



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία

ΒΑΘΜΟΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

του

ΠΑΙΔΑΡΑΚΗ ΣΤΥΛΙΑΝΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Μεσσής Πέτρος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Λογιστική Φορολογία και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Μάρτιος 2024

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Μεσσή Πέτρο για την πολύτιμη καθοδήγηση και συμβολή του καθ' όλη την διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας μου. Θα ήθελα ακόμα να ευχαριστήσω το σύνολο του διδακτικού προσωπικού για τις γνώσεις που μου έδωσαν και την γραμματεία του τμήματος για την άψογη συνεργασία. Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου και όλα τα άτομα που στάθηκαν δίπλα μου όλα αυτά τα χρόνια.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι σημαντικό κομμάτι στην σημερινή οικονομική δραστηριότητα. Ο κίνδυνος του αντισυμβαλλόμενου αποτελεί πρόβλημα για πολλές οικονομικές οντότητες, οι οποίες καλούνται να τον μετρήσουν και να τον διαχειριστούν. Την μέτρηση έχουν αναλάβει οι οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας. Οι οίκοι βαθμολογούν την ικανότητα αποπληρωμής και την δημοσιοποιούν στην αγορά. Έχουν εξειδικευτεί στην συλλογή και ανάλυση ποιοτικών και ποσοτικών δεδομένων. Επίσης ακολουθούν συγκεκριμένα βήματα συλλογής και αξιολόγησης πληροφοριών. Οι αναλυτές καθημερινά έρχονται σε επαφή με πληθώρα δεδομένων. Στην έρευνα τους και στα μοντέλα τους χρησιμοποιούν όμως τα πιο σημαντικά. Η σημαντικότητα βέβαια είναι κάτι που διαφέρει σε κάθε περίπτωση. Κάθε αξιολόγηση άλλωστε είναι μοναδική. Η έρευνα που ακολουθεί προσπαθεί να κατανοήσει την σπουδαιότητα των δεδομένων και το πως πραγματικά βαθμολογείται η πιστοληπτική ικανότητα.

ABSTRACT

Credit risk or counterparty risk is nowadays an important everyday problem for many economic entities. They need to measure it and manage it. Credit rating agencies have taken the responsibility to measure it. The agencies rate the repayment probability and publicize the credit rating. They specialize in collecting and analyzing qualitative and quantitative data. They also follow specific steps to collect and to evaluate these data. Analysts come into contact with a plethora of data on a daily basis. However, in their research and in their models, they use the most relevant ones. The importance is something that differs in each case. Each evaluation is, after all, unique. The following research tries to understand the importance and impact of each data and how creditworthiness is actually rated.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Ευχαριστίες.....	ii
Περίληψη.....	iii
Abstract.....	iv
Λίστα Διαγραμμάτων.....	vii
Λίστα Πινάκων.....	viii
Λίστα Εικόνων.....	x
Εισαγωγή.....	1
Επισκόπηση βιβλιογραφίας.....	3
Κεφάλαιο 1 Πιστοληπτική Ικανότητα.....	4
1.1 Πίστωση.....	4
1.2 Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας – Credit Rating.....	6
1.3 Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης.....	7
1.4 Αγορά Πιστοληπτικής Ικανότητας.....	7
Κεφάλαιο 2 Βαθμίδες Πιστοληπτικής Ικανότητας.....	11
2.1 S&P Global Ratings.....	11
2.2 Fitch Ratings.....	12
2.3 Moody’s Investors Service.....	14
2.4 Σημασία.....	15
Κεφάλαιο 3 Διαδικασία Πιστοληπτικής Αξιολόγησης.....	17
3.1 Διαδικασία.....	17
3.2 Κατηγορίες Αξιολόγησης.....	23
Κεφάλαιο 4 Δεδομένα.....	24
4.1 Τα 5 C της πίστωσης.....	24
4.2 Εταιρικό Προφίλ – Business Profile.....	25
4.3 Εταιρική Διακυβέρνηση.....	27
4.4 Κλάδος.....	28
4.5 Κίνδυνος Χώρας.....	30
4.6 Χρηματοοικονομικό Προφίλ – Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος.....	32
4.6.1 Κερδοφορία.....	32
4.6.2 Ρευστότητα.....	34

4.6.3 Ταμειακές Ροές.....	36
4.6.4 Κεφαλαιακή Δομή.....	37
4.7 Πηγές Δεδομένων.....	39
Κεφάλαιο 5 Εμπειρική Έρευνα Εταιρειών Ενέργειας.....	40
5.1 Εμπειρική ανάλυση και έρευνα.....	40
5.1.1 Συσχέτιση Κερδοφορίας.....	43
5.1.2 Συσχέτιση Ρευστότητας.....	48
5.1.3 Συσχέτιση Δεικτών Ταμειακών Ροών.....	51
5.1.4 Συσχέτιση Μόχλευσης.....	53
5.2 Μελέτη Περίπτωσης : American Electric Power Company.....	54
5.3 Μελέτη Περίπτωσης : Dominion Energy.....	56
5.4 Μελέτη Περίπτωσης : Pacific Gas and Electric Company.....	57
5.5 Μελέτη Περίπτωσης : Shell plc.....	61
Κεφάλαιο 6 Συμπεράσματα.....	64
Βιβλιογραφία.....	66
Παράρτημα.....	74

ΛΙΣΤΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Μερίδιο Αγοράς σε % των 3 Μεγάλων Οίκων Πιστοληπτικής Αξιολόγησης 2018-2022

ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.1 : Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας S&P Global Ratings

Πίνακας 2.2 : Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας Fitch Ratings

Πίνακας 5.1 : Ποσοτικοποίηση Βαθμών

Πίνακας 5.2 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Πίνακας 5.3 : Σχέση Μικτού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Πίνακας 5.4 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους

Πίνακας 5.5 : Σχέση Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Πίνακας 5.6 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Πίνακας 5.7 : Σχέση Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Πίνακας 5.8 : Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

Πίνακας 5.9 : Σχέση Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Πίνακας 5.10 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Δείκτη Γενικής Ρευστότητας

Πίνακας 5.11 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης

Πίνακας 5.12 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – FFO προς χρέος

Πίνακας 5.13 : Σχέση FFO προς χρέος με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Πίνακας 5.14 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Χρέους προς ΚΠΤΦΑ

Πίνακας 5.15 : Σχέση χρέους προς ΚΠΤΦΑ με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Πίνακας 5.16 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Μόχλευσης

Πίνακας 5.17 : Σχέση Μόχλευσης με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Πίνακας 5.18 : Οικονομικά Μεγέθη PG&E 2019-2018

Πίνακας 5.19 : Δείκτες PG&E 2019

Πίνακας 5.20 : Οικονομικά Μεγέθη PG&E 2022

Πίνακας 5.21 : Δείκτες Shell 2009-2010

ΛΙΣΤΑ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 1.1 : World map of credit rating agencies distribution (2023) www.wikirating.com

Εικόνα 2.1 : Rating Scale and Definitions (n.d.) Moody's

Εικόνα 3.1 : Rating Action Commentary (2023) www.fitchratings.com

Εικόνα 3.2 : Non-Rating Action Commentary (2022) www.fitchratings.com

Εικόνα 4.1 : Corporate Rating Criteria (2023) www.fitchratings.com

Εικόνα 4.2 : Methodologies for Determining Credit Ratings (Main Methodology) (2020) Egan-Jones Ratings Company

Εικόνα 4.3 : Sovereign Rating Criteria (2023) www.fitchratings.com

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εκπόνηση της εργασίας έχει γίνει στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Ο πιστωτικός κίνδυνος, η μέτρηση και διαχείριση του αποτελούν αναπόσπαστα κομμάτια της οικονομικής δραστηριότητας στο σήμερα. Σκοπός της εργασίας είναι η μελέτη και κατανόηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Σε κάθε συναλλαγή, είναι σημαντικό να εξετάζεται η δυνατότητα αποπληρωμής. Το ρόλο αυτό έχουν αναλάβει εταιρείες, οι οποίες μετρούν την πιθανότητα αποπληρωμής. Η μέτρηση αυτή δημοσιοποιείται στην αγορά με την μορφή βαθμού. Ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας είναι το κύριο σημείο της εργασίας.

Η ανάλυση του βαθμού στοχεύει στο να απαντήσει σε ερωτήματα, όπως τι σημαίνει βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας, πώς εκδίδεται, από τι επηρεάζεται. Ειδικότερα, ενδιαφέρον έχει το πώς από μια αίτηση εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας φτάνει ένας αναλυτής στην βαθμολογία της. Τα βήματα της αξιολόγησης και τα δεδομένα που είναι απαραίτητα καθ' όλη την διαδικασία παρουσιάζονται αναλυτικά. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στα οικονομικά μεγέθη των υπό-αξιολόγηση εταιρειών και στην επιρροή που αυτά έχουν.

Για την κατανόηση του βαθμού και της διαδικασίας έκδοσης αυτού, αντλούνται δεδομένα από τις 3 κύριες εταιρείες αξιολογήσεων παγκοσμίως. Η S&P Global Ratings, η Moody's Investors Service και η Fitch Ratings έχουν δημοσιοποιήσει τους οδηγούς πιστοληπτικής αξιολόγησης. Εκεί παραθέτουν τα κύρια σημεία των υπό-αξιολόγηση εταιρειών στα οποία αυτές εστιάζουν. Η σημασία της διοίκησης, του κλάδου, της χώρας, των οικονομικών δεικτών παρουσιάζονται πάλι με βάση τις 3 κύριες εταιρείες και όχι μόνο. Για την μελέτη των οικονομικών μεγεθών και της σχέσης τους με τον βαθμό, χρησιμοποιείται το στατιστικό μέτρο του συντελεστή συσχέτισης. Αυτή την προσομοίωση της ποσοτικής έρευνας, συνοδεύουν 4 μελέτες περίπτωσης εταιρειών του κλάδου ενέργειας. Οι μελέτες περίπτωσης δείχνουν στην πραγματικότητα, πως ο βαθμός επηρεάζεται από χρηματοοικονομικούς δείκτες. Στην ουσία όμως δείχνουν πως επηρεάζονται και από ποιοτικά δεδομένα. Διοίκηση, κλάδος και γεγονότα αναλύονται στις μελέτες περίπτωσης.

Στο πρώτο κεφάλαιο θα ορισθεί ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και θα παρουσιαστεί η αγορά της πιστοληπτικής αξιολόγησης. Έχοντας ορίσει τα αντικείμενα της εργασίας, αναλύονται στο δεύτερο κεφάλαιο οι βαθμίδες της πιστοληπτικής ικανότητας. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η διαδικασία της αξιολόγησης. Αναλύονται τα βήματα που ακολουθούν οι 3 μεγάλες εταιρείες. Στο τέταρτο

κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα για να θέσουν την βάση της εμπειρικής ανάλυσης. Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται λόγος για τα αποτελέσματα της συσχέτισης. Τέλος μελετάται κατά πόσο η σχέση παρατηρείται στην πραγματικότητα με 4 μελέτες περίπτωσης. Την εργασία ολοκληρώνουν τα συμπεράσματα, η βιβλιογραφία και το παράρτημα των οικονομικών μεγεθών.

Η συγκεκριμένη εργασία βοηθά στην κατανόηση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτό επιτυγχάνεται με την συλλογή βιβλιογραφίας από τους 3 κύριους οίκους αξιολόγησης. Παρουσιάζονται συγκεντρωτικά η διαδικασία αξιολόγησης και οι απαραίτητες πληροφορίες όπως είναι διαθέσιμες δημόσια σε οδηγούς πολλών εταιρειών αξιολόγησης. Μετά από αυτή την παρουσίαση, μπορεί κανείς να δει την σημασία των συγκεκριμένων οικονομικών δεικτών πάνω στο βαθμό μέσω της εμπειρικής ανάλυσης εταιρειών του κλάδου της ενέργειας και των αξιολογήσεων της Fitch Ratings.

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Στο αντικείμενο της πίστωσης και του πιστωτικού κινδύνου, υπάρχει εκτενής ελληνική και διεθνής βιβλιογραφία. Αναφορικά με την πιστοληπτική ικανότητα, πάλι βρίσκει κανείς πληθώρα από πηγές τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο. Η βιβλιογραφία για την μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου εκτείνεται από θεωρητική ανάλυση μέχρι και οικονομετρικά μοντέλα με παραδείγματα το μοντέλο Z score του Altman και το μοντέλο νευρωνικών δικτύων του CASA. Στην πραγματικότητα και συγκεκριμένα τα μοντέλα των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν είναι διαθέσιμα στο κοινό. Το λογισμικό και τα μοντέλα χρησιμοποιούνται από τους οίκους. Ωστόσο, κάθε οίκος παρέχει στο επενδυτικό κοινό και στην επιστημονική κοινότητα οδηγούς. Το «Rating scale and definitions» και το «Procedures and Methodologies Used to Determine Credit Ratings» της Moody's, το «Guide to Credit Rating Essentials» της S&P Global Ratings, το «Guide to Fitch's Credit Metrics, Financial Terms and Adjustments» και το «Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria» της Fitch είναι λίγα από τα πολλά παραδείγματα της βιβλιογραφίας που προσφέρουν οι οίκοι. Με τον ίδιο τρόπο προσφέρουν και μικρότεροι οίκοι τους οδηγούς τους. Η ελληνική ICAP προσφέρει το «Credit Ratings Assignment Methodology». Παράλληλα, η Fitch παρέχει για την εμπειρική έρευνα της εργασίας όλα τα Rating Action Commentary δημόσια στην ιστοσελίδα της. Σημαντική πηγή δεδομένων για τις βαθμολογήσεις της Fitch. Οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας είναι δημόσιοι από τους οίκους ενώ οι εταιρείες συμπεριλαμβάνουν τους βαθμούς τους στις οικονομικές καταστάσεις τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ

1.1 Πίστωση

Η λέξη πίστωση, προέρχεται από την λέξη «πιστώω» που σημαίνει δημιουργώ αξιοπιστία. Ακόμα και η αγγλική λέξη «credit», προέρχεται από την λατινική λέξη, «credere», που σημαίνει «να εμπιστεύομαι». Γίνεται έτσι αντιληπτό, ότι η εμπιστοσύνη ανάμεσα σε δύο αντισυμβαλλόμενους δημιουργεί την πίστωση, ενώ σε έλλειψη εμπιστοσύνης δεν υπάρχει πίστωση. Πίστωση είναι όταν οι δανειστές / πιστωτές παρέχουν τα πλεονάζοντα κεφάλαια τους με την πίστη πως ο αντισυμβαλλόμενος μπορεί να αποπληρώσει το χρέος (Golin and Delhaise, 2013).

Ο κίνδυνος που απορρέει από την πίστωση λέγεται πιστωτικός κίνδυνος. Πιστωτικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα το χρέος να μην αποπληρωθεί στο ακέραιο. Στην οικονομική επιστήμη, ο πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να προκύψει από παράγοντες της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, ο πιστωτικός κίνδυνος που προέρχεται από γενικές μακροοικονομικές συνθήκες και επηρεάζουν όλους τους δανειολήπτες ονομάζεται συστημικός πιστωτικός κίνδυνος. Από την άλλη πλευρά, ο κίνδυνος που προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν την ικανότητα αποπληρωμής μιας συγκεκριμένης εταιρείας και μόνο, ονομάζεται πιστωτικός κίνδυνος μιας συγκεκριμένης εταιρείας. Ομοίως και για χρεόγραφα και κράτη κ.λ.π. (Saunders and Cornett, 2018).

Η πίστωση λοιπόν σχετίζεται με την συμφωνία των αντισυμβαλλόμενων, με όλες τις νομικές σημασίες, μέσω συμβολαίων. Συνεπώς, για την υπογραφή συμφωνιών πρέπει να υπάρχει εμπιστοσύνη και πεποίθηση ότι ο δανειολήπτης θα αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του, τονίζουν οι MacDonald και Gastmann. Οι δύο συγγραφείς συνδέουν την πίστωση ακόμα και με την έννοια της μόχλευσης. Με την έννοια πως μόχλευση είναι το δανειζόμενο κεφάλαιο ή η πίστωση, που χρησιμοποιείται με τέτοιο τρόπο ώστε να προσφέρει κέρδη στην επιχείρηση. Τέλος προσθέτουν πως η πίστωση δημιουργείται όταν λαμβάνει χώρα μια οικονομική δραστηριότητα. Χωρίς την οικονομική δραστηριότητα, δεν δημιουργείται η ανάγκη για χρηματοδότηση και επακολούθως για πίστωση.

Σήμερα, η πίστωση αποτελεί όχι μόνο μεγάλο κομμάτι της οικονομίας και κινητήριο μοχλό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιρειών, αλλά αποτελεί πλέον συνηθισμένη επιχειρηματική πρακτική. Είτε με την απλή μορφή του δανεισμού είτε με την πρακτική «buy now-pay later», ο πάροχος της πίστωσης ή του δανείου πρέπει να διαχειριστεί σωστά την πίστωση και άρα τον πιστωτικό κίνδυνο.

Από τις πρώτες φορές που εντοπίζουμε την πίστωση είναι ο κώδικας του «Hammurabi». Από τον Βαβυλώνιο βασιλιά «Hammurabi», έχουν βρεθεί περίπου 150 παράγραφοι σχετικά με δάνεια, επιτόκια, δεσμεύσεις και εγγυήσεις. Κάπως έτσι ξεκινούν να εξιστορούν την διαχρονική πορεία της πίστωσης οι MacDonal και Gastmann. Συγκεκριμένα, παρουσιάζουν την ιστορία της πίστωσης σε 5 περιόδους. Η πρώτη ξεκινάει με τις πρώτες εμφανίσεις της πίστωσης, με τον παραπάνω κώδικα γύρω στο 1825 Π.Χ. και φτάνει μέχρι το τέλος της ρωμαϊκής αυτοκρατορίας. Σε αυτή την περίοδο εφευρίσκεται το χρήμα και εδραιώνεται η πρακτική της πίστωσης μέσω των εμπορικών σχέσεων της Ευρώπης, της Μέσης Ανατολής και της Ασίας. Με εξαίρεση την ρωμαϊκή αυτοκρατορία, όπου η πίστωση δεν αποτελούσε κινητήριο μοχλό της τότε οικονομίας. Από ιστορικούς μπορεί κανείς να μάθει πως η ρωμαϊκή αυτοκρατορία χρηματοδοτούσε τους πολέμους με υπερβολική φορολογία και όχι μέσω δανεισμού.

Η δεύτερη περίοδος ξεκινάει με την πτώση της ρωμαϊκής αυτοκρατορίας και συνεχίζει μέχρι και τον 11^ο αιώνα. Σε αυτή την περίοδο, η πρακτική της πίστωσης εμφανίζεται αδρά στην βυζαντινή αυτοκρατορία και στο εμπόριο με τα νεοσύστατα Ισλαμικά κράτη στην Μέση Ανατολή, Αφρική και Ασία.

Η τρίτη περίοδος βρίσκει στο προσκήνιο τις ιταλικές πόλεις-κράτη και το εμπόριο τους μέχρι το 1500. Από εκείνο το σημείο και έπειτα, φαίνεται η ανάπτυξη της πίστωσης κυρίως στις κάτω χώρες όπως στην Ολλανδία και μετέπειτα στο Λονδίνο και στην Νέα Υόρκη.

Από το 1500 έως το 1900, η τέταρτη περίοδος όπως παρουσιάζεται, αναπτύσσεται το εμπόριο και ο κόσμος τείνει προς την παγκοσμιοποίηση και στην αστικοποίηση. Ταυτόχρονα, υπάρχουν πολλές τεχνολογικές καινοτομίες, δημιουργώντας ανάπτυξη και ευκαιρίες πλούτου.

Η πέμπτη και τελευταία περίοδος είναι από 1990 μέχρι σήμερα. Σήμερα η αγορά είναι πλήρως παγκοσμιοποιημένη με μεταφορά κεφαλαίων σε όλη την υφήλιο, με πολλά είδη πίστωσης, με συνεχής προσπάθειες ρύθμισης της αγοράς και υψηλούς κινδύνους παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών κρίσεων και «domino effect».

1.2 Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας – Credit Rating

Για την αξιολόγηση, εκτίμηση και μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, η αγορά χρησιμοποιεί ποιοτικά εργαλεία και ποσοτικές μεθόδους. Η πιο διαδεδομένη πρακτική είναι ο βαθμός πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating) (Arnaud De Servigny and Olivier Renault, 2004). Ως βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας νοείται η ανεξάρτητη εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας (μιας εταιρείας, ενός χρεογράφου ή ενός κράτους). Πιστοληπτική ικανότητα είναι η δυνατότητα των οικονομικών οντοτήτων να ανταποκρίνονται στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Δεν είναι απαραίτητο, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας να σχετίζεται με συγκεκριμένα οικονομικά μεγέθη, κάτι που συνηθίζεται με την αξιολόγηση ενός κρατικού φορέα. Βεβαίως παρατηρείται συνήθως ο συσχετισμός με συγκεκριμένο χρέος ή συγκεκριμένη υποχρέωση, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις εταιρειών με χαρακτηριστικό παράδειγμα, την έκδοση ομολόγων. Από άλλη οπτική, αποτελεί την προσπάθεια αξιολόγησης του κινδύνου που ενέχει η επένδυση σε μια εταιρεία ή ένας κράτος (Kagan, 2022).

Σύμφωνα με την Fitch Ratings, μία από τις 3 εταιρείες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, ο βαθμός αποτελεί άποψη της ικανότητας μιας οντότητας να ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις. Συγκεκριμένα η Fitch Ratings δίνει έμφαση στη μελλοντική διάσταση της άποψης που εκφέρει.

Ενδιαφέρον έχει ο ορισμός του Corporate Finance Institute, ο οποίος και αυτός χρησιμοποιεί την λέξη «άποψη», αλλά δίπλα στην ικανότητα αποπληρωμής προσθέτει την προθυμία αποπληρωμής.

Ο ορισμός της S&P Global, μία από τις 3 μεγάλες εταιρείες, δεν έχει να προσθέσει κάτι αξιοσημείωτο σε όσα ήδη έχουν ειπωθεί. Θα εστιάσουμε όμως στο χαρακτηρισμό που δίνει στο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας ως μια τεκμηριωμένη μελλοντική γνώμη.

Τέλος η Moody's, η οποία είναι η εταιρεία που συμπληρώνει την τριάδα, χρησιμοποιεί διαφορετικούς ορισμούς για τους διάφορους τύπους πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι εξαρτώνται από τις υποκείμενες αξίες. Για παράδειγμα παρουσιάζει τον βραχυπρόθεσμο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας, τον μακροπρόθεσμο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας (long term issuer default rating – IDR), τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας τραπεζών, κρατών κ.ο.κ. (Moody's, 2007).

Από τα παραπάνω γίνεται εύκολα αντιληπτή η διαφορετική οπτική γωνία των διαφόρων εταιρειών αναφορικά με την διαδικασία της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.

Ειδικότερα, όλες αναλύουν την πιστοληπτική ικανότητα βασισμένη στον πιστωτικό κίνδυνο, αλλά η κάθε εταιρεία προσελκύει το θέμα από διαφορετική πλευρά. Η Standard & Poor's εκφράζει την άποψη της κυρίως σύμφωνα με βάση την πιθανότητα αθέτησης του εκδότη, ενώ η Moody's τεκμηριώνει την αξιολόγηση της με βάση την αναμενόμενη ζημία της υπό αξιολόγησης υποκείμενης αξίας (Arnaud De Servigny and Olivier Renault, 2004).

1.3 Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης

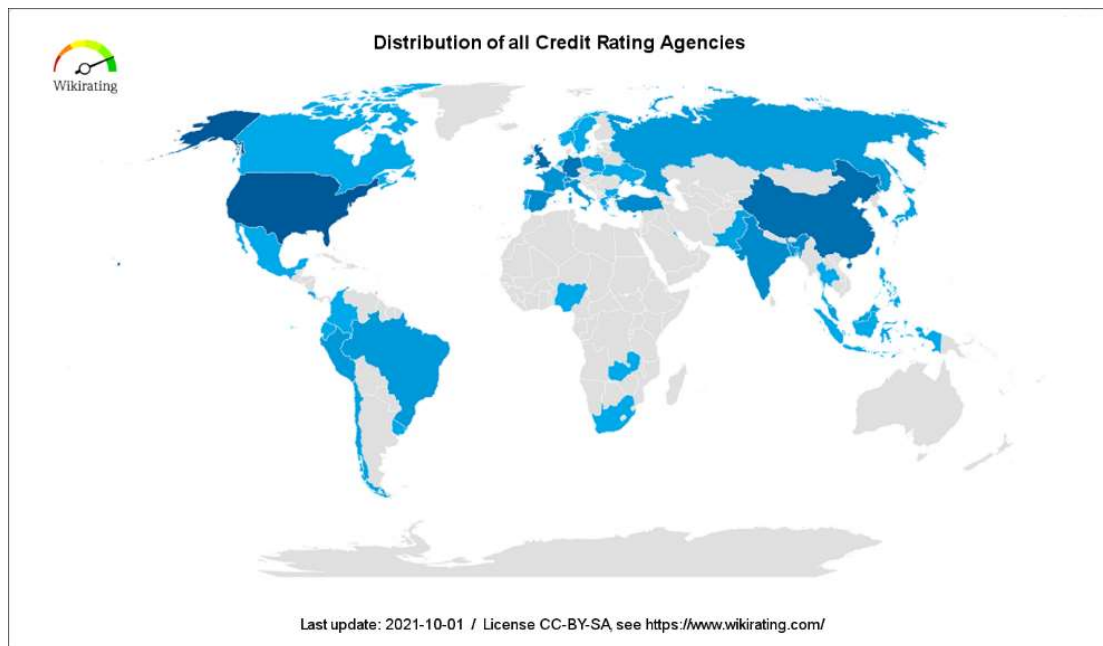
Οι οργανισμοί που αξιολογούν τις εταιρείες, τους τοπικούς φορείς, τα κράτη και τα χρεόγραφα, και εκδίδουν τους βαθμούς ονομάζονται οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies - CRAs). Σκοπός των οίκων είναι η ανεξάρτητη γνώμη για τον πιστωτικό κίνδυνο, λαμβάνοντας υπόψη συγκεκριμένα κριτήρια (Arnaud De Servigny and Olivier Renault, 2004). Έχουν εξειδικευτεί στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας και έχουν αναλάβει να γνωστοποιούν στο επενδυτικό κοινό την πιθανότητα μη είσπραξης των επενδεδυμένων κεφαλαίων τους. Σήμερα, οι CRAs έχουν αναλάβει σημαντικό κομμάτι της διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου, τονίζουν οι Caouette, Altman και Narayanan. Βαθμολογούν μεταξύ πολλών κυρίως εγγυημένους τίτλους, προνομιούχες μετοχές, εμπορικά χρεόγραφα, κρατικά ομόλογα και εταιρικά ομόλογα. Ενώ πολλές φορές η αξιολόγηση γίνεται χωρίς να το αιτηθεί ο εκδότης, με σκοπό να καλύψουν μεγάλο εύρος του πιστωτικού κινδύνου στις αγορές που δραστηριοποιούνται. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι αμερικάνικοι οίκοι και τα αμερικάνικα χρεόγραφα.

1.4 Αγορά Πιστοληπτικής Ικανότητας

Ο κλάδος των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης υπολογίζεται από την wikirating στις 21 Φεβρουαρίου του 2023 να αποτελείται από 115 ενεργές εταιρείες. Παρουσιάζει άλλες 30 εταιρείες που είτε συγχωνεύτηκαν, εξαγοράστηκαν, ξεγράφηκαν από τον κλάδο ή έκλεισαν. Στην Ελλάδα δραστηριοποιείτε μόνο η ICAP S.A, η οποία μάλιστα είναι μια από τις πρόσφατες εξαγορές στον κλάδο, όπως θα αναφερθεί παρακάτω. Η χώρα με τις περισσότερες CRAs είναι

η Η.Π.Α. με 12 οίκους. Σε αυτούς τους οίκους συμπεριλαμβάνονται και οι 3 οίκοι με το μεγαλύτερο ποσοστό αγοράς. Όπως αναφέρθηκε πιο πριν, αυτές οι εταιρείες είναι η Moody's Investors Service, η S&P Global Ratings και η Fitch Ratings. Μετά από τις Η.Π.Α. ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με 9 οίκους και η Κίνα με 8 οίκους. Στο Ηνωμένο Βασίλειο επίσης θα εντοπίσουμε την Moody's Investors Service Ltd, την S&P Global Ratings UK Ltd και την Fitch Ratings Limited.

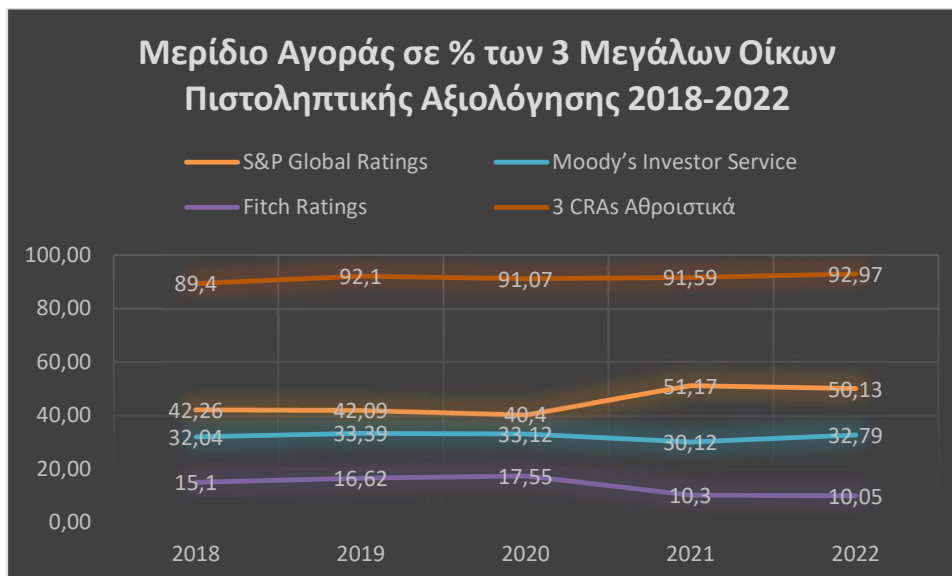
Η Moody's εμφανίζει τους περισσότερους υπό-οργανισμούς. Πέρα από την έδρα στις Η.Π.Α. βλέπουμε άλλους 7 οίκους, όλοι συγκεντρωμένοι στην Ευρώπη. Η S&P Global Ratings επεκτείνεται και αυτή με φυσική παρουσία μόνο στην Ευρώπη με 2 οίκους. Ενώ η Fitch Ratings είναι η μόνη που έχει επεκταθεί και σε 3^η ήπειρο και συγκεκριμένα στην αγορά της Κίνας με την Fitchbohua. Με έδρα στις Η.Π.Α. και άλλους 3 οίκους σε Αγγλία, Ισπανία και Ιρλανδία, φτάνει τους 5 οίκους παγκοσμίως. Είναι σημαντικό να ειπωθεί πως ο αριθμός των οίκων δεν αντιπροσωπεύει την γεωγραφική διασπορά, ούτε τον όγκο του πελατολογίου τους και άρα του μεριδίου αγοράς τους.



Εικόνα 1.1 : World map of credit rating agencies distribution (2023) www.wikirating.com

Σύμφωνα με την ESMA, από έκθεση της το 2022, το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς το έχει η S&P Global Ratings με 50,13%. Γίνεται λοιπόν κατανοητό ότι δεν έχει σημασία ο αριθμός των οίκων, όπως παρουσιάστηκε πιο πάνω σαν γεωγραφική επέκταση των φυσικών υπό-οργανισμών. Η S&P Global Ratings έχει μόνο 2 οίκους εκτός Η.Π.Α. σε σύγκριση με τον ανταγωνισμό της και παρ' όλα αυτά έχει το μεγαλύτερο μερίδιο. Δεύτερη έρχεται η Moody's

Investors Service με 32.79% ενώ τρίτη έρχεται η Fitch Ratings με 10.05%. Η επόμενη ακολουθεί με μόλις 1,31%. Γίνεται εμφανές γιατί στην αγορά γίνεται λόγος για τους 3 μεγάλους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης και αναλόγως μπορεί κάποιος να φανταστεί τη δύναμη της γνώμης που εκφέρουν μέσω των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Αθροιστικά οι 3 μεγάλοι οίκοι κρατούν σχεδόν το 93% της αγοράς. Παρόμοια εικόνα έχουμε και πριν 5 χρόνια. Το 2018 η S&P Global Ratings πάλι έχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς με 46,26%. Η Moody's πάλι είναι δεύτερη με 32,04% και η Fitch είναι τρίτη με 15,10%. Ωστόσο, αξίζει να δούμε την διακύμανση των ποσοστών. Η S&P Global Ratings από το 46,26% το 2018, έπεσε στο 42,09% το 2019, έπεσε και άλλο το 2020 στο 40,40% ενώ το 2021 και το 2022 έφτασε το 51,17% και το 50,13% αντίστοιχα. Η Moody's κυμαίνεται σε όλη την πενταετία γύρω από το 32%-33%. Η Fitch κινείται ανάποδα από την S&P. Συγκεκριμένα όταν το μερίδιο αγοράς της S&P έπεφτε το 2019 και το 2020, η Fitch αύξησε το δικό της. Ενώ όταν η S&P αύξησε το μερίδιο της το 2021, η Fitch είδε αντίστοιχη πτώση. Διαπιστώθηκε όμως, πώς σε όλη την πενταετία, οι 3 αυτές εταιρείες κρατούσαν πάνω από το 90% του συνολικού μεριδίου της αγοράς.



Διάγραμμα 1: Μερίδιο Αγοράς σε % των 3 Μεγάλων Οίκων Πιστοληπτικής Αξιολόγησης 2018-2022

Η ελληνική εταιρεία παροχής υπηρεσιών πιστοληπτικής αξιολόγησης στην πενταετία που εξετάσαμε δεν έχει ξεπεράσει το 1%. Μέσα σε αυτή την πενταετία κατάφερε όμως να αυξήσει το μερίδιο αγοράς της κατά 300%. Συγκεκριμένα από 0,12% το 2018 έφτασε το 2021 στο 0,41%. Το Δεκέμβριο του 2021 η ICAP εξαγοράστηκε από την CRIF. Παρά την εξαγορά, το μερίδιο αγοράς των δύο εταιρειών, πλέον μιας εταιρείας, υπολογίστηκε στο 0,48%. Πώς η

εξαγορά επηρέασε το πελατολόγιο των δύο εταιρειών; Ποιος ήταν ο σκοπός της εξαγοράς; Είναι ερωτήματα που αξίζει να διερευνηθούν. Σε παρόμοιο μοτίβο βλέπουμε την περίπτωση της Ethifinance. Όπως ανακοίνωσε η ίδια η εταιρεία στην ιστοσελίδα της στις 17 Φεβρουαρίου του 2022, εξαγόρασε την Axesor με σκοπό να διευρύνουν το πελατολόγιο τους και τις δραστηριότητές τους στη νοτιοδυτική Ευρώπη. Οι παραπάνω εξαγορές αποτυπώνονται και στις ετήσιες αναφορές του ESMA κατά τον υπολογισμό του μεριδίου αγοράς.

Για να γίνει κατανοητό το μέγεθος των 3 μεγάλων οίκων και συνολικά του κλάδου, μπορούμε να αναφέρουμε το προσωπικό που απασχολείται σε αυτές τις εταιρείες. Συγκεκριμένα σύμφωνα με την [finance.yahoo](https://finance.yahoo.com), η S&P Global εμφανίζει ανθρώπινο δυναμικό ύψους περίπου 40.000 παγκοσμίως σε όλο της το εύρος δραστηριοτήτων. Η Moody's απαρτίζεται από 15.000 υπαλλήλους παγκοσμίως. Τέλος η Fitch έχει 2.000 υπαλλήλους, παρουσιάζοντας μεγάλη διαφορά, παρόμοια με την διαφορά στα μερίδια αγοράς. Είναι εταιρείες με παρουσία στον κλάδο πάνω από 100 χρόνια. Με τη δομή τους όχι μόνο έχουν αντέξει στην πάροδο των χρόνων αλλά και έχουν προσαρμοστεί στις εκάστοτε συνθήκες. Φυσικά οι εταιρείες έχουν επεκταθεί πάντα ανταγωνίζοντας η μία τις άλλες. Βεβαίως η κάθε μία έχει χτίσει το δικό της πελατολόγιο και έχει εμπνεύσει και ακόμα εμπνέει εμπιστοσύνη προς την αγορά επενδυτών. Τα μερίδια αγοράς που αναφέρθηκαν και τα μεγέθη των εταιρειών είναι δύο από τους πολλούς παράγοντες που κάνουν την είσοδο στον κλάδο υπερβολικά δύσκολη με τεράστια εμπόδια εισόδου.

Η αγορά αποτιμάται στα 17,8 δις US\$. Ο αριθμός αυτός αναμένεται να έχει ένα σύνθετο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 4,8% στην επόμενη 10ετία και να φτάσει το 2024 περίπου τα 19,5 δις US\$. Αυτή η αύξηση οφείλεται στην αυξημένη δανειοδότηση των φυσικών προσώπων ως επακόλουθο του Covid (www.factmr.com, n.d.).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΒΑΘΜΙΔΕΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

2.1 S&P Global Ratings

Η S&P Global Ratings βαθμολογεί την πιστοληπτική ικανότητα χρησιμοποιώντας γράμματα, όπως αναλύει εκτενώς στην ιστοσελίδα της και συγκεκριμένα στον οδηγό που έχει γράψει. Ο καλύτερος βαθμός είναι το AAA. Ακολουθεί μετά το AA. Έπειτα έρχεται το A. Τελειώνοντας το A, έχουμε το BBB όπου και συνεχίζει το ίδιο μοτίβο. Μετά τα γράμματα, μπορεί κάποιος να δει τα σύμβολα (συν)+ και (πλην)-. Προσδίδουν μικρές διαφορές μεταξύ των βαθμίδων. Στον πίνακα παρατίθενται αναλυτικά οι βαθμίδες και τι εκπροσωπούν.

Πίνακας 2.1 : Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας S&P Global Ratings

Βαθμός	Επεξήγηση
AAA	Υψηλότερη δυνατότητα εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων.
AA	Πολύ μεγάλη δυνατότητα εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων.
A	Πολύ μεγάλη δυνατότητα εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, αλλά πιο επιρρεπής από την AA σε ακραίες οικονομικές καταστάσεις.
BBB	Επαρκής δυνατότητα εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, δίνοντας προσοχή στις ακραίες οικονομικές καταστάσεις.
BBB-	Η κατώτερη επενδυτική βαθμίδα.
BB+	Η υψηλότερη κερδοσκοπική βαθμίδα.
BB	Η πιστοληπτική ικανότητα δεν επηρεάζεται πολύ από βραχυχρόνια γεγονότα, αλλά επηρεάζεται από μακροοικονομικά γεγονότα.
B	Δυνατότητα αποπληρωμής των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων. Αλλαγές στο λειτουργικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον μπορεί να οδηγήσουν σε μη δυνατότητα αποπληρωμής.
CCC	Η αποπληρωμή των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων εξαρτάται από ευνοϊκές συνθήκες της επιχείρησης και της αγοράς.

CC	Μεγάλη πιθανότητα αθέτησης χωρίς αυτή να έχει επέλθει κατά την διαδικασία της αξιολόγησης και έκδοσης του βαθμού.
C	Μεγαλύτερη πιθανότητα αθέτησης από την CC, ενώ πιθανολογείτε δυσχέρεια στην εκκαθάριση και την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων για την κάλυψη των υποχρεώσεων.
D	Αθέτηση των υποχρεώσεων ή μιας συμφωνίας. Αφορά και περιπτώσεις όπου έχει εκδοθεί αίτημα για κήρυξη σε πτώχευση.

Στη παραπάνω επεξήγηση χρησιμοποιήθηκαν τα σύμβολα + και – μόνο δύο φορές. Ανάμεσα στο BBB- και στο BB+, εκτιμάει η S&P πώς αλλάζει η άποψη των επενδυτών για τους βαθμούς. Συγκεκριμένα, οι βαθμίδες χωρίζονται σε 2 κατηγορίες. Από AAA μέχρι και BBB- αποτελούν τις επενδυτικές βαθμίδες, όπως αναφέρθηκε και στον πίνακα. Όσοι εξασφαλίζουν μια επενδυτική βαθμίδα, θεωρούνται αξιόπιστοι και φερέγγυοι από το επενδυτικό κοινό ως προς την ικανότητα εκπλήρωσης των πληρωμών τους. Ιστορικά, τα ομόλογα κυριαρχούν σε αυτή την κατηγορία, καθώς θεωρούνται πιο ασφαλή επένδυση σε σχέση με άλλα χρεόγραφα. Από την άλλη πλευρά, οι βαθμίδες από BB+ και κάτω εμπνέουν λιγότερη εμπιστοσύνη στην ικανότητα αποπληρωμής και ονομάζονται κερδοσκοπικές βαθμίδες. Στις κερδοσκοπικές βαθμίδες υπάρχει ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων εάν επέλθουν δυσχερείς οικονομικές συνθήκες. Όμως προς το παρόν μπορούν να τηρήσουν τις υποχρεώσεις τους. Εξαίρεση αποτελεί το D.

2.2 Fitch Ratings

Η Fitch Ratings χρησιμοποιεί την ίδια διαβάθμιση με την S&P για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Ξεκινάει από AAA. Όσο μειώνεται η πιστοληπτική ικανότητα μειώνεται ο αριθμός των γραμμάτων. Έπειτα ακολουθεί το αλφάβητο. Ο παρακάτω πίνακας εμφανίζει μαζί τις βαθμίδες της S&P και της Fitch και συγκεκριμένα για τα μακροπρόθεσμα IDRs (Long-term Issuer Default Ratings / Βαθμός Αθέτησης Εκδοτών), ενώ στην τρίτη στήλη αναφέρεται ο τίτλος που έχει δώσει η Fitch στις βαθμίδες με τη διεθνή ορολογία.

Πίνακας 2.2 : Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας Fitch Ratings

S&P	Fitch	Τίτλος
AAA	AAA	Highest Credit Quality
AA	AA	Very High Credit Quality
A	A	High Credit Quality
BBB	BBB	Good Credit Quality
BB	BB	Speculative
B	B	Highly Speculative
CCC	CCC	Substantial Credit Risk
CC	CC	Very High Levels of Credit Risk
C	C	Near Default
-	RD	Restricted Default
D	D	Default

Η Fitch ορίζει τις βαθμίδες με τον ίδιο τρόπο όπως η S&P. Μια διαφορά έγκειται στη D βαθμολογία. Η Fitch διαχωρίζει την D σε δύο μέρη, την Restricted Default (RD) και την Default (D). Στη πρώτη έχουμε αθέτηση μιας υποχρέωσης αλλά δεν έχει φτάσει στην διαδικασία της πτώχευσης. Πιο συγκεκριμένα δεν έχει προχωρήσει στο γραφειοκρατικό κομμάτι της πτώχευσης, και άρα ούτε σε εκκαθάριση και ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων. Είναι ακόμα λειτουργική. Από την άλλη πλευρά η D, ενημερώνει για αθέτηση μιας ή πολλών υποχρεώσεων και για το ότι έχει εκκινήσει η διαδικασία της κήρυξης πτώχευσης ή αίτημα για προστασία από πτώχευση.

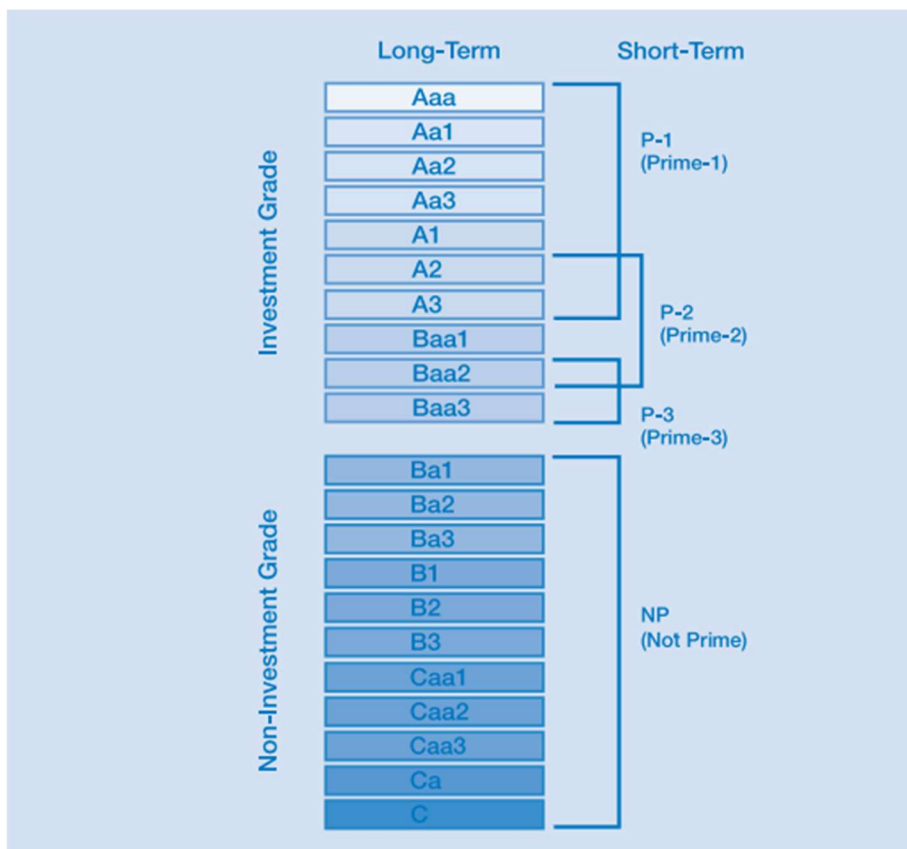
Μια άλλη διαφορά είναι στην ερμηνεία της βαθμολογίας της C. Σε αυτή την περίπτωση η Fitch αναφέρει πως έχει ξεκινήσει η διαδικασία αθέτησης πληρωμών. Η αθέτηση δεν αποτελεί πλέον πιθανότητα, σε αντίθεση με την S&P.

Τέλος στην ανάλυση των βαθμών δεν αναφέρει κάτι για κατηγοριοποίηση τους. Δεν διαχωρίζει τους βαθμούς σε επενδυτικούς και κερδοσκοπικούς. Κερδοσκοπικός ονομάζεται ο βαθμός BB και εξαιρετικά κερδοσκοπικός ονομάζεται ο B. Ως εξήγηση μπορεί να δοθεί πως δεν χρειάζεται η κατηγοριοποίηση με συγκεκριμένη ορολογία. Ο διαχωρισμός σε επενδυτικούς και κερδοσκοπικούς χρησιμοποιείται από την αγορά και τους επενδυτές σαν ένα κοινό σημείο αναφοράς. Εδώ ο BB θα είναι ένα κοινό σημείο αναφοράς από την αγορά, καθώς και στους οίκους είναι ο πρώτος που ονομάζεται κερδοσκοπικός βαθμός. Είναι μια γραμμή που

διαχωρίζει την καλή πιστοληπτική ικανότητα από τις περιπτώσεις υψηλού πιστωτικού κινδύνου.

2.3 Moody's Investors Service

Η Moody's διαφοροποιείται από τις άλλες δύο. Ξεκινάει από το A και όσο μειώνεται η πιστοληπτική ικανότητα, περνάει στο B και στο C, όπως και η S&P και Fitch. Όμως αντί να έχει AAA, AA, A, BBB κ.ο.κ., έχει Aaa, Aa, A, Baa, Ba, μέχρι και το C. Ο παρακάτω πίνακας εμφανίζει αναλυτικά τις μακροχρόνιες και τις βραχυχρόνιες βαθμολογίες πιστοληπτικής αξιολόγησης.



Εικόνα 2.1 : Rating Scale and Definitions (n.d.) Moody's

Η Moody's έχει ως ανώτερη βαθμολογία την Aaa. Στην Aaa είναι οι υποχρεώσεις με το μικρότερο κίνδυνο. Η Aa χαρακτηρίζεται από υψηλή πιστοληπτική ικανότητα και με πολύ μικρή έκθεση στο πιστωτικό κίνδυνο. Ένα βήμα πιο κάτω είναι η A, η οποία εμφανίζει λίγο

περισσότερο πιστωτικό κίνδυνο σε σχέση με την προαναφερθείσα βαθμίδα. Μετά αρχίζουν τα Β και συγκεκριμένα η Βaa. Εδώ υπάρχει μέτριος πιστωτικός κίνδυνος, ενώ ο οίκος αναφέρει πως πιθανώς να εντάσσονται χρεόγραφα με κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά. Θεωρεί έτσι η Moody's ότι η Βaa αποτελεί το όριο για τους επενδυτικούς και την αρχή για τους κερδοσκοπικούς βαθμούς, όπως διαχωρίζονται και στο παραπάνω σχήμα. Σειρά έχει ο Βa. Όσα χρεόγραφα αξιολογούνται με Βa, είναι υποκείμενα σε σημαντικό πιστωτικό κίνδυνο. Επίσης έχουν πιο έντονα τα κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά συγκριτικά με τα χρεόγραφα της Βaa. Η Β ακολουθεί και σηματοδοτεί υψηλό πιστωτικό κίνδυνο. Ο οίκος τελειώνει με τους βαθμούς C. Στον Caa εντάσσονται όσα έχουν πολύ υψηλό πιστωτικό κίνδυνο. Υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με Ca έχουν μεγάλη πιθανότητα αθέτησης πληρωμών. Κάποιες πληρωμές ίσως γίνουν και κάποιες ίσως δεν πραγματοποιηθούν. Θεωρείται άκρως κερδοσκοπική βαθμίδα. Η C αποτελεί το κατώτερο σημείο, όπου υφίσταται μη αποπληρωμή των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων.

Στις βαθμολογίες που αναλύθηκαν, η Moody's προσθέτει τους αριθμούς 1,2 και 3. Το 1 σημαίνει ότι είναι πολύ κοντά στην ανώτερη βαθμίδα. Το 2 ορίζει μια μέση κατάσταση και το 3 σηματοδοτεί το χαμηλότερο σημείο του βαθμού. Για παράδειγμα, ο Aa1 είναι ο δεύτερος υψηλότερος βαθμός. Ο Aa2 αποτελεί το κέντρο της βαθμίδας. Ο Aa3 είναι πολύ κοντά στην Α και συγκεκριμένα στην A1, η οποία είναι προς τα κάτω η επόμενη στην σειρά βαθμίδα.

2.4 Σημασία

Προσοχή πρέπει να δοθεί και στο μήνυμα των βαθμών. Οι βαθμοί δεν αποτελούν ένδειξη για αγορά ή πώληση του υπό αξιολόγηση χρεογράφου. Για παράδειγμα ο οίκος S&P αξιολογεί ένα ομόλογο με AA. Αυτό δεν σημαίνει πως η S&P προτείνει την αγορά του ομολόγου. Η S&P επικοινωνεί στους επενδυτές πως το ομόλογο έχει πολύ μικρή πιθανότητα να αθετήσει την πληρωμή των τοκομεριδίων ή την πληρωμή του κεφαλαίου στην λήξη του ομολόγου.

Για παράδειγμα, ένας επενδυτής, πιθανώς να κοιτάξει την βαθμολογία AA. Ένα ομόλογο με τέτοια βαθμολογία θα έχει λογικά και χαμηλό επιτόκιο λόγω του μικρότερου πιστωτικού κινδύνου. Ταυτόχρονα θα κοιτάξει το γιατί η επιχείρηση προχώρησε στην έκδοση ομολόγου. Γιατί επιδιώκει την χρηματοδότηση; Που θα διοχετευθεί το ποσό; Αν για παράδειγμα δει πως η επιχείρηση σχεδιάζει να χρηματοδοτήσει μια επένδυση μέσω του

ομολόγου, τότε ίσως να προβεί σε αγορά της μετοχής πιστεύοντας στο καλό ROA και σε αύξηση των λειτουργικών εσόδων της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Το παράδειγμα αυτό δείχνει πως η αξιολόγηση ενός ομολόγου, οδήγησε έναν επενδυτή να αγοράσει την μετοχή και όχι το ίδιο το χρεόγραφο καθώς συνδύασε την άποψη της S&P με την δυνατότητα της επιχείρησης να μετατρέπει τα κεφάλαια σε κέρδος. Συμπερασματικά, ο επενδυτής δεν αγόρασε το ομόλογο επειδή είδε το AA. Αυτό είναι ακριβώς αυτό που τονίζουν οι οίκοι. Τονίζουν πως οι βαθμολογίες είναι απλές απόψεις και πρέπει να εξετάζονται μαζί με άλλα επενδυτικά κριτήρια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

3.1 Διαδικασία

Σύμφωνα με τον Dheeraj Vaidya και την WallStreetMojos, η διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι η ανάλυση δεδομένων μιας μετοχής, ενός ομολόγου, μιας εταιρείας, μιας χώρας κ.α. με σκοπό την έκδοση βαθμολογίας. Η βαθμολογία είναι διαθέσιμη χωρίς κόστος στην αγορά. Υπάρχει όμως συγκεκριμένη διαδικασία, την οποία οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης ακολουθούν. Η διαδικασία, η οποία θα αναφερθεί αναλυτικά παρακάτω με συγκεκριμένα βήματα, είναι αυτή όπως την παρουσιάζουν δημόσια οι 3 μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης για λόγους διαφάνειας.

Το πρώτο βήμα είναι η επιθυμία ενός εκδότη να αξιολογηθεί. Υπάρχει δηλαδή αίτημα αξιολόγησης από τους εκδότες προς τους οίκους. Κατά αυτό τον τρόπο, ξεκινάει όπως ορίζει η Moody's η "rating relationship". Πέρα από αυτή την περίπτωση, υπάρχει η περίπτωση όπου ο οίκος μπορεί να προχωρήσει σε αξιολόγηση χωρίς να ζητηθεί από τρίτο μέρος. Συγκεκριμένα η Fitch και η Moody's ορίζουν και γνωστοποιούν πως έχουν το δικαίωμα αξιολόγησης χωρίς αίτημα. Η S&P και η Moody's βαθμολογούν σχεδόν κάθε φορολογητέο χρεόγραφο καταγεγραμμένο στο SEC στην αμερικάνικη αγορά, ανεξαρτήτως ύπαρξης αιτήματος αξιολόγησης από τον εκδότη (Caouette, Altman and Narayanan, 1998).

Το δεύτερο βήμα είναι συλλογή πληροφοριών. Ο οίκος θα χρησιμοποιήσει και δημόσια πληροφόρηση και μη δημόσιες πληροφορίες, τις οποίες θα ζητήσει απευθείας από τον εκδότη. Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιήσουν είναι αυτά που ο κάθε αναλυτής / οίκος θεωρεί σημαντικά και σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο και την διαδικασία αξιολόγησης. Μπορεί ακόμα να λάβει πληροφορίες από τρίτο μέλος πέραν του εκδότη. Αν θεωρεί τις πληροφορίες αυτές σχετικές και αξιόπιστες, μπορεί τότε να τις χρησιμοποιήσει στην αξιολόγηση. Παλιές βαθμολογίες ή βαθμολογίες άλλων οίκων μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν. Χαρακτηριστικό παραδείγματα δημόσιων δεδομένων αποτελούν οι οικονομικές εκθέσεις των εταιρειών, αναφορές και εκθέσεις πάνω στον κλάδο, στην επιχείρηση κλπ. Από την άλλη πλευρά, χαρακτηριστικό παράδειγμα μη δημόσιας πληροφορίας είναι ιστορικά δεδομένα και προβλέψεις απευθείας από τον εκδότη. Ο οίκος μπορεί να μην ικανοποιήσει το αίτημα για

αξιολόγηση, αν τα δεδομένα που έχει συλλέξει θεωρούνται ανεπαρκή. Τέλος πρέπει να τονιστεί πως ο οίκος δεν παίζει το ρόλο του ελεγκτή, με την έννοια ότι ελέγχει την αξιοπιστία των πληροφοριών. Ο οίκος ακολουθεί όμως διαδικασίες και πρωτόκολλα, με σκοπό να εκτιμήσει την αξιοπιστία της πληροφόρησης πριν χρησιμοποιηθεί.

Στο τρίτο βήμα γίνονται οι συναντήσεις με την διοικητική ομάδα της εκδότριας εταιρείας. Σε αυτό το στάδιο συνεχίζεται η λήψη μη διαθέσιμων πληροφοριών. Γίνονται συζητήσεις των αναλυτών του οίκου και των στελεχών της εκδότριας εταιρείας πάνω σε θέματα όπως μελλοντικά πλάνα, προβλέψεις και η ίδια η βαθμολογία. Πρέπει να επισημανθεί πως ο εκδότης παρέχει εμπιστευτικές πληροφορίες από καλή πίστη. Μπορεί να φιλτράρει τις πληροφορίες που θα γνωστοποιήσει. Βέβαια ο οίκος είναι και αυτός υπεύθυνος για την εμπιστευτικότητα των συζητήσεων και των ληφθέντων πληροφοριών. Όπως αναφέρει η Moody's, η πληροφόρηση έχει αντίκτυπο στην βαθμολογία, χωρίς αυτή να γνωστοποιείται στο επενδυτικό κοινό. Όπως διατυπώθηκε και στο δεύτερο βήμα, οι αναλυτές του οίκου εκτιμούν την αξιοπιστία των όσων γνωστοποιούνται μέσω των συζητήσεων.

Έχοντας συλλέξει τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την αξιολόγηση, ο οίκος περνάει στο τέταρτο βήμα και επομένως ξεκινάει την ανάλυση. Και οι 3 οίκοι αναφέρουν την σύσταση μια επιτροπής. Η έκδοση του βαθμού δεν αποτελεί υπόθεση ενός προσώπου. Είναι απαραίτητη η σύσταση μια πολυμελούς ομάδας, τα μέλη της οποίας θα ψηφίσουν τον τελικό βαθμό. Στην κορυφή της επιτροπής βρίσκεται ο πρόεδρος ή Rating Committee Chair όπως αναφέρεται στην διεθνή βιβλιογραφία. Η kaufmanhall παρουσιάζει πως ο πρόεδρος είναι υπεύθυνος για την σωστή διεξαγωγή της αξιολόγησης σύμφωνα με τις οδηγίες της εταιρείας αλλά και των θεσμών. Έπειτα φροντίζει να αποτελείται η επιτροπή από τα σωστά άτομα. Δηλαδή φροντίζει τα μέλη της επιτροπής να διαθέτουν εξειδικευμένη γνώση σε σχέση με το συγκεκριμένο αντικείμενο για το οποίο κλήθηκαν να αξιολογήσουν. Ένας ειδικός αναλυτής, ο οποίος έχει εμπειρία στην αξιολόγηση κρατών, δεν θα κληθεί για την ανάλυση ενός εταιρικού ομολόγου. Πέρα από τον πρόεδρο, η επιτροπή χρειάζεται έναν αναλυτή. Ο κύριος αναλυτής είναι αυτός που πραγματοποιεί την ανάλυση δεδομένων, επιλέγει τις κατάλληλες μεθοδολογίες και παραθέτει τις προτάσεις του στην επιτροπή. Ολοκληρώνοντας την ανάλυση του, θα παραθέσει τα ευρήματα του και τέλος θα προτείνει τον βαθμό του, τον οποίο όλα τα μέλη της επιτροπής θα κληθούν να αποδεχθούν ή να απορρίψουν με ψηφοφορία. Στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί, πως η Fitch ορίζει και βοηθό αναλυτή. Συγκεκριμένα γίνεται αναφορά σε πρωτεύοντα αναλυτή και δευτερεύοντα αναλυτή. Τέλος η επιτροπή απαρτίζεται και από άλλα μέλη όπως ειδικοί αναλυτές. Για παράδειγμα, η Moody's αναφέρει στον κώδικα δεοντολογίας της επιτροπής αξιολόγησης ότι εντάσσει στις επιτροπές του «senior-level» προσωπικό και

αναλυτές. Αλληλένδετο κομμάτι της ανάλυσης, αποτελεί η ψηφοφορία. Αφού παρουσιάσει την δουλειά του ο κύριος αναλυτής, είναι και ο πρώτος που θα ψηφίσει. Έπειτα ψηφίζουν και τα υπόλοιπα μέλη. Το κάθε μέλος διαθέτει μια ψήφο, όλες με την ίδια βαρύτητα.

Στο πέμπτο στάδιο της διαδικασίας, γίνεται η επικοινωνία της βαθμολογίας στον εκδότη και η δημόσια ανακοίνωση. Η επιτροπή και συγκεκριμένα ο/οι αναλυτής/αναλυτές συντάσσουν μια έκθεση, στην οποία παρουσιάζουν και υποστηρίζουν με στοιχεία την συνολική ανάλυση που πραγματοποίησαν. Μόλις είναι έτοιμη η έκθεση, ο οίκος ανακοινώνει την ανάλυση και τον βαθμό στον εκδότη. Η Moody's συμπληρωματικά αναφέρει πως μπορεί να προετοιμάσει για τον εκδότη ένα προσχέδιο της δημόσιας ανακοίνωσης της βαθμολογίας. Ο εκδότης μπορεί να δεχτεί ή να απορρίψει τον βαθμό. Με αποδοχή του βαθμού, ο οίκος προχωρεί σε δημόσια ανακοίνωση. Ειδικότερα, ο εκδότης μπορεί να αποδεχτεί και να ζητήσει την πρόωρη ανακοίνωση. Στην περίπτωση της μη αποδοχής του βαθμού, ο εκδότης οφείλει να αιτιολογήσει την απόρριψη και να ζητήσει έφεση από την επιτροπή αξιολόγησης. Η έφεση θα συνοδεύεται από νέες πληροφορίες εκ μέρους του εκδότη, τις οποίες η επιτροπή θα μελετήσει. Σε μια τέτοια περίπτωση, ίσως χρειαστεί η αναβολή της δημόσιας ανακοίνωσης. Μετά την ανάλυση των νέων δεδομένων, η επιτροπή μπορεί διατηρήσει την αρχική εκτίμηση ή να αλλάξει τον τελικό βαθμό. Η έφεση παρατηρείται σπάνια, αλλά αποτελεί σημαντικό δικαίωμα του εκδότη. Αξίζει να σημειωθεί πως, η διαδικασία της ανακοίνωσης ακολουθεί το νομοθετικό πλαίσιο της εκάστοτε χώρας. Για παράδειγμα στο Dubai, δεν γίνεται πρόωρη δημόσια ανακοίνωση, όπως αναφέρθηκε παραπάνω. (Moody's Investors Service (“MIS”) Exhibit 2 Procedures and Methodologies Used to Determine Credit Ratings, n.d.). Ακολουθεί παράδειγμα ανακοίνωσης βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας από τη Fitch Ratings.

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Assigns Ittihad International Investment LLC Final 'B+' IDR; Outlook Stable

Tue 05 Dec, 2023 - 5:11 π.μ. ET

Fitch Ratings - Dubai - 05 Dec 2023: Fitch Ratings has assigned Ittihad International Investment LLC (Ittihad) a final Long-Term Issuer Default Rating (IDR) of 'B+' and senior unsecured debt rating of 'B+' with a Recovery Rating of RR4. The Outlook on the IDR is Stable.

Fitch has also assigned Ittihad's USD350 million sukuk trust certificates, issued through Ittihad International Ltd (Ittihad International), a final rating of 'B+' with a Recovery Rating of 'RR4'. The instruments were priced at 9.750% maturing in November 2028. The proceeds of the issuance were used to repay USD310 million of existing secured debt at the group level and USD30 million short term facilities at the subsidiaries level.

The ratings reflect Ittihad's high but improving leverage, and moderately negative free cash flow (FCF) as working capital (WC) normalises. Rating strengths are a strong regional presence in paper, cement, building materials and copper production, with a competitive position in the local market. Fitch rates Ittihad on a consolidated basis using the generic approach due to its diversified portfolio of companies spread across the industrials, healthcare and business services sectors.

Ittihad International is the issuer of the certificates and trustee. The trustee is an exempted company with limited liability incorporated in the Cayman Islands and has been incorporated solely for the purpose of participating in the transactions contemplated by the transaction documents to which it is a party and its shares are held by MaplesFS Limited as share trustee.

KEY RATING DRIVERS

Εικόνα 3.1 : Rating Action Commentary (2023) www.fitchratings.com

Στην παραπάνω εικόνα της Fitch, ο οίκος ανακοινώνει τον βαθμό δημόσια στην ιστοσελίδα του. Στη ανακοίνωση αναφέρει τον βαθμό και παρακάτω αναλύει τα κύρια σημεία που οδήγησαν στο B+. Συγκεκριμένα σχολιάζει θετικά την γεωγραφική θέση και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ενώ λίγο πιο κάτω προβλέπει εκροή κεφαλαίου κίνησης στο 2024. Πιο κάτω προβαίνει σε κύριες υποθέσεις, όπως σταδιακή διόρθωση και απομόχλευση μέχρι το 2027. Έπειτα κάνει μια ανάλυση ανάκαμψης και ρευστοποίησης. Προς το τέλος, αναλύει πιθανούς παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν θετικά και αρνητικά την πιστοληπτική ικανότητα. Η ανακοίνωση ακολουθεί όλες τις νομοθετικές οδηγίες και γνωστοποιεί όσα ορίζει

ο νόμος. Για παράδειγμα γνωστοποιεί πως η αξιολόγηση πραγματοποιήθηκε κατόπιν αιτήματος του εκδότη (solicitation status). (Fitchratings.com, 2023)

Έχοντας ολοκληρώσει την διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, μένει μόνο η επίβλεψη. Λόγω της σπουδαιότητας του πιστωτικού κινδύνου και λόγω μιας πιθανής αλλαγής της πιστοληπτικής ικανότητας, οι βαθμολογίες μπορούν να αλλάξουν στο μέλλον (Caouette, Altman and Narayanan, 1998). Συγκεκριμένα, ο οίκος παρακολουθεί το υπό αξιολόγηση αντικείμενο και εκτιμάει την πιθανότητα επαναξιολόγησης της βαθμίδας. Εξαίρεση στην εποπτεία είναι τα γνωστά «point-in-time», τα οποία δέχονται βαθμολογία για το παρόν και δεν χρήζει μελλοντικής βαθμολογίας. Είναι βαθμολογίες βραχυχρόνιας διάρκειας. (Aguais et al., n.d.) Οι 3 μεγάλοι οίκοι επανεξετάζουν τις βαθμολογίες τουλάχιστον μια φορά τον χρόνο. Το έργο αυτό αναλαμβάνει πάλι η επιτροπή αξιολόγησης. Ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις, η επανεξέταση πιθανώς να γίνεται μια φορά στο εξάμηνο. Η πιστοληπτική ικανότητα ενός κράτους επανεξετάζεται δύο φορές τον χρόνο, δηλαδή κάθε εξάμηνο. Τέλος σε περίπτωση που ένα γεγονός εκτιμάται να επηρεάσει την βαθμολογία, τότε ο οίκος προβαίνει σε έκτακτη επανεξέταση. Αγνοεί την ημερομηνία της ετήσιας ή εξαμηνιαίας επανεξέτασης και συγκαλεί έκτακτα επιτροπή για αναβαθμολόγηση.

Ο κύκλος της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας κλείνει με την απόσυρση της ανάληψης της διαδικασίας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας ή διαφορετικά την παύση της εποπτείας. Υπάρχουν πολλοί λόγοι απόσυρσης μια βαθμολογίας. Η Moody's, η ICRA, η CRISIL αναφέρουν αναλυτικά τις αιτίες στην σχετική πολιτική τους. Ενδεικτικοί λόγοι παύσης της ανάληψης από ένα οίκο της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι:

- Αποπληρωμή του χρέους.
- Αναδόμηση του χρέους.
- Πτώχευση/Πευστοποίηση του εκδότη.
- Συγχώνευση ή εξαγορά π.χ. corporate rating.
- Το αντικείμενο υπό αξιολόγηση παύει να υφίσταται π.χ. τερματισμός project, λήξη ομολόγου.
- Έλλειψη επικοινωνίας, συνεργασίας με τον εκδότη.
 - Μη επαρκής πληροφόρηση.
 - Ψευδείς πληροφορίες.
- Κατόπιν αιτήματος του εκδότη.
- Επιχειρησιακοί λόγοι εκ μέρους του οίκου.

- Σύγκρουση συμφερόντων (παραβίαση της πολιτικής σύγκρουσης συμφερόντων).
- Απόσυρση point-in-time βαθμολογίας λόγω λήξης της διάρκειας του βαθμού.

NON-RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Ratings Plans to Withdraw Microsoft's Ratings

Thu 22 Dec, 2022 - 11:12 π.μ. ET

Fitch Ratings-Chicago-22 December 2022: Fitch Ratings plans to withdraw the ratings of Microsoft Corporation on or about Jan. 22, 2023 (approximately 30 days from the date of this release) **for commercial reasons.**

Fitch currently rates Microsoft as follows:

- Long-Term Issuer Default Rating (IDR) at 'AAA';
- Senior Unsecured Bonds at 'AAA';
- Short-Term IDR and commercial paper program at 'F1+'.

The Rating Outlook is Stable.

Fitch reserves the right in its sole discretion to withdraw or maintain any rating at any time for any reason it deems sufficient. Fitch believes that investors benefit from increased rating coverage by Fitch and is providing approximately 30 days' notice to the market of the rating withdrawal of Microsoft. Ratings are subject to analytical review and may change up to the time Fitch withdraws the ratings.

Εικόνα 3.2 : Non-Rating Action Commentary (2022) www.fitchratings.com

Η ανακοίνωση της παύσης της συνεργασίας της Fitch με την Microsoft αναφορικά με την αξιολόγηση και εποπτεία της πιστοληπτικής ικανότητας είναι πιο μικρή σε μέγεθος. Εδώ η μόνη αναφορά στην Microsoft γίνεται στους υφιστάμενους και άρα τελευταίους βαθμούς της. Αφορούν μόνο αυτούς που έχει εκτιμήσει ο συγκεκριμένος οίκος, δηλαδή η Fitch. Σημαντικό είναι να αναφερθεί το χρονικό σημείο της ανακοίνωσης. Η Fitch ανακοινώνει το τέλος της συνεργασίας περίπου 30 μέρες πριν το γεγονός.

Συγκρίνοντας τις δύο ανακοινώσεις, είναι εμφανές πως η έκδοση βαθμού είναι πιο περίπλοκη αναφορικά με τις γνωστοποιήσεις και πιο ιδιαίτερη από πλευράς νομοθεσίας σε σχέση με την παύση της εποπτείας. Είναι επίσης εμφανές το αντίκτυπο και η σημασία του κάθε γεγονότος για την αγορά. Στην αρχική έκδοση βαθμού, ο οίκος αναλύει στο επενδυτικό κοινό

τα κύρια σημεία που συνετέλεσαν στον τελικό βαθμό. Ενώ ταυτόχρονα παρουσιάζει και προβλέψεις, επιβεβαιώνοντας τον ορισμό που δόθηκε στον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας ως μια μελλοντική γνώμη. Σε αντίθετη περίπτωση, η ανακοίνωση της παύσης γνωστοποιεί στο επενδυτικό κοινό τους λόγους χωρίς όμως καμία περαιτέρω ανάλυση. Συμπερασματικά, η νομοθεσία και το επενδυτικό κοινό εστιάζουν περισσότερο στο πέμπτο βήμα της διαδικασίας και ειδικότερα στην ανακοίνωση.

3.2 Κατηγορίες Αξιολόγησης

Στην διαδικασία της πιστοληπτικής αξιολόγησης, αναφέρθηκε πιο πάνω το στάδιο της ανάλυσης δεδομένων. Ειδικότερα, ειπώθηκε πως ο κύριος αναλυτής αναλύει τα δεδομένα και επιλέγει την κατάλληλη μεθοδολογία. Με την έννοια “μεθοδολογία” νοείται εδώ η διαδικασία ανάλυσης δεδομένων με σκοπό την έκδοση βαθμολογίας. Στο κλάδο της πιστοληπτικής αξιολόγησης υπάρχουν 2 είδη αξιολογήσεων. Η ποιοτική ανάλυση και η ποσοτική ανάλυση.

Η ποσοτική ανάλυση είναι η ανάλυση ποσοτικών δεδομένων μέσω κάποιων μαθηματικών/στατιστικών μοντέλων. Σύμφωνα με την Moody's Analytics, τα ποσοτικά δεδομένα αποτελούν την βάση της αξιολόγησης. Βρίσκει τα πιο σημαντικά οικονομικά νούμερα και δείκτες και μέσω μοντέλων αποδίδει τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας. Τα κυριότερα οικονομικά μεγέθη θα αναλυθούν παρακάτω.

Η ποιοτική ανάλυση στηρίζεται σε ποιοτικά δεδομένα της επιχείρησης. Όπως αναφέρει η S&P, η επιτροπή συλλέγει ποιοτικά δεδομένα και αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα μέσω της κριτικής ικανότητας και εμπειρίας της.

Στην πραγματικότητα, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης συνδυάζουν τις δύο μεθοδολογίες. Σύμφωνα με την SAHA και την ICAP, η πιστοληπτική αξιολόγηση γίνεται με τις 2 μεθοδολογίες και στο τέλος συνδυάζονται στην τελική βαθμολογία, η κάθε μεθοδολογία με το δικό της συντελεστή βαρύτητας. Στην αγορά, ο κάθε οίκος αναπτύσσει τα δικά του ποσοτικά και ποιοτικά μοντέλα. Η S&P μπορεί να εστιάζει περισσότερο σε ένα οικονομικό μέγεθος από την Fitch, ενώ κάποια άλλη εταιρεία αξιολόγησης να μην λαμβάνει καθόλου υπόψη το συγκεκριμένο νούμερο. Το ίδιο ισχύει και για τα ποιοτικά δεδομένα. Τα κυριότερα ποιοτικά δεδομένα θα παρουσιαστούν στο επόμενο κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλυθούν τα δεδομένα που πρέπει να έχουν στην κατοχή τους οι οίκοι για να προχωρήσουν σε αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ενός κράτους, ενός ομολόγου, μιας εταιρείας κτλ. Εδώ θα αναλυθούν τα δεδομένα που χρειάζονται για την αξιολόγηση μιας εταιρείας. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τα δεδομένα αυτά αποτελούν ένα μείγμα από ποσοτικά και ποιοτικά δεδομένα. Στην παρουσίαση της διαδικασίας, έγινε λόγος για συλλογή δημόσιων και μη δημόσιων δεδομένων. Πιο συγκεκριμένα, αντλεί δεδομένα από την αγορά όπως είναι οι οικονομικές καταστάσεις. Αντλεί όμως δεδομένα απευθείας και από την διοίκηση της υπό αξιολόγηση εταιρείας με χαρακτηριστικό παράδειγμα τα business plans και τις προβλέψεις. Έγινε ακόμα αναφορά πως ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης μπορεί να απορρίψει το αίτημα έκδοσης βαθμού σε περίπτωση που δεν κατέχει επαρκή και αξιόπιστα δεδομένα. Επίσης, μπορεί να σταματήσει την εποπτεία και να σταματήσει να παρέχει τις υπηρεσίες του στον εκδότη, σε περίπτωση που ο τελευταίος δεν παρέχει τις απαραίτητες πληροφορίες. Τέλος νέα δεδομένα έχουν την δύναμη να επηρεάσουν τον βαθμό. Με νέα δεδομένα που θα προσφέρει ο εκδότης, ο οίκος θα δημιουργήσει έκτακτη επιτροπή για να αλλάξει την βαθμολογία. Από τα παραπάνω, γίνεται εύκολα αντιληπτή η σημασία των δεδομένων. Συνεπώς, φαίνεται πόσο σημαντική είναι όχι μόνο, για τον οίκο αλλά και για τον εκδότη, η διαδικασία της συλλογής δεδομένων, του ελέγχου της αξιοπιστίας τους και της ανάλυσης τους. Ενδεικτικά θα αναλυθούν τα κυριότερα δεδομένα, που πρέπει να συλλέξει ο οίκος για να προβεί στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας.

4.1 Τα 5 C της πίστωσης

Στην διεθνή βιβλιογραφία γίνεται λόγος για τα 5 C της πίστωσης. Είναι 5 λέξεις, οι οποίες υπεραπλουστευμένα προσδιορίζουν την πιστοληπτική ικανότητα. Αποτελούν το θεωρητικό υπόβαθρο στο οποίο, η αγορά εξετάζει την πιστοληπτική ικανότητα και δημιουργεί μεθοδολογίες και μοντέλα αξιολόγησης. Τα 5 C της πίστωσης είναι character, capacity, capital, collateral, conditions (Segal, 2023).

Η λέξη character σημαίνει χαρακτήρας. Ο χαρακτήρας αναφέρεται κυρίως στην ιστορική πιστοληπτική ικανότητα. Αναλυτικότερα, λαμβάνονται υπόψη παλαιές αποπληρωμές χρεών, παλαιές καθυστερήσεις ή αθετήσεις υποχρεώσεων και παλαιοί τρόποι διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Ο Kyle Peterdy αμφισβητεί την πλήρη αντικειμενικότητα του χαρακτήρα. Έχει στοιχεία υποκειμενικότητας. Πώς ο αναλυτής θα ερμηνεύσει μια παλιά αθέτηση υποχρεώσεων; Πώς θα αξιολογήσει την πολιτική διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου μιας εταιρείας;

Η δεύτερη λέξη είναι capacity αφορά την ικανότητα αποπληρωμής. Υπάρχει η δυνατότητα αποπληρωμής; Εδώ η αγορά εφαρμόζει δείκτες όπως χρέος προς εισόδημα και γενικότερα δείκτες κάλυψης (π.χ. Debt Service Coverage).

Η τρίτη λέξη είναι το capital. Capital σημαίνει κεφάλαιο. Τι κεφάλαιο διαθέτει η εταιρεία; Εδώ η αγορά αναλύει τα έσοδα, τις διάφορες πηγές εσόδων, τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία κτλ.

Η τέταρτη λέξη είναι collateral. Αυτή μεταφράζεται σε εγγύηση. Τι εγγύηση μπορεί να προσφέρει η εταιρεία ή το φυσικό πρόσωπο; Τι θα εισπράξουν οι δανειστές σε περίπτωση αθέτησης του δανειολήπτη;

Τέλος ο πιστωτικός κίνδυνος επηρεάζεται από τις συνθήκες / conditions. Το πέμπτο C καλύπτει ένα ευρύ φάσμα παραγόντων που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα. Για παράδειγμα, μακροοικονομικοί παράγοντες, ο κλάδος, ο κύκλος της οικονομίας, οι όροι του δανείου, ο σκοπός της έκδοσης χρέους είναι λίγοι από τους παράγοντες που επηρεάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο και δεν εντάσσονται στις πρώτες 4 κατηγορίες.

Είναι εμφανές όμως, πως τα παραπάνω αποτελούν την θεωρία της διαδικασίας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Υπάρχουν στη διεθνή βιβλιογραφία για να γίνει εύκολα κατανοητό τι ακριβώς κοιτάνε οι τράπεζες για την έκδοση μιας πιστωτικής κάρτας, τι αναλύουν οι οίκοι για την έκδοση βαθμού. Στην πραγματικότητα, οι αναλυτές επεξεργάζονται πλήθος δεδομένων, γεγονότων, αριθμών και αριθμοδεικτών.

4.2 Εταιρικό Προφίλ – Business Profile

Αρχικά, σημαντική παράμετρος του πιστωτικού κινδύνου αποτελεί η ίδια η επιχείρηση. Σύμφωνα με την Fitch, το προφίλ της εταιρείας αποτελεί αντικείμενο εξέτασης στις ποσοτικές

και ποιοτικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιεί. Αναλύει έτσι ότι επηρεάζει τον πιστωτικό κίνδυνο και προέρχεται από την επιχείρηση σαν οντότητα. Πιο συγκεκριμένα, θα αναλύσει τον ανταγωνισμό, τον κλάδο, την κύρια δραστηριότητα, το μέγεθος της επιχείρησης (WallStreetMojo, 2016).

Η ICAP λαμβάνει υπόψη ότι προσδίδει εταιρικό κίνδυνο όπως, η διαφοροποίηση των πηγών εσόδων. Αν τα έσοδα προέρχονται από μια δραστηριότητα, ένα προϊόν ή μια υπηρεσία, τότε υπάρχει μεγάλος κίνδυνος. Για παράδειγμα start-ups που λανσάρουν ένα καινοτόμο προϊόν, στηρίζονται αποκλειστικά σε αυτό το συγκεκριμένο προϊόν και την επιτυχία του. Εάν δεν πραγματοποιηθούν πωλήσεις, τότε η start-up θεωρείται αποτυχημένη από τους επενδυτές καθώς παρατηρούν μεγάλες απώλειες των επενδεδυμένων κεφαλαίων τους.

Κίνδυνο προσδίδει και η μειωμένη διαφοροποίηση πελατολογίου. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αγορά πολυτελών οχημάτων. Το πελατολόγιο σε αυτή την αγορά είναι πολύ περιορισμένο και οι εταιρείες αντιμετωπίζουν μεγάλο επιχειρηματικό κίνδυνο.

Η γεωγραφική κάλυψη πρέπει εξίσου να ληφθεί υπόψη. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο πόλεμος στην Ουκρανία. Οι τιμές των καυσίμων και της ενέργειας ανέβηκαν παγκοσμίως, επηρεάζοντας τις εταιρείες ενέργειας, πετρελαϊκές εταιρείες, τις μεταφορικές εταιρείες που διανέμουν το φυσικό αέριο κ.α. (Thomson, 2023). Όμως η επιρροή του πολέμου ήταν διαφορετική στην Ευρώπη, στην Αμερική και στην Ασία. Πέρα από αυτό ο πόλεμος επηρέασε και τις αεροπορικές εταιρείες. Με το κλείσιμο του εναέριου χώρου πάνω από την Ουκρανία και την Ρωσία, πολλές αεροπορικές εταιρείες είδαν τα κόστη μετακίνησης σε συγκεκριμένα δρομολόγια να αυξάνονται δραματικά. (Chu et al., 2024).

Άλλοι παράγοντες επιχειρηματικού κινδύνου είναι η λειτουργική δομή και οργάνωση της εταιρείας. Σε όλα αυτά η Egan-Jones προσθέτει την κερδοφορία της επιχείρησης, την σταθερότητα στην αγορά και το πόσο ρυθμισμένη είναι η αγορά. Για τους ρυθμιστικούς φορείς μπορεί κανείς να αναφερθεί στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Πώς η λάθος ρύθμιση της αγοράς και της τιτλοποίησης οδήγησε σε παγκόσμια ύφεση και κρίση. Ενώ η κρίση αυτή ανάγκασε τους ρυθμιστικούς φορείς να επιβάλλουν νέους νόμους, νέες πολιτικές και πρακτικές.

4.3 Εταιρική Διακυβέρνηση

Όπως ο κάθε επενδυτής θα κοιτούσε την διοίκηση της εταιρείας πριν προβεί σε αγορά μιας μετοχής ή ενός εταιρικού ομολόγου, έτσι ακριβώς και ο αναλυτής του οίκου πιστοληπτικής αξιολόγησης θα εξετάσει την εταιρική διακυβέρνηση και τα διοικητικά στελέχη. Το «management» όπως είναι γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία αποτελεί σημαντικό παράγοντα σε πολλά σημεία μιας επιχείρησης όπως στις επενδυτικές κινήσεις, στις συγχωνεύσεις και εξαγορές και στο εταιρικό πλάνο (business plan). Η διοίκηση είναι αυτή που γενικά παίρνει όλες τις αποφάσεις. Οι αποφάσεις αυτές επηρεάζουν τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες, τις επενδυτικές δραστηριότητες και φυσικά τις λειτουργικές δραστηριότητες.

Σύμφωνα με την Fitch, η στρατηγική της εταιρείας αποτελεί ουσιώδες κριτήριο. Ένα από τα πράγματα που εξετάζει η Fitch είναι οι εταιρικοί στόχοι. Νέοι στόχοι υποδεικνύουν το όραμα και πιθανώς κάποιες μελλοντικές στρατηγικές. Παλαιοί στόχοι δείχνουν εάν η διοίκηση είναι ικανή να πετύχει τους στόχους που θέτει ή όχι. Το εάν πέτυχαν του στόχους, δείχνει μεταξύ άλλων την συνέπεια της διοίκησης, την προσαρμοστικότητα και την δυνατότητα επίλυσης προβλημάτων. Πολύ σημαντική παράμετρος είναι ακόμα και η ανοχή στο κίνδυνο. Ο αναλυτής του οίκου πιστοληπτικής αξιολόγησης μπορεί να κρίνει την ανοχή με βάση τις αποφάσεις για χρηματοδότηση και επένδυση. Όλα τα παραπάνω εντάσσονται σε αυτό που ονομάζεται στρατηγική της εταιρείας.

Εξίσου σημαντικό κριτήριο με την στρατηγική είναι η εταιρική διακυβέρνηση. Πιο συγκεκριμένα, στα εταιρικά κριτήρια αξιολόγησης της, η Fitch αναφέρει πως εστιάζει στη δομή της επιχείρησης, στην ιεραρχία και στη διαφάνεια. Από την δομή, την ιεραρχία και την διανομή της «δύναμης», ο αναλυτής θα κρίνει την πιθανότητα εμφάνισης προβλημάτων. Ένα παράδειγμα προβλήματος αποτελεί η διοίκηση να έχει μεγάλη επιρροή σε συγκεκριμένα διοικητικά στελέχη, σε μετόχους ή σε χρηματοδότες. Την σπουδαιότητα της διανομής της «δύναμης» τονίζουν και οι Σουμπενιώτης Δ. και Ταμπακούδης Ι. ισχυριζόμενοι πως το διοικητικό συμβούλιο παίζει θεμελιώδη ρόλο στην επιχείρηση. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι αυτό που προωθεί και προσλαμβάνει τα ανώτερα στελέχη συμπεριλαμβανομένου και του οικονομικού διευθυντή.

Σχετικά με την διαφάνεια, η ICAP δηλώνει πως δείχνει εμπιστοσύνη προς την διοίκηση. Την ίδια οπτική έχει και η Fitch. Η τελευταία γράφει πως η έγκαιρη διάθεση των οικονομικών καταστάσεων αποτελεί θετικό χαρακτηριστικό της διοίκησης μιας εταιρείας. Η ευκολία

εύρεσης και πρόσβασης στις οικονομικές καταστάσεις είναι κάτι που συχνά ελκύει το επενδυτικό κοινό. Στα παραπάνω κριτήρια, έρχεται η CT.gov να προσθέσει την συνεχή γνωστοποίηση.

Στο παρακάτω πίνακα, παρουσιάζει η Fitch ένα παράδειγμα αξιολόγησης εταιρείας του «Management and Corporate Governance». Αποτελεί μια σύντομη ανάλυση της αξιολόγησης της διοίκησης. Σημασία δίνεται στη πρώτη στήλη, όπου παρουσιάζεται η συνολική αξιολόγηση του κάθε παράγοντα. Οι παράγοντες (sub-factors) ονοματίζονται στη δεύτερη στήλη και αναλύονται στην τρίτη στήλη.

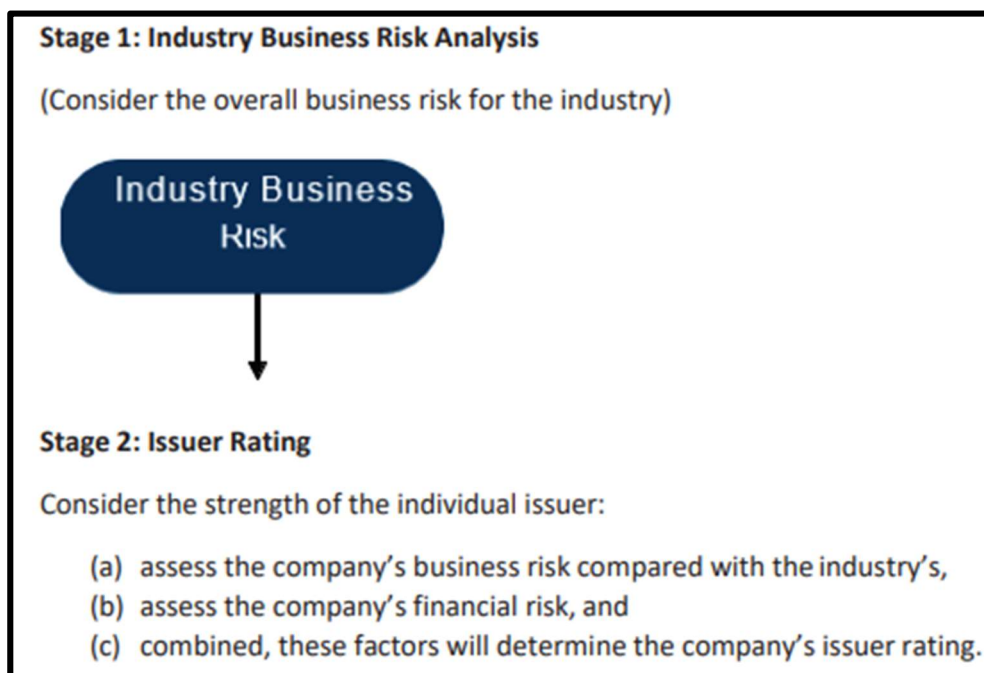
Management and Corporate Governance			
Overall factor assessment	Sub-factors	Sub-factor selected description	Category
bb+	Management Strategy	Strategy may include opportunistic elements but soundly implemented.	bbb
bb	Governance Structure	Poor governance structure. Ineffective board with none or token-independent directors. Decision-making in the hands of one individual.	b
bb-	Group Structure	Some group complexity leading to somewhat misleading published accounts. No significant related-party transactions.	bbb
b+	Financial Transparency	Financial reporting is appropriate but with some failings (eg lack of interim or segment analysis).	bb

Εικόνα 4.1 : Corporate Rating Criteria (2023) www.fitchratings.com

4.4. Κλάδος

Ο αναλυτής θα εξετάσει και άλλα δεδομένα εκτός της επιχείρησης. Ειδικότερα, θα εξετάσει τον κλάδο και τον κίνδυνο χώρας. Όλες οι επιχειρηματικές οντότητες έρχονται αντιμέτωπες με τον ανταγωνισμό τους. Επίσης ο κάθε κλάδος έχει τα δικά του ιδιαίτερα χαρακτηριστικά σε σχέση με τους υπόλοιπους. Συνεπώς ο αναλυτής θα πρέπει να αναλύσει τον κλάδο και να αξιολογήσει τον κίνδυνο κλάδου.

Στον κλάδο αναφέρει η ICAP, πως σημαντικό κριτήριο αποτελεί η προοπτική του κλάδου. Η Egan-Jones χωρίζει αυτή την αξιολόγηση σε δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο, εξετάζει τον συνολικό κίνδυνο του κλάδου. Στο δεύτερο στάδιο, αναλύει την επιχείρηση. Συγκεκριμένα, στο δεύτερο στάδιο συγκρίνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο της εταιρείας, όπως για παράδειγμα αναλύθηκε προηγουμένως στην ενότητα ‘Εταιρικό Προφίλ (Business Profile)’, σε σχέση με το γενικότερο χαρακτήρα του κλάδου και τον συνολικό κίνδυνο του.



Εικόνα 4.2 : Methodologies for Determining Credit Ratings (Main Methodology) (2020) Egan-Jones Ratings Company

Στην αξιολόγηση του κλάδου η Egan-Jones εξετάζει μια πληθώρα από ερωτήματα και νούμερα, όπως αναφέρονται εδώ :

Κερδοφορία Κλάδου

- Οικονομίες κλίμακας
- Μέγεθος επιχειρήσεων
- Δυνατότητα ανάπτυξης της αγοράς
- Διαφοροποίηση προϊόντων και εύρος σειράς προϊόντων
- Διαφοροποίηση υπηρεσιών
- Καινοτομία
- Κόστος εργασίας
- Το κόστος είναι κυρίως σταθερό ή μεταβλητό;

Ανταγωνισμός

- Εμπόδια εισόδου
- Υπάρχουν λίγοι παίκτες με μεγάλα μερίδια αγοράς;
- Απαιτούνται συγκεκριμένα χαρακτηριστικά για να πετύχεις στον κλάδο; Για παράδειγμα συγκεκριμένη τεχνολογία.

- Γεωγραφική διασπορά κλάδου

Σταθερότητα

- Ελαστικότητα. Πόσο εύκολα επηρεάζονται οι πωλήσεις και τα καθαρά κέρδη;
- Εποχικότητα κλάδου
- Ζήτηση και προσφορά κλάδου
- Τιμολογιακή πολιτική κλάδου

Ρύθμιση

- Πόσο ρυθμισμένη είναι η αγορά;
- Πώς η ρύθμιση της αγοράς επηρεάζει την κερδοφορία;
- Δημιουργεί η ρύθμιση εμπόδια εισόδου;

Λοιποί Παράγοντες

- Αγοραστική συμπεριφορά – Πόσο συχνά αλλάζει η αγοραστική συμπεριφορά;
- Ποιος ο ρόλος και η δύναμη της τεχνολογίας στον κλάδο;
- Προκύπτουν αλλαγές στον κλάδο με την είσοδο νέων παικτών ή με την αποχώρηση κύριων παικτών;

4.5 Κίνδυνος Χώρας

Ότι ισχύει για τον κλάδο, ακριβώς το ίδιο ισχύει και με τον κίνδυνο χώρας. Δηλαδή, ο αναλυτής θα πρέπει να εξετάσει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της χώρας στην οποία η υπό-αξιολόγηση εταιρεία δραστηριοποιείται. Το κάθε κράτος έχει μεταξύ άλλων τη δική της πολιτική ηγεσία, τη δική του οικονομία και τα δικά του δημοσιονομικά χαρακτηριστικά.

Εν συντομία, ο κίνδυνος χώρας περιλαμβάνει τον οικονομικό κίνδυνο. Με το όρο οικονομικό κίνδυνο, η αξιολόγηση του κράτους γίνεται σε γενική βάση. Σύμφωνα με το «Ratings Director» της S&P Global Ratings, για να γίνει πιο συγκεκριμένη η ανάλυση, αναλύεται ο συστημικός κίνδυνος και ο πολιτικός κίνδυνος. Στον πολιτικό κίνδυνο, ο οίκος θα εκτιμήσει την αποδοτικότητα της κρατικής κυβέρνησης και το εθνικών αρχών και θεσμών, π.χ. η κεντρική τράπεζα της κάθε χώρας.

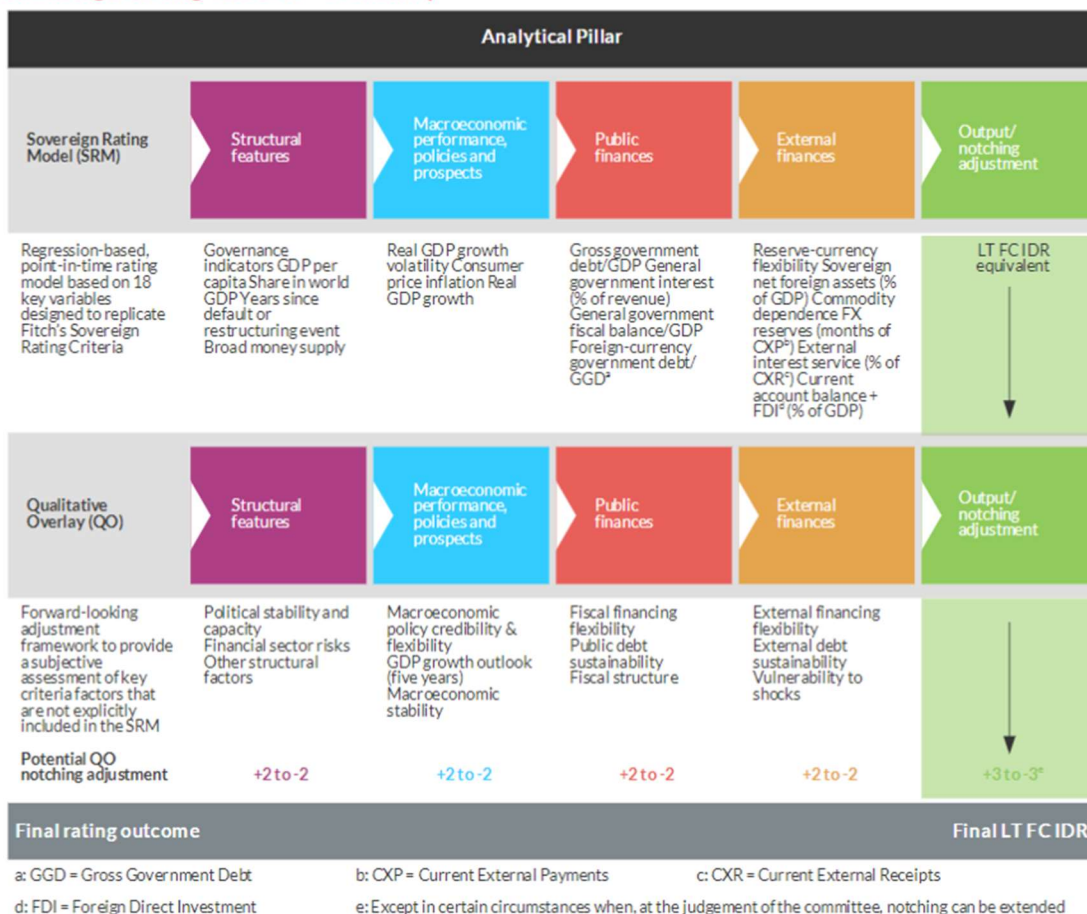
Κάθε χώρα λαμβάνει από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης βαθμούς. Πολλές φορές, οι αναλυτές θα χρησιμοποιήσουν αυτόν το βαθμό ως σημείο αναφοράς του κινδύνου χώρας. Στις περιπτώσεις στις οποίες η υπό-αξιολόγηση εταιρεία δραστηριοποιείται σε

περισσότερες από μία χώρες, τότε ο αναλυτής μπορεί να λάβει υπόψη του όλες τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και να δει σε τι ποσοστό δραστηριοποιείται η εταιρεία σε κάθε χώρα.

Θα πρέπει όμως να ειπωθεί το εξής. Ο βαθμός πιστοληπτικής αξιολόγησης του κράτους αποτελεί την εκτίμηση για την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων της κυβέρνησης. Ο κίνδυνος κράτους, τον οποίο και εξετάζει ο αναλυτής για την αξιολόγησης μια εταιρείας, είναι όλοι οι κίνδυνοι που προκύπτουν από την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας σε μια χώρα. (Fitchratings.com, 2023)

Στην παρακάτω εικόνα παρουσιάζεται η διαδικασία ανάλυσης και αξιολόγησης του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας ενός κράτους, γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία ως «sovereign rating».

Sovereign Rating Criteria – Summary



Εικόνα 4.3 : Sovereign Rating Criteria (2023) www.fitchratings.com

4.6 Χρηματοοικονομικό Προφίλ – Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος

Μέχρι εδώ, ως παράγοντες για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν παρουσιαστεί το επενδυτικό προφίλ της υπό-αξιολόγηση εταιρείας, η εταιρική διακυβέρνηση της, ο κλάδος στο οποίο δραστηριοποιείται και ο κίνδυνος χώρας ή χωρών στις οποίες δραστηριοποιείται. Όλα τα παραπάνω αφορούν κατά κύριο λόγο, ποιοτικά δεδομένα. Για παράδειγμα, το όραμα, η στρατηγική, οι αποφάσεις της διοίκησης, η ύπαρξη οικονομικών κλίμακας, οι προοπτικές του κλάδου είναι όλα ερωτήματα που δεν απαιτούν οικονομικά δεδομένα και στατιστικά μοντέλα. Το τελευταίο αλλά εξίσου σημαντικό κομμάτι δεδομένων αποτελεί το χρηματοοικονομικό προφίλ της εταιρείας ή αλλιώς τα οικονομικά μεγέθη της. Σε αυτό το στάδιο, ο αναλυτής θα χρειαστεί μια μεθοδολογία με την οποία θα εξετάσει όλα τα οικονομικά νούμερα. Ο αναλυτής αφήνει έτσι τα ποιοτικά δεδομένα και ξεκινά να αναλύει ποσοτικά δεδομένα. Τα οικονομικά νούμερα χωρίζονται για λόγους παρουσίασης και κατανόησης σε διάφορες κατηγορίες. Βέβαια η σειρά παρουσίασης δεν υποδεικνύει σειρά σπουδαιότητας. Ο διαχωρισμός αυτός υπάρχει ήδη στη διεθνή βιβλιογραφία.

4.6.1 Κερδοφορία

Το πρώτο σημείο στο οποίο εστιάζουν οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι η κερδοφορία. Η S&P συσχετίζει την κερδοφορία της επιχείρησης με την δυνατότητα απορρόφησης των ζημιών. Όσο υψηλότερα καθαρά κέρδη έχει μια εταιρεία, τόση περισσότερη ασφάλεια νιώθει σε περίπτωση ζημιών. Συνεπώς, σε μια τέτοια περίπτωση ζημιών δεν αυξάνεται σημαντικά ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων της. Από την άλλη πλευρά, όταν η εταιρεία δεν μπορεί εύκολα να απορροφήσει τις ζημίες, τότε εμφανίζει υψηλότερη πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων της.

Τι νοείται όμως ως κερδοφορία της επιχείρησης για τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης; Η S&P εξετάζει την ποιότητα και ποσότητα του κεφαλαίου. Η Egan-Jones Rating Company χρησιμοποιεί την λέξη «earnings». Ειδικότερα, εξετάζει το μικτό περιθώριο κέρδους (gross margin). Το μικτό περιθώριο κέρδους όπως αναλύεται παρακάτω, υπολογίζεται από το κλάσμα όπου στον αριθμητή είναι τα συνολικά έσοδα/πωλήσεις μείον κόστος πωληθέντων και

στον παρονομαστή είναι τα συνολικά έσοδα/πωλήσεις. (Νούλας, 2022). Όσο υψηλότερος ο δείκτης, τόσο καλύτερη η πιστοληπτική ικανότητα της υπό-αξιολόγησης εταιρείας. Για παράδειγμα, ένα μικτό περιθώριο ίσο με 55%, σημαίνει πως για κάθε 1€ εσόδου, η επιχείρηση χρησιμοποιεί το 0,45€ για το κόστος πωληθέντων και το άλλο 0,55€ για τα έξοδα και τις υποχρεώσεις (CFI, 2022).

$$\text{Μικτό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Συνολικά Έσοδα} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Συνολικά Έσοδα}}$$

Ο δεύτερος δείκτης, τον οποίο εξετάζει η Egan-Jones είναι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity, ROE). Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι τα καθαρά κέρδη διά τα ίδια κεφάλαια. Δείχνει πόσο αποτελεσματικά η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαια για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Ο δείκτης ROE πρέπει να είναι υψηλός για να δώσει ένα καλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας.

$$\text{Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Ο τρίτος δείκτης είναι η απόδοση κεφαλαίων (return on capital). Στην διεθνή βιβλιογραφία γίνεται κυρίως λόγος για την απόδοση επενδεδυμένων κεφαλαίων (return on invested capital, ROIC). Εδώ στον αριθμητή είναι τα κέρδη προ φόρων, χρηματοοικονομικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων και στον παρονομαστή είναι τα επενδεδυμένα κεφάλαια (χρέος + ίδια κεφάλαια). Όπως με τον ROE έτσι και ο ROIC, πρέπει να είναι μεγάλος. Δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί όλες τις πηγές χρηματοδότησης για την ανάπτυξη της εταιρείας. Κάθε επιχείρηση επιδιώκει ένα υψηλό ROIC.

$$\text{Απόδοση Επενδεδυμένων Κεφαλαίων (ROIC)} = \frac{\text{ΚΠΤΦΑ}}{\text{Επενδεδυμένα Κεφάλαια}}$$

Τέλος, η Egan-Jones εξετάζει και το λειτουργικό περιθώριο κέρδους (EBIT margin). Συγκεκριμένα αναλύει το EBIT margin και το EBITDA margin. Στην διεθνή βιβλιογραφία, μπορεί να βρεθεί και ως λειτουργικό περιθώριο κέρδους (operating margin ή operating profit margin). Ουσιαστικά, υπολογίζει τα κέρδη προ φόρων και τόκων διά τις πωλήσεις. Μεγαλύτερος δείκτης σημαίνει καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα.

$$\text{Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{ΚΠΤΦ}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Σε όλους αυτούς τους δείκτες έρχεται η ICAP να προσθέσει και το καθαρό περιθώριο κέρδους (Net Profit Margin). Ο συγκεκριμένος δείκτης υπολογίζεται ως κέρδη μετά φόρων δια τις πωλήσεις. Και εδώ, μεγαλύτερος δείκτης σημαίνει καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα.

$$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Κέρδη Μετά Φόρων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

4.6.2 Ρευστότητα

Ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης θα εξετάσει τους δείκτες ρευστότητας στην διαδικασία εκτίμησης του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας. Η σπουδαιότητα της ρευστότητας γίνεται εύκολα αντιληπτή από το εξής. Σύμφωνα με το RatingsDirect της S&P, μια υγιής οικονομικά επιχείρηση μπορεί να αθετήσει τις υποχρεώσεις της λόγω μη καλής διαχείρισης της ρευστότητας. Μπορεί να έχει υψηλές πωλήσεις, υψηλά καθαρά κέρδη κ.ο.κ αλλά σε μια έκτακτη ανάγκη, η μη ύπαρξη άμεσα ρευστοποιήσιμων διαθεσίμων, μπορεί να προκαλέσει αθέτηση υποχρεώσεων. Συνεπώς, ο αναλυτής θα αναλύσει την ρευστότητα ανεξάρτητα από άλλα οικονομικά μεγέθη. Αρχικά, ο αναλυτής θα εξετάσει κάποια ποιοτικά χαρακτηριστικά της ρευστότητας, όπως η ικανότητα διαχείρισης γεγονότων μεγάλου αντίκτυπου, χαμηλής πιθανότητας. Ακόμα αξίζει να εξετάσει την σχέση της εταιρείας με την τράπεζα ιδιαίτερα στην περίπτωση μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί η τράπεζα είναι αυτή που θα δώσει χρηματοδότηση σε περίπτωση ανάγκης, π.χ. πιστωτικά όρια και γραμμή ανοικτής πίστωσης. Έπειτα, ο αναλυτής μπορεί να μελετήσει οικονομικά μεγέθη και αριθμοδείκτες.

Δείκτες ρευστότητας, τους οποίους εξετάζει ένας οίκος είναι αρχικά ο δείκτης γενικής ρευστότητας ή «current ratio», όπως ονομάζεται στην διεθνή βιβλιογραφία. Ο δείκτης γενικής ρευστότητας υπολογίζεται ως το κυκλοφορούν ενεργητικό δια τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δείχνει πόσο αποτελεσματικά μπορεί η επιχείρηση να μετατρέψει το κυκλοφορούν ενεργητικό σε μετρητά με σκοπό την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (Νούλας, 2022). Όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο

μεγαλύτερη είναι η ρευστότητα και άρα τόσο καλύτερος είναι ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας.

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Μαζί με το δείκτη γενικής ρευστότητας, ο αναλυτής θα εξετάζει και το δείκτη άμεσης ρευστότητας (quick ratio). Στον αριθμητή είναι το κυκλοφορούν ενεργητικό μείον τα αποθέματα και στον παρονομαστή είναι πάλι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Γίνεται εύκολα αντιληπτό, πως ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι ίδιος με τον προηγούμενο δείκτη με την διαφορά πως τώρα αφαιρούνται τα αποθέματα από τον αριθμητή. Συνεπώς, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι πιο αυστηρός από τον δείκτη γενικής ρευστότητας. Πάλι οι εταιρείες επιθυμούν να έχουν υψηλό δείκτη.

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Στην ανάλυση αριθμοδεικτών, ο αναλυτής μπορεί να βρει έναν ακόμα δείκτη ρευστότητας, πιο αυστηρό από το δείκτη άμεσης ρευστότητας. Ο δείκτης αυτός είναι ο δείκτης μετρητών ή δείκτης διαθεσίμων (cash ratio). Αυτή τη φορά, στον αριθμητή, από όλο το κυκλοφορούν ενεργητικό, είναι μόνο τα μετρητά και τα ισοδύναμα μετρητών ή αλλιώς ταμειακά ισοδύναμα. Με τον όρο ταμειακά ισοδύναμα, γίνεται λόγος για τα άμεσα, γρήγορα και εύκολα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα. Υψηλές τιμές του δείκτη διαθεσίμων αντικατοπτρίζουν καλά επίπεδα ρευστότητας (Σουμπενιώτης και Ταμπακούδης, 2017).

$$\text{Δείκτης Διαθεσίμων} = \frac{\text{Μετρητά} + \text{Ισοδύναμα Μετρητών}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ένα τελευταίο, αλλά πολύ σημαντικό οικονομικό μέγεθος, είναι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης (net working capital). Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι το κυκλοφορούν ενεργητικό μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Εάν το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι αρνητικό, τότε η εταιρεία εμφανίζει δυσκολίες στην αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

$$\text{Καθαρό Κ. Κ.} = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$$

4.6.3 Ταμειακές Ροές

Ένα πολύ σημαντικό στάδιο της εκτίμησης του χρηματοοικονομικού κινδύνου μιας εταιρείας είναι η ανάλυση της κατάστασης ταμειακών ροών. Οι ταμειακές ροές (cash flow) αποτελούν σύμφωνα με την S&P Global Ratings και την Fitch Ratings σημείο ιδιαίτερης σημασίας για τον χρηματοοικονομικό προφίλ. Δείκτες ταμειακών ροών οι οποίοι βασίζονται στα ίδια κεφάλαια, στηρίζονται σε λογιστικά νούμερα και αφορούν ιστορικές τιμές. Δηλαδή δεν αντικατοπτρίζουν τρέχουσες αξίες της αγοράς. Πολλές φορές η αδυναμία αποπληρωμής μια υποχρέωσης φαίνεται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή από τη ρευστότητα και τις ταμειακές ροