, εκτεθειμένος σε τραπεζικό δανεισμό. Πραγματοποίησε ομολογιακές εκδόσεις το 2013, με υψηλό επιτόκιο (8%) και το 2014, με χαμηλότερα επιτόκια, καθώς τότε υπήρξε η πρώτη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα. Είναι ο μοναδικός όμιλος, από τους εξεταζόμενους, που έκανε έκδοση δολαριακού ομολόγου.

Το 2013 είχε αποπληρωμές τραπεζικών δανείων, 2,4δισ € περίπου, τις οποίες χρειάστηκε να επιμηκύνει χρονικά, με νέες συμφωνίες με τις πιστώτριες τράπεζες.

Επέλεξε να διαχειριστεί χρονικά της δανειακές του υποχρεώσεις, με αναχρηματοδοτήσεις, για βραχυπρόθεσμα διαστήματα, ώστε να εκμεταλλεύεται, με νέες συμφωνίες, την βελτίωση του κλίματος για την Ελλάδα αλλά και την ανάκαμψη των μεγεθών του.

Στόχευσε στο να διατηρεί, τουλάχιστον το 60% των δανειακών του υποχρεώσεων, σε μακροπρόθεσμη διάρκεια, ενώ πραγματοποίησε διεθνείς ομολογιακές εκδόσεις για ποσά που δεν ξεπερνούν το 25-30% του συνόλου του δανεισμού του.

Παρά την εικόνα αυτή συνολικά, το 2019 ο Όμιλος των Ελληνικών Πετρελαίων εκδίδει ομόλογο αξίας 500εκ€. Το ποσό αυτό είναι αισθητά μεγαλύτερο, για μία έκδοση, από τα προηγούμενα έτη. Πετυχαίνει το χαμηλότερο επιτόκιο της περιόδου τη χρονιά που πραγματοποιείται σημαντικότερη ανάκαμψη της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα και πρόσβασης της χώρας στις κεφαλαιαγορές με διαρκώς μειωμένα επιτόκια. Η κίνηση αυτή και η χρονική στιγμή πραγματοποίησης της, θα μπορούσαν να θεωρηθούν προπομπός νέων και μεγαλύτερων ομολογιακών εκδόσεων.

3 Όμιλος Motor Oil



Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων

Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης

Συμπεράσματα

3.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Η Motor Oil ιδρύθηκε το 1970 και η πρώτη χρονιά λειτουργίας του διυλιστηρίου της ήταν το 1972. Κατέχει ηγετικό ρόλο στο χώρο της διύλισης αργού πετρελαίου και της εμπορίας προϊόντων πετρελαίου στην Ελλάδα και στην ευρύτερη περιοχή της Ανατολικής Μεσογείου, προμηθεύοντας την περιοχή την οποία εξυπηρετεί με ένα ευρύ φάσμα υψηλής ποιότητας προϊόντων.

Από το 2001 είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συμπεριλαμβάνεται στο Γενικό δείκτη (ATHEX COMPOSITE INDEX), στο δείκτη Υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/ ATHEX LARGE CAP) καθώς και στο νέο δείκτη Υψηλής Μερισματικής Απόδοσης και επιπλέον στους διεθνείς δείκτες MSCI GREECE και FTSE4Good Index Series.

Το διυλιστήριο της θεωρείται ένα από τα πιο σύγχρονα διυλιστήρια της Ευρώπης με βαθμό πολυπλοκότητας 11,54 (Nelson Complexity Index). Έχει τη δυνατότητα επεξεργασίας διαφόρων τύπων αργού (crude slate). Παράγει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων πετρελαίου, εξυπηρετώντας τις εταιρείες εμπορίας πετρελαίου στην Ελλάδα. Το μεγαλύτερο μέρος της παραγωγής της διατίθεται στο εξωτερικό. Επιπλέον, είναι το μοναδικό ελληνικό διυλιστήριο που παράγει βασικά λιπαντικά. Στηριζόμενη στην πολυπλοκότητα του Διυλιστηρίου της, η Motor Oil παράγει προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας, προσαρμόζοντας το τελικό παραγόμενο προϊόν (product mix) στις ανάγκες της αγοράς, διασφαλίζοντας καλύτερες τιμές διάθεσης και επιτυγχάνοντας καλύτερα περιθώρια διύλισης έναντι των άλλων σύνθετων διυλιστηρίων της Μεσογείου.

Σε επίπεδο Ομίλου, η Motor Oil έχει σημαντική παρουσία στην εσωτερική αγορά, μέσω των δικτύων λιανικής εμπορίας υγρών καυσίμων των θυγατρικών AVIN OIL και Coral (πρώην SHELL ΕΛΛΑΣ Α.Ε.). Η Coral δραστηριοποιείται, από το 2017, στην αγορά λιανικής εμπορίας της Κύπρου μέσω της θυγατρικής της Coral Energy Products Cyprus Limited και από το 2018, στην αγορά της Σερβίας μέσω της θυγατρικής της Coral SRB d.o.o Beograd.

Στο κομμάτι των λιπαντικών, έχει παρουσία μέσω της θυγατρικής LPC A.E. Η LPC δραστηριοποιείται στην βιομηχανική παραγωγή βασικών λιπαντικών, στην παραγωγή και εμπορία συσκευασμένων λιπαντικών προϊόντων καθώς και στην εμπορία παραφινών. Η εταιρεία εξάγει τα προϊόντα της σε περισσότερες από 50 χώρες, ενώ είναι αντιπρόσωπος και των διεθνούς φήμης λιπαντικών VALVOLINE στην Ελλάδα.

Ο Όμιλος έχει ισχυρή παρουσία στον τομέα του υγραερίου μέσω της Coral Gas A.E.B.E.Y. Η εταιρεία αποθηκεύει, συσκευάζει και εμπορεύεται, χύμα και εμφιαλωμένο υγραέριο καθώς και υγραέριο για την κίνηση οχημάτων. Το 2017 η εταιρεία ίδρυσε θυγατρική στην Κύπρο με σκοπό την επέκταση των δραστηριοτήτων της στο εξωτερικό. Παράλληλα, έχει παρουσία στην αγορά εμπορίας ηλεκτρισμού και φυσικού αερίου μέσω της θυγατρικής NRG TRADING HOUSE ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε. Η NRG προσφέρει προγράμματα παροχής ηλεκτρικού ρεύματος και φυσικού αερίου και έχει, ως πρωταρχικό στόχο, την ολοκληρωμένη εξυπηρέτηση του οικιακού και εμπορικού καταναλωτή μέσω παροχής υψηλού επιπέδου υπηρεσιών που καλύπτουν όλες τις ενεργειακές του ανάγκες.

Σημαντικοί σταθμοί στην εξέλιξη του Ομίλου Motor Oil αποτέλεσαν τα παρακάτω γεγονότα:

1972 : Έναρξη λειτουργίας του διυλιστηρίου (μονάδες διύλισης αργού πετρελαίου και παραγωγής βασικών λιπαντικών, προβλήτα).

1975 : Κατασκευή Συγκροτήματος Ατμοσφαιρικής Απόσταξης (δυναμικότητας 100.000 βαρελιών την ημέρα) και δεξαμενών χωρητικότητας 1,5 εκ κυβικών μέτρων.

1978 : Κατασκευή μονάδας Καταλυτικής Αναμόρφωσης για παραγωγή βενζινών.

1980 : Εγκατάσταση μονάδας Καταλυτικής Πυρόλυσης (επεξεργασία μαζούτ σε προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας).

1984 : Κατασκευή μονάδας παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας με πρώτη ύλη αέριο καύσιμο.

1996 : Αγορά του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της Motor Oil από την Saudi Aramco Oil Company.

2001 : Εισαγωγή των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

2002 : Εξαγορά του 100% της AVIN OIL (εμπορία πετρελαιοειδών).

2005: Απόκτηση, από την Motor Oil Holdings, του ποσοστού που κατείχε στην εταιρεία η Aramco Overseas Company B.V. Έναρξη λειτουργίας μονάδας υδρογονοδιάσπασης (Hydrocracker).

2009 : Αύξηση συμμετοχής στην εταιρεία OFC Υπηρεσίες Αεροπορικού Καυσίμου Α.Ε. σε 92,06% από 28%.

2010 : Έναρξη λειτουργίας νέας μονάδας Απόσταξης Αργού, εξαγορά της Shell Hellas Α.Ε. και Shell Gas Α.Ε.Β.Ε.Υ. και απόκτηση του 49% της εμπορίας αεροπορικών καυσίμων.

2014 : Εξαγορά του 100% της Cyclon Α.Β.Ε.Ε. (εταιρεία πετρελαιοειδών)

2018 : Απόκτηση του 90% της εταιρείας παροχής ηλεκτρικού ρεύματος NRG Trading House Ενεργειακή Α.Ε.

2019 : Επέκταση των δραστηριοτήτων στον κλάδο των ΑΠΕ (Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας)

Μαζί με τις βοηθητικές εγκαταστάσεις και τις εγκαταστάσεις διακίνησης καυσίμων, το διυλιστήριο της Motor Oil αποτελεί το μεγαλύτερο, αμιγώς ιδιωτικό, βιομηχανικό συγκρότημα της Ελλάδας και θεωρείται ένα από τα πιο σύγχρονα διυλιστήρια της Ευρώπης.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του διυλιστηρίου είναι :

- Δυναμικότητα κατεργασίας 185.000 βαρέλια αργού/ημέρα.
- Παράγει όλα τα είδη καυσίμων και είναι ένα από τα πιο σύγχρονα και πιο σύνθετα στην Ευρώπη, με μονάδες Υδρογονοδιάσπασης, Καταλυτικής Πυρόλυσης και με βαθμό πολυπλοκότητας 11,54 (Nelson Complexity Index).
- Παράγει καθαρά καύσιμα (βενζίνες και πετρέλαιο κίνησης), σύμφωνα με τις προδιαγραφές της Ε.Ε.
- Έχει τις πιστοποιήσεις ISO 9001:2015 για την Ποιότητα, ISO 14001:2015 για το Περιβάλλον, OHSAS 18001:2007 για την Υγιεινή και Ασφάλεια, ISO 17025:2005 για το Χημείο και πιστοποίηση CE Marking των προϊόντων ασφάλτου, σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό 305/2011 και τις απαιτήσεις του Ευρωπαϊκού Προτύπου EN 12591:2009. Αυτός ο συνδυασμός απαντάται σε ελάχιστα ευρωπαϊκά διυλιστήρια. Επίσης, η Motor Oil ακολουθεί τις απαιτήσεις του προτύπου EI/JIG1530 σε σχέση με την παραγωγή, αποθήκευση και διανομή καυσίμων Jet Fuel. Στο πλαίσιο της μείωσης των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου και των κριτηρίων αειφορίας,

που ορίζονται από την ΕΕ, η εταιρεία εφαρμόζει σύστημα ελέγχου για τα βιοκαύσιμα και την ανάμιξη ορυκτών καυσίμων με βιοκαύσιμα, έχοντας πιστοποιηθεί από τον Οκτώβριο του 2016 με το Πιστοποιητικό 2BSvs. Η πιστοποίηση αυτή ικανοποιεί τις απαιτήσεις του ισοζυγίου μάζας των βιοκαυσίμων και έχει διάρκεια έως το 2021. Επίσης, το διυλιστήριο έχει πιστοποιηθεί με δύο νέα πιστοποιητικά, το ISO 50001:2011 για την ενεργειακή διαχείριση, καθώς και το ISO 18788:2015 για το σύστημα ασφαλείας (security).

- Είναι το μοναδικό διυλιστήριο στην Ελλάδα που έχει μονάδα παραγωγής βασικών και τελικών λιπαντικών, εγκεκριμένων από διεθνείς οργανισμούς όπως το Αμερικανικό Ινστιτούτο Πετρελαίου (API), η Ένωση Ευρωπαίων Κατασκευαστών Αυτοκινήτων (ACEA) και ο Στρατός και το Ναυτικό των ΗΠΑ.
- Διαθέτει Σταθμό Συμπαραγωγής Ηλεκτρικής Ενέργειας – Ατμού ισχύος 85 MW, μετά την πρόσφατη προσθήκη πέμπτου αεριοστρόβιλου.
- Χρησιμοποιεί φυσικό αέριο ως καύσιμο και ως πρώτη ύλη για την παραγωγή υδρογόνου.
- Διαθέτει δεξαμενές χωρητικότητας 2.600.000 κυβικών μέτρων – 1.000.000 κυβικά μέτρα για αργό πετρέλαιο και 1.600.000 κυβικά μέτρα για ενδιάμεσα και τελικά προϊόντα.
- Διαθέτει σύγχρονες εγκαταστάσεις ελλιμενισμού δεξαμενόπλοιων, χωρητικότητας μέχρι 450.000 τόνων DWT, που μπορούν να εξυπηρετήσουν περισσότερα από 3.000 πλοία το χρόνο.
- Διαθέτει σύγχρονο σταθμό φόρτωσης βυτιοφόρων, που μπορεί να εξυπηρετήσει 220 βυτιοφόρα ανά ημέρα.

Το διυλιστήριο αποτελείται από τις εξής μονάδες:

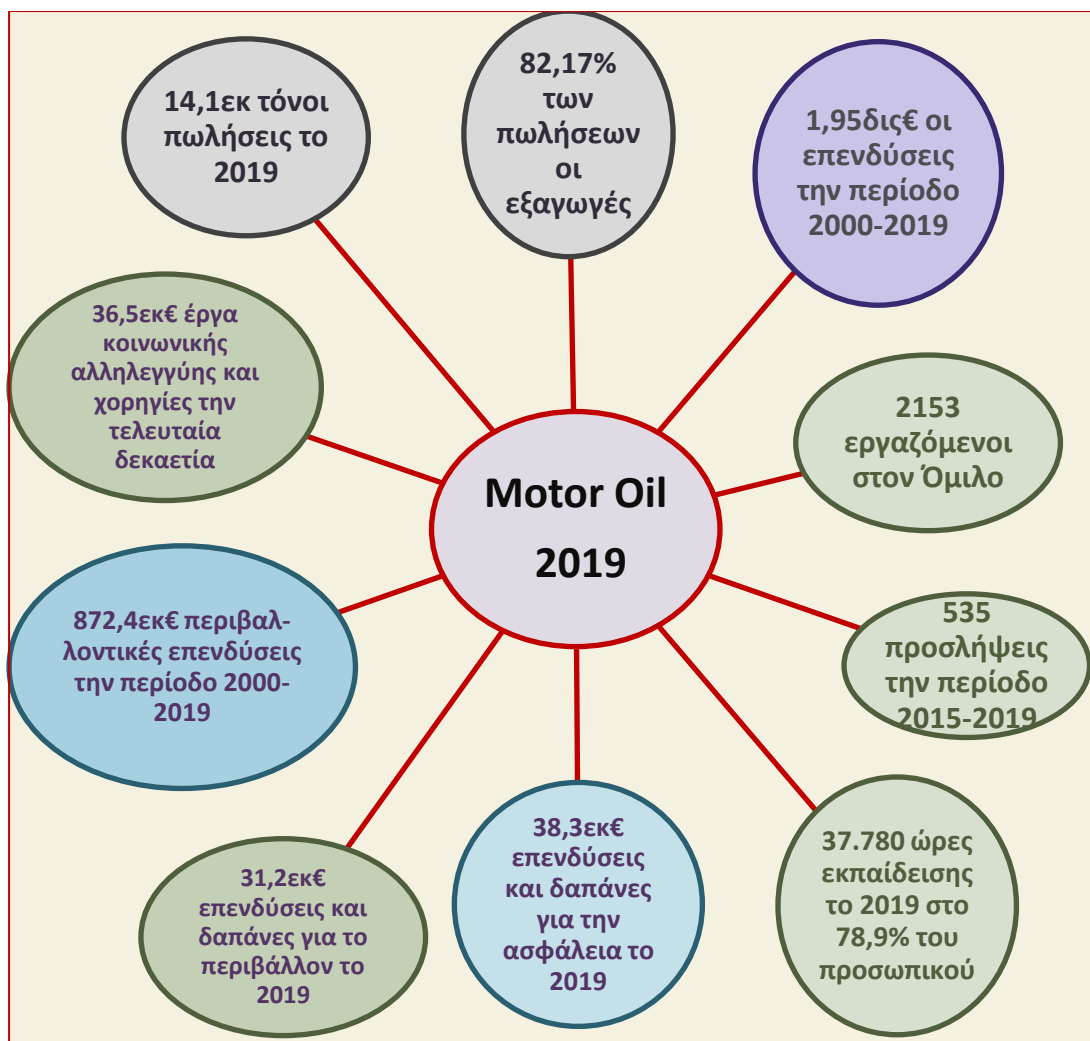
Παραγωγή Καυσίμων: Βασική πρώτη ύλη στην όλη παραγωγική διαδικασία αποτελεί το αργό πετρέλαιο, το οποίο αφού υποστεί την πρώτη επεξεργασία στις Μονάδες Ατμοσφαιρικής Απόσταξης (συνολικής δυναμικότητας 186.000 βαρελιών ημερησίως) διαχωρίζεται σε υγραέριο, νάφθα, μαζούτ, κεροζίνη και ντήζελ. Το υγραέριο, αφού απομακρυνθούν οι θειούχες ενώσεις, οδηγείται στις σφαιρικές δεξαμενές προς αποθήκευση. Η νάφθα, το μαζούτ η κεροζίνη και το ντίζελ υφίστανται περαιτέρω επεξεργασία στα επιμέρους συγκροτήματα, για να πληρούν συγκεκριμένες προδιαγραφές.

Παραγωγή βενζινών: εισέρχεται η **νάφθα** η οποία, αφού υποστεί αποθείωση με καταλυτική υδρογόνωση, χωρίζεται σε δύο ρεύματα: βαριάς και ελαφριάς νάφθας. Στην ίδια μονάδα κατεργάζεται μια μικρή ποσότητα νάφθας που προέρχεται από την μονάδα θερμικής πυρόλυσης.

Συγκρότημα Υδρογονοπυρόλυσης (Hydrocracker): Η συγκεκριμένη μονάδα αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες επενδύσεις της Εταιρείας το ύψος της οποίας ανήλθε σε € 350 εκατ. και ολοκληρώθηκε εντός του 2005. Μέσω της λειτουργίας της μονάδας, κατέστη δυνατή η παραγωγή των νέων καθαρών καυσίμων χαμηλής περιεκτικότητας σε θείο σύμφωνα με τις προδιαγραφές της Ευρωπαϊκής Ένωσης του 2009 (Auto Oil II). Επιπρόσθετα η μονάδα συνέβαλε αποφασιστικά στη βελτίωση των περιβαλλοντικών όρων του Διυλιστηρίου καθώς οι εκπομπές από το συγκρότημα Καταλυτικής Πυρόλυσης (FCC) μειώθηκαν σημαντικά.

Συγκρότημα καταλυτικής πυρόλυσης (FCC): χρησιμοποιεί ως πρώτη ύλη το μαζούτ που προέρχεται από τη μονάδα ατμοσφαιρικής απόσταξης, ή εισαγόμενο μαζούτ και παράγει υγραέρια, βενζίνη υψηλών οκτανίων, ντίζελ και μαζούτ. Μερικά από τα υγραέρια πηγαίνουν σε άλλες μονάδες και μετατρέπονται σε υψηλής ποιότητας συστατικά βενζινών.

Παραγωγή Λιπαντικών: χρησιμοποιείται σαν πρώτη ύλη μαζούτ από τη μονάδα ατμοσφαιρικής απόσταξης από το συγκρότημα FCC, εφ' όσον είναι κατάλληλης ποιότητας, ή εισαγόμενο μαζούτ και παράγονται λιπαντικά. Μετά ακολουθούν διεργασίες που βελτιώνουν τις ιδιότητες τους, όπως δείκτης ιξώδους, σημείο ροής, σημείο θολώσεως, για την παραγωγή των βασικών λιπαντικών. Επιπλέον παράγεται άσφαλτος, από την μονάδα κενού των λιπαντικών και, μαζί με το υπόλειμμα από την μονάδα κενού του FCC, πηγαίνει στην μονάδα θερμικής πυρόλυσης για αναβάθμιση και παραγωγή μαζούτ.



3.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση

Με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις, το **2012** ο Όμιλος Motor Oil έχει δανεισμό 1,18δισ€. Πρόκειται α) για τραπεζικά δάνεια που προέκυψαν από την διαδικασία μετατροπής βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο, κυρίως από το 2010 και μετά, και β) δάνεια που κάλυψαν τις υψηλότερες ανάγκες κεφαλαίου κίνησης, μετά την προσθήκη της νέας μονάδας απόσταξης αργού, που αύξησε την παραγωγική δυναμικότητα του διυλιστηρίου. Ανεξάρτητα από την μορφή τους, τα δάνεια αυτά, έχουν εξαμηνιαίες δόσεις αποπληρωμής και το 82% των 1,18δισ€ πρέπει να αποπληρωθεί στις χρήσεις 2013 (670εκ€) και 2014 (304εκ€). Το κόστος εξυπηρέτησης των δανείων αυτών είναι 5,78%.

Το **2013** ο δανεισμός του ομίλου παρουσιάζει μικρή μείωση, στα 1,05δις€ και παραμένει, αποκλειστικά, με τραπεζικά δάνεια. Εξαιτίας των υψηλών λήξεων, ο Όμιλος, προβαίνει σε αναχρηματοδότηση και μετατροπή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο με αποτέλεσμα το 68% του δανεισμού να είναι αποπληρωτέο σε 2 με 5 έτη. Λόγω του δυσμενούς οικονομικού κλίματος της περιόδου, η αναχρηματοδότηση αυτή έγινε με αυξημένο κόστος, στο 6,23%. Με τις ενέργειες αυτές, η διοίκηση προσπαθεί να διατηρήσει ισορροπία, στην κεφαλαιακή διάρθρωση του ομίλου, μεταξύ αποπληρωμών, νέων εκδόσεων δανείων αλλά και πληρωμών μερισμάτων.

Το **2014** είναι η χρονιά που ο Όμιλος κάνει την πρώτη έκδοση διαπραγματεύσιμου ομολογιακού δανείου. Στις 22/5/2014 εκδίδει πενταετές διεθνές ομολογιακό, ύψους 350εκ€ με επιτόκιο 5,125%. Τα έσοδα της έκδοσης χρησιμοποιήθηκαν, κυρίως, για την αναχρηματοδότηση υφιστάμενων δανείων. Παρά το γεγονός ότι ο μακροπρόθεσμος δανεισμός παρέμεινε στο 70% του συνολικού, υπήρξε επιμήκυνση στη διάρκεια του και μείωση του κόστους εξυπηρέτησης στο 6,09% για το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων. Η επιτυχημένη πρόσβαση του ομίλου στις κεφαλαιαγορές του εξωτερικού διευρύνει σημαντικά τις χρηματοδοτικές του επιλογές

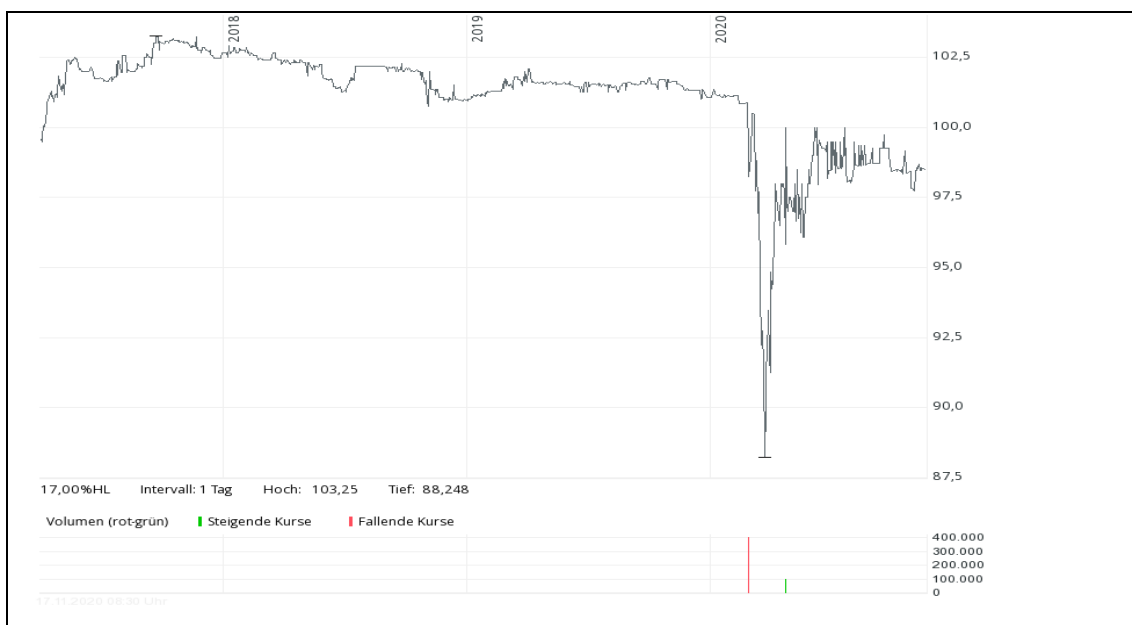
Το **2015**, στα πλαίσια του πλάνου αναχρηματοδότησης των υφιστάμενων υποχρεώσεων του, ο Όμιλος προβαίνει σε επιπλέον μετατροπή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού του σε μακροπρόθεσμο. Αποτέλεσμα της κίνησης αυτής είναι, το 80% του συνολικού δανεισμού, να αποτελείται από μακροπρόθεσμες λήξεις 3 με 5 έτη. Παρά την δύσκολη χρονιά για την Ελλάδα, με την επιβολή των capital controls και την χρηματοοικονομική και τραπεζική κρίση, η Motor Oil επιτυγχάνει, με αυτή την αναχρηματοδότηση της, να μειώσει το κόστος εξυπηρέτησης του συνολικού χρέους της στο 5,66% από 6,09% το 2014.

Από το **2016** ξεκινά η σταδιακή μείωση του συνολικού δανεισμού του ομίλου με προτεραιότητα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, οι οποίες μειώνονται στο 7,7% του συνολικού δανεισμού (στα 91εκ€). Εκμεταλλευόμενος την βελτίωση της κερδοφορίας του, ο όμιλος, επιλέγει να χρησιμοποιήσει μέρος των διαθέσιμων του για να μειώσει τον βραχυπρόθεσμο, κυρίως τραπεζικό, δανεισμό του. Με τον τρόπο αυτό και παρά το γεγονός ότι ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί το 70% του

συνολικού, επιτυγχάνει μείωση του κόστους εξυπηρέτησης, για το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων, στο 5,52% από 5,66% το 2015. Το διαπραγματεύσιμο ομολογιακό δάνειο, που εκδόθηκε το 2014, αποτελεί πλέον το 32% του μακροπρόθεσμου δανεισμού και το 29,6% του συνολικού.

Το **2017** συνεχίζεται η μείωση του τραπεζικού δανεισμού, με την χρήση των ρευστών διαθεσίμων του ομίλου. Παράλληλα με την ανάκαμψη των αποτελεσμάτων του ομίλου, βελτιώνεται και το επενδυτικό κλίμα για την Ελλάδα. Η Motor Oil επιλέγει να χρησιμοποιήσει την δυνατότητα πρόωρης αποπληρωμής του ομολογιακού δανείου του 2014, επιτοκίου 5,125%, πληρώνοντας κεφάλαιο και δεδουλευμένους τόκους για το σύνολο της έκδοσης. Χρηματοδοτεί την κίνηση αυτή με την έκδοση νέου διαπραγματεύσιμου ομολογιακού δανείου ύψους 350εκ€, πενταετούς διάρκειας (λήξη 2022), με επιτόκιο 3,25%. Με τις ενέργειες αυτές, ο τραπεζικός δανεισμός μειώθηκε στο 64,8% του συνολικού και το νέο ομολογιακό δάνειο αποτελεί το 43% του μακροπρόθεσμου δανεισμού. Επιπλέον μειώθηκαν και οι χρεωστικοί τόκοι.

Γράφημα 3.2.1 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου Motor Oil 2017/22



<https://www.comdirect.de/inf/anleihen/XS1586710185> (ομόλογο 2017/2022)

Το **2018** η μείωση του συνολικού δανεισμού στα 930εκ€, (κατά 6%), έγινε με αποπληρωμές υποχρεώσεων. Όμως, μετά την μείωση του κόστους δανεισμού με την ομολογιακή έκδοση του 2017, παρατηρούμαι μεγάλη μείωση των χρεωστικών τόκων. Από 76,5εκ€ το 2017 υποχώρησαν κατά 35,7% στα 49,2εκ€ το 2018. Το εν λόγω ομολογιακό δάνειο αποτελεί το 37,6% του συνολικού δανεισμού και το 46,5% του μακροπρόθεσμου. Το κόστος εξυπηρέτησης, του συνόλου των δανειακών υποχρεώσεων, υποχώρησε στο 4,35% από 6,11% της προηγούμενης χρήσης.

Το **2019** ο Όμιλος προβαίνει, εκ νέου, σε μετατροπή βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο, στα τραπεζικά του δάνεια, με αποτέλεσμα την επιπλέον μείωση των χρεωστικών τόκων. Η ομολογιακή έκδοση του 2017 αποτελεί πλέον το 39% του συνολικού δανεισμού και το 41% του μακροπρόθεσμου.

Ακολουθεί αναλυτική παρουσίαση των προαναφερόμενων στοιχείων με επιπλέον διευκρινιστικά στοιχεία μέσω των οικονομικών καταστάσεων.

3.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου Motor Oil

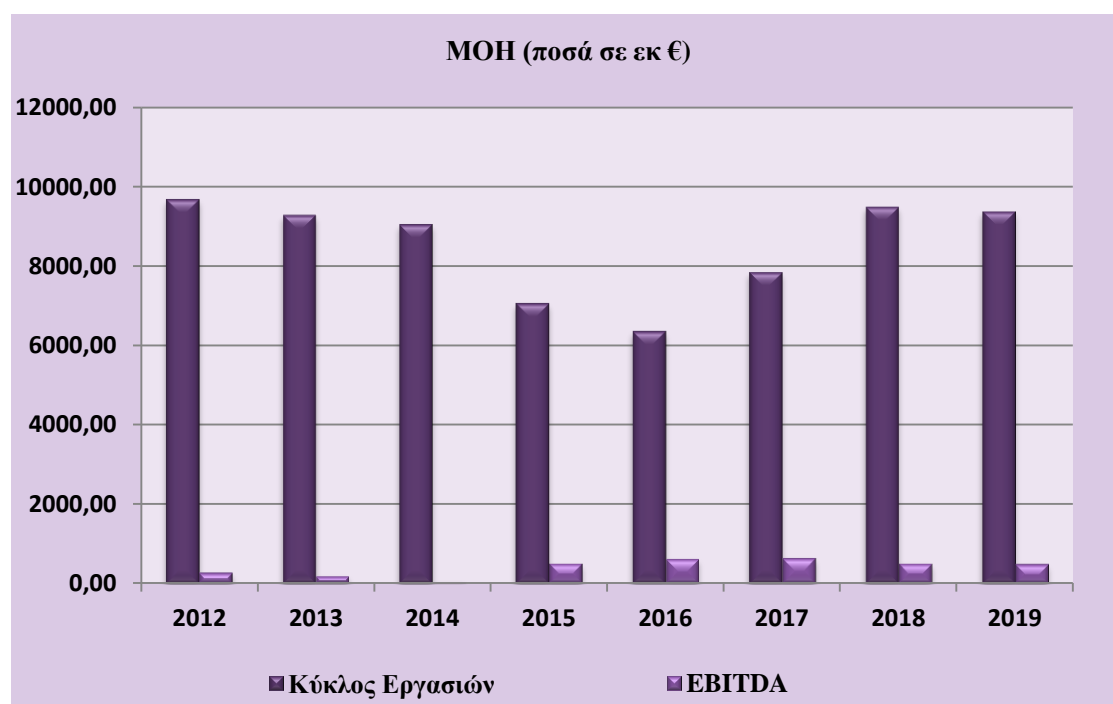
Πίνακας 3.3.1 Όμιλος Motor Oil Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019

Ποσά σε εκ €	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Απόδοση								
Κύκλος Εργασιών	9681,88	9282,34	9050,15	7060,22	6356,86	7843,48	9491,50	9372,54
Λειτουργικά Αποτελέσματα EBIT	179,12	91,53	-46,28	391,76	505,03	515,54	392,04	339,24
Αποτελέσματα προ φόρων	103,10	19,94	-108,05	302,85	428,76	450,30	355,40	303,43
EBITDA	270,62	184,97	51,48	492,05	603,50	620,54	495,11	473,95
Κέρδη Μετά Φόρων	78,21	-4,55	-83,18	204,98	297,85	313,56	254,71	224,23
Ταμειακές Ροές								
Καθ. Ροές από Λειτουργ. Δραστηριότητες	313,41	169,13	163,75	281,40	466,17	300,96	326,39	479,98
Καθ. Ροές από Επεν. Δραστ.	-66,85	-69,45	-60,09	-41,74	-85,52	-97,25	-139,87	-255,68
Καθ. Ροές από Χρημ. Δραστ.	-176,21	-174,43	81,86	123,692	250,923	-289,97	-221,13	-206,45
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα λήξης χρήσης	196,44	121,69	307,21	670,56	800,29	714,03	679,43	697,28
Ίδια Κεφάλαια	570,83	521,65	413,50	603,81	824,06	1018,88	1112,22	1188,93
Ενεργητικό	2569,55	2343,08	2408,42	2568,04	2863,10	2895,15	2847,48	3467,93
Δανεισμός								
Μακροπρόθεσμος	514,39	717,19	827,21	1107,60	1092,66	805,65	751,84	847,45
Βραχυπρόθεσμος	669,09	331,19	370,78	244,24	91,18	188,42	178,02	50,42
Συνολικός Δανεισμός	1183,49	1048,4	1197,99	1351,8	1183,84	994,07	929,86	897,88
Χρεωστικοί Τόκοι	84,65	78,48	74,62	87,71	80,25	76,54	49,17	47,32
Ταμειακά Διαθέσιμα	196,44	121,69	307,21	670,56	800,29	714,03	679,43	697,28
Καθαρός Δανεισμός	987,052	926,69	890,781	681,28	383,553	280,04	250,43	200,6
Επιτοκιακό Κόστος Συν. Δανεισμού	5,78%	6,23%	6,09%	5,66%	5,52%	6,11%	4,35%	5,27%
Διάρθρωση Δανεισμού								
Διαπραγματεύσιμα Ομολογιακά Δάνεια			350	350	350	350	350	350
% επί Συνολικού Δανεισμού	0,00%	0,00%	29,22%	25,89%	29,56%	35,21%	37,64%	38,98%
ΣΜΟ Επιτοκίων Διαπραγματεύσιμων Ομολόγων			5,125%	5,125%	5,125%	3,25%	3,25%	3,25%
Λοιπά Δάνεια	1183,49	1048,38	847,99	1001,84	833,84	644,07	579,86	547,88
% επί Συνολικού Δανεισμού	100%	100%	70,78%	74,11%	70,44%	64,79%	62,36%	61,02%
ΣΜΟ Επιτοκίων Λοιπών Δανείων	5,78%	6,23%	6,49%	5,85%	5,69%	7,66%	5,01%	6,56%

Στον Όμιλο της MOTOR OIL, για την εξεταζόμενη περίοδο, οι πωλήσεις ήταν στα μέγιστα επίπεδα των 9,7δισ € το 2012, μειώθηκαν στα 6,4δισ€ το 2016 και εν

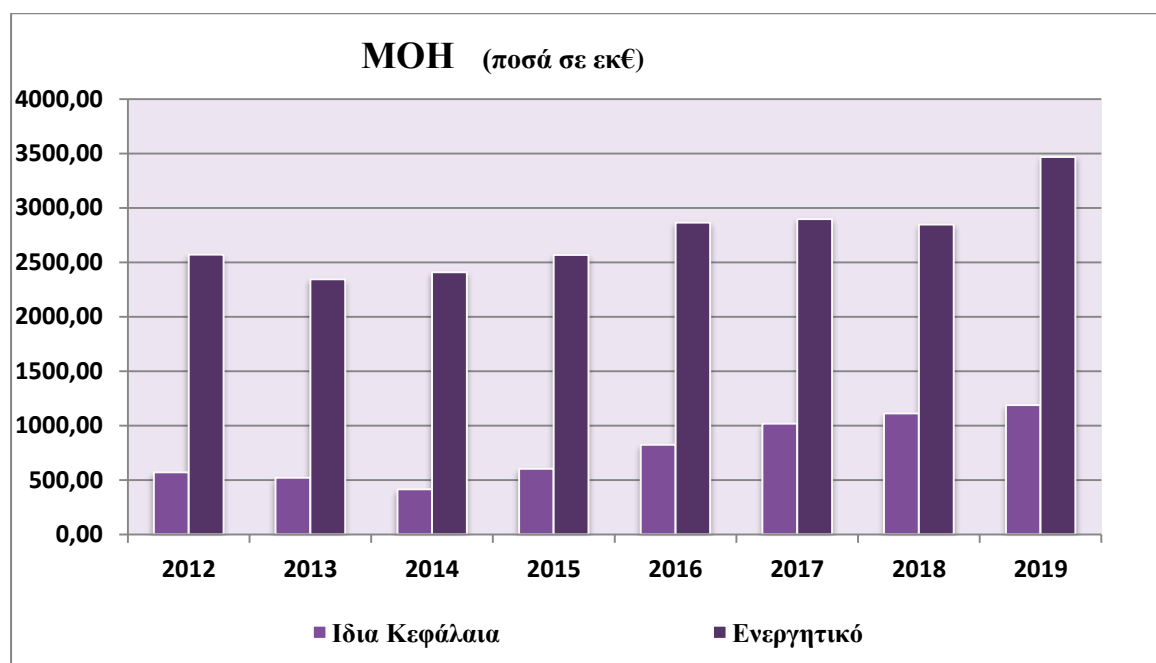
συνεχεία ανακάμπτουν σταδιακά φτάνοντας τα 9,4δισ€ το 2019. Η χρήση του 2014 ήταν ζημιογόνα όμως από το 2015 και μετά, η κερδοφορία της παρουσιάζει έντονη ανάκαμψη σε όλα τα επίπεδα (λειτουργικά, EBITDA, προ και μετά φόρων). Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι το 2012 με τζίρο 9,7δισ€ είχε EBITDA 270εκ€ και το 2019 με τζίρο 9,4δισ€ τα EBITDA είναι 474εκ€. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές αυξάνονται συνεχώς από το 2015 και το 2019 φθάνουν τα 480εκ€.

Γράφημα 3.3.1 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA

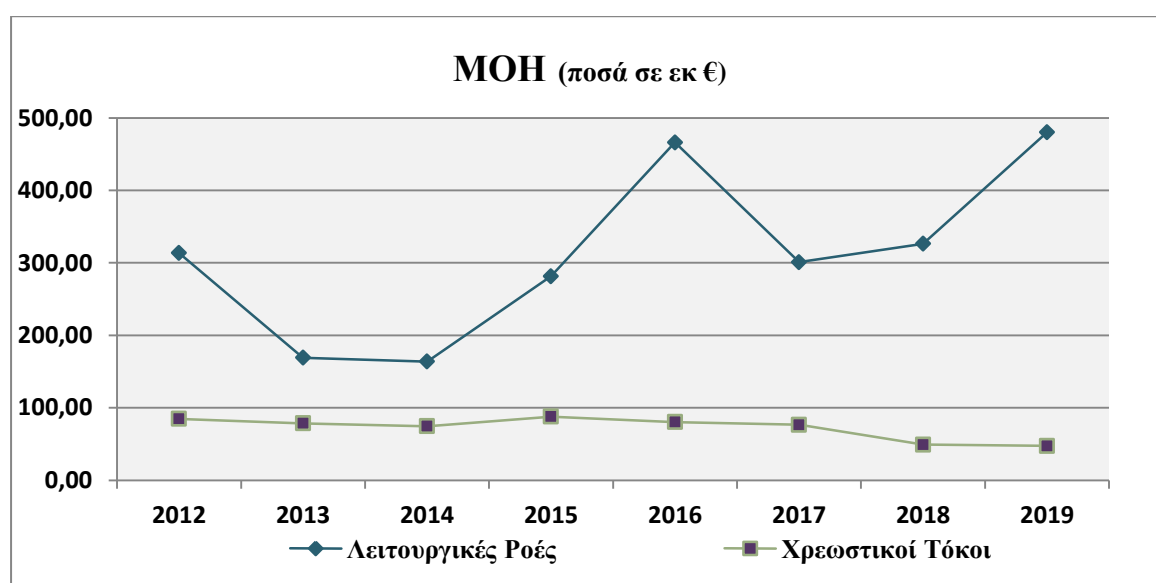


Ο Όμιλος, εκμεταλλευόμενος τη βελτίωση της κερδοφορίας και την αύξηση των λειτουργικών ροών του, επιλέγει να χρησιμοποιήσει τα διαθέσιμα του για να μειώσει τον δανεισμό του. Από το 2016 και μετά εμφανίζει συνεχώς χρηματοδοτικές εκροές. Παρ' όλα αυτά διατηρεί αυξημένα ταμειακά διαθέσιμα, τριπλάσια από το 2012 με αποτέλεσμα το 55% της αύξησης του ενεργητικού του να οφείλεται στην άνοδο των διαθεσίμων.

Γράφημα 3.3.2 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό



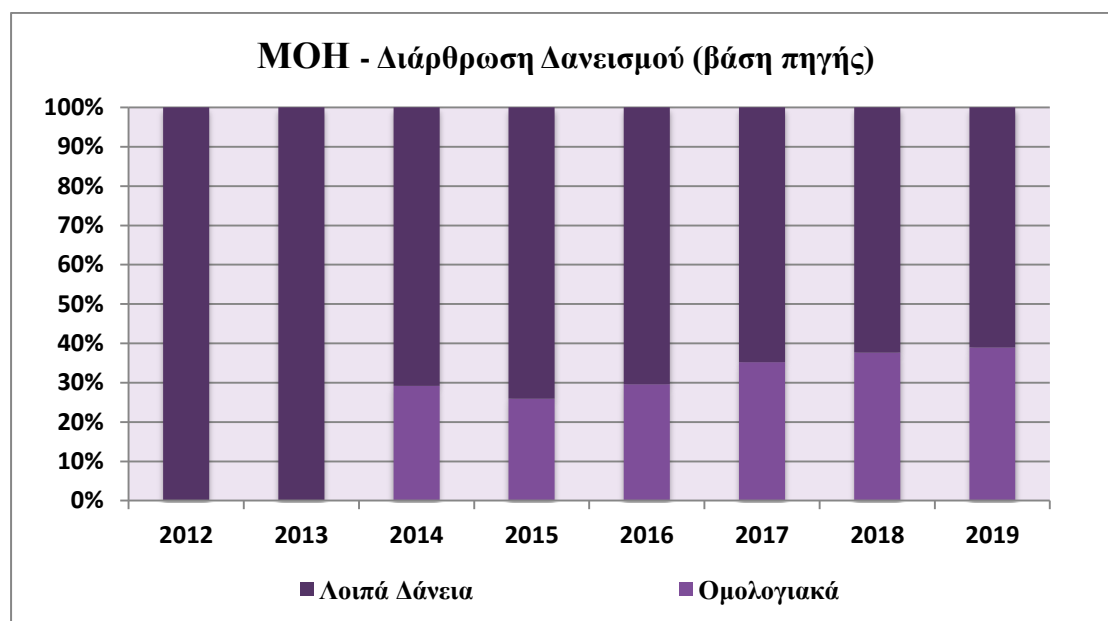
Γράφημα 3.3.3 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι



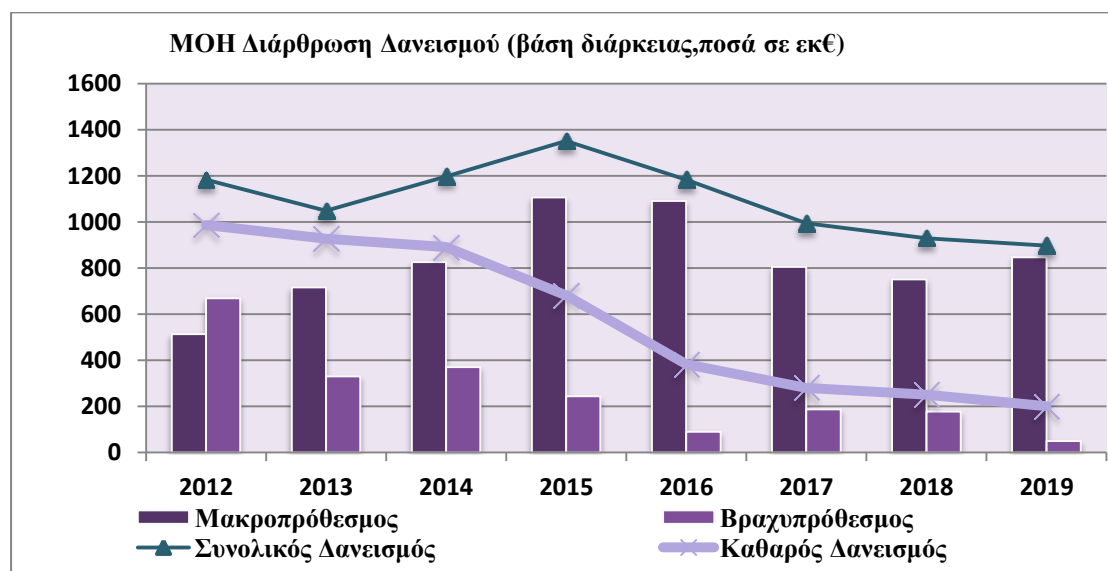
Ο συνολικός δανεισμός του ομίλου παρουσιάζει συστηματική υποχώρηση από το 2015 και μετά, αλλά η πτώση του από το 2012 είναι μόνο κατά 24%. Η αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων έχει προκαλέσει μεγάλη μείωση στον καθαρό δανεισμό (Συνολικό χρέος – ταμειακά διαθέσιμα). Πιο συγκεκριμένα από τα 987εκ€ το 2012 έφθασε στα 200,6εκ€ το 2019.

Η πρώτη επαφή του ομίλου με τις κεφαλαιαγορές γίνεται το 2014 με την έκδοση 5ετούς ομολόγου 350εκ€. Το ομόλογο αυτό το προπληρώνει πρόωρα, στο σύνολο του, το 2017, χρηματοδοτώντας την κίνηση με έκδοση νέου ισόποσου 5ετούς ομολόγου με επιτόκιο 3,25% από 5,125%. Το ποσό των 350εκ€ παραμένει ως ομολογιακή έκδοση και δεν αυξάνεται στη νέα έκδοση. Ο Όμιλος επιλέγει να μην αυξήσει την έκθεση του στις κεφαλαιαγορές αλλά συνεχίζει να μειώνει τον τραπεζικό του δανεισμό με τα διαθέσιμα του.

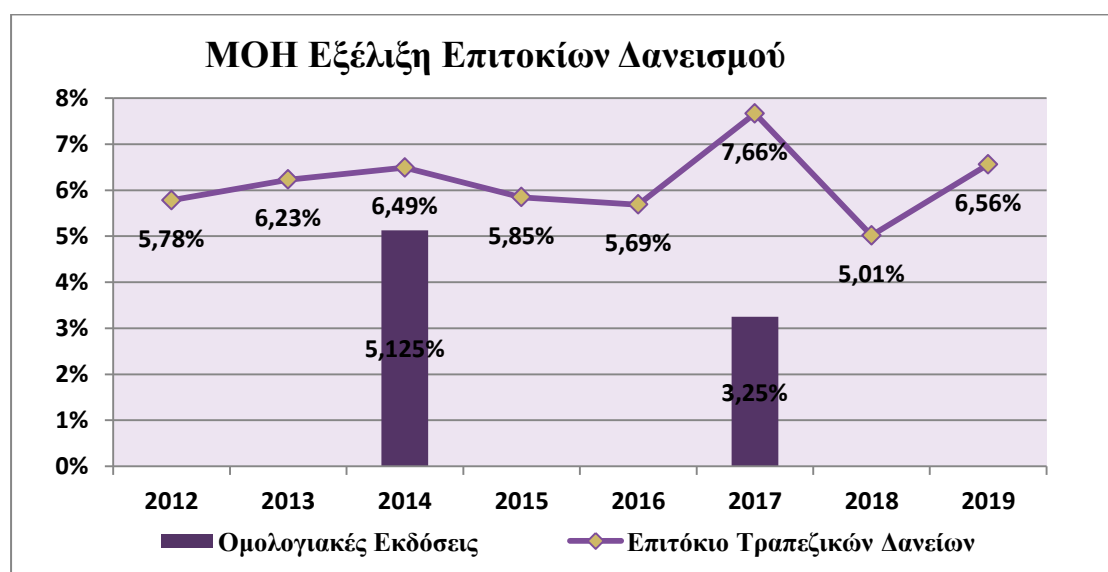
Γράφημα 3.3.4 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής



Γράφημα 3.3.5 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας



Γράφημα 3.3.6 Όμιλος Motor Oil 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών εκδόσεων



Ο Όμιλος, με βάση τις παραπάνω κινήσεις, φαίνεται ότι θέτει, ως βασική του προτεραιότητα, τη μετατροπή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο και την μείωση του καθαρού δανεισμού σε σύγκριση με τον συνολικό.

Μελετώντας τους χρηματοοικονομικούς δείκτες του ομίλου, όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα 3.3.2, διαπιστώνουμε την βελτίωση στην απόδοση αλλά και στη φερεγγυότητα κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Στους δείκτες απόδοσης υπάρχει μεγάλη βελτίωση καθώς η κερδοφορία εμφανίζεται αυξημένη σε όλα τα επίπεδα και επιπλέον έχουμε αύξηση Ιδίων κεφαλαίων και Ενεργητικού. Τα περιθώρια κερδοφορίας κορυφώνουν το 2016, χρήση με τον μικρότερο τζίρο της περιόδου αλλά διατηρούνται σε καλύτερα επίπεδα από το 2012.

Στους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας, η μόχλευση παρουσιάζει μεγάλη μείωση καθώς μειώνεται ο δανεισμός αλλά παράλληλα έχουμε διπλασιασμό των ιδίων κεφαλαίων. Την μεγαλύτερη μεταβολή παρατηρούμε στον δείκτη Καθαρός Δανεισμός προς Ίδια Κεφάλαια εφόσον ο Όμιλος αυξάνει τα διαθέσιμα του και παράλληλα μετατρέπει τις υποχρεώσεις του σε μακροπρόθεσμες. Είναι σημαντικό να επισημάνουμε την θετική επιρροή της αύξησης του Ενεργητικού και των Ιδίων Κεφαλαίων στους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας, όπου μετέχουν αυτοί οι λογαριασμοί. Η άνοδος της κερδοφορίας και των λειτουργικών ταμειακών ροών σε συνδυασμό με την μείωση των χρεωστικών τόκων, οδήγησαν στην θεαματική βελτίωση των δεικτών κάλυψης τόκων, χρέους και μετρητών (EBITDA coverage) αλλά και στον δείκτη κάλυψης τόκων με μετρητά.

Συνολικά διαπιστώνουμε ότι, ο Όμιλος Motor Oil, χρησιμοποιεί την κερδοφορία του για να εξασφαλίζει την ρευστότητα του, να διαχειρίζεται προς όφελος του την διάρκεια και τους όρους αποπληρωμής των υποχρεώσεων του, να βελτιώνει τους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας του και σταδιακά να επιτυγχάνει καλύτερους όρους, στην εναλλακτική χρηματοδότηση των επενδυτικών του αναγκών από τις κεφαλαιαγορές, χωρίς να περιορίζει δραστικά την τραπεζική του χρηματοδότηση.

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτες Απόδοσης και περιθωρίου								
Καθαρά Κέρδη / ΙΚ (ROE)	13,70%	-0,87%	- 20,12%	33,95%	36,14%	30,77%	22,90%	18,86%
Καθαρά Κέρδη / Ενεργητικό (ROA)	3,04%	-0,19%	-3,45%	7,98%	10,40%	10,83%	8,95%	6,47%
Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων (EBIT/ΙΚ+Συν. Δαν. Υποχρεώσεις) ROCE	15,13%	8,73%	-3,86%	28,98%	42,66%	51,86%	42,16%	37,78%
Περιθώριο EBITDA (EBITDA/ Πωλήσεις)	2,80%	1,99%	0,57%	6,97%	9,49%	7,91%	5,22%	5,06%
Λειτουργικό Περ. Κέρ.(Λειτ. Κέρδη /Πωλήσεις)	1,85%	0,99%	-0,51%	5,55%	7,94%	6,57%	4,13%	3,62%
Καθαρό Περ. Κέρδους (Καθ.Κέρδη /Πωλήσεις)	0,81%	-0,05%	-0,92%	2,90%	4,69%	4,00%	2,68%	2,39%
Δείκτες Χρέους και Μακροπρόθεσμης Φερεγγυότητας								
Καθαρός δανεισμός/EBITDA	3,65	5,01	17,30	1,38	0,64	0,45	0,51	0,42
Καθαρός Δανεισμός / ΙΚ	1,73	1,78	2,15	1,13	0,47	0,27	0,23	0,17
Συνολικός δανεισμός/ΙΚ (Financial leverage)	2,07	2,01	2,90	2,24	1,44	0,98	0,84	0,76
Δείκτης Χρέους (Συν. Χρέος / Συν.Ενεργητικό)	0,46	0,45	0,50	0,53	0,41	0,34	0,33	0,26
Συνολικό Χρέος / Συν. Χρέος + ΙΚ (Συν.Χρ./Επενδεδυμένα Κεφ.)	0,67	0,67	0,74	0,69	0,59	0,49	0,46	0,43
Συνολικό Χρέος / EBITDA	4,37	5,67	23,27	2,75	1,96	1,60	1,88	1,89
Πολλαπλασιαστής ΙΚ (Ενεργητικό /ΙΚ)	4,50	4,49	5,82	4,25	3,47	2,84	2,56	2,92
EBITDA / ΙΚ +Δανειακά Κεφ	0,15	0,12	0,03	0,25	0,30	0,31	0,24	0,23
Δείκτης Κάλυψης τόκων (EBIT/Χρ. τόκοι)	2,12	1,17	-0,62	4,47	6,29	6,74	7,97	7,17
Δείκτης Κάλυψης Χρέους (EBITDA/Δαν. Υποχρ.)	0,23	0,18	0,04	0,36	0,51	0,62	0,53	0,53
EBITDA coverage (EBITDA/Χρ. Τόκοι) Δείκτης Κάλυψης Μετρητών	3,20	2,36	0,69	5,61	7,52	8,11	10,07	10,02
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Χρ. Τόκοι (Κάλυψη τόκων με μετρητά)	3,70	2,15	2,19	3,21	5,81	3,93	6,64	10,14
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Συν. Δαν. Υποχρ.	0,26	0,16	0,14	0,21	0,39	0,30	0,35	0,53
Δείκτης Κεφαλαιοποίησης (Μακρ. Χρέος /Μακρ. Χρ.+ΙΚ)	0,47	0,58	0,67	0,65	0,57	0,44	0,40	0,42

Πίνακας 3.3.2 Όμιλος Motor Oil Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019

3.4 Συμπεράσματα

Ο Όμιλος της Motor Oil ξεκίνησε, την εξεταζόμενη περίοδο, με δανεισμό μόνο από τραπεζικές συμβάσεις. Εξέδωσε 2 ομολογιακές εκδόσεις μόνο, το 2014 και το 2017, χρονιές που επανήλθε η Ελλάδα στις αγορές για χρηματοδότηση της. Σταδιακά μείωσε τον συνολικό δανεισμό του και από το 2014 και μετά, διατηρεί την αναλογία των ομολόγων στο 35-40% και τραπεζικών δανείων στο 60-65% του συνόλου των δανείων του. Παρά την αισθητή μείωση του επιτοκίου στην έκδοση του 2017, επέλεξε να αποπληρώσει πρόωρα την έκδοση του 2014 αλλά να μην αλλάξει την διάρθρωση του δανεισμού του. Ενώ το κόστος του τραπεζικού δανεισμού, σε όρους επιτοκίων, σε σύγκριση με το 2012, έχει αυξηθεί, παρουσιάζεται μείωση των χρεωστικών τόκων κατά 44%, στα 47εκ€ το 2019, από 85εκ€ το 2012. Ο Όμιλος έχει επιλέξει να διατηρεί υψηλά ταμειακά διαθέσιμα και να μειώνει έτσι τον καθαρό δανεισμό του (κατά 80% από το 2012). Παράλληλα χρησιμοποιεί συνεχώς τα διαθέσιμα του για να μειώνει σταδιακά τον τραπεζικό του δανεισμό. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, η αύξηση του επιτοκιακού κόστους να μην οδηγεί σε αύξηση των χρεωστικών τόκων. Δεν απέχει από την χρηματοδότηση μέσω των κεφαλαιαγορών. Όμως, αναδιαρθρώνει το μίγμα πηγών του δανεισμού του, με βασικό άξονα τα διαθέσιμα του και όχι το επιτοκιακό κόστος χρηματοδότησης από κάθε πηγή.

4 Όμιλος Μυτιληναίος



Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων

Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης

Συμπεράσματα

4.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Ο Όμιλος MYTILINEOS A.E. αποτελεί μία από τις ισχυρότερες βιομηχανικές εταιρείες στην Ελλάδα, με παρουσία σε σχεδόν 30 χώρες, στην Ευρώπη, την Κεντρική Αμερική, την Αφρική, τη Μέση Ανατολή και την Ασία. Δραστηριοποιείται στους τομείς της Μεταλλουργίας, των Ολοκληρωμένων Έργων & Υποδομών και στον τομέα της Ηλεκτρικής Ενέργειας και Εμπορίας Φυσικού Αερίου. Απασχολεί πάνω από 3600 άμεσα και έμμεσα εργαζόμενους και το 2019 ο κύκλος εργασιών της ξεπέρασε τα €2 δις.

- Διαθέτει την σημαντικότερη καθετοποιημένη μονάδα παραγωγής και εμπορίας αλουμίνιας και αλουμινίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση, είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος παραγωγός βωξίτη στην Ελλάδα και κατ' επέκταση στην Ευρώπη, με ετήσια παραγωγή 650.000 τόνους βωξίτη, από υπόγεια εργοτάξια.
- Συγκαταλέγεται στη 10αδα των μεγαλύτερων εταιρειών του κλάδου ενεργειακών έργων EPC παγκοσμίως, ενώ υλοποιεί σημαντικά ενεργειακά έργα στις αγορές της Ευρώπης, της Μέσης Ανατολής και της Αφρικής.
- Είναι ο μεγαλύτερος ιδιώτης παραγωγός ηλεκτρικής ενέργειας, με 1.200 MW θερμικών έργων στην Ελλάδα, με καύσιμο φυσικό αέριο και ένα χαρτοφυλάκιο έργων Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ) 211 MW, που ξεπερνά το 14% του ενεργού και αδειοδοτημένου εγκατεστημένου θερμικού παραγωγικού δυναμικού της χώρας.

Ιδρύθηκε το **1990** ως μετεξέλιξη παλαιάς μεταλλουργικής οικογενειακής επιχείρησης από το 1908. Την περίοδο **1991-1994** συγκεντρώνει στην μητρική τις δραστηριότητες των θυγατρικών και το **1995** εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Από το **1996** και μετά, ισχυροποιεί τη θέση του στις διεθνείς αγορές μετάλλων μέσω της σύναψης στρατηγικών συμφωνιών συνεργασίας με κορυφαία μεταλλουργικά συγκροτήματα χαλκού, ψευδαργύρου, μολύβδου και αλουμινίου, στα Βαλκάνια. Το **1998** εξαγοράζει το πλειοψηφικό πακέτο της METKA A.E., του μεγαλύτερου μεταλλοκατασκευαστικού συγκροτήματος της Ελλάδας και επεκτείνεται στην Ρουμανία με την εξαγορά της SOMETRA S.A., του μεταλλουργικού συγκροτήματος παραγωγής

ψευδαργύρου και μόλυβδου της χώρας. Το **1999** εξαγοράζει το 30% της Hellenic Cooper Mines Ltd, παραγωγού χαλκού στην Κύπρο και το **2000** προχωρά στην εξαγορά του 43% της, μέχρι τότε, κρατικής Ελληνικής Βιομηχανίας Οχημάτων (ΕΛΒΟ Α.Β.Ε), αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα και τη διοίκηση της. Το **2002** εισέρχεται στο χώρο της παραγωγής και εμπορίας ηλεκτρικής ενέργειας, παρουσιάζοντας ένα εκτεταμένο πρόγραμμα επενδύσεων, με αφορμή την υπό εξέλιξη απελευθέρωση της αγοράς. Το **2005**, ολοκληρώνει την εξαγορά του πλειοψηφικού ποσοστού 53% της Αλουμίνιον της Ελλάδος Α.Ε., ενός εκ των μεγαλύτερων, πλήρως καθετοποιημένων παραγωγών αλουμίνιας και αλουμινίου στην Ευρώπη. Την περίοδο **2006-2007** ισχυροποιεί, με εξαγορές, το χαρτοφυλάκιο των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας και συνεργάζεται με την ισπανική Endesa Europa ιδρύοντας τον μεγαλύτερο ανεξάρτητο παραγωγό ενέργειας Endesa Hellas. Το **2008** υπογράφει συμφωνία (Joint Venture Agreement) με τη MOTOR OIL, για την από κοινού κατασκευή, λειτουργία και εκμετάλλευση μονάδος συνδυασμένου κύκλου, ισχύος 437MW με καύσιμο φυσικό αέριο, εντός των εγκαταστάσεων της MOTOR OIL στους Αγ. Θεοδώρους, Κορινθίας. Οι δύο όμιλοι επεκτείνουν τη συνεργασία τους και στην εμπορία φυσικού αερίου κάθε μορφής (LNG, CNG, κλπ), το **2009** με την σύσταση της M & M Gas Co S.A. Το **2010** ο Όμιλος Μυτιληναίος, γίνεται ο μοναδικός κάτοχος της Endesa Hellas (η οποία μετονομάζεται σε Protergia) εξαγοράζοντας το 50,01% της από την Enel. Το **2015** ιδρύει την METKA EGN – εταιρία παραγωγής μεγάλων φωτοβολταϊκών έργων. Το **2017** συγχωνεύει την ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, με τις βασικές θυγατρικές της METKA Α.Ε., PROTERGIA Α.Ε. και ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε.

Σε κάθε τομέα δραστηριοποίησης του θέτει τις παρακάτω στρατηγικές προτεραιότητες:

Τομέας Μεταλλουργίας

- Συνεχής βελτίωση παραγωγικότητας και αποδοτικότητας ώστε να διατηρεί τη θέση του στο πρώτο τεταρτημόριο της παγκόσμιας καμπύλης κόστους παραγωγής.
- Επέκταση στην ανακύκλωση scrap αλουμινίου για μείωση κατανάλωσης ενέργεια και αύξηση παραγωγής.

- Χρήση Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας σε ποσοστό 100% μέχρι το 2030,
- Ολοκλήρωση τεχνικής μελέτης δημιουργίας νέας μονάδας Αλουμίνας παραγωγικής δυναμικότητας 1 εκ. τόνων ετησίως.
- Προσανατολισμός στην ισχυροποίηση της θέσης του στον κλάδο μέσω έργων καθετοποίησης και στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας του με στρατηγικές επενδύσεις και μεθόδους αντιστάθμισης κινδύνων.

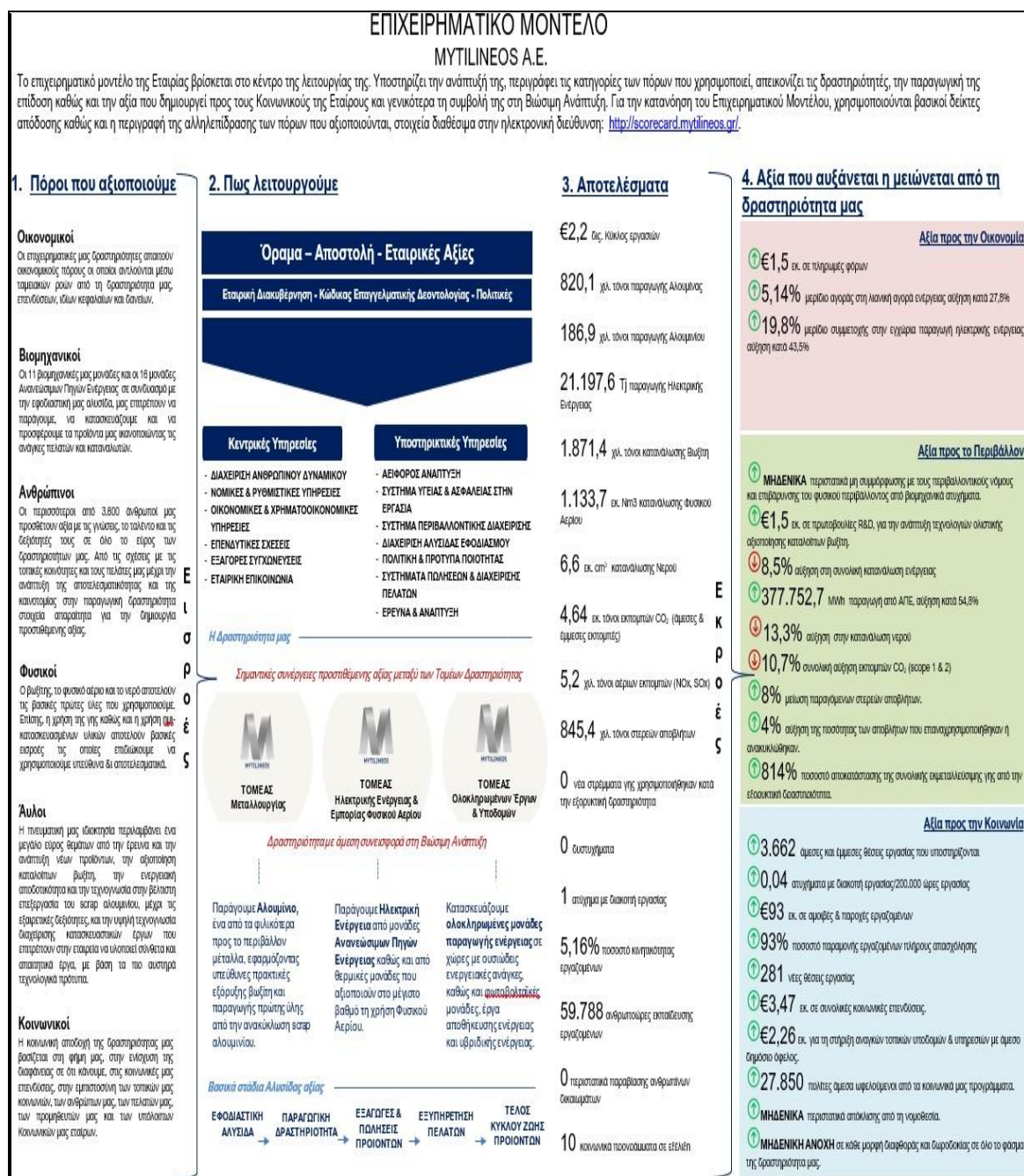
Τομέας Ολοκληρωμένων Έργων & Υποδομών

- Ανάλυση ολοκληρωμένων ενεργειακών έργων ευρείας κλίμακας στους τομείς φυσικού αερίου & ηλιακής ενέργειας, σε υφιστάμενες και σε νέες αναπτυσσόμενες αγορές.
- Αναδοχή μεγάλων έργων υποδομής στις αναπτυσσόμενες χώρες.
- Αξιοποίηση υπάρχουσας βιομηχανικής τεχνογνωσίας και υποδομής και συνεχής επιμόρφωση του εξειδικευμένου επιστημονικού προσωπικού.
- Διατήρηση του ηγετικού ρόλου στα ενεργειακά έργα EPC σε διεθνές επίπεδο

Τομέας Ηλεκτρικής Ενέργειας & Εμπορίας Φυσικού Αερίου

- Μείωση του ανθρακικού αποτυπώματος, μέσω περαιτέρω επενδύσεων στον τομέα των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας.
- Κατασκευή νέας μονάδας συνδυασμένου κύκλου με καύσιμο το φυσικό αέριο (CCGT), ισχύος 826MW.
- Ανάπτυξη και διατήρηση ενός δυναμικού και ισορροπημένου χαρτοφυλακίου και επέκταση στην ενεργειακή αγορά γειτονικών χωρών.

Πίνακας 4.1.1 Όμιλος Μυτιληναίος – Επιχειρηματικό Μοντέλο



4.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση

Με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις, ο Όμιλος Μυτιληναίος, παρουσιάζει σύνολο δανειακών υποχρεώσεων 861,4 εκ€ το 2012. Το 97% του ποσού αυτού, δηλαδή τα 838,8εκ€, είναι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, πληρωτέες εντός των επόμενων 12 μηνών. Πρόκειται για λήξεις παλαιότερων τραπεζικών δανείων για την χρηματοδότηση των επενδύσεων στους τομείς ενέργειας

και φυσικού αερίου. Το κόστος εξυπηρέτησης αυτών των δανείων ήταν 4,71% και οι χρεωστικοί τόκοι του 2012 ήταν 45εκ€.

Το **2013**, ξεκινώντας με αυτά τα δεδομένα και καθώς ήταν σε εξέλιξη το επενδυτικό του πρόγραμμα, εν μέσω σοβαρών προβλημάτων στις ελληνικές τράπεζες και στην εικόνα της χώρας μετά την εφαρμογή του PSI (Αναδιάρθρωση Δημοσίου Χρέους με συμμετοχή Ιδιωτικού Τομέα), ο Όμιλος Μυτιληναίου χρειάστηκε να διαπραγματευτεί με τους δανειστές του για την αναχρηματοδότηση του. Αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης αυτής ήταν η επιμήκυνση, μέρους των δανειακών υποχρεώσεων, για 3 έτη, με δυνατότητα επέκτασης της αποπληρωμής τους κατά 2 ακόμα έτη. Η συμφωνία αυτή απεικονίζεται στις οικονομικές καταστάσεις της 31/12/2013, με τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις στα 435εκ€ από 22εκ€ το 2012, τις βραχυπρόθεσμες στα 256εκ και τους χρεωστικούς τόκους στα 62,3εκ. Συνολικά, ο δανεισμός το 2013 είναι 691,4εκ€ μειωμένος κατά 19,7% σε σχέση με το 2012 και οι χρεωστικοί τόκοι αυξημένοι κατά 38%. Η δυσκολία της περιόδου, στην πρόσβαση σε χρηματοδότηση, αποτυπώθηκε στο κόστος εξυπηρέτησης που είναι αυξημένο, παρά την μείωση του ποσού των δανείων. Ο δανεισμός παραμένει αποκλειστικά από την τραπεζική αγορά.

Το **2014**, τα επίπεδα του συνολικού δανεισμού παραμένουν σχεδόν αμετάβλητα όμως, συνεχίζεται η υλοποίηση της μετατροπής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε μακροπρόθεσμες. Τα δάνεια συνεχίζουν να είναι αποκλειστικά τραπεζικά. Στις μακροπρόθεσμες λήξεις έχουμε αύξηση κατά 20%, στα 524εκ€ και στις βραχυπρόθεσμες μείωση κατά 36,5%, στα 162,8εκ€. Οι χρεωστικοί τόκοι παρουσιάζουν μικρή υποχώρηση στα 60,4εκ€ ενώ το κόστος εξυπηρέτησης παραμένει υψηλό, στο 5,99%.

Την περίοδο **2015-2016**, παρατηρούμε αύξηση του δανεισμού, ο οποίος συνεχίζει να είναι μόνο τραπεζικός. Το 2015 υπάρχει αύξηση κατά 5,9% στα 727,5εκ€ και το 2016 επιπλέον αύξηση κατά 12,2% στα 816εκ€. Η διαφοροποίηση από τις προηγούμενες χρήσεις βρίσκεται στο γεγονός ότι το 45-47% των δανειακών υποχρεώσεων είναι βραχυπρόθεσμες που αναχρηματοδοτούνται χωρίς αξιόλογη επιμήκυνση. Από 163εκ€ βραχυπρόθεσμα δάνεια το 2014, έχουμε 323εκ€ το 2015 (+98%) και 387,5εκ€ το 2016 (επιπλέον αύξηση κατά 20%). Στα μακροπρόθεσμα δάνεια, υπάρχει μείωση κατά περίπου 20% χωρίς αξιόλογη μεταβολή μεταξύ 2015-2016. Μέσα από αυτή την διαδικασία, ο Όμιλος πραγματοποίησε υποχώρηση του κόστους εξυπηρέτησης στο

5,44% και μείωσε τους χρεωστικούς τόκους στα 51,4εκ€ το 2016 από 60,4εκ€ το 2014. Σημαντική διευκρίνιση για την εν λόγω διετία είναι ότι το 2015 είχαμε επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων (capital controls) οι οποίοι άρχισαν να αποκλιμακώνονται, με πολύ αργούς ρυθμούς αρχικά, από το 2016.

Το **2017** είναι η χρονιά που ο Όμιλος απευθύνετε για πρώτη φορά στις κεφαλαιαγορές για χρηματοδότηση. Στις 23/6/2017 εκδίδει διαπραγματεύσιμο στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, ομολογιακό δάνειο 300εκ€, πενταετούς διάρκειας (λήξη 2022), με επιτόκιο 3,1%. Το 88% των αντληθέντων κεφαλαίων, τα 265εκ€, χρησιμοποιήθηκαν για την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου τραπεζικού δανεισμού. Αποτέλεσμα της κίνησης αυτής είναι, στις 31/12/2017, ο συνολικός δανεισμός να είναι στα 729εκ€, μειωμένος κατά 10,6%, το 82% το ποσού αυτού να είναι μακροπρόθεσμων λήξεων (ως 5 έτη) και το 41% του δανεισμού να είναι από τις κεφαλαιαγορές. Μετά την ομολογιακή έκδοση, το σταθμισμένο κόστος του συνολικού δανεισμού υποχώρησε στο 3,75% ενώ και το κόστος του τραπεζικού δανεισμού υποχώρησε στο 4,2% από 5,44% το 2016.

Το **2018** πραγματοποιείται αισθητή υποχώρηση του συνολικού δανεισμού, στα 598,5εκ€ με αποπληρωμή του 30% των τραπεζικών υποχρεώσεων. Αποτέλεσμα είναι, το 89% του δανεισμού να είναι πλέον μακροπρόθεσμο και η ομολογιακή έκδοση του 2017 να αποτελεί το 50% των υποχρεώσεων. Το σταθμισμένο κόστος του συνολικού δανεισμού διατηρείται στο 3,75% ενώ και το κόστος του τραπεζικού δανεισμού παρουσιάζει μικρή αύξηση στο 4,4%. Υπάρχει πλέον αισθητή μείωση των χρεωστικών τόκων κατά 20% στα 46,6εκ€ από 58,5εκ€ το 2017.

Το **2019** ο Όμιλος πραγματοποιεί, με επιτυχία, την πρώτη του διεθνή έκδοση ομολογιακού δανείου, ύψους 500εκ €, πενταετούς διάρκειας (λήξεως 2024), με επιτόκιο 2,5%. Η έκδοση έγινε στις 22/11/2019 και οδήγησε στην αύξηση του συνολικού δανεισμού στα 1,08δισ€. Το ομόλογο αυτό έχει βαθμολογηθεί από τον οίκο αξιολόγησης Fitch με BB και σταθερές προοπτικές, κατά την έκδοση του. Τον Ιούνιο του 2020 ο ίδιο οίκος υποβάθμισε τις προοπτικές σε αρνητικές, επιβεβαιώνοντας την βαθμολογία BB. (<https://www.fitchratings.com/entity/mytilineos-financial-partners-sa-96838089#rating-actions>). Στις 31/12/2019 οι ομολογιακές εκδόσεις αποτελούν το 74% του συνολικού δανεισμού ο οποίος είναι κατά 93%

μακροπρόθεσμος. Το σταθμισμένο κόστος του συνολικού δανεισμού μειώθηκε στο 2,86% ενώ και το κόστος του τραπεζικού δανεισμού στο 3,25%.

Η έκδοση του 2017 αποπληρώθηκε πρόωρα, τον Ιούνιο του 2020 στο σύνολο της, με τιμή 101,593€ πλέον των δεδουλευμένων τόκων.

4.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου Μυτιληναίος

Στον πίνακα 4.3.1 που ακολουθεί παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη, των υπό μελέτη δεδομένων, για τον Όμιλο Μυτιληναίος, όπως αυτά δημοσιεύθηκαν στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του.

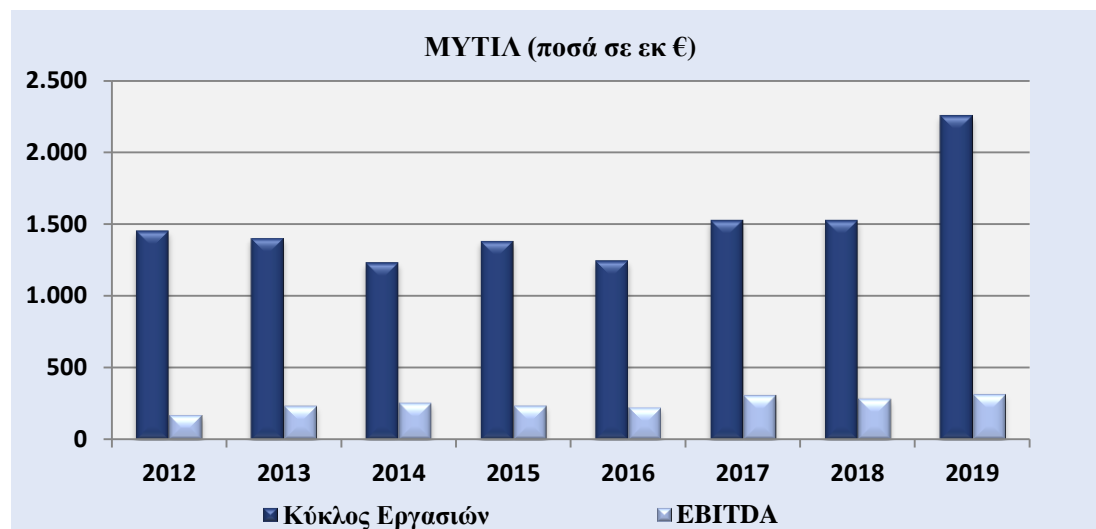
Πίνακας 4.3.1 Όμιλος Μυτιληναίος Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση Δανεισμού 2012-2019

ποσά σε εκ€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Απόδοση								
Κύκλος Εργασιών	1453,64	1402,95	1232,60	1382,87	1246,09	1526,72	1526,51	2256,09
Λειτουργικά Αποτελέσματα EBIT	110,03	166,64	197,63	174,25	148,29	232,13	204,22	219,26
Αποτελέσματα προ φόρων	61,28	80,38	136,31	108,79	85,28	181,61	166,92	179,77
EBITDA	170,10	231,90	253,94	234,37	222,36	305,98	283,56	313,16
Κέρδη Μετά Φόρων	51,56	67,12	113,41	75,70	61,24	157,75	140,16	147,63
Ταμειακές Ροές								
Καθαρές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες	3,12	162,74	171,06	-85,17	47,98	214,71	161,96	244,43
Καθαρές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες	-130,42	-7,57	-40,56	-46,75	-96,76	-117,20	-46,60	-122,01
Καθαρές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες	-126,91	107,52	-6,87	19,10	42,94	-132,96	-68,72	383,25
Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα λήξης χρήσης	136,59	181,77	313,43	200,86	197,88	160,94	208,09	713,04
Ίδια Κεφάλαια	960,34	1097,70	1161,23	1230,34	1284,25	1460,99	1561,05	1633,87
Ενεργητικό	2687,98	2664,29	2680,75	2899,40	3108,42	3218,22	3340,99	4157,92
Δανεισμός								
Μακροπρόθεσμος	22,64	435,12	524,02	404,28	428,65	598,76	534,03	1006,45
Βραχυπρόθεσμος	838,78	256,31	162,84	323,26	387,53	130,33	64,46	77,63
Συνολικός Δανεισμός	861,41	691,43	686,86	727,54	816,18	729,08	598,49	1084,08
Χρεωστικοί Τόκοι	45,00	62,34	60,44	54,56	51,42	58,48	46,57	48,50
Ταμειακά Διαθέσιμα	136,59	181,77	313,43	200,86	197,88	160,94	208,09	713,04
Καθαρός Δανεισμός	724,82	509,66	373,43	526,68	618,29	568,14	390,40	371,05
Διάρθρωση Δανεισμού								
Διαπραγματεύσιμα Ομολογιακά Δάνεια	0	0	0	0	0	300	300	800
% επί Συνολικού Δανεισμού	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	41,15%	50,13%	73,80%
ΣΜΟ Επιτοκίων Διαπραγματεύσιμων Ομολόγων	0,00%	0,00%	0,00%	0%	0%	3,10%	3,10%	2,725%
Λοιπά Δάνεια	861,412	691,426	686,861	727,536	816,175	429,08	298,491	284,082
% επί Συνολικού Δανεισμού	100%	100%	100%	100%	100%	58,85%	49,87%	26,20%
ΣΜΟ Επιτοκίων Λοιπών Δανείων	4,71%		5,99%	5,44%	5,44%	4,20%	4,40%	3,24%

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ο κύκλος εργασιών του ομίλου παρουσιάζει ετήσιες διακυμάνσεις 10-15%, τις χρήσεις 2012 με 2018 και κινείται μεταξύ 1,2 με 1,5δις€.

Το 2019, με την συμβολή του τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας, παρουσιάζει αύξηση κατά 50% περίπου και φθάνει στα 2,26δισ€. Η εξέλιξη της κερδοφορίας του, σε όλα τα επίπεδα (λειτουργική, EBITDA, προ και μετά φόρων) είναι πιο ομαλή καθώς παρουσιάζει σταδιακή βελτίωση. Κορύφωση των μεγεθών έχουμε το 2019.

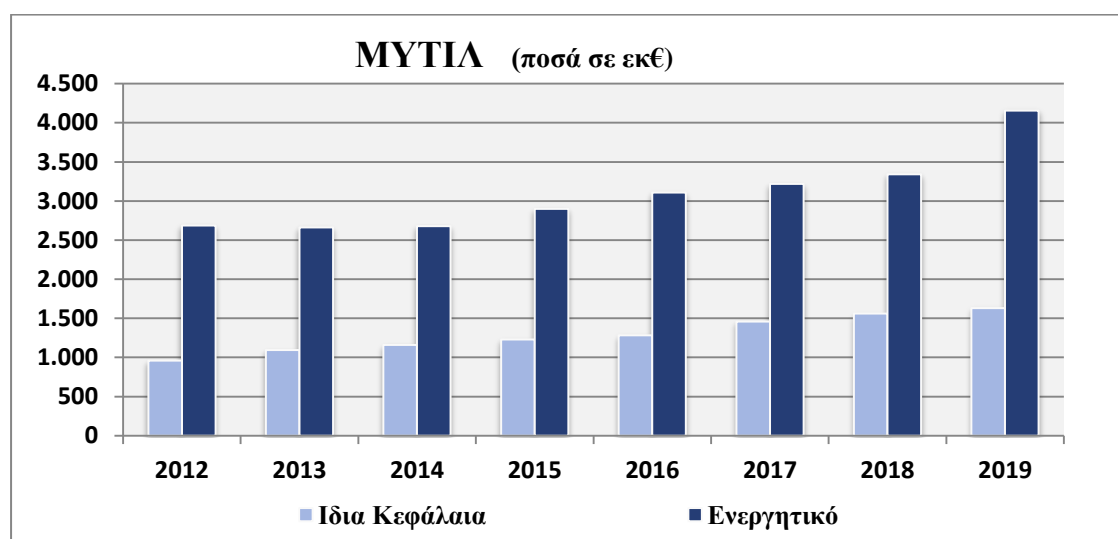
Γράφημα 4.3.1 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA



Η βελτίωση της κερδοφορίας οδήγησε σε αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων που το 2019 είναι 1,63δισ€, αυξημένα κατά 70% από τα 960εκ€ του 2012.

Στο ενεργητικό παρατηρούμε σταδιακή αύξηση κατά 55%, από τα 2,69δισ€ του 2012, στα 4,16δισ€ το 2019. Η αύξηση αυτή προέρχεται από το κυκλοφορούν ενεργητικό και πιο συγκεκριμένα από τον λογαριασμό Πελάτες και Λοιπές Απαιτήσεις, ο οποίος αποτελείται, κυρίως, από τις κατασκευαστικές συμβάσεις, οι οποίες αποπληρώνονται με βάση τα στάδια περάτωσης των έργων. Οι περισσότερες από αυτές τις απαιτήσεις αφορούν τους τομείς Ολοκληρωμένων Έργων και Υποδομών καθώς και Ηλεκτρισμού και Φυσικού Αερίου.

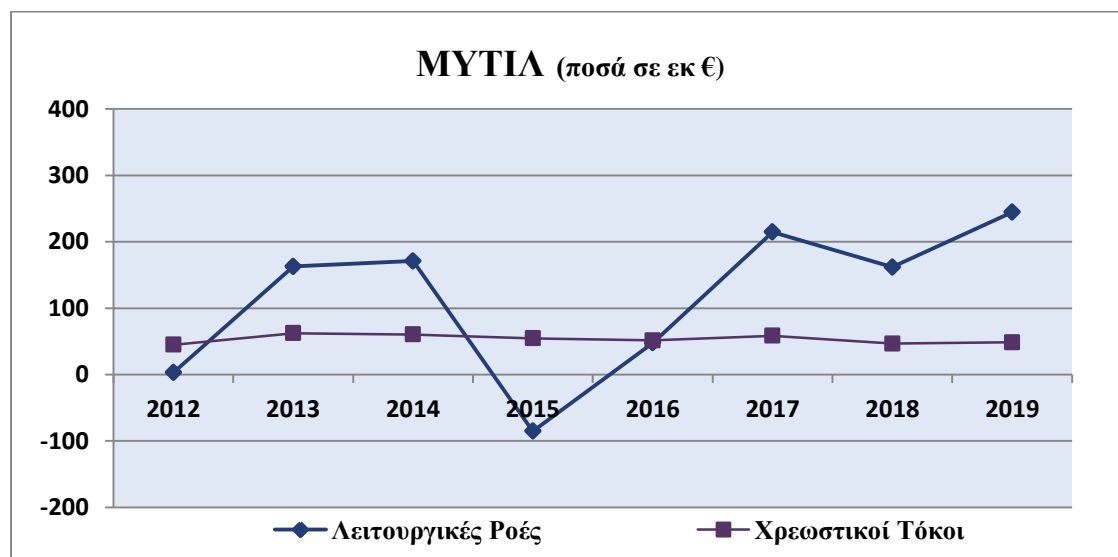
Γράφημα 4.3.2 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό



Στις ταμειακές ροές, παρατηρούμε τη σταδιακή αύξηση των λειτουργικών ροών, τις συνεχείς επενδυτικές εκροές καθώς το επενδυτικό πλάνο του ομίλου είναι σε εξέλιξη και τις σημαντικές αποπληρωμές δανείων, με χρηματοδοτικές εκροές, τις χρήσεις 2017 και 2018. Για το 2019 πρέπει να επισημάνουμε ότι, επειδή η ομολογιακή έκδοση, των 500εκ€, έγινε στα τέλη της χρήσης, εμφανίζονται 713εκ€ ταμειακά διαθέσιμα και χρηματοδοτικές εισροές 383εκ€. Τα 400εκ€ από έσοδα αυτής της έκδοσης θα χρησιμοποιηθούν, την περίοδο 2019-2021, για χρηματοδότηση νέων έργων - τα 300εκ€ από αυτά, θα αφορούν την κατασκευή σταθμού ηλεκτροπαραγωγής συνδυασμένου κύκλου στο ενεργειακό συγκρότημα Αγίου Νικολάου στην Βοιωτία.

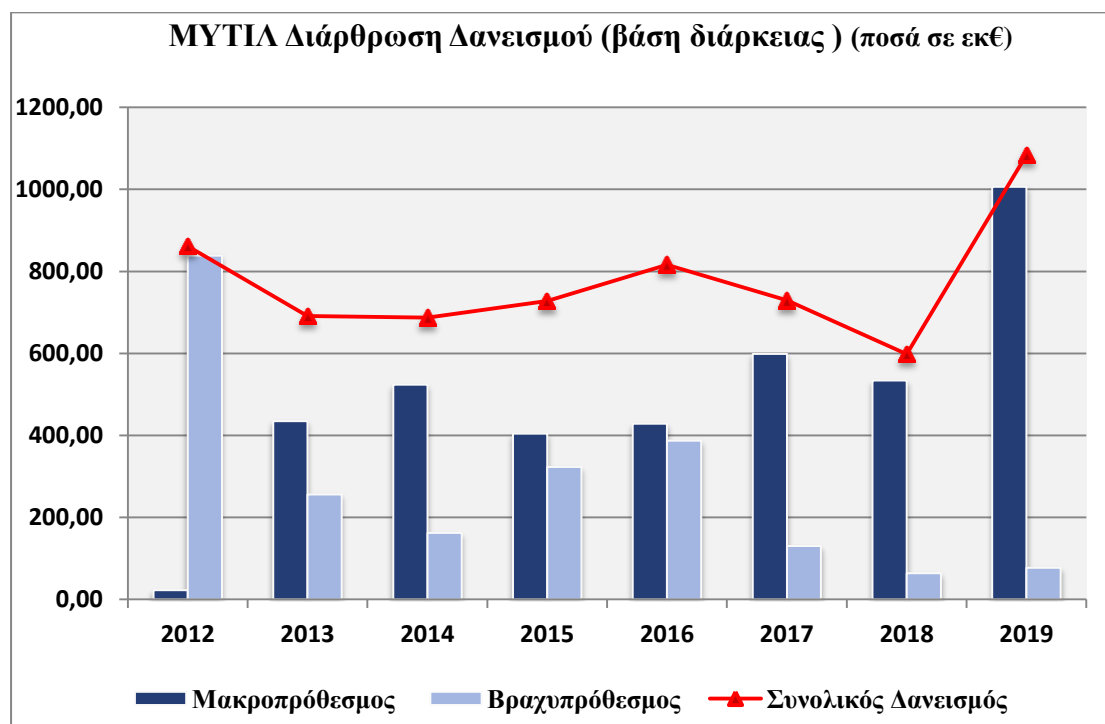
Οι χρεωστικοί τόκοι βρίσκονται, με μικρές διακυμάνσεις, στα επίπεδα των περίπου 50εκ€ ανά έτος καθώς, στις χρήσεις με μειωμένο δανεισμό, υπήρχαν υψηλά επιτόκια και τις χρήσεις που αποκλιμακώθηκε το κόστος εξυπηρέτησης, αυξήθηκε ο δανεισμός.

Γράφημα 4.3.3 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι

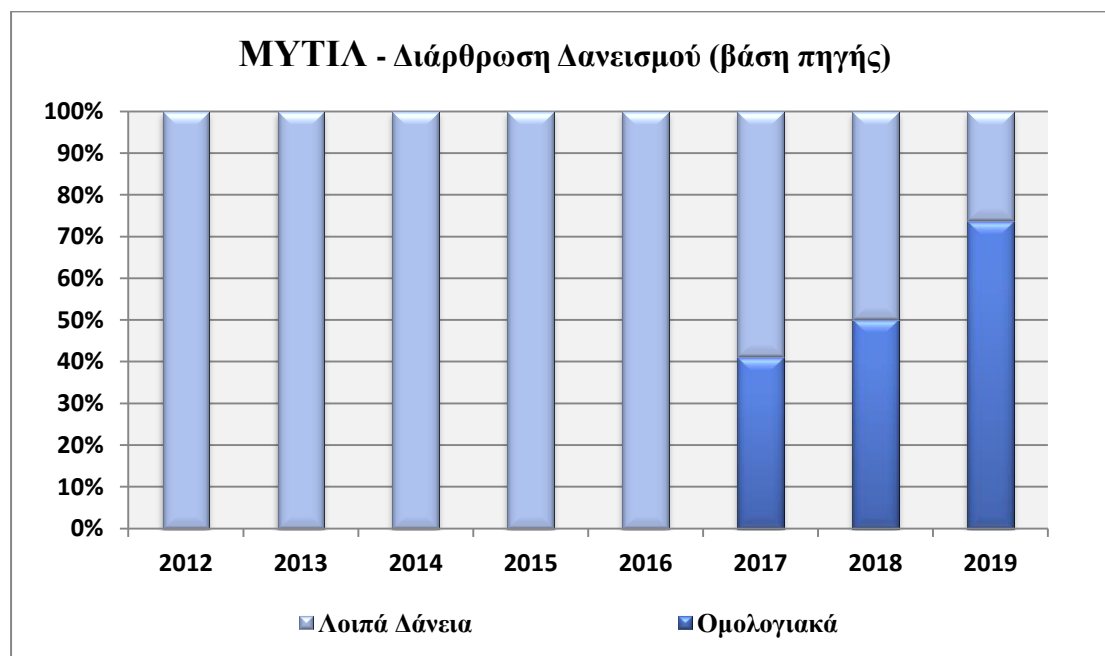


Ο δανεισμός του ομίλου προέρχεται αποκλειστικά από τραπεζικές πηγές μέχρι και το 2016. Με συχνές αναχρηματοδοτήσεις επιμηκύνει τη διάρκεια του και προστατεύεται από αυξήσεις αλλά και εκμεταλλεύεται μειώσεις των επιτοκίων. Επιλέγει να απευθυνθεί για πρώτη φορά στο επενδυτικό κοινό με ομολογιακή έκδοση, εισηγμένη στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, το 2017, χρονιά που αρχίζει να φαίνεται η βελτίωση των μεγεθών και η απόδοση των επενδύσεων του αλλά και χρονιά που η εικόνα της Ελλάδας, στην επενδυτική κοινότητα, αποκαθίσταται αισθητά. Χρησιμοποιεί το μεγαλύτερο μέρος της έκδοσης αυτής για την αποπληρωμή υφιστάμενων τραπεζικών δανείων, τα οποία υποχωρούν στο 50% του συνολικού δανεισμού το 2018. Η μεγάλη αύξηση των μεγεθών του το 2019, εξαιτίας κυρίως των επιδόσεων του τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας, και το επενδυτικό πλάνο για την περίοδο 2019-2021 στον τομέα αυτό, οδηγούν τον Όμιλο σε νέα ομολογιακή έκδοση, διεθνή αυτή τη φορά, 500εκ€. Το επιτόκιο είναι 2,5% και η διάρκεια πενταετής. Μέσα στην χρήση του 2019 συνεχίστηκε η μείωση των τραπεζικών δανείων, τα οποία αποτελούν πλέον το 26,2% του δανεισμού. Ο συνολικός δανεισμός είναι ο μεγαλύτερος της περιόδου και η επιλογή των κεφαλαιαγορών έγινε παρά το γεγονός ότι το κόστος δανεισμού έχει αποκλιμακωθεί και στον τραπεζικό δανεισμό.

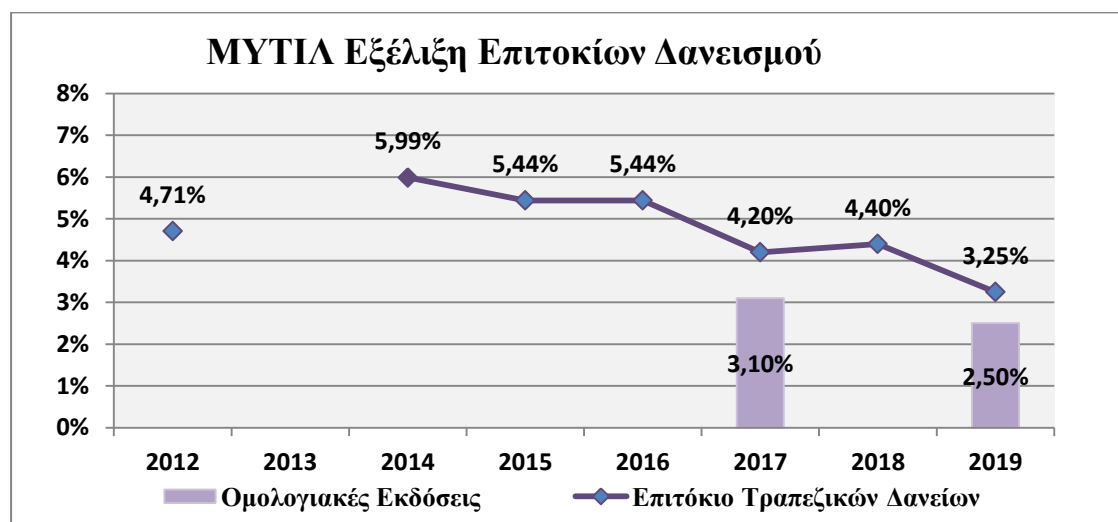
Γράφημα 4.3.4 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας



Γράφημα 4.3.5 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής



Γράφημα 4.3.6 Όμιλος Μυτιληναίος 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Ομολογιακών εκδόσεων



Μελετώντας τους χρηματοοικονομικούς δείκτες του ομίλου, όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα 4.3.2, διαπιστώνουμε την βελτίωση στην απόδοση αλλά και στη φερεγγυότητα του ομίλου, κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

Στους δείκτες απόδοσης, υπάρχει σταδιακή βελτίωση καθώς η κερδοφορία εμφανίζεται αυξημένη σε όλα τα επίπεδα και επιπλέον έχουμε αύξηση Ιδίων κεφαλαίων και Ενεργητικού. Όμως τα περιθώρια κερδοφορίας κορυφώνουν το 2018 και το 2019 παρουσιάζουν μείωση παρά την μεγάλη αύξηση του κύκλου εργασιών, σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.

Στους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας, η μόχλευση παρουσιάζει μεγάλη μείωση καθώς μειώνεται ο δανεισμός αλλά παράλληλα έχουμε αύξηση των ιδίων κεφαλαίων κατά 70%. Για τον δείκτη Καθαρό Χρέος προς Ίδια Κεφάλαια πρέπει να επισημάνουμε ότι ο Όμιλος αυξάνει σταδιακά τα ταμειακά του διαθέσιμα, γεγονός που συμβάλλει στην μείωση του καθαρού δανεισμού. Όμως, το 2019, τα ταμειακά διαθέσιμα είναι εξαιρετικά υψηλά επειδή η ομολογιακή έκδοση έγινε στα τέλη της χρήσης και δεν είχαν χρησιμοποιηθεί ακόμα τα έσοδα της. Επιπλέον παρατηρούμε την θετική επιρροή της αύξησης του Ενεργητικού και των Ιδίων Κεφαλαίων στους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας, όπου μετέχουν αυτοί οι λογαριασμοί.

Πίνακας 4.3.2 Όμιλος Μυτιληναίος Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτες Απόδοσης και περιθωρίου								
Καθαρά Κέρδη / ΙΚ (ROE)	5,37%	6,11%	9,77%	6,15%	4,77%	10,80%	8,98%	9,04%
Καθαρά Κέρδη / Ενεργητικό (ROA)	1,92%	2,52%	4,23%	2,61%	1,97%	4,90%	4,20%	3,55%
Απόδοση Απασχολούμενο Κεφαλαίων (EBIT/ΙΚ+Συν. Δαν. Υποχρεώσεις) ROCE	12,77%	24,10%	28,77%	23,95%	18,17%	31,84%	34,12%	20,23%
Περιθώριο EBITDA (EBITDA/ Πωλήσεις)	11,70%	16,53%	20,60%	16,95%	17,84%	20,04%	18,58%	13,88%
Λειτουργικό Περ. Κέρ.(Λειτουργ. Κέρδη /Πωλήσεις)	7,57%	11,88%	16,03%	12,60%	11,90%	15,20%	13,38%	9,72%
Καθαρό Περ. Κέρδους (Καθαρά Κέρδη / Πωλήσεις)	3,55%	4,78%	9,20%	5,47%	4,91%	10,33%	9,18%	6,54%
Δείκτες Χρέους και Μακροπρόθεσμης Φερεγγυότητας								
Καθαρός δανεισμός/EBITDA	4,26	2,20	1,47	2,25	2,78	1,86	1,38	1,18
Καθαρός Δανεισμός / ΙΚ	0,75	0,46	0,32	0,43	0,48	0,39	0,25	0,23
Συνολικός δανεισμός/ΙΚ (Financial leverage)	0,90	0,63	0,59	0,59	0,64	0,50	0,38	0,66
Δείκτης Χρέους (Συνολικό Χρέος / Συν. Ενεργητικό)	0,32	0,26	0,26	0,25	0,26	0,23	0,18	0,26
Συνολικό Χρέος / Συν. Χρέος + ΙΚ (Συν.Χρ. / Επενδεδυμένα Κεφ.)	0,47	0,39	0,37	0,37	0,39	0,33	0,28	0,40
Συνολικό Χρέος / EBITDA	5,06	2,98	2,70	3,10	3,67	2,38	2,11	3,46
Πολλαπλασιαστής ΙΚ (Ενεργητικό /ΙΚ)	2,80	2,43	2,31	2,36	2,42	2,20	2,14	2,54
EBITDA /ΙΚ +Δανειακά Κεφ	0,09	0,13	0,14	0,12	0,11	0,14	0,13	0,12
Δείκτης Κάλυψης τόκων (EBIT/Χρεωστικοί τόκοι)	2,45	2,67	3,27	3,19	2,88	3,97	4,39	4,52
Δείκτης Κάλυψης Χρέους (EBITDA/Δαν. Υποχρ.)	0,20	0,34	0,37	0,32	0,27	0,42	0,47	0,29
EBITDA coverage (EBITDA/Χρ. Τόκοι) Δείκτης Κάλυψης Μετρητών	3,78	3,72	4,20	4,30	4,32	5,23	6,09	6,46
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Χρ. Τόκοι (Κάλυψη τόκων με μετρητά)	0,07	2,61	2,83	-1,56	0,93	3,67	3,48	5,04
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Συν. Δανειακές Υποχρ.	0,00	0,24	0,25	-0,12	0,06	0,29	0,27	0,23
Δείκτης Κεφαλαιοποίησης (Μακρ. Χρέος /Μακρ. Χρ.+ΙΚ)	0,02	0,28	0,31	0,25	0,25	0,29	0,25	0,38

Η άνοδος της κερδοφορίας και των λειτουργικών ταμειακών ροών, σε συνδυασμό με την μείωση των χρεωστικών τόκων, οδήγησαν στη βελτίωση των δεικτών κάλυψης τόκων, χρέους και μετρητών (EBITDA coverage) αλλά και στο δείκτη κάλυψης τόκων με μετρητά. Οι εν λόγω δείκτες εμφανίζουν τις υψηλότερες τιμές τους το 2019 εκτός από τον δείκτη κάλυψης χρέους που κορυφώνει το 2018 και μειώνεται το 2019

καθώς η ομολογιακή έκδοση των 500εκ€ έγινε στα τέλη του έτους και μεγιστοποίησε, για την εξεταζόμενη περίοδο, τις συνολικές δανειακές υποχρεώσεις.

4.4 Συμπεράσματα

Συνολικά διαπιστώνουμε ότι, ο Όμιλος Μυτηλιναίος, επιμηκύνει και μειώνει τον τραπεζικό του δανεισμό, κατά τα πρώτα χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου (2012-2014), ώστε να επιβαρυνθεί λιγότερο από τα αυξημένα επιτόκια που επικρατούν. Την περίοδο 2015-2016 και ενώ έχει μόνο τραπεζικό δανεισμό, διατηρεί το 50% των υποχρεώσεων του σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, μέχρι να αποκατασταθεί η αναστάτωση στο τραπεζικό σύστημα, εξαιτίας της επιβολής των capital controls. Πραγματοποιεί την πρώτη του επαφή με τις κεφαλαιαγορές το 2017, με ομόλογο 300εκ€ στο Ελληνικό Χρηματιστήριο και υλοποιεί πλέον το πλάνο σταδιακής απεμπλοκής του από τον τραπεζικό δανεισμό. Επανέρχεται στις κεφαλαιαγορές το 2019 με έκδοση διεθνούς ομολόγου 500εκ€ και ο δανεισμός του είναι πλέον κατά 74% από τις κεφαλαιαγορές. Η πρώτη έκδοση χρησιμοποιήθηκε για μείωση των υπαρχόντων τραπεζικών δανείων ενώ η δεύτερη για χρηματοδότηση του επιχειρηματικού του πλάνου. Κινήθηκε με αργά βήματα, δοκίμασε την εμπιστοσύνη των κεφαλαιαγορών πρώτα για το παρόν του (δανειακές υποχρεώσεις) και εν συνεχεία για το μέλλον του (κεφαλαιουχικές επενδύσεις στον αναπτυσσόμενο κλάδο της ενέργειας). Ουσιαστικά, τα χρόνια πριν τις ομολογιακές του εκδόσεις, προετοίμασε την χρηματοοικονομική του κατάσταση, ώστε να μπορεί λειτουργικά να εξυπηρετείται από τα διαθέσιμα του και όταν απευθυνθεί στις αγορές, να το κάνει για συγκεκριμένο επενδυτικό πλάνο.

5 Όμιλος Τσιμέντα TITAN



Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων

Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης

Συμπεράσματα

5.1 Παρουσίαση και Ιστορική Αναδρομή

Ο Όμιλος TITAN είναι διεθνής παραγωγός τσιμέντου και δομικών υλικών. Τα προϊόντα και οι υπηρεσίες του χρησιμοποιούνται σε ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων, από την κατασκευή έργων υποδομής και κατοικιών, έως την κατασκευή κτιρίων εμπορικού χαρακτήρα και την υλοποίηση έργων κοινωνικού χαρακτήρα. Κυριότερα προϊόντα παραγωγής και επεξεργασίας του είναι, το τσιμέντο, το έτοιμο σκυρόδεμα, αδρανή υλικά όπως άμμος, χαλίκι, θραυστή πέτρα, ανακυκλωμένο σκυρόδεμα, λοιπά δομικά υλικά όπως ξηρά κονιάματα και ιπτάμενη τέφρα. Επιπλέον της παραγωγικής διαδικασίας, ο Όμιλος δίνει έμφαση στις δραστηριότητες Έρευνας και Ανάπτυξης. Αυτές περιλαμβάνουν την παρακολούθηση, ένταξη και εφαρμογή, στον Όμιλο, των διεθνών τάσεων για τη μείωση του περιβαλλοντικού αποτυπώματος, με ιδιαίτερη έμφαση στις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα, τόσο μέσα από βελτιώσεις στην παραγωγική διαδικασία, όσο και μέσω της ανάπτυξης προϊόντων χαμηλού αποτυπώματος άνθρακα.

Η ιστορία του Τιτάνα ξεκινά το **1902**, όταν τρεις νέοι δημιούργησαν, στην Ελευσίνα, την πρώτη ελληνική μονάδα παραγωγής τσιμέντου. Η εταιρία ονομάστηκε ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ «Ο ΤΙΤΑΝ» και το **1912** εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

1933 : Ο TITAN προβαίνει στις πρώτες εξαγωγές τσιμέντου, στη Βραζιλία.

1939-1947 : Κατά τον Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου, αναστέλλονται σχεδόν εξ ολοκλήρου οι εξαγωγές της εταιρίας όμως εδραιώνεται η επιχειρηματική δραστηριότητά της στην Ελλάδα. Η εξαγωγική δραστηριότητα επανέρχεται στα τέλη της δεκαετίας του '40.

1951-1957 : Η παραγωγή του εργοστασίου της Ελευσίνας αυξάνεται κατακόρυφα και φθάνει σε επίπεδα 15 φορές υψηλότερα, προκειμένου να καλύπτεται η συνεχής άνοδος των εξαγωγών, οι οποίες πλέον υπερβαίνουν το 50% των πωλήσεων.

1960 : Εγκαθιστά τα πρώτα, στην Ελλάδα, φιλικά προς το περιβάλλον ηλεκτροστατικά φίλτρα, λαμβάνοντας μέτρα για την προστασία του περιβάλλοντος

1962 : Δημιουργία της δεύτερης μονάδας παραγωγής τσιμέντου της εταιρίας, στη Νέα Ευκαρπία Θεσσαλονίκης.

1968 : Δημιουργία της τρίτης μονάδας παραγωγής τσιμέντου, στο Δρέπανο Αχαΐας.

1976 : Δημιουργία της τέταρτης μονάδας παραγωγής τσιμέντου, στο Καμάρι Βοιωτίας.

1978 : Ιδρύει την INTERMPIETON Δομικά Υλικά Α.Ε. (παραγωγή, διακίνηση και εμπορία σκυροδέματος)

1979 : Τίθενται σε λειτουργία οι πρώτοι πλωτοί σταθμοί διανομής της εταιρίας στην Τζέντα της Σαουδικής Αραβίας και στην Αλεξάνδρεια της Αιγύπτου.

1985-1988 : Ξεκινά τις εξαγωγές στις ΗΠΑ και κατασκευάζει σταθμό διανομής στο λιμάνι Νιούαρκ στην πολιτεία Νιου Τζέρσεϊ (Port Newark, New Jersey).

1989-1994 : Περίοδος επέκτασης και καθετοποίησης του Ομίλου και εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου μετοχών της εταιρίας Roanoke Cement, στη Βιρτζίνια των ΗΠΑ. Ιδρύονται σταθμοί διανομής στην Ιταλία (Βενετία), στη Γαλλία (Μασσαλία) και στη Μ. Βρετανία (Χαλ).

1998 : Επέκταση σε νέες γεωγραφικές περιοχές, με την εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου μετοχών στις εταιρίες Plevenski Cement στη Βουλγαρία και Cementarnica Usje στη Β. Μακεδονία.

1999 : Εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου μετοχών στην αιγυπτιακή εταιρία Beni Suef Cement (κοινοπραξία Lafarge-TITAN). Τίθεται σε λειτουργία νέος σταθμός διανομής στη Σαφάγκα της Αιγύπτου.

2000 : Εξαγοράζεται η TARMAC AMERICA Inc., με την πλήρη απόκτηση των εργοστασίων τσιμέντου Roanoke (Βιρτζίνια) και Pennsuco (Φλόριντα), λατομείων, μονάδων παραγωγής ετοιμού σκυροδέματος και σταθμών διανομής στις ΗΠΑ. Η TARMAC μετονομάζεται σε TITAN AMERICA και εντάσσεται πλήρως στο δυναμικό του Ομίλου.

2002 : Στο χαρτοφυλάκιο προϊόντων του προστίθεται η ιπτάμενη τέφρα με την ένταξη της αμερικανικής εταιρίας Separation Technologies (STET) στο δυναμικό του Ομίλου. Ο Όμιλος εξαγοράζει την τσιμεντοβιομηχανία Kosjeric στη Σερβία και ενισχύει την παρουσία του στην Αίγυπτο, με την εξαγορά της εταιρίας Alexandria Portland Cement (κοινοπραξία Lafarge-TITAN).

2003 : Ο Όμιλος εντάσσεται, ως πλήρες μέλος, στο Παγκόσμιο Επιχειρηματικό Συμβούλιο για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη (WBCSD).

2004 : Εξαγοράζει την μονάδα παραγωγής τσιμέντου Zlatna Panega στη Βουλγαρία.

2007: Εξαγορά, από την TITAN AMERICA LLC, τριών ανεξάρτητων εταιριών παραγωγής με επέκταση δραστηριοτήτων στις ΗΠΑ

2008 : Εξαγοράζεται η συμμετοχή της Lafarge (ποσοστό 50%) στην κοινοπραξία με τον Όμιλο TITAN στην Αίγυπτο, καθώς και ποσοστό 50% της εταιρίας Adocim στην Τουρκία.

2010 : Δημιουργία νέας μονάδας παραγωγής τσιμέντου στην Αλβανία και εξαγορά της μονάδας παραγωγής τσιμέντου Sharr στο Κόσοβο.

2016 : Ο TITAN αποκτά συμμετοχή στην τσιμεντοβιομηχανία Companhia Industrial de Cimento Apodi στη Βραζιλία.

2018 : Ο TITAN αποκτά τον έλεγχο της κοινοπραξίας του στην Τουρκία, Adocim Cimento Beton Sanayi ve Ticaret A.S. Επιπλέον, γίνεται μέλος της νεοσύστατης Παγκόσμιας Ένωσης Τσιμέντου και Σκυροδέματος (GCCA).

2019 : Η TITAN Cement International καθίσταται η μητρική εταιρία του Ομίλου TITAN, έπειτα από την επιτυχή έκβαση της Δημόσιας Πρότασης Ανταλλαγής που υπεβλήθη στους μετόχους της Α.Ε. Τσιμέντων TITAN, πρώην μητρικής εταιρίας του Ομίλου που εδρεύει στην Ελλάδα. Η TITAN Cement International S.A είναι εισηγμένη στο Euronext Βρυξελλών, στο Euronext Παρισίων και στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Κυρίαρχος στόχος του Ομίλου είναι να αναπτυχθεί ως διεθνής και καθετοποιημένος παραγωγός τσιμέντου, συνδυάζοντας το επιχειρηματικό πνεύμα και τη λειτουργική αποτελεσματικότητα με σεβασμό στον άνθρωπο, την κοινωνία και το περιβάλλον.

Θέτει ως στρατηγικές του προτεραιότητες :

- Την γεωγραφική διαφοροποίηση – επέκταση, με εξαγορές και νέες επενδύσεις σε καινούργιες αγορές ώστε να διαφοροποιεί τις πηγές εσόδων του αλλά και να μειώνει την εξάρτηση του από λίγες αγορές.

- Την καθετοποίηση των δραστηριοτήτων του – επεκτείνεται και σε άλλους παραγωγικούς τομείς της αλυσίδας προϊόντων τσιμέντου ώστε να αξιοποιήσει νέες ευκαιρίες κερδοφορίας αλλά και να παρέχει καλύτερη εξυπηρέτηση στο πελατολόγιο του.
- Τη συνεχή βελτίωση της ανταγωνιστικότητας του – εφαρμογή μεθόδων μείωσης κόστους και αύξησης την ανταγωνιστικότητας, σε όλες τις επιχειρηματικές του δραστηριότητες.
- Την έμφαση στο ανθρώπινο δυναμικό και την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

Ο Όμιλος διαθέτει εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου σε 10 χώρες και έχει παρουσία σε περισσότερες από 15 χώρες. Πιο συγκεκριμένα :

- ❖ στην Ελλάδα και την Δυτική Ευρώπη (Γαλλία, Ιταλία και Ηνωμένο Βασίλειο), έχει 3 εργοστάσια τσιμέντου, 27 λατομεία, 1 μονάδα άλεσης, 28 μονάδες έτοιμου σκυροδέματος, 3 σταθμούς διανομής και 1 μονάδα παραγωγής ξηρών κονιαμάτων
- ❖ στις ΗΠΑ, έχει 2 εργοστάσια τσιμέντου, 8 λατομεία, 83 μονάδες έτοιμου σκυροδέματος, 3 σταθμούς διανομής, 10 μονάδες παραγωγής τσιμεντόλιθων και 5 μονάδες επεξεργασίας ιπτάμενης τέφρας
- ❖ στη Νοτιοανατολική Ευρώπη (Αλβανία, Βουλγαρία, Κόσοβο, Β. Μακεδονία και Σερβία), έχει 5 εργοστάσια τσιμέντου, 19 λατομεία, 6 μονάδες έτοιμου σκυροδέματος, και 1 μονάδα παραγωγής απορριματογενούς δευτερογενούς καυσίμου
- ❖ στην Αίγυπτο, έχει 3 εργοστάσια τσιμέντου, 15 λατομεία, 1 μονάδα άλεσης, 6 μονάδες έτοιμου σκυροδέματος και 1 μονάδα παραγωγής απορριματογενούς δευτερογενούς καυσίμου
- ❖ στην Βραζιλία, με κοινοπραξία, έχει 1 εργοστάσιο τσιμέντου, 1 μονάδα άλεσης, 3 λατομεία κα 5 μονάδες έτοιμου σκυροδέματος

Πίνακας 5.1.1 TITAN 2019 Financial

2019 Financial		
€1,609.8m Revenue	€267.1m EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization)	€50.9m NPAT(Net profit after tax)
"BB" on a stable outlook Credit rating (S&P)	€1,409.8m Total Group Equity	
2019 Non-Financial		
5400 Employees	769 New hires across the Group	1.44 Lost Time Injuries Frequency Rate (LTIFR) for employees
675.7 Specific net direct CO2 emissions (kg/t product) (cementitious product as defined by GCCA1)	14.7 Specific dust emissions (g/t clinker)	
	255.9 Specific water consumption (lt/t cement)	

5.2 Παρουσίαση Ομολογιακών Εκδόσεων ανά Οικονομική Χρήση

Με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις, Όμιλος TITAN, για να περιορίζει τις επιπτώσεις των διακυμάνσεων των επιτοκίων, επιλέγει σταθερά και προσυμφωνημένα επιτόκια ή/και μετατρέπει, μέσω συμφωνιών ανταλλαγής πληρωμής τόκων, τα κυμαινόμενα επιτόκια σε σταθερά. Επιπλέον, για επενδύσεις σε θυγατρικές του εξωτερικού, όπου είναι εκτεθειμένος σε συναλλαγματικό κίνδυνο, επιλέγει, ως φυσικό αντισταθμιστικό μέσο, τον δανεισμό στο αντίστοιχο νόμισμα – όπου αυτό είναι εφικτό. Εξάιρεση, στον δανεισμό σε τοπικό νόμισμα, εφαρμόζει σε Τουρκία, Αίγυπτο και Αλβανία, χώρες στις οποίες χρηματοδοτεί, τις επενδύσεις του, σε ευρώ και δολάριο.

Το **2012** ο συνολικός δανεισμός του ομίλου είναι 880,4εκ€. Στο ποσό αυτό περιλαμβάνεται έκδοση διαπραγματεύσιμου ομολογιακού δανείου 200εκ€ που πραγματοποιήθηκε τον Δεκέμβριο του 2012, πενταετούς διάρκειας (λήξη 2017) με επιτόκιο 8,75%. Τα έσοδα της έκδοσης χρησιμοποιήθηκαν για την αναχρηματοδότηση υπάρχοντος δανεισμού, λήξεως τον Ιούλιο του 2013. Η χρηματοοικονομική αναταραχή στην Ελλάδα, με την εφαρμογή του PSI, οδήγησε τον Όμιλο σε δανεισμό από τις κεφαλαιαγορές, με εξαιρετικά υψηλό επιτόκιο καθώς η εμπιστοσύνη των αγορών στην χώρα και τις επιχειρήσεις της ήταν κλονισμένη. Το εν λόγω ομόλογο αποτέλεσε το 22,7% του συνολικού δανεισμού του ομίλου ενώ το υπόλοιπο 77,3% ήταν τραπεζικός δανεισμός με ανακυκλούμενες συμβάσεις σε ευρώ και δολάριο με μεσοσταθμικό κόστος εξυπηρέτησης 4,59%. Στην ομολογιακή έκδοση του 2012 υπάρχει ρήτρα αλλαγής στον έλεγχο της εταιρίας, με βάση την οποία, σε περίπτωση αλλαγής ιδιοκτησιακού καθεστώτος, οι ομολογιούχοι μπορούν να ζητήσουν άμεση αποπληρωμή των ομολόγων τους. Η ίδια ρήτρα υπάρχει και σε τραπεζικές συμβάσεις δανείων ή/και ανακυκλούμενων πιστώσεων, υπέρ των δανειστών. Εξαίρεση στην εφαρμογή της ρήτρας αποτελεί η περίπτωση απόκτησης του ελέγχου της εταιρίας μέσω δημόσιας πρότασης.

Το **2013** έχουμε μείωση του συνολικού δανεισμού στα 723εκ €, καθώς αποπληρώθηκαν παλαιότερα δάνεια με την έκδοση του 2012. Το διαπραγματεύσιμο ομολογιακό δάνειο αποτελεί το 30% του συνολικού δανεισμού και το υπόλοιπο 70% είναι ανακυκλούμενες τραπεζικές δανειακές συμβάσεις με μεσοσταθμικό επιτόκιο 4,82%. Μέσω της προσπάθειας αντιστάθμισης των επιτοκιακών κινδύνων, ο Όμιλος πετυχαίνει μικρή αύξηση του κόστους στα τραπεζικά του δάνεια και επιπλέον επιμηκύνει την περίοδο αποπληρωμής τους για μικρά χρονικά διαστήματα, ώστε να μπορεί έγκαιρα να επαναδιαπραγματευθεί τους όρους καθώς το οικονομικό κλίμα θα βελτιώνεται.

Το **2014** επανέρχεται στις κεφαλαιαγορές, για χρηματοδότηση, μετά την επιβεβαίωση της πιστοληπτικής του ικανότητας σε BB από την Standard & Poor's. Πιο συγκεκριμένα τον Ιούλιο του 2014 εκδίδει πενταετούς διάρκειας (λήξεως 2019) ομόλογο, 300εκ€, με επιτόκιο 4,25%. Τα έσοδα χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων. Στις 31/12/2014 ο συνολικός δανεισμός είναι 683,7εκ€, μειωμένος κατά 5% από το 2013. Όμως έχει αλλάξει η

διάρθρωση του δανεισμού. Το 74,7% είναι μέσω διαπραγματεύσιμων ομολογιακών δανείων, με μέσο κόστος εξυπηρέτησης 6,05% και το 25,3% είναι πλέον μέσω τραπεζικού δανεισμού, με μεσοσταθμικό επιτόκιο 5,44%.

Το **2015** ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's επανέρχεται αναβαθμίζοντας την προοπτική του Ομίλου σε θετική από σταθερή και επιβεβαιώνοντας την αξιολόγηση της πιστοληπτικής του ικανότητας σε «BB». Ο συνολικός δανεισμός του ομίλου παρουσιάζει αύξηση κατά 8,6% στα 743εκ€. Η μεταβολή οφείλεται σε αύξηση του τραπεζικού δανεισμού ο οποίος αποτελεί το 32,8% του συνολικού, με μεσοσταθμικό επιτόκιο 4,51%. Η υποχώρηση του επιτοκίου οφείλεται στην αύξηση του δανεισμού σε ξένο νόμισμα όπου τα επιτόκια είναι χαμηλότερα από τα ελληνικά επιτόκια δανεισμού σε ευρώ, καθώς στην χώρα έχουν επιβληθεί κεφαλαιακοί έλεγχοι και περιορισμοί (Capital Controls).

Το **2016**, ο Όμιλος εκμεταλλεύεται τη βελτίωση των μεγεθών του αλλά και την σταδιακή αποκατάσταση της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα και εκδίδει νέο ομολογιακό δάνειο 300εκ€. Η έκδοση είναι διεθνής και έγινε στις 17 Ιουνίου του 2016, με πενταετή διάρκεια (λήξη 2021) και επιτόκιο 3,5% ενώ παίρνει πιστοληπτική βαθμολόγηση BB από την S&P . Από τα έσοδα της, τα 109εκ€ χρησιμοποιήθηκαν για την πρόωρη αποπληρωμή της έκδοσης 2012-2017, επιτοκίου 8,75% στην τιμή των 104,25€. Το υπόλοιπο της έκδοσης του 2012-2017 – περίπου 88εκ€, είναι πληρωτέα εντός του 2017 οπότε, στις 31/12/2016, καταχωρήθηκαν στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις οι οποίες, γι' αυτό το λόγο, παρουσίασαν αύξηση. Στις 31/12/2016 ο συνολικός δανεισμός είναι 840,5εκ€ και αποτελείται κατά 82% (690εκ€) από διαπραγματεύσιμα ομόλογα και κατά 18% από τραπεζικό δανεισμό, με μεσοσταθμικό κόστος εξυπηρέτησης 4,52% και 4,7%, αντίστοιχα.

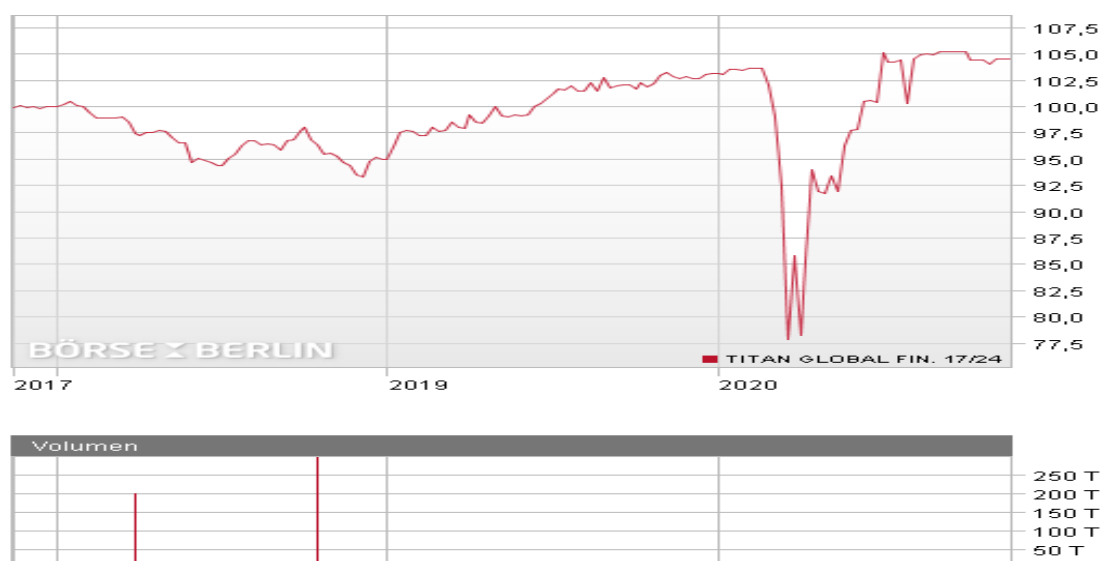
Γράφημα 5.2.1 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου TITAN 2016/21



<https://www.boerse-berlin.com/index.php/Bonds?isin=XS1429814830> (ομολόγο 2016-2021)

Τον Ιανουάριο του **2017**, ο Όμιλος αποπληρώνει στη λήξη τους, τα 88εκ€ της έκδοσης του 2012, επιτοκίου 8,75%. Το Νοέμβριο του 2017, ολοκληρώνει την διάθεση νέου διεθνούς ομολόγου, επταετούς διάρκειας (λήξη 2024), ονομαστικής αξίας 250εκ€, με επιτόκιο 2,375%. Η πιστοληπτική βαθμολόγηση του ομολόγου ήταν BB+ από τον οίκο S&P. Από τα έσοδα αυτής της έκδοσης χρησιμοποιεί τα 126,6εκ€ για την πρόωρη αποπληρωμή της έκδοσης 2014-2019, με επιτόκιο 4,25%, (τιμή πρόωρης αποπληρωμής 106,5). Αποτέλεσμα των ενεργειών αυτών είναι, από τον συνολικό δανεισμό των 877εκ€, οι ομολογιακές εκδόσεις να αποτελούν το 82,4% με κόστος εξυπηρέτησης 3,29% από 4,52% το 2016. Αξιοσημείωτο, για το 2017, είναι ότι αρχίζει να αποκλιμακώνεται αισθητά και το κόστος του τραπεζικού δανεισμού που είναι μεσοσταθμικά στο 4,18% από 4,7% το 2016. Ο συνολικός δανεισμός του ομίλου παρουσιάζει μικρή αύξηση στα 877εκ€ από 840,5εκ€ το 2016.

Γράφημα 5.2.2 Απεικόνιση Τιμής Ομολόγου TITAN 2017/24



<https://www.boerse-berlin.com/index.php/Bonds?isin=XS1716212243> (ομόλογο 2017-2024)

Το **2018**, τον Ιανουάριο, ο Όμιλος διαθέτει πρόσθετες ομολογίες αξίας 100εκ€ της έκδοσης του 2017, με επιτόκιο 2,375%. Έτσι το συνολικό ποσό των ομολογιών, λήξεως το 2024, είναι πλέον 350εκ€. Ο συνολικός δανεισμός είναι 943εκ€, αυξημένος κατά 7,5% από το 2017, και αποτελείται κατά 85,5% από διαπραγματεύσιμα ομόλογα και κατά 14,5% από τραπεζικό δανεισμό. Το μεσοσταθμικό κόστος εξυπηρέτησης των τραπεζικών δανείων αυξήθηκε στο 4,36% από 4,18% καθώς το μεγαλύτερο μέρος του δανεισμού αυτού είναι σε δολάρια – νόμισμα στο οποίο υπήρξε άνοδος των επιτοκίων δανεισμού.

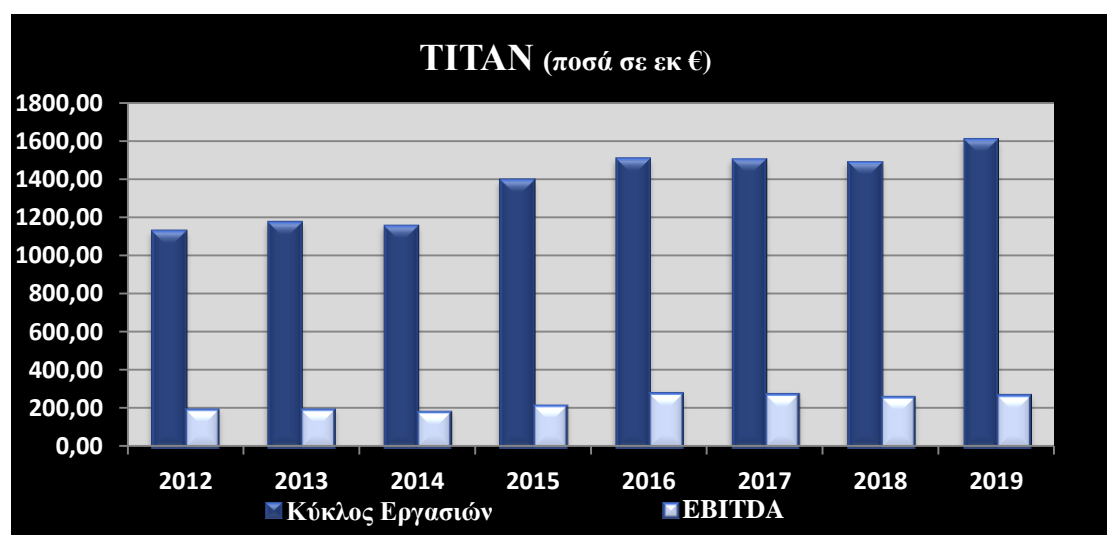
Το **2019** ο Όμιλος TITAN αποπληρώνει πλήρως, στη λήξη του (Ιούλιος 2019), το υπόλοιπο των 160,6εκ€ της ομολογιακής έκδοσης του 2014 (μέρος της έκδοσης αποπληρώθηκε πρόωρα το 2017). Ο συνολικός δανεισμός, στο τέλος της χρήσης, είναι μειωμένος κατά 8,5% σε σχέση με το 2018, στα 863εκ€. Το 75% αφορά τις ομολογιακές εκδόσεις λήξεως 2021 και 2024 και το υπόλοιπο 25% τραπεζικό δανεισμό. Με την αποπληρωμή της έκδοσης 2014/2019, το κόστος εξυπηρέτησης του ομολογιακού δανεισμού υποχώρησε στο 2,89% από 3,25% το 2018. Και στον τραπεζικό δανεισμό έχουμε μείωση επιτοκιακού κόστους στο 3,43% από 4,36% το 2018.

5.3 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία & Διάρθρωση Χρηματοδότησης Ομίλου TITAN

Στον πίνακα 5.3.1, παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη των υπό μελέτη δεδομένων για τον Όμιλο TITAN, όπως αυτά δημοσιεύθηκαν στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις.

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ο κύκλος εργασιών του Ομίλου TITAN παρουσίασε αύξηση από 1,13δισ€ το 2012 στα 1,6δισ€ το 2019. Η βελτίωση αυτή ξεκίνησε από το 2015 και το 2019 έχουμε τον μέγιστο κύκλο εργασιών για την περίοδο. Η λειτουργική κερδοφορία διατηρήθηκε κοντά στα 300εκ€ με μέγιστες τιμές το 2016 τα 437εκ€. Στην κερδοφορία EBITDA, υπήρξε άνοδος και τις τελευταίες 4 χρήσεις κυμαίνεται μεταξύ 260-270εκ€. Σε επίπεδα αποτελεσμάτων, προ και μετά φόρων, οι χρήσεις 2012 και 2013 ήταν ζημιογόνες.

Γράφημα 5.3.1 Όμιλος TITAN 2012-2019 Κύκλος Εργασιών - EBITDA



Πίνακας 5.3.1 Όμιλος TITAN Βασικά Οικονομικά Μεγέθη και διάρθρωση

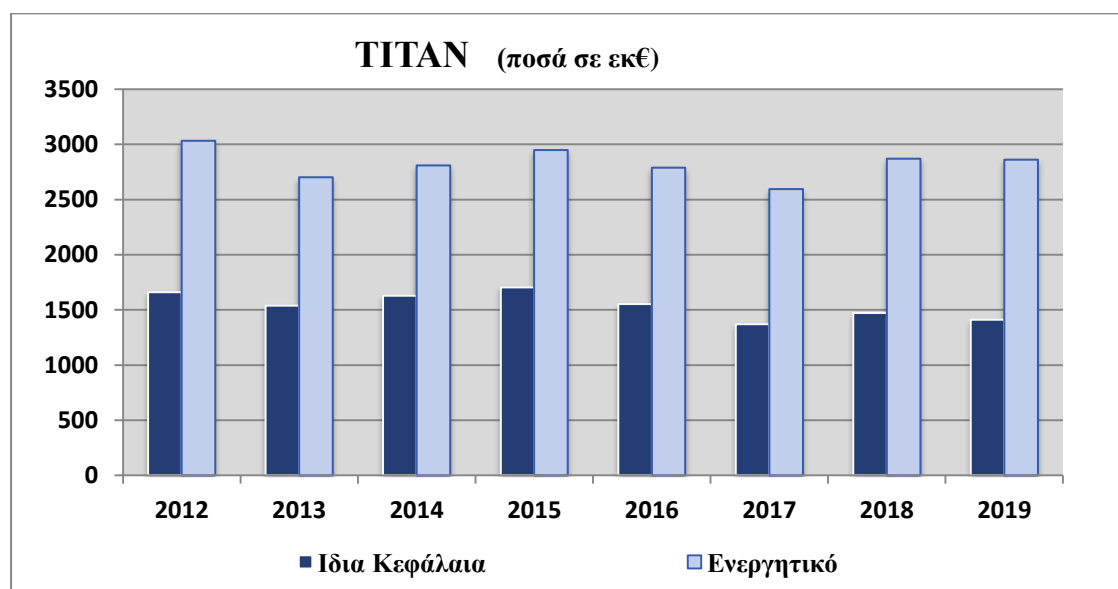
Δανεισμού 2012-2019

ποσά σε εκ€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Απόδοση								
Κύκλος Εργασιών	1130,66	1175,94	1158,41	1397,82	1509,15	1505,80	1490,10	1609,78
Λειτουργικά Αποτελέσματα EBIT	299,71	293,77	294,51	358,39	437,01	435,45	400,61	293,91
Αποτελέσματα προ φόρων	-1,30	-9,64	46,82	42,14	63,53	63,23	82,56	64,37
EBITDA	195,84	196,01	181,59	216,42	278,60	273,44	259,74	267,10
Κέρδη Μετά Φόρων	-18,83	-29,00	35,72	35,30	127,33	44,30	55,98	53,16
Ταμειακές Ροές								
Καθαρές Ροές από Λειτουργ. Δραστ.	165,03	170,84	153,33	219,51	269,22	226,09	261,28	274,36
Καθαρές Ροές από Επεν. Δραστ.	-37,13	-50,08	-81,18	-170,42	-240,05	-165,23	-139,23	-97,75
Καθαρές Ροές από Χρημ. Δραστ.	-181,92	-216,52	-118,14	-70,55	42,67	-82,56	-108,39	-260,07
Ταμειακά Διαθέσιμα & Ισοδ.λήξεως	284,27	184,50	142,95	121,73	179,71	154,25	171,00	90,39
Ίδια Κεφάλαια	1660,00	1538,81	1627,60	1705,29	1552,82	1369,67	1471,29	1409,79
Ενεργητικό	3032,04	2701,06	2811,25	2949,48	2789,78	2595,47	2869,93	2863,42
Δανεισμός								
Μακροπρόθεσμος	705,73	610,43	634,20	716,77	710,97	820,38	745,22	776,69
Βραχυπρόθεσμος	174,64	112,62	49,52	26,31	129,50	56,83	197,64	86,28
Συνολικός Δανεισμός	880,36	723,06	683,72	743,08	840,46	877,21	942,86	862,97
Χρεωστικοί Τόκοι	65,73	64,99	65,65	65,04	65,99	63,84	64,42	57,16
Ταμειακά Διαθέσιμα	284,27	184,50	142,95	121,73	179,71	154,25	171,00	90,39
Καθαρός Δανεισμός	596,09	538,56	540,77	621,35	660,75	722,96	771,86	772,58
Διάρθρωση Δανεισμού								
Διαπραγμ. Ομολογιακά Δάνεια	200,00	216,62	510,55	499,18	689,83	722,57	805,66	646,64
% επί Συνολικού Δανεισμού	22,72%	29,96%	74,67%	67,18%	82,08%	82,37%	85,45%	74,93%
ΣΜΟ Επιτοκίων Διαπραγμ. Ομολόγων	8,75%	8,75%	6,05%	6,05%	4,52%	3,29%	3,25%	2,89%
Λοιπά Δάνεια	680,36	506,44	173,17	243,90	150,63	154,64	137,20	216,33
% επί Συνολικού Δανεισμού	77,28%	70,04%	25,33%	32,82%	17,92%	17,63%	14,55%	25,07%
ΣΜΟ Επιτοκίων Λοιπών Δανείων	4,59%	4,82%	5,44%	4,51%	4,70%	4,18%	4,36%	3,43%

Στο ενεργητικό, παρατηρούμε μείωση ως το 2017 και σταδιακή ανάκαμψη στη συνέχεια. Καθώς ο όμιλος ενσωματώνει περιουσιακά στοιχεία αποτιμημένα σε ξένο νόμισμα, κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ από τις θυγατρικές του στις ΗΠΑ, η αποτίμηση των στοιχείων ενεργητικού του, επηρεάζεται και από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Την περίοδο 2015-2017 είχαμε υψηλές αρνητικές συναλλαγματικές διαφορές στις ενσώματες ακινητοποιήσεις.

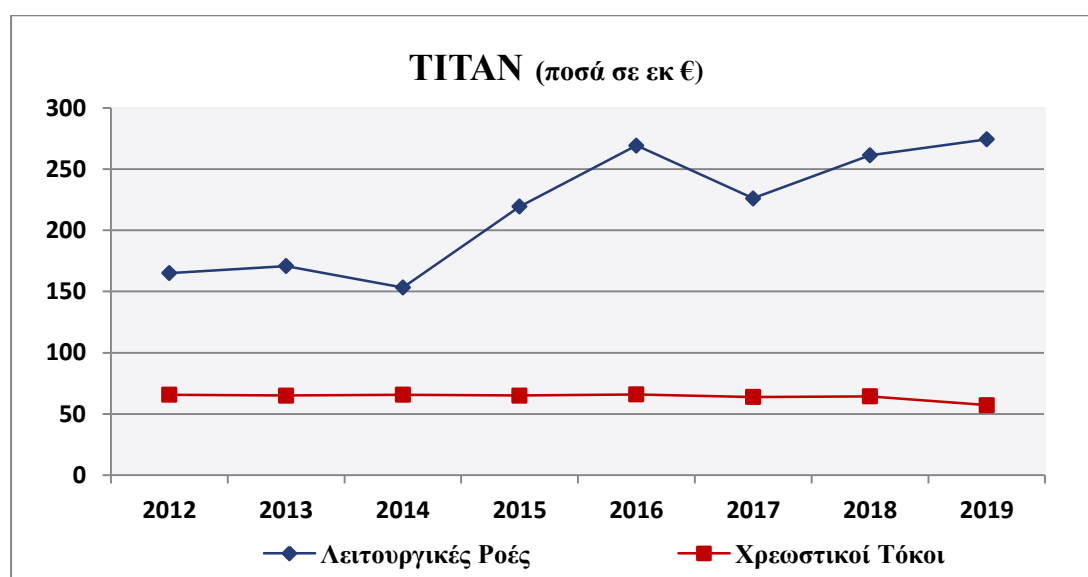
Στα Ίδια Κεφάλαια, η αισθητή μείωση του 2017 οφείλεται, κατά κύριο λόγο, σε απόφαση του ομίλου για επιστροφή κεφαλαίου 84,6εκ€ προς τους μετόχους του.

Γράφημα 5.3.2 Όμιλος TITAN 2012-2019 Ίδια Κεφάλαια - Ενεργητικό



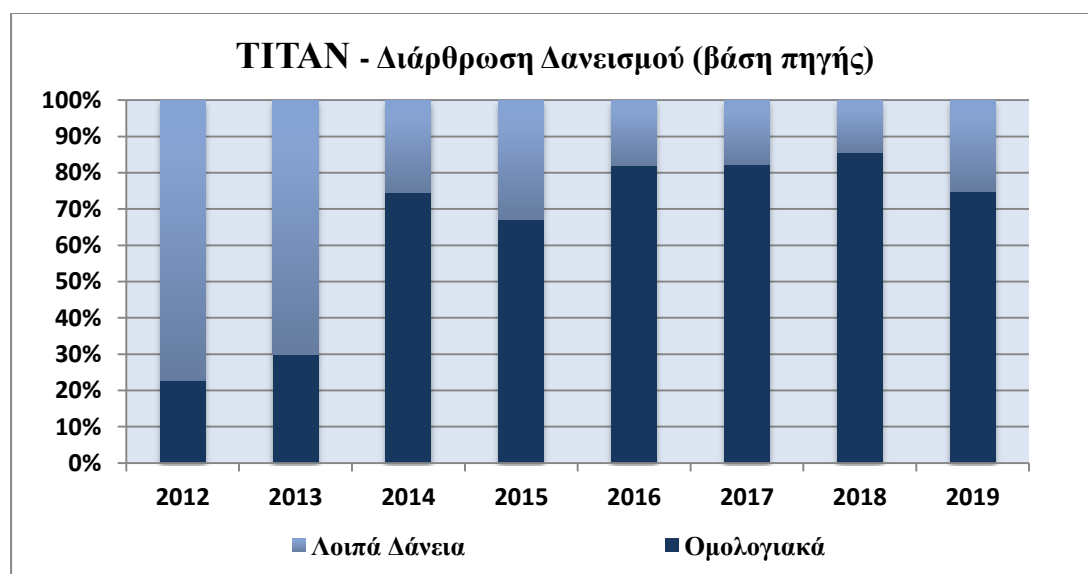
Στις ταμειακές ροές του ομίλου, παρατηρούμε την σταδιακή αύξηση των λειτουργικών ροών που το 2019 είναι 274εκ€. Στις χρηματοδοτικές ροές, παρατηρούμε σημαντικές εκροές στις χρήσεις που μειώνει ή αναπροσαρμόζει το μίγμα χρηματοδότησης του ομίλου. Οι χρεωστικοί του τόκοι παρέμειναν σταθεροί στα 65εκ€ περίπου ως το 2018 και μόνο το 2019 παρουσίασαν μείωση κατά 11,3% στα 57,2εκ€.

Γράφημα 5.3.3 Όμιλος TITAN 2012-2019 Λειτουργικές Ροές – Χρεωστικοί Τόκοι

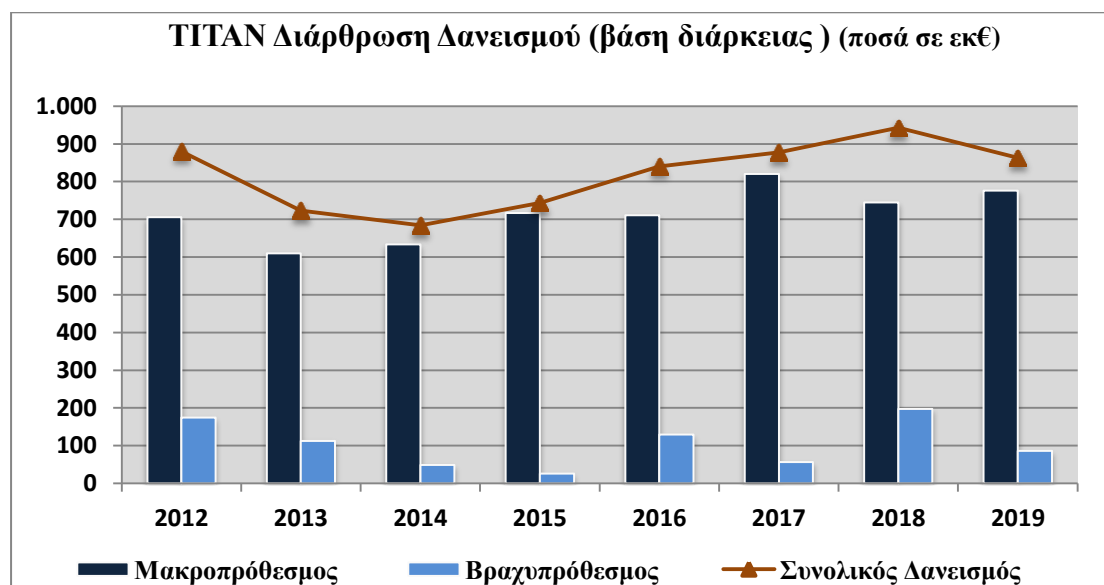


Ο συνολικός δανεισμός, παρά τις διακυμάνσεις της περιόδου, το 2019 είναι σε παρόμοια επίπεδα με αυτά του 2012. Επειδή όμως μειώθηκαν τα ταμειακά διαθέσιμα, έχει αυξηθεί ο καθαρός δανεισμός, στα 772,5εκ€ από 596εκ€ το 2012. Μέσα από τις εκδόσεις των διαπραγματεύσιμων ομολογιακών δανείων, ο Όμιλος άλλαξε την διάρθρωση του δανεισμού του και ο τραπεζικός δανεισμός μειώθηκε από το 77% του συνολικού το 2012, στο 25% το 2019, με τις κεφαλαιαγορές να είναι πλέον η κύρια πηγή χρηματοδότησης.

Γράφημα 5.3.4 Όμιλος TITAN 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση πηγής

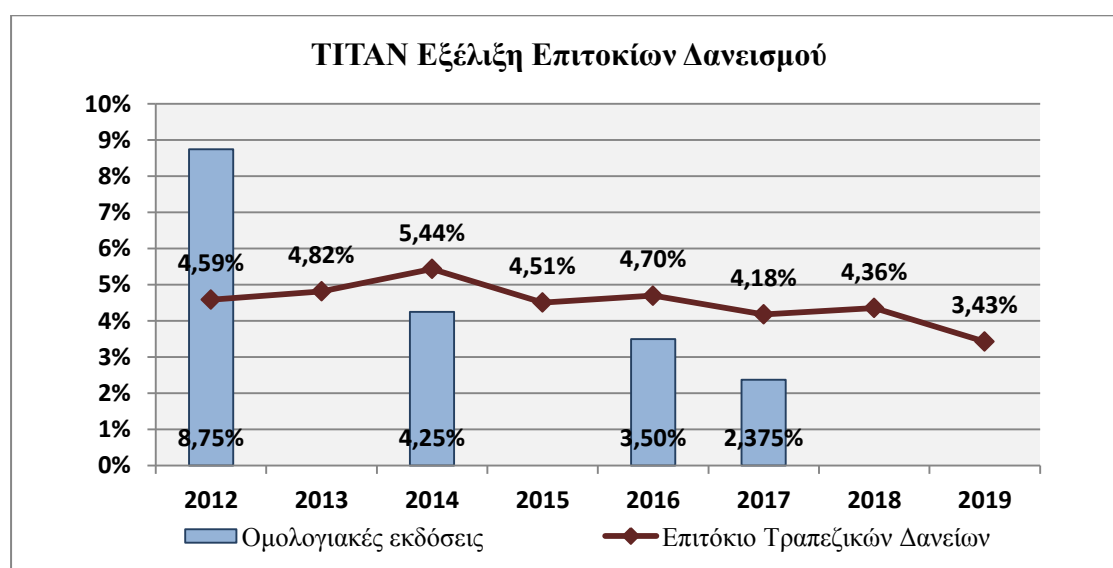


Γράφημα 5.3.5 Όμιλος TITAN 2012-2019 Διάρθρωση Δανεισμού βάση διάρκειας



Σχετικά με το κόστος εξυπηρέτησης του δανεισμού του, η χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές το 2012 έγινε με πολύ ακριβό επιτόκιο, 8,75% αλλά αφορούσε μόνο το 23% των δανείων. Ο Όμιλος, κατά τις χρήσεις 2012 και 2013 χρησιμοποίησε κυρίως τα διαθέσιμα του για να μειώσει τον δανεισμό, κερδίζοντας χρόνο μέχρι την εξομάλυνση των συνθηκών στις κεφαλαιαγορές για την Ελλάδα. Επανέρχεται στις κεφαλαιαγορές το 2014 με έκδοση επιτοκίου 4,25% και με παράλληλη χρήση των διαθεσίμων του μειώνει τον δανεισμό του και τον μετατρέπει κατά 75% σε ομολογιακών εκδόσεων. Την περίοδο αυτή βελτιώνεται, η επενδυτική εικόνα της Ελλάδας ενώ ο τραπεζικός δανεισμός είναι ακόμα δύσκολος και ακριβός. Στις επόμενες χρήσεις, διατηρεί τον ομολογιακό του δανεισμό σε ποσοστά κοντά στο 80% και με πρόωρες αποπληρωμές του και νέες εκδόσεις, χαμηλότερου επιτοκίου, μειώνει το κόστος δανεισμού του και επιμηκύνει τη διάρκεια του. Διατηρεί πλέον περιορισμένο τραπεζικό δανεισμό, στον οποίο το κόστος αποκλιμακώνεται αισθητά μόνο το 2019. Μεταγενέστερο της μελέτης γεγονός, που πρέπει να αναφέρουμε, είναι ότι τον Ιούλιο του 2020 επανέρχεται στις κεφαλαιαγορές με έκδοση 7ετούς διεθνούς ομολόγου, 250εκ € με επιτόκιο 2,75%.

Γράφημα 5.3.6 Όμιλος TITAN 2012-2019 Εξέλιξη Επιτοκίων Δανεισμού



Μελετώντας τους χρηματοοικονομικούς δείκτες του ομίλου, όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα 5.3.2, διαπιστώνουμε ότι οι δείκτες απόδοσης κορυφώνουν τα έτη 2016-2017, υποχωρούν το 2018 με την μείωση του τζίρου και δεν ακολουθούν την αύξηση του κύκλου εργασιών το 2019. Αντιθέτως, στις κερδοφορίες, EBITDA και λειτουργικά, είναι σε χαμηλότερο επίπεδο από το 2012, χρήση με 30% λιγότερο τζίρο από το 2019. Στο σημείο αυτό οφείλουμε να σημειώσουμε την σημαντική επιρροή των συναλλαγματικών διαφορών για τον όμιλο καθώς οι θυγατρικές στις ΗΠΑ αποτελούν 2019 το 60% του κύκλου εργασιών από το 33% που ήταν το 2012.

Στους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας, η μόχλευση αυξάνεται καθώς αυξήθηκε ο καθαρός δανεισμός, μειώθηκαν τα Ίδια Κεφάλαια και διατηρήθηκε ο συνολικός δανεισμός. Όμως η άνοδος της κερδοφορίας και των λειτουργικών ταμειακών ροών οδήγησαν στη βελτίωση των δεικτών κάλυψης τόκων, χρέους και μετρητών (EBITDA coverage) αλλά και στον δείκτη κάλυψης τόκων με μετρητά. Οι εν λόγω δείκτες εμφανίζουν τις υψηλότερες τιμές τους το 2019 εκτός από τον δείκτη κάλυψης τόκων που κορυφώνει το 2017.

Πίνακας 5.3.2 Όμιλος TITAN Χρηματοοικονομικοί Δείκτες 2012-2019

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Δείκτες Απόδοσης και περιθωρίου								
Καθαρά Κέρδη / ΙΚ (ROE)	-1,13%	-1,88%	2,19%	2,07%	8,20%	3,23%	3,81%	3,77%
Καθαρά Κέρδη / Ενεργητικό (ROA)	-0,62%	-1,07%	1,27%	1,20%	4,56%	1,71%	1,95%	1,86%
Απόδοση Απασχολούμενω Κεφαλαίων (EBIT/IK+Συν. Δαν. Υποχρεώσεις) ROCE	34,04%	40,63%	43,07%	48,23%	52,00%	49,64%	42,49%	34,06%
Περιθώριο EBITDA (EBITDA/ Πωλήσεις)	17,32%	16,67%	15,68%	15,48%	18,46%	18,16%	17,43%	16,59%
Λειτουργικό Περ. Κέρ.(Λειτ. Κέρδη /Πωλήσεις)	26,51%	24,98%	25,42%	25,64%	28,96%	28,92%	26,88%	18,26%
Καθαρό Περ. Κέρδους (Καθαρά Κέρδη / Πωλήσεις)	-1,67%	-2,47%	3,08%	2,53%	8,44%	2,94%	3,76%	3,30%
Δείκτες Χρέους και Μακροπρόθεσμης Φερεγγυότητας								
Καθαρός δανεισμός/EBITDA	3,04	2,75	2,98	2,87	2,37	2,64	2,97	2,89
Καθαρός Δανεισμός / ΙΚ	0,36	0,35	0,33	0,36	0,43	0,53	0,52	0,55
Συνολικός δανεισμός/ΙΚ (Financial leverage)	0,53	0,47	0,42	0,44	0,54	0,64	0,64	0,61
Δείκτης Χρέους (Συνολικό Χρέος / Συνολικό Ενεργητικό)	0,29	0,27	0,24	0,25	0,30	0,34	0,33	0,30
Συνολικό Χρέος / Συν. Χρέος + ΙΚ (Συν.Χρ./Επενδεδυμένα Κεφ.)	0,35	0,32	0,30	0,30	0,35	0,39	0,39	0,38
Συνολικό Χρέος / EBITDA	4,50	3,69	3,77	3,43	3,02	3,21	3,63	3,23
Πολλαπλασιαστής ΙΚ (Ενεργητικό /ΙΚ)	1,83	1,76	1,73	1,73	1,80	1,89	1,95	2,03
EBITDA /ΙΚ +Δανειακά Κεφ	0,08	0,09	0,08	0,09	0,12	0,12	0,11	0,12
Δείκτης Κάλυψης τόκων (EBIT/Χρεωστικοί τόκοι)	4,56	4,52	4,49	5,51	6,62	6,82	6,22	5,14
Δείκτης Κάλυψης Χρέους (EBITDA/Δαν. Υπογρ.)	0,22	0,27	0,27	0,29	0,33	0,31	0,28	0,31
EBITDA coverage (EBITDA/Χρ. Τόκοι) Δείκτης Κάλυψης Μετρητών	2,98	3,02	2,77	3,33	4,22	4,28	4,03	4,67
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Χρ. Τόκοι (Κάλυψη τόκων με μετρητά)	2,51	2,63	2,34	3,37	4,08	3,54	4,06	4,80
Λειτουργικές Ταμειακές Ροές / Συν. Δανειακές Υπογρ.	0,19	0,24	0,22	0,30	0,32	0,26	0,28	0,32
Δείκτης Κεφαλαιοποίησης (Μακρ. Χρέος /Μακρ. Χρ.+ΙΚ)	0,30	0,28	0,28	0,30	0,31	0,37	0,34	0,36

5.4 Συμπεράσματα

Συνολικά, διαπιστώνουμε ότι ο Όμιλος TITAN, από την αρχή της εξεταζόμενης περιόδου, επέλεξε τις κεφαλαιαγορές για να χρηματοδοτηθεί. Κινήθηκε σταδιακά, αρχικά με μικρής ονομαστικής αξίας εκδόσεις, την περίοδο που η εμπιστοσύνη προς την Ελλάδα ήταν κλονισμένη. Η ανάκαμψη της αμερικανικής αγοράς από το 2014 και μετά, συνέβαλε στην βελτίωση των μεγεθών του ομίλου αλλά και στην εμπιστοσύνη των αγορών προς τις προοπτικές του. Έτσι το 2014 εκδίδει ομόλογο με επιτόκιο κατά 50% μικρότερο από το 2012. Επιλέγει να χρησιμοποιήσει και τα διαθέσιμα του ώστε να αποδεσμευτεί από τον τραπεζικό δανεισμό και να εκμεταλλευθεί τα καλύτερα επιτόκια που βρίσκει από τους επενδυτές. Επιπλέον, με τις νεότερες και χαμηλότερου επιτοκίου εκδόσεις, αποπληρώνει πρόωρα ορισμένες από τις προηγούμενες, ακριβότερες, εκδόσεις για να επιταχύνει την μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του δανεισμού του. Δεν μειώνει τον δανεισμό του, αλλάζει όμως το μίγμα των πηγών χρηματοδότησης του. Το 2019 το 75% προέρχεται από τις κεφαλαιαγορές και το 25% από τις τράπεζες ενώ το 2012 η εικόνα ήταν ακριβώς αντίθετη. Η επιτυχημένη επαφή του με τους επενδυτές συνεχίστηκε και μετά την εξεταζόμενη περίοδο με έκδοση ομολόγου και το 2020, επιβεβαιώνοντας τον προσανατολισμό του ομίλου προς την ελαχιστοποίηση της χρηματοδότησης από τραπεζικές πηγές.

6 Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικού Δημοσίου



ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Για να έχουμε ολοκληρωμένη εικόνα των συνθηκών που καθόρισαν τις χρηματοδοτικές δυνατότητες των ελληνικών επιχειρήσεων, κατά την υπό μελέτη περίοδο, πρέπει να εξετάσουμε και τον δανεισμό του Ελληνικού Δημοσίου. Αντλώντας τα στοιχεία μας από τον Οργανισμό Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους, παραθέτουμε, αρχικά σε συνοπτική μορφή, τις εκδόσεις που πραγματοποίησε το Ελληνικό Δημόσιο από το 2014 και μετά. Το 2014 αποτέλεσε την πρώτη χρονιά που η Ελλάδα πραγματοποίησε ομολογιακή έκδοση στις διεθνείς αγορές, μετά το 2010 με την χρηματοοικονομική κρίση και μετά το πρόγραμμα ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων (PSI) με την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, το 2012.

Πίνακας 6.1 Ομόλογα ΕΔ σε διαπραγμάτευση στις 30/11/2020

ΗΜΕΡ. ΔΙΑΚ/ΣΜΟΥ		ΛΗΞΗ	Coupon	ΔΗΜΟ- ΠΡΑΤΗ- ΜΕΝΟ ΠΟΣΟ	ΥΨΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ	ΑΠΟΛΕ ΚΤΟ ΠΟΣΟ	ΜΕΣΗ ΣΤΑΘΜΙ- ΚΗ ΤΙΜΗ
17/4/2014	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	17/4/2019	4,75%	3.000	20.000	3.000	99,133
17/7/2014	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	17/7/2017	3,50%	1.500		1.500	99,65
16/9/2014	ΕΠΑΝΕΚ- ΔΟΣΗ	17/7/2017	3,50%	589		589	100,1
16/9/2014	ΕΠΑΝΕΚ- ΔΟΣΗ	17/4/2019	4,75%	1.031		1.031	102,4
1/8/2017	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	1/8/2022	4,375%	3.000	4.962	3.000	98,906
15/2/2018	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	15/2/2025	3,375%	3.000	6.000	3.000	99,236
5/2/2019	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	2/4/2024	3,45%	2.500	10.200	2.500	99,314
12/3/2019	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	12/3/2029	3,875%	2.500	11.800	2.500	99,796
23/7/2019	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	23/7/2026	1,875%	2.500	13.000	2.500	99,838
15/10/2019	ΕΠΑΝΕΚ- ΔΟΣΗ	12/3/2029	3,875%	1.500	7.600	1.500	120,686
4/2/2020	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	4/2/2035	1,875%	2.500	18.800	2.500	99,53%
22/4/2020	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	22/4/2027	2,00%	2.000	5.900	2.000	99,916
18/6/2020	ΝΕΑ ΕΚΔΟΣΗ	18/6/2030	1,50%	3.000	15.700	3.000	99,375
9/9/2020	ΕΠΑΝΕΚ- ΔΟΣΗ	18/6/2030	1,50%	2.500	18.556	2.500	102,87
29/10/2020	ΕΠΑΝΕΚ- ΔΟΣΗ	4/2/2035	1,875%	2.000	16.800	2.000	109,46
www.pdma.gr - ΟΑΔΗΧ (ποσά σε εκ €)							

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, εξελίχθηκε για την Ελλάδα σε κρίση χρέους καθώς βρήκε την χώρα με υψηλά ελλείμματα, υψηλό δημόσιο χρέος και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η αναθεώρηση των ελλειμμάτων και του χρέους της

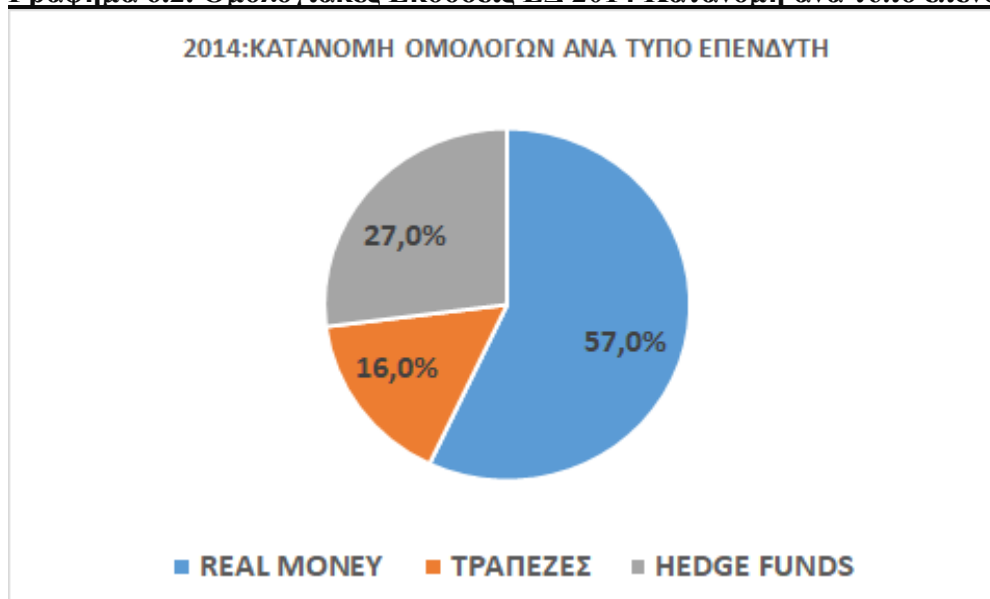
χώρας, από την Eurostat, το 2010, επιτάχυνε το ρυθμό υποβαθμίσεων από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Στις αρχές του 2009 οι οίκοι Moody's, Fitch και Standard & Poor's βαθμολογούσαν την Ελλάδα με A1, A – και A αντίστοιχα και με σταθερές προοπτικές. Όλες οι βαθμολογίες ήταν στην κατηγορία Investment Grade. Το 2010, με τις διαδοχικές υποβαθμίσεις, η Ελλάδα μπαίνει, και από τους τρεις οίκους, στην κατηγορία Ομόλογα Υψηλού Κινδύνου (High Yield or Non-Investment Grade). Το κόστος δανεισμού είναι πλέον απαγορευτικό και η χώρα αναγκάζεται να προσφύγει σε μηχανισμό στήριξης από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Μάιος 2010). Οι υποβαθμίσεις συνεχίζονται, εντός της κατηγορίας High Yield, και το 2012, με την ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους με την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI), η χώρα βαθμολογείται με RD- Restricted Default από τον οίκο Fitch, με SD-Selective Default από τον οίκο Standard & Poor's και με C από τον οίκο Moody's.

Το επενδυτικό κλίμα, για την χώρα μας, παρουσιάζει μια μικρή βελτίωση το 2014. Τότε, το Ελληνικό Δημόσιο αποφασίζει να εκδώσει πενταετές ομόλογο ύψους 3δισ€. Η έκδοση έγινε τον **Απρίλιο του 2014** με επιτόκιο 4,75% και οι προσφορές που υποβλήθηκαν ήταν αξίας 20δισ€. Το καλό κλίμα και η επιτυχία της έκδοσης οδήγησαν, τον Ιούλιο του ίδιου έτους σε δεύτερη έκδοση, τριετούς διάρκειας, αξίας 1,5δισ€ στην οποία το επιτόκιο ήταν 3,5%. Και οι δύο αυτές εκδόσεις ξανα-ανοίγουν τον Σεπτέμβριο του 2014 για 1,03δισ€ η 5ετής και για 589εκ€ η 3ετής. Η κατανομή ανά επενδυτή και ανά χώρα, με βάση τα στοιχεία του ΟΔΔΗΧ παρουσιάζεται στα παρακάτω διαγράμματα 6.1 και 6.2:

Γράφημα 6.1. Ομολογιακές Εκδόσεις ΕΛ 2014 Κατανομή ανά χώρα



Γράφημα 6.2. Ομολογιακές Εκδόσεις ΕΛ 2014 Κατανομή ανά τύπο επενδυτή



<http://www.pdma.gr/el/debt-instrument>

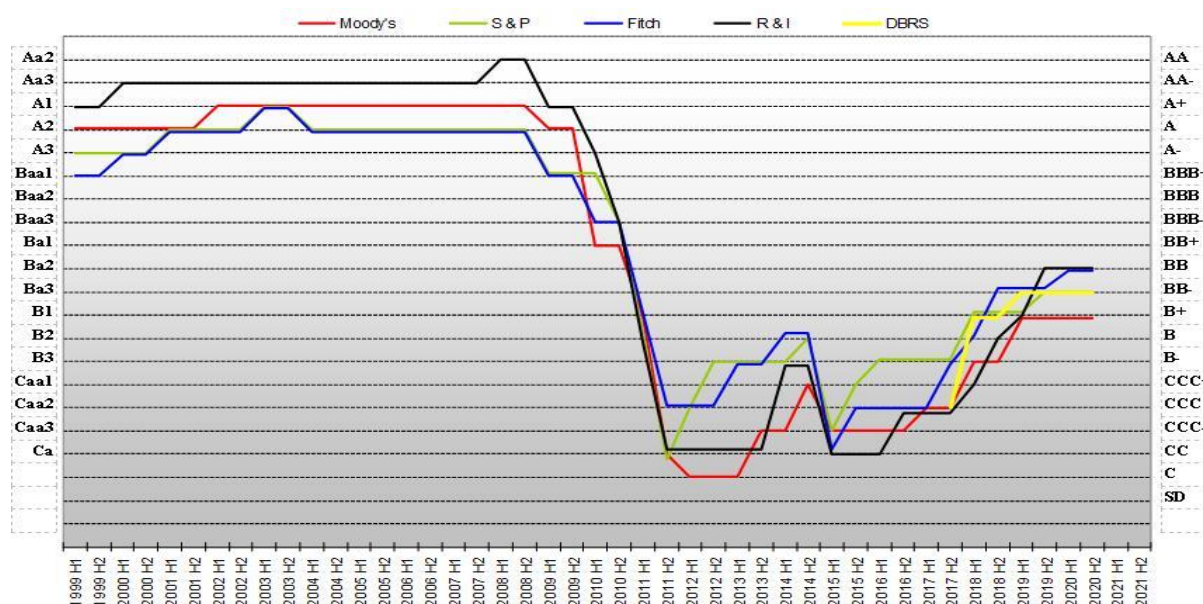
Στην επιτυχία των δύο αυτών εκδόσεων του 2014 συνέβαλλαν και οι αναβαθμίσεις της Ελλάδας από τους οίκους αξιολόγησης σε B/stable, από την Fitch τον Μάιο του 2014 και από την S&P τον Δεκέμβριο, και σε Caa1/stable από την Moody's, τον Αύγουστο.

Το αδιέξοδο στις διαπραγματεύσεις της Ελλάδας με τους δανειστές της το 2015, που οδήγησε στην επιβολή ελέγχων διακίνησης κεφαλαίων (Capital controls) και στην

υπογραφή τρίτης δανειακής σύμβασης, επιδείνωσε το επενδυτικό κλίμα, οδήγησε σε νέες υποβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης και αδυναμία της χώρας να δανειστεί από τις αγορές.

Στο παρακάτω διάγραμμα 6.3, από τα στοιχεία του Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους, απεικονίζονται οι αξιολογήσεις της Ελλάδας από το 1999 ως το δεύτερο εξάμηνο του 2020. Εδώ παρατηρούμε ότι παρόλο που η Ελλάδα βρίσκεται ακόμα στην κατηγορία ομόλογα υψηλού κινδύνου, από το 2016 υπάρχει μια σταδιακή βελτίωση με αναβαθμίσεις από όλους τους οίκους αξιολόγησης.

Γράφημα 6.3 Βαθμολογίες Πιστοληπτικής Ικανότητας της Ελλάδας 1999-2020



<http://www.pdma.gr/el/debt-strategy-gr/public-debt-gr/credit-rating-gr>

Πιο συγκεκριμένα, τον Νοέμβριο του 2020, με βάση τα στοιχεία του ΟΔΔΗΧ, η βαθμολογία της Ελλάδας είναι :

Πίνακας 6.2 Πιστοληπτική Ικανότητα Ελλάδας Νοέμβριος 2020

Εταιρείες Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας	Πιστοληπτική Ικανότητα	Προοπτική	Ημερ. Τελευταίας Αξιολόγησης
MOODY'S	Ba3	Σταθερή	Νοέμβριος 2020
FITCH	BB	Σταθερή	Ιούλιος 2020
STANDARD & POOR'S	BB-	Σταθερή	Απρίλιος 2020
RATING AND INVESTMENT	BB	Σταθερή	Δεκέμβριος 2019
DBRS	BB (LOW)	Σταθερή	Απρίλιος 2020

<http://www.pdma.gr/el/debt-strategy-gr/public-debt-gr/credit-rating-gr>

Το Ελληνικό Δημόσιο, εκμεταλλευόμενο την σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών προς της Ελλάδα, επανέρχεται στις κεφαλαιαγορές τον **Αύγουστο του 2017** με έκδοση 5ετούς ομολόγου ύψους 3δισ€. Οι υποβληθείσες προσφορές έφθασαν τα 5δισ€.

Τον **Νοέμβριο του 2017** το Υπουργείο Οικονομικών και ο ΟΔΔΗΧ υλοποίησαν πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του PSI του 2012. Πιο συγκεκριμένα, δόθηκε η δυνατότητα, προαιρετικά, στους ιδιώτες κατόχους των ομολόγων του PSI, λήξεων από το 2023 ως το 2042, όλα με κουπόνι 4,3%, να τα ανταλλάξουν με νέα ομόλογα διάρκειας 5, 10, 15, και 20 ετών κλιμακωτών αποδόσεων. Στόχος της ανταλλαγής ήταν η βελτίωση της εμπορευσιμότητας των τίτλων στην δευτερογενή αγορά και η εξομάλυνση των λήξεων του δημοσίου χρέους για την περίοδο 2023-2042. Οι νέοι τίτλοι μετά την ανταλλαγή θα έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- τίτλος με λήξη 30/01/2023 με κουπόνι 3,5%
- τίτλος με λήξη 30/01/2028 με κουπόνι 3,75%
- τίτλος με λήξη 30/01/2033 με κουπόνι 3,9%
- τίτλος με λήξη 30/01/2037 με κουπόνι 4%
- τίτλος με λήξη 30/01/2042 με κουπόνι 4,2%
-

Το **2018** η χώρα επανέρχεται στις αγορές και εκδίδει 7ετές ομόλογο, αξίας 3δισ€ με 3,375% και οι προσφορές φθάνουν τα 6δισ€.

Το **2019** πραγματοποιεί 3 εκδόσεις :

5/2/2019	5ετής έκδοση αξίας 2,5 δις με 3,45% και υποβληθείσες προσφορές 10,2δισ€
12/3/2019	10ετής έκδοση αξίας 4 δις με 3,875% και υποβληθείσες προσφορές 11,8δισ€
23/7/2019	7ετής έκδοση αξίας 2,5 δις με 1,875% και υποβληθείσες προσφορές 13δισ€
15/10/2019	Επανάκδοση της 10ετούς (12/03/2019) επιπλέον 1,5 δις€ με προσφορές 7,6δισ€

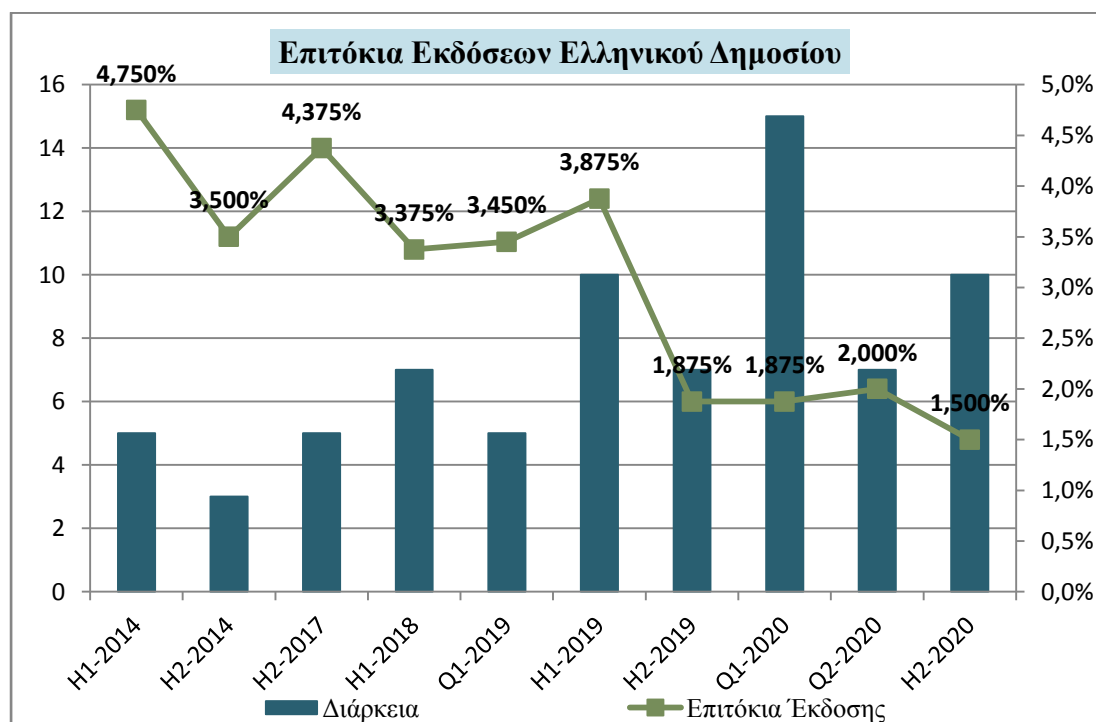
Το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον φαίνεται και από την μείωση των επιτοκίων αλλά και από τις μεγάλες υπερκαλύψεις των εκδόσεων.

Η φθινή πλέον πρόσβαση της χώρας στις αγορές συνεχίζεται και το **2020** με 3 εκδόσεις :

4/2/2020	15ετής έκδοση αξίας 2,5 δις€ με 1,875% και υποβληθείσες προσφορές 18,8δις€
22/4/2020	7ετής έκδοση αξίας 2 δις€ με 2% και υποβληθείσες προσφορές 5,9δις€
18/6/2020	10ετής έκδοση αξίας 3 δις€ με 1,5% και υποβληθείσες προσφορές 15,7δις€
09/09/2020	Επανεκδοση της 10ετούς (18/06/2020) επιπλέον 2,5 δις € με προσφορές 18,6δις€
29/10/2020	Επανεκδοση της 15ετούς (04/02/2020) επιπλέον 2 δις € με προσφορές 16,8δις€

Για καλύτερη απεικόνιση, η εξέλιξη των επιτοκίων με τις διάρκειες των εκδόσεων απεικονίζονται στο παρακάτω διάγραμμα 6.4:

Γράφημα 6.4 Επιτόκια και Διάρκεια Εκδόσεων Ελληνικού Δημοσίου 2014-2020



Επιπλέον, πληρέστερη εικόνα της βελτίωσης της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας, μας δίνει η διαχρονική εξέλιξη της απόδοσης του δεκαετούς και του 5ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου, όπως απεικονίζονται στα διαγράμματα 6.5 και 6.6:

Γράφημα 6.5 Εξέλιξη Απόδοσης Δεκαετούς Ομολόγου ΕΔ 2012-2020

Published on Investing.com, 21/Nov/2020 - 11:57:29 GMT, Powered by TradingView.
Greece 10-Year, Greece, Athens:GR10YT=RR, M



<https://www.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-streaming-chart>

Γράφημα 6.6 Εξέλιξη Απόδοσης Πενταετούς Ομολόγου ΕΔ 2012-2020

Published on Investing.com, 29/Nov/2020 - 18:40:07 GMT, Powered by TradingView.
Greece 5-Year, Greece, Athens:GR5YT=RR, M



<https://www.investing.com/rates-bonds/greece-5-year-bond-yield-streaming-chart>

Συγκρίνοντας με το 10ετές ομόλογο, παρατηρούμε ότι το **2014**, που έγιναν οι πρώτες εκδόσεις -5ετίας με 4,75% και 3ετίας με 3,5%, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου στις αγορές ήταν γύρω στο 5-6%. Η επιβολή των capital controls οδήγησε την απόδοση στο 16% το καλοκαίρι του **2015** και στη συνέχεια βλέπουμε σταδιακή αποκλιμάκωση

της. Τον Αύγουστο του **2017**, με την 5ετή έκδοση με 4,375%, το 10ετές βρίσκεται στο 5,6% και τον Φεβρουάριο του **2018** με την 7ετή έκδοση με 3,375%, το 10ετές βρίσκεται στο 4,5%. Το **2019** η απόδοση του δεκαετούς υποχώρησε από την περιοχή του 4,5% τον Ιανουάριο, στο 1,5% περίπου τον Δεκέμβριο. Η χρονιά είχε 3 εκδόσεις με την δεκαετή το Μάρτιο να έχει επιτόκιο 3,875%. Η υποχώρηση της απόδοσης του 10ετούς συνεχίζεται και το **2020** και τον Νοέμβριο βρίσκεται κάτω από το 0,7% ενώ η δεκαετής έκδοση της χρονιάς έχει επιτόκιο 1,5% και η 15ετής 1,875%.

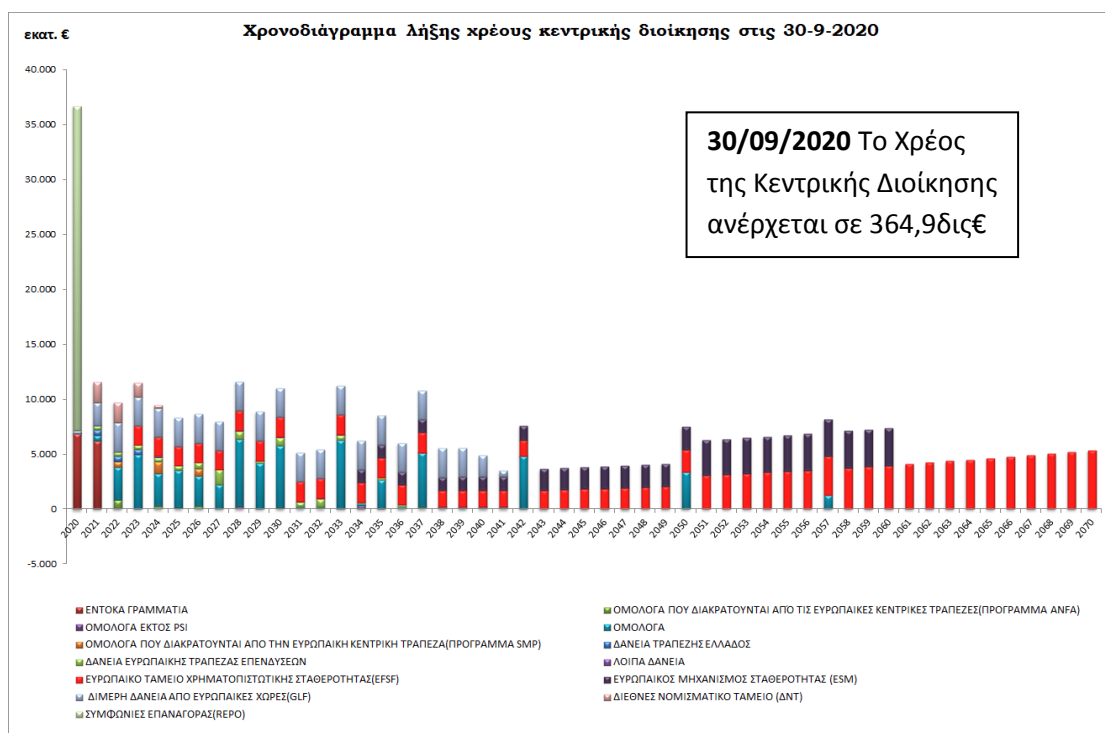
Στο 5ετές παρατηρούμε ότι μετά τα υψηλά του 2015, η απόδοση του υποχωρεί σταδιακά. Από το 2017 και μετά, επιταχύνεται η αποκλιμάκωση του και τον Νοέμβριο του 2020 βρίσκεται λίγο κάτω από το 0,1%. Όλες οι τιμές αυτές αποτελούν ιστορικά χαμηλά για την χώρα από την ένταξη της στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση.

Η εξέλιξη των βασικών μεγεθών της Ελληνικής Οικονομίας, την εξεταζόμενη περίοδο, αλλά και το χρονοδιάγραμμα των λήξεων του Δημοσίου Χρέους, φανερώνουν την σημασία της δυνατότητας φθηνής χρηματοδότησης, από τις αγορές, για μια οικονομία που βγαίνει από πολυετή κρίση και πρέπει να επικεντρωθεί στην ανάπτυξη της.

Πίνακας 6.3 Βασικά Μεγέθη Ελληνικής Οικονομίας 2011-2019

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ									
Βασικά Μεγέθη	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Όνομαστικό ΑΕΠ (σε εκατ.€)	203.308	188.389	179.616	177.349	176.110	174.237	177.152	179.727	183.413
Ποσοστό μεταβολής πραγματικού ΑΕΠ	-10,10%	-7,10%	-2,70%	0,70%	-0,40%	-0,50%	1,30%	1,50%	1,90%
Εναρμονισμένος ΔTK (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)	3,10%	1,00%	-0,90%	-1,40%	-1,10%	0,00%	1,10%	0,80%	0,50%
Ποσοστό ανεργίας (%μέσος όρος εποχικά προσαρμοσμένη)	17,90%	24,40%	27,50%	26,50%	24,90%	23,50%	21,50%	19,30%	17,30%
Δημόσια Οικονομικά	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (σε εκατ.€)	356.235	305.085	320.498	319.629	311.729	315.012	317.481	334.721	331.072
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% επί του ΑΕΠ)	175,20%	161,90%	178,40%	180,20%	177,00%	180,80%	179,20%	186,20%	180,50%
Προτογενές έλλειμμα (-) πλεόνασμα (+) Γενικής Κυβέρνησης (% επί του ΑΕΠ)	-2,80%	-3,60%	-9,10%	0,40%	-2,10%	3,80%	3,90%	4,40%	4,50%
Έλλειμμα (-) πλεόνασμα (+) Γενικής Κυβέρνησης (% επί του ΑΕΠ)	-10,50%	-9,00%	-13,20%	-3,60%	-5,70%	0,50%	0,70%	1,00%	1,50%
ΟΛΔΗΧ - http://www.pdma.gr/el/2012-02-24-17-16-31									

Γράφημα 6.7 Χρονοδιάγραμμα Λήξεων Χρέους Κεντρικής Διοίκησης



ΟΔΔΗΧ - <http://www.pdma.gr/el/debt-strategy-gr/public-debt-gr/level-of-debt-gr>

7 Σύγκριση Εξέλιξης Εταιρικών και Κρατικών Ομολόγων και Ελληνική Αγορά Εταιρικών Ομολόγων

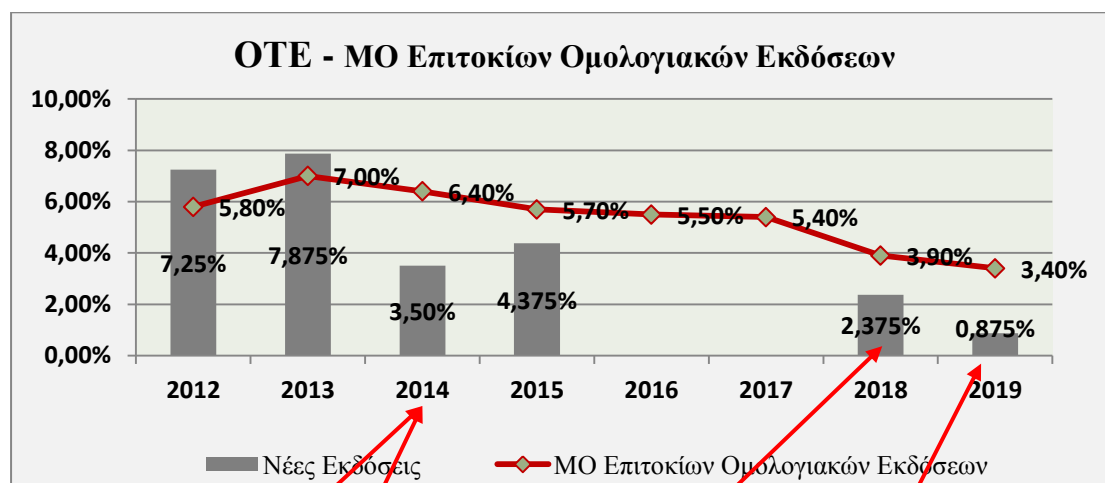
7.1 Σύγκριση Εξέλιξης Εταιρικών & Κρατικών Ομολογιακών Εκδόσεων

Στο μέρος αυτό της έρευνας μας, θα συγκρίνουμε την εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού, κάθε ομίλου, με αυτά των εκδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου, κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Προς διευκόλυνση, θα επαναλάβουμε τις διαγραμματικές απεικονίσεις, για εξαγωγή πληρέστερων συμπερασμάτων.

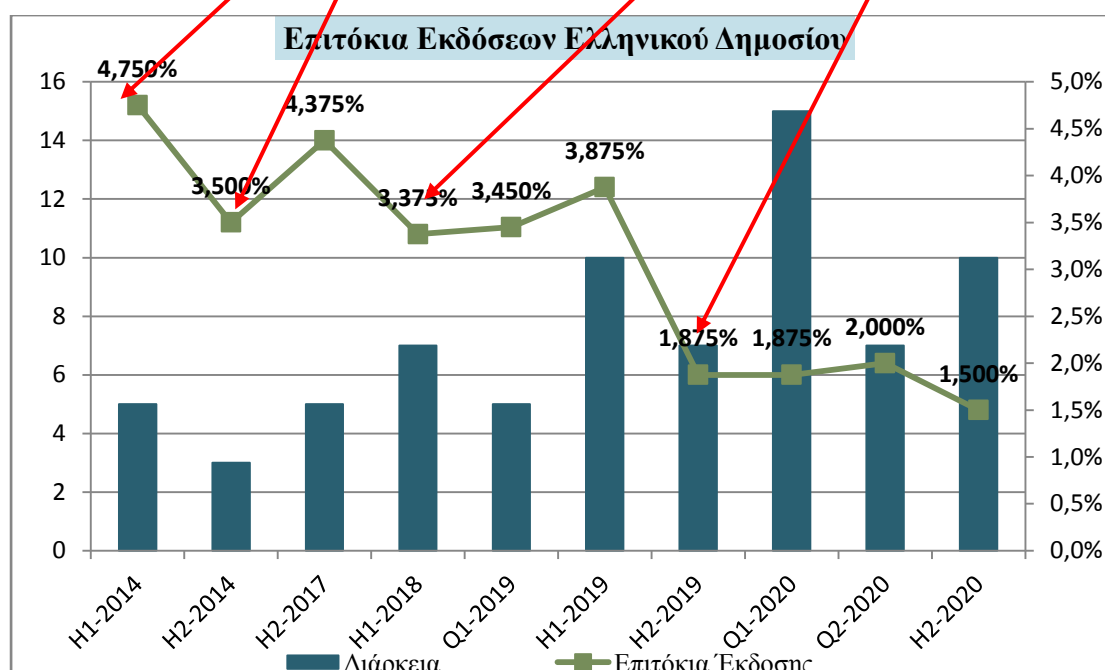
Ξεκινώντας από τον Όμιλο ΟΤΕ, πραγματοποίησε ομολογιακές εκδόσεις το 2011 και το 2013, έτη που το Ελληνικό Δημόσιο δεν μπορούσε να χρηματοδοτηθεί παρά μόνο μέσω των μηχανισμών στήριξης (ΔΝΤ, ΕΚΤ, ΕΕ). Η 3ετής έκδοση του 2011 με 6%, γίνεται το 2012 7,25% καθώς ενεργοποιείται η ρήτρα υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας, και η 5ετής του 2013 έχει επιτόκιο 7,875%.

Το 2014, που η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα οδηγεί σε 2 εκδόσεις κρατικών ομολόγων με 4,75% η 5ετής και 3,5% η 3ετής, ο ΟΤΕ εκδίδει δετές ομόλογο με 3,5%, μειωμένο κατά 55% από την προηγούμενη έκδοση, μόλις ένα έτος πριν. Στην αναταραχή του 2015, το Ελληνικό Δημόσιο δεν μπορεί να προβεί σε έκδοση, ενώ ο ΟΤΕ, στην 4ετή του έκδοση, επιβαρύνεται με αυξημένο επιτόκιο, στο 4,375%. Όσο βελτιώνεται το επενδυτικό κλίμα για την Ελλάδα (με εκδόσεις το 2017 και το Α' εξάμηνο του 2018), ο ΟΤΕ τηρεί στάση αναμονής και επανέρχεται στις αγορές το Β' εξάμηνο του 2018, με 4ετές ομόλογο με 2,375% (46% χαμηλότερα από την προηγούμενη έκδοση του). Και το 2019, περιμένει την δεύτερη κρατική έκδοση με 1,875% από 3,875% στις αρχές του έτους και, εν μέσω εξαιρετικού επενδυτικού κλίματος, εκδίδει 7ετές ομόλογο με το χαμηλότερο ιστορικά επιτόκιο, 0,875%. Συμπερασματικά, το επιτοκιακό κόστος των εκδόσεων του ΟΤΕ επηρεάστηκε καθοριστικά από την εμπιστοσύνη των αγορών προς την Ελλάδα, όμως, ο Όμιλος, δανείστηκε το 2015, με μικρή επιβάρυνση σε σχέση με το 2014, και περίμενε την κορύφωση (για την εξεταζόμενη περίοδο) της εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα για να πετύχει το ιστορικό χαμηλό στο κόστος δανεισμού του.

Γράφημα 7.1.1 Ομολογιακές Εκδόσεις Ομίλου ΟΤΕ

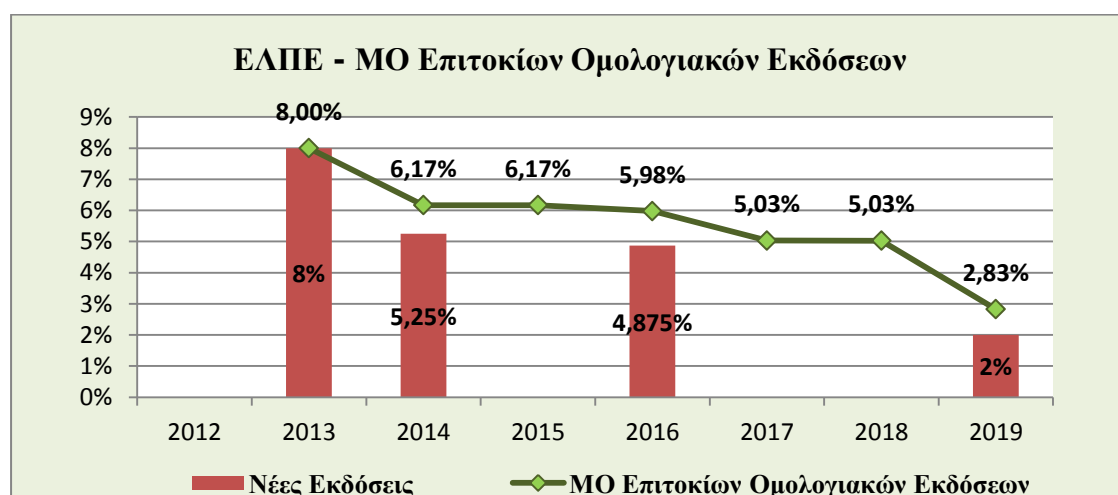


Γράφημα 7.1.2 Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικού Δημοσίου



Ο Όμιλος των Ελληνικών Πετρελαίων, δανείζεται, με 4ετή έκδοση το 2013, με 8%, λίγο πριν τις ανακεφαλαιοποιήσεις των ελληνικών τραπεζών, που απορρόφησαν κεφάλαια από την επενδυτική κοινότητα. Εν μέσω θετικού κλίματος το 2014, εκδίδει 2ετές δολαριακό ομόλογο με 4,625% και 5ετές σε ευρώ με 5,25% - αισθητά μειωμένο κόστος από το 2013. Επανέρχεται, πριν το Ελληνικό Δημόσιο, στην αρχή της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης, μετά τα capital controls, το 2016, με 5ετές με 4,875%. Εν συνεχεία τηρεί στάση αναμονής και το 2019 εκδίδει 5ετές ομόλογο με 2% (59% χαμηλότερο από το 2016), μετά τις κρατικές εκδόσεις.

Γράφημα 7.1.3 Ομολογιακές Εκδόσεις Ομίλου Ελληνικών Πετρελαίων



Και στην περίπτωση των Ελληνικών Πετρελαίων, η επενδυτική εμπιστοσύνη προς την Ελλάδα είναι καθοριστικής σημασίας. Ο Όμιλος εκμεταλλεύεται τις θετικές περιόδους αλλά και τηρεί στάση αναμονής (2015, 2017, 2018) για να πετύχει το καλύτερο κλίμα, ώστε να έχει το μικρότερο επιτόκιο, παρά το γεγονός ότι βασική πηγή χρηματοδότησης του είναι οι τράπεζες.

Ο Όμιλος **Motor Oil** πραγματοποιεί μόνο 2 ομολογιακές εκδόσεις, 5ετούς διάρκειας. Το 2014 με 5,125% και το 2017 με 3,25% (μειωμένο κατά 36,6% από το 2014). Χρονικά ακολουθεί το Ελληνικό Δημόσιο στην επαφή του με τις κεφαλαιαγορές και χρησιμοποιεί το θετικό κλίμα για την χώρα ώστε να επιτύχει χαμηλότερα επιτόκια. Η βελτίωση του επιτοκιακού του κόστους είναι μεγαλύτερη καθώς πετυχαίνει μείωση του επιτοκίου κατά 36,6% μεταξύ 2014 και 2017 ενώ στα κρατικά ομόλογα το 2014 έχουμε 4,75% στην 5ετία και το 2017 4,375% (μειωμένο κατά 8% για ίδια διάρκεια).

Ο Όμιλος **Μυτιληναίος**, κινήθηκε εντελώς διαφορετικά από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις της μελέτης μας. Επέλεξε να μην δοκιμάσει την χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές όσο το επενδυτικό κλίμα για την Ελλάδα ήταν αρνητικό. Έτσι η πρώτη έκδοση που πραγματοποιεί είναι το 2017, στο Χρηματιστήριο Αθηνών και για 5ετές ομόλογο πετυχαίνει επιτόκιο 3,1%. Καθώς το κλίμα βελτιώνεται και σταδιακά αναβαθμίζεται η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, πραγματοποιεί το 2019, διεθνή 5ετή ομολογιακή έκδοση και πετυχαίνει επιτόκιο 2,5% (μειωμένο κατά 19,4%). Εκμεταλλεύθηκε το κλίμα από την μείωση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, από την στιγμή που αυτό άρχισε να αυξάνει το θετικό ρυθμό μεταβολής του.

Ο Όμιλος TITAN έχει εκδώσει μόνο διεθνή ομόλογα. Το 2012, χρονιά που η Ελλάδα δεν είχε πρόσβαση στις αγορές, εκδίδει 5ετές ομόλογο με επιτόκιο 8,75%. Επανέρχεται το 2014, με 5ετές ομόλογο με 4,25% (μειωμένο κατά 51,5%). Τη χρονιά αυτή, η χώρα ανακτά την επαφή της με τις κεφαλαιαγορές με 2 κρατικές εκδόσεις, Η επόμενη επαφή του Τιτάνα με τις αγορές γίνεται το 2016 , πριν το Ελληνικό Δημόσιο, αλλά καθώς το κλίμα βελτιώνεται για την Ελλάδα. Σε 5ετία πετυχαίνει επιτόκιο 3,5% ενώ το 2017, επανέρχεται μετά τις κρατικές εκδόσεις και για 7ετία έχει επιτόκιο 2,375%. Το 2018, παρά την συνέχιση της ανάκαμψης της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα, επιλέγει, αντί να δοκιμάσει νέα έκδοση, να ξανα-ανοίξει την έκδοση του 2017 για επιπλέον 100εκ€ - συνολική έκδοση 350εκ € με 2,375%. Το 2020 και παρά την συνεχιζόμενη μείωση του κόστους δανεισμού της Ελλάδας, εκδίδει 7ετές ομόλογο με 2.75% από 2,375% το 2017. Παρά το γεγονός ότι η έκδοση αυτή είναι μεταγενέστερη της εξεταζόμενης περιόδου, την αναφέρουμε γιατί έγινε με υψηλότερο επιτόκιο για τον όμιλο ενώ, σε κρατικό επίπεδο, τα επιτόκια υποχωρούν με ταχύς ρυθμούς.

7.2 Ελληνική Αγορά Εταιρικών Ομολόγων

Προς το παρόν έχουμε αναφερθεί σε 5 μεγάλους ομίλους που χρηματοδοτήθηκαν κυρίως ή μόνο από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η επιτυχία των εκδόσεων αυτών αποτέλεσε το κίνητρο για την ανάπτυξη και της ελληνικής αγοράς εταιρικών ομολόγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Από το 2016 που έγινε η αρχή με την έκδοση της Housemarket του Ομίλου Φουρλής, αξίας 40εκ€, μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2020 έχουν γίνει 13 εκδόσεις από εισηγμένες κυρίως εταιρίες. Τα ομόλογα τους διατέθηκαν σε ιδιώτες επενδυτές, σε ποσοστό άνω του 60%, δίνοντας έτσι πρόσβαση και στους έλληνες επενδυτές σε αυτή την κατηγορία επενδυτικών προϊόντων.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις απευθύνθηκαν σε αυτή την αγορά μία μόνο φορά, εκτός από τον ΟΠΑΠ, την Τέρνα Ενεργειακή και την ΓΕΚ-Τέρνα . Ο ΟΠΑΠ και η Τέρνα Ενεργειακή αποπλήρωσαν πρόωρα την πρώτη τους έκδοση και προχώρησαν σε νέα με χαμηλότερο επιτόκιο και η ΓΕΚ Τέρνα έχει ενεργά δύο ομόλογα, το πρώτο είναι του 2018 – 7ετές αξίας 120εκ€ και το δεύτερο του 2020, πάλι 7ετές αλλά με αξία 500εκ€ - η εν λόγω έκδοση είναι προς το παρόν η μεγαλύτερη στην ελληνική

αγορά εταιρικών ομολόγων. Στην Ελληνική Αγορά, απευθύνονται επιχειρήσεις με μικρότερης ονομαστικής αξίας εκδόσεις. Πρόκειται για επιχειρήσεις με χαμηλότερου ύψους επενδυτικά σχέδια, που δεν μπορούν να απευθυνθούν στο εξωτερικό ή για επιχειρήσεις που προτιμούν να ξεκινήσουν, αυτή την εναλλακτική χρηματοδότηση, από το γνώριμο περιβάλλον της χώρας μας και, σταδιακά, να επεκταθούν στο εξωτερικό.

Παραθέτουμε συνοπτικό πίνακα 7.2 με τις ελληνικές εκδόσεις :

Πίνακας 7.2 Συνοπτική Παρουσίαση Εκδόσεων Ελληνικής Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων 2016-2020

ΤΙ ΕΧΕΙ ΣΥΜΒΕΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

ΟΜΟΛΟΓΑ-ΕΤΟΣ ΛΗΞΗΣ	ΕΚΔΟΣΗ	ΑΞΙΑ				ΚΑΛΥΨΗ	ΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΑΡΙΘΜΟΣ
		ΕΚΔΟΣΗΣ	ΕΠΙΤΟΚΙΟ	ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ	ΑΠΟ ΙΔΙΩΤΕΣ		ΑΠΟ ΕΙΔΙΚΟΥΣ	ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	
LAMDA DEVELOPMENT- 2027	21/07/20	320.000.000	3,40%	618.300.000	1,93	223.000.000	97.000.000	10.454	
ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ-2027	3/7/20	500.000.000	2,75%	686.737.000	1,37	282.500.000	217.500.000	9.591	
ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ-2026	22/10/19	150.000.000	2,60%	684.000.000	4,56	97.500.000	52.500.000	6.673	
ΑΤΤΙΚΑ GROUP-2024	26/7/19	175.000.000	3,40%	375.600.000	2,15	117.000.000	58.000.000	4.533	
ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ-2026	12/3/19	200.000.000	3,60%	527.700.000	2,64	120.000.000	80.000.000	6.696	
B & F--2023	26/6/18	25.000.000	4,95%	26.000.000	1,04	13.700.000	11.300.000	703	
CORAL-2023	11/5/18	90.000.000	3,00%	342.140.000	3,8	45.000.000	45.000.000	3.665	
ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ-2025	4/4/18	120.000.000	3,95%	249.200.000	2,08	78.000.000	42.000.000	4.653	
HOUSEMARKET-2021	4/10/16	40.000.000	5,00%	50.174.290	1,25	13.000.000	27.000.000	565	
ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ *	21/7/17	60.000.000	3,85%	154.400.000	2,57	42.000.000	18.000.000	2.881	
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ *	27/6/17	300.000.000	3,10%	740.837.000	2,47	185.000.000	115.000.000	10.038	
SUNLIGHT *	20/6/17	50.000.000	4,35%	124.416.000	2,49	35.000.000	15.000.000	1.833	
ΟΠΑΠ *	21/3/17	200.000.000	3,50%	421.000.000	2,11	140.000.000	60.000.000	8.118	
ΣΥΝΟΛΑ		2.230.000.000		5.000.504.290		1.391.700.000	838.300.000	70.403	

* ΕΧΟΥΝ ΑΠΟΣΥΡΘΕΙ

<https://www.mononews.gr/business/chrisi-chronia-gia-ta-eterika-omologa-pou-spame-to-fragma-tou-1-dis-ta-mistika-tis-ekdosis-tou-opap>

Επιπλέον των εκδόσεων αυτών, τον Οκτώβριο του 2020 ολοκληρώθηκε με επιτυχία η έκδοση από τον ΟΠΑΠ, ομολόγου 7ετούς διάρκειας, αξίας 200 εκ€ με επιτόκιο 2,1%. Υπήρξε υπερκάλυψη πάνω από 3 φορές και το 68,5% των ομολογιών διατέθηκε σε ιδιώτες επενδυτές.

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι, εκτός από την πρώτη έκδοση της Housemarket που έγινε το 2016, όλες οι υπόλοιπες έγιναν από το 2017 και μετά. Κι εδώ οι επιχειρήσεις εκμεταλλεύτηκαν την ανάκαμψη της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα, για να προχωρήσουν σε αυτή την μορφή χρηματοδότησης. Το ενδιαφέρον των επενδυτών είναι μεγάλο, σε όλες τις περιπτώσεις, όπως φαίνεται από

τις υπερκαλύψεις. Επιπλέον, στις εταιρίες που έκαναν και δεύτερη έκδοση βλέπουμε ότι αύξησαν την αξία της έκδοσης και πέτυχαν χαμηλότερα επιτόκια.

Συνοψίζοντας διαπιστώνουμε ότι συνολικά από την ελληνική αγορά ομολόγων, μετά και την έκδοση του ΟΠΑΠ τον Οκτώβριο 2020, έχουν αντληθεί περίπου 2,5δισ€ από 11 επιχειρηματικούς ομίλους με 14 εκδόσεις σε 4 χρόνια. Αθροίζοντας το ποσό αυτό με τα 6,9δισ€ των εκδόσεων από τις υπό μελέτη επιχειρήσεις, φθάνουμε σε ένα σύνολο 9,4δισ € και 400εκ\$ (Ελληνικά Πετρέλαια 2013). Η αποκλιμάκωση των επιτοκίων στις διαδοχικές εκδόσεις ήταν σημαντικότερη ενώ στους ομίλους που εξέδωσαν ομόλογα το 2012 και 2013, φθάνει το 2019 σε ποσοστά 70-90%. Το Ελληνικό Δημόσιο, από το 2014 ως το 2019 εξέδωσε ομόλογα συνολικής αξίας 21,1δισ€ και το 2020 άλλα 12δισ€, σύνολο 33,1δισ€.

8. Συμπεράσματα

Οι υπό μελέτη επιχειρηματικοί όμιλοι χρησιμοποίησαν τις κεφαλαιαγορές για την χρηματοδότηση τους καθ' όλη την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ακόμα και τις χρονιές που το Ελληνικό Δημόσιο δεν μπορούσε να απευθυνθεί στους επενδυτές. Αρχικά επιβαρύνθηκαν με ακριβά επιτόκια. Η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα, μείωσε το κόστος δανεισμού τους, ακόμη και πριν επανέλθει η χώρα στον ομολογιακό δανεισμό. Τις χρονιές που πραγματοποιήθηκαν κρατικές εκδόσεις, βλέπουμε σημαντική αποκλιμάκωση και στα εταιρικά επιτόκια ενώ στην κορύφωση – για την εξεταζόμενη περίοδο – της εμπιστοσύνης για την Ελλάδα, βλέπουμε ότι πετυχαίνουν τα χαμηλότερα επιτόκια με τις μεγαλύτερες ονομαστικές εκδόσεις ανά εταιρία.

Καθένας από τους ομίλους χρησιμοποίησε διαφορετικά τα ομόλογα στο μίγμα χρηματοδότησης του. Κοινό χαρακτηριστικό είναι ότι οι 4 από τους 5, μετέτρεψαν το μεγαλύτερο μέρος του δανεισμού τους από τραπεζικό σε ομολογιακό. Όλοι τους διαχειρίστηκαν ανάλογα με τις ανάγκες τους, τις λήξεις των υποχρεώσεων τους, χρησιμοποιώντας και τα διαθέσιμα τους για την εξυπηρέτησή τους. Όσο βελτιωνόταν το επενδυτικό κλίμα, προχωρούσαν σε πρόωρες αποπληρωμές των ακριβότερων εκδόσεων, χρησιμοποιώντας μέρος των κεφαλαίων από τις νεώτερες και φθηνότερες εκδόσεις. Βελτίωσαν τους δείκτες χρέους και φερεγγυότητας τους, ακόμα και σε χρήσεις που η απόδοσή τους δεν ήταν καλή.

Σε ετήσια βάση, από τους ομίλους της έρευνας μας, το υψηλότερο ποσό εκδόσεων συνολικά, το είχαμε το 2014 στα 1,675δισ€. Τα υψηλότερα επιτόκια τα βρίσκουμε το 2012 και το 2013. Η αποκλιμάκωση στα επιτόκια ήταν σταδιακή καθώς οι εκδόσεις ήταν σε τακτά χρονικά διαστήματα. Το 2019 ήταν χρονιά με τα χαμηλότερα επιτόκια και με τις μεγαλύτερες ονομαστικές εκδόσεις, τρεις των 500εκ€ - σύνολο 1,5δισ€.

Η επιτυχημένη πορεία αυτών των ομολογιακών εκδόσεων ενεργοποίησε και την ελληνική αγορά εταιρικών ομολόγων. Αποτέλεσμα της ενεργοποίησης αυτής ήταν να αντληθούν, από το 2014 ως το 2020, 2,1δισ€ από εισηγμένες (και μη), στο Χρηματιστήριο Αθηνών, επιχειρήσεις.

Συνολικά, από το 2012 ως και το 2020, το Ελληνικό Δημόσιο έχει αντλήσει πάνω από 33δισ€ με ομολογιακές εκδόσεις και οι Ελληνικές επιχειρήσεις, με διεθνείς αλλά και με εγχώριες εκδόσεις, σχεδόν 10δισ€. Τα ποσά αυτά αποδεικνύουν ότι οι

κεφαλαιαγορές έχουν γίνει μια σημαντική εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις. Πηγή, που τους δίνει τη δυνατότητα να “επιβραβεύονται” με χαμηλότερα επιτόκια, όσο διατηρούν την εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τα επιχειρηματικά τους πλάνα. Η βελτίωση της επενδυτικής εικόνας της Ελλάδας σαφώς βοήθησε τους ομίλους της μελέτης μας, στην εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού τους. Επιπλέον της μείωσης του κόστους χρηματοδότησης, η επαφή με τις κεφαλαιαγορές, οδήγησε σε αλλαγή, τόσο της διάρθρωσης των πηγών χρηματοδότησης, όσο και της χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων – πρόωρες αποπληρωμές προηγούμενων εκδόσεων και χρηματοδότηση συγκεκριμένων έργων.

Η διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών απαιτεί, από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων διαρκή προσπάθεια, προσοχή στις επιλογές τους, αυστηρή προετοιμασία των επενδυτικών τους σχεδίων, τήρηση των προβλέψεων τους, συνετή διαχείριση των κεφαλαίων τους, συνεχή και λεπτομερή ενημέρωση των επενδυτών για τα πεπραγμένα της επιχείρησης, με στόχο πάντα τη βελτίωση των μεγεθών της. Όλοι αυτοί οι παράγοντες αλλάζουν αναγκαστικά και το προφίλ διοίκησης της κάθε επιχείρησης. Επομένως, μέσα από αυτή την μορφή χρηματοδότησης, μπορούμε να δούμε, σταδιακά, βελτίωση του μεγέθους των επιχειρήσεων, μέσα από την πραγματοποίηση νέων επιχειρηματικών πλάνων.

Στο σημείο αυτό θεωρούμε σημαντικό να επισημάνουμε μια πιθανή συνέπεια της μετατροπής του δανεισμού από τραπεζικό σε ομολογιακό. Όσο οι μεγάλες και μεσαίες επιχειρήσεις της χώρας βρίσκουν άλλες πηγές χρηματοδότησης τους και απομακρύνονται από το τραπεζικό δανεισμό μέσω των ελληνικών τραπεζών, το τραπεζικό μας σύστημα χάνει ένα σημαντικό και φερέγγυο πελατολόγιο. Μετά την κρίση που πέρασε και περνάει το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα, αυτή η απώλεια μπορεί να έχει σοβαρές αρνητικές συνέπειες, καθώς η ανάκτηση αυτού του πελατολογίου θα είναι πολύ δύσκολη και, σε κάποιες περιπτώσεις, ίσως και ακατόρθωτη. Διευκρινιστικά αναφέρουμε ότι το 2012, οι πέντε επιχειρηματικοί όμιλοι της έρευνας μας, είχαν αθροιστικά 9,7δισ€ δανεισμό εκ των οποίων τα 6,5δισ€ ήταν τραπεζικός (67%). Το 2019 είχαν 7,2δισ€ συνολικό δανεισμό και οι 5, αλλά μόνο τα 3,1δισ€, δηλαδή το 43%, ήταν τραπεζικά δάνεια. Σε αυτά τα 3,1δισ€ του 2019, τα 1,94δισ€ αφορούν τα Ελληνικά Πετρέλαια τα οποία δεν μείωσαν αισθητά τον τραπεζικό τους δανεισμό ενώ και ο συνολικός τους δανεισμός είχε πολύ μικρή υποχώρηση από το 2012.

Ολοκληρώνοντας την μελέτη μας, θα θέλαμε να επισημάνουμε δύο παράγοντες που θεωρούμαι ότι πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους, οι επιχειρήσεις που θέλουν να χρηματοδοτηθούν από τις κεφαλαιαγορές.

- Πρώτον, το γεγονός ότι ασχοληθήκαμε μόνο με τα χαρακτηριστικά της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης των αγορών προς την Ελλάδα και τις επιχειρήσεις της. Όμως η χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές έχει και άλλη μια όψη – αυτή της απώλειας εμπιστοσύνης και της αδυναμίας δανεισμού. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ξεκίνησε από την αγορά ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ, επεκτάθηκε στον υπόλοιπο κόσμο και χτύπησε με σφοδρότητα τις πιο αδύναμες χώρες. Η Ελλάδα, την περίοδο εκείνη, βρέθηκε σε αδυναμία καθώς είχε μεγάλες αποπληρωμές παλαιότερων δανείων. Έτσι η απώλεια εμπιστοσύνης των κεφαλαιαγορών οδήγησε τη χώρα σε αδυναμία δανεισμού, προσφυγή σε μηχανισμούς στήριξης και αναδιάρθρωση χρέους. Και όλα αυτά έγιναν μέσα σε 4 χρόνια από το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης. Από τα γεγονότα αυτά καταλαβαίνουμε ότι οι κεφαλαιαγορές είναι φορείς που επηρεάζονται από παράγοντες εγχώριους, εξωτερικούς, κλαδικούς, εταιρικούς, μεταβλητές που αφορούν εμπορεύματα, νομίσματα, επιτόκια, αλλαγές σε νομοθεσίες και φυσικά την ψυχολογία των επενδυτών. Όταν κλονιστεί η εμπιστοσύνη των αγορών, τα κράτη και οι επιχειρήσεις που χρειάζονται χρηματοδότηση, επιβαρύνονται με ακριβότερο κόστος, ακόμα και αν ο λόγος απώλειας εμπιστοσύνης δεν τους αφορά άμεσα. Η παράμετρος αυτή πρέπει να λαμβάνεται υπόψη από τους επιχειρηματίες που επιλέγουν αυτή τη μορφή χρηματοδότησης. Στην έρευνα μας είδαμε και τις δύο όψεις. Από την μία, τους διαφορετικούς τρόπους με τους οποίους κάθε όμιλος χειρίστηκε την απώλεια εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα. Από την άλλη, τη διαφορετική συμπεριφορά των αγορών προς τον κάθε όμιλο, πριν την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς τη χώρα. Είναι σημαντικό για την κάθε επιχείρηση, να ενημερώνει συνεχώς τους επενδυτές και χρηματοδότες της, να είναι συνεπής στις εκτιμήσεις, τις προβλέψεις και την πραγματοποίηση των σχεδίων της, ώστε να μπορεί να αποκαθιστά την εμπιστοσύνη των επενδυτών της όταν αυτή χαθεί από γεγονότα που δεν την αφορούν άμεσα.
- Δεύτερον, την επιρροή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην αποκλιμάκωση των επιτοκίων. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, μετά το

ξέσπασμα της κρίσης του 2008, εφάρμοσε προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης, με αγορές στοιχείων ενεργητικού. Επεξηγηματικά αναφέρουμε ότι, σε ομαλές οικονομικά περιόδους, οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια για να επηρεάσουν τις συνθήκες χρηματοδότησης. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ στο ελάχιστο δυνατό επίπεδο. Αποτέλεσμα ήταν να χρειαστεί να χρησιμοποιήσει μη-συμβατικά μέσα για να αντιμετωπίσει τον, παρατεταμένα, χαμηλό πληθωρισμό και τη χαμηλή ανάπτυξη. Τέτοιο μη-συμβατικό μέσο είναι οι αγορές στοιχείων ενεργητικού. Πρόκειται για τις αγορές, από την ΕΚΤ, κρατικών και εταιρικών ομολόγων καθώς και τιτλοποιημένων απαιτήσεων και καλυμμένων ομολόγων, μέσω της δευτερογενούς αγοράς. Τα προγράμματα αυτά θα συνεχιστούν τουλάχιστον μέχρι το πρώτο εξάμηνο του 2022 επομένως, με την χρήση αυτού του εργαλείου, η ΕΚΤ αποτελεί τον «μόνιμο» αγοραστή στη δευτερογενή ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων. Τα προγράμματα αγοράς στοιχείων ενεργητικού έχουν προκαθορισμένο μηνιαίο ποσό αγοράς ομολόγων, κατηγοριοποιημένο ανά χώρα και ανά προϊόν. Συμβάλλουν έτσι στην άνοδο των τιμών των ομολόγων και άρα στην μείωση των αποδόσεων τους. Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει, τις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, να δανείζονται με εξαιρετικά χαμηλά ή και με αρνητικά επιτόκια. Τα ελληνικά ομόλογα, λόγω της χαμηλής αξιολόγησης τους, δεν συμμετείχαν στα προγράμματα αυτά, ως τον Μάρτιο του 2020. Όταν η ΕΚΤ αποφάσισε, την άρση της απαγόρευσης συμμετοχής των ελληνικών ομολόγων στο έκτακτο πρόγραμμα αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας, τον Μάρτιο του 2020, είδαμε την μεγαλύτερη αποκλιμάκωση στα επιτόκια του ελληνικού δεκαετούς. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η χρήση αυτού του εργαλείου είχε συμβάλει καθοριστικά στην μείωση των ομολογιακών επιτοκίων. Η παρέμβαση αυτή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, αποτελεί ένα έκτακτο μέτρο και αφορά όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι επιχειρήσεις, που επιθυμούν να χρηματοδοτηθούν από τις κεφαλαιαγορές, οφείλουν να λάβουν υπόψη τους την επιρροή του έκτακτου αυτού μέτρου στο ταχύτητα και το εύρος της μείωσης του κόστους δανεισμού. Πιθανότατα, αν δεν εφαρμοζόταν, η αποκλιμάκωση να ήταν βραδύτερη, μικρότερης έκτασης, ή ακόμα και να μην υπήρχε, ειδικά σε κράτη και επιχειρήσεις που δεν θα την δικαιολογούσαν με τις ενέργειες τους.

Προσθέτοντας, στα χρηματοοικονομικά στοιχεία της έρευνας μας και τους δύο αυτούς παράγοντες, που καθορίζουν τη συμπεριφορά των κεφαλαιαγορών, θεωρούμε ότι παρουσιάσαμε ολοκληρωμένα την εναλλακτική αυτή μορφή χρηματοδότησης που για τις ελληνικές επιχειρήσεις αποτελεί καινούργια επιλογή.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/corp_homepage.html

https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/oikonomika_apotelesmata.html

1. ‘2012-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2012.pdf’. Ημερομηνία πρόσβασης 22 Νοέμβριος 2020.
https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/gr/2012-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2012.PDF.
2. ‘2013-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2013.pdf’. Ημερομηνία πρόσβασης 22 Νοέμβριος 2020.
https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/gr/2013-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2013.PDF.
3. ‘2014-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2014.pdf’. Ημερομηνία πρόσβασης 22 Νοέμβριος 2020.
https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/gr/2014-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2014.pdf.
4. ‘2015-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2015.pdf’. Ημερομηνία πρόσβασης 22 Νοέμβριος 2020.
https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/gr/2015-10-01_ethsia_oikonomikh_ek8esh_d_trimhno_2015.pdf.
5. ‘2016-10-01_oikonomikes_katastaseis_omiloy_ote_kai_o.pdf’. Ημερομηνία πρόσβασης 22 Νοέμβριος 2020.
https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/gr/2016-10-01_oikonomikes_katastaseis_omiloy_ote_kai_o.pdf.
6. ‘2017-10-01_oikonomikes_katastaseis_omiloy_ote_kai_o.pdf’. Ημερομηνία πρόσβασης 22 Νοέμβριος 2020.
https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/gr/2017-10-01_oikonomikes_katastaseis_omiloy_ote_kai_o.pdf.
7. ‘Οικονομική Έκθεση Ο.Τ.Ε. Α.Ε. (2018,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,
8. ‘OTE_ANNUAL_FINANCIAL_REPORT_31122019_GR.pdf’. Ημερομηνία πρόσβασης 22 Νοέμβριος 2020.

https://www.cosmote.gr/otegroup_company/investor_relations/financial_results/financial_statements_ote_group_k_ote_sa/gr/OTE_ANNUAL_FINANCIAL_REPORT_31122019_GR.pdf.

<https://www.bourse.lu/issuer/OTE/45165>

9. 'Final-terms-Pricing-supplement-2013-02-05.pdf',
10. '2013-2018 Final-terms-Pricing-supplement-2013-02-05.pdf',
11. 'OTE Base-Prospectus-2013-01-25.pdf',
12. 'OTE Base-Prospectus-2018.pdf',
13. 'OTE Base-Prospectus-2014.pdf',
14. 'OTE Final-terms-Pricing-supplement-2013-02-05.pdf',
15. 'OTE Publication-_2020-05-20.pdf',
16. 'OTE Publication-Offre-de-rachat-2015-11-23.pdf',
17. 'OTE Publication-offre-de-rachat-2015-11-30.pdf',.

<https://www.helpe.gr/>

<https://www.helpe.gr/investor-relations/>

18. 'Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2012,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
19. 'Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2013,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
20. 'Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2014,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
21. 'Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2015,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
22. 'Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2016,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
23. 'Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2017,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
24. 'Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2018,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',

25. ‘Οικονομική Έκθεση ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (2019,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

<https://www.bourse.lu/issuer/HellenicPetrFin/69547>

26. ‘ELPE Prospectus-2013-05-02.pdf’,

27. ‘ELPE Prospectus-2014-05-14.pdf’,

28. ‘ELPE Prospectus-2014-07-02.pdf’,

29. ‘ELPE Prospectus-2016-10-12.pdf’, .

30. ‘ELPE Prospectus-_2019-10-02.pdf’,

31. ‘HELLENIC PETROLEUM Publication-2019-09-30.pdf’,

32. ‘Hellenic Petroleum - Prospectus - EUR 375m 4.875 per cent. Guaranteed No....pdf’,

33. ‘Hellenic_Petroleum_Preliminary_Prospectus_(25_June_2014).pdf’,

<https://www.moh.gr/>

<https://www.moh.gr/enimerosi-ependyton/chrimatoikonomiki-pliροφοrasi/etisies-ikonomikes-ekthesis/>

34. ‘2012 Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ.pdf’,

35. ‘2013 Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ.pdf’,

36. ‘2014 Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ.pdf’,

37. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ Α.Ε. (2015,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

38. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ Α.Ε. (2016,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

39. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ Α.Ε. (2017,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

40. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ Α.Ε. (2018,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

41. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ Α.Ε. (2019,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

<https://www.moh.gr/nea/>

42. ‘Mar-17_Motor Oil_Prelim OM.pdf’,

43. ‘ΜΟΗ Prospectus-2014-06-16.pdf’,

<https://www.mytilineos.gr/>

<https://www.mytilineos.gr/el-gr/financial-results/download-files>

44. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (2012,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

45. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (2013,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

46. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (2014,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

47. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. (2015,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

48. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. (2016,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

49. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. (2017,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

50. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. (2018,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

51. ‘Οικονομική Έκθεση ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. (2019,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf’,

<https://www.mytilineos.gr/el-gr/common-bond-loan/of-mytilineos>

52. 15_07_2017 enhmerotiko_deltio.pdf

53. ‘MYTIL
Announcement_of_Bonds_Repayment_and_Termination_of_Trading_GR.pdf

54. ‘MYTIL Prospectus-_2019-11-29.pdf’

<https://www.titan-cement.com/el/>

<https://www.titan-cement.com/el/investor-information/financial-results>

55. 'Οικονομική Έκθεση TITAN ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ (2012,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
56. 'Οικονομική Έκθεση TITAN ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ (2013,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
57. 'Οικονομική Έκθεση TITAN Α.Ε. (2014,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf
58. 'Οικονομική Έκθεση TITAN Α.Ε. (2015,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
59. 'Οικονομική Έκθεση TITAN Α.Ε. (2016,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
60. 'Οικονομική Έκθεση TITAN Α.Ε. (2017,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
61. 'Οικονομική Έκθεση TITAN Α.Ε. (2018,Ετήσιος Ισολογισμός,Μητρική-Ενοποιημένη).pdf',
62. 'Οικονομική Έκθεση TITAN CEMENT INTERNATIONAL S.A (2019,Ετήσιος Ισολογισμός,Ενοποιημένη).pdf',
63. 'TITAN - Preliminary Offering Circular - 6 June 2016.pdf',
64. 'TITAN Publication-Rachat-partiel-2015-02-04.pdf',
65. 'Titan - Tender Launch Lux SE Notice 7Nov17 .pdf',.
66. '06_06_2016 Titan _- _Tender _Offer _Launch _Announcement.pdf',
67. 'TITAN Prospectus-2009-07-28.pdf',
68. 'TITAN Prospectus-2012-12-17.pdf',
69. 'TITAN Prospectus-2014-07-08.pdf',

<https://www.bourse.lu/issuer/TitanGlobalFin/63188>

70. 'TITAN Publication-2017-11-06.pdf',
71. 'TITAN Publication-2017-11-14.pdf',
72. 'TITAN Publication-2018-01-22.pdf',
73. 'TITAN Publication-2018-04-26.pdf',

74. 'TITAN Publication-Offre-d-echange-obligataire-2012-12-03.pdf',
75. 'TITAN Publication-Offre-d-echange-obligataire-2012-12-10.pdf',
76. 'TITAN Publication-Offre-d-echange-obligataire-2012-12-17.pdf',
77. 'TITAN Publication-Offre-de-rachat-2016-06-06.pdf',
78. 'TITAN Publication-Offre-de-rachat-2016-06-15.pdf',
79. 'TITAN Publication-Rachat-partiel-2015-03-23.pdf',
80. 'TITAN Publication-Stabilisation-Notice-2014-07-02.pdf',
81. 'TITAN Publication-Stabilisation-Notice-2014-07-17.pdf',

82. Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους <http://www.pdma.gr/el/>

83. Τράπεζα της Ελλάδος <https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/agores/hlektronikh-deyterogenhs-agera/statistika-stoixeia>

84. Υπουργείο Οικονομικών <https://www.minfin.gr/web/guest/deltia-demosiou-chreous>

85. ΟΠΑΠ Α.Ε <https://investors.opap.gr/el-GR/investors-information/bondloan>

86. ΤΕΡΝΑ Ενέργειακή Α.Ε. <https://www.terna-energy.com/enimerosi-ependyton/koino-omologiako-daneio/>

87. Όμιλος ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ <https://www.gekterna.com/el/investor-relations/corporate-bond/>

88. Αεροπορία Αιγαίου https://el.about.aegeanair.com/-/media/aboutaegean/ir/ir_bond/aiolos-prospectus_28,-d-,02,-d-,2019_to-print.pdf?forceDownload=0

89. Lamda Development https://www.lamdadev.com/el/LamdaDevelopment_ProspectusBond20200707_publish

90. ΑΤΤΙΚΑ α.ε. Συμμετοχών - ΑΤΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. - Ενημερωτικό δελτίο (16-Ιουλ-2019).pdf

91. CORAL Α.Ε Πετρελαιοειδών και Χημικών Προϊόντων - CORAL Α.Ε.- Ενημερωτικό Δελτίο (26-04-2018).pdf

92. Fourlis Όμιλος Εταιριών - HOUSEMARKET Α.Ε. - Ενημερωτικό Δελτίο (15-09-2016).pdf

93. ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ SUNLIGHT A.B.E.E. - Ενημερωτικό Δελτίο (08-06-2017)

94. Απόφαση ΕΚΤ 2020/440 σχετικά με έκτακτο πρόγραμμα αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας. (<https://www.capital.gr/oikonomia/3440849/ekt-dimosieutike-to-waiver-gia-tin-entaxi-tis-elladas-sto-qe-parakamptei-to-orio-stis-agores-omologon> -- related files)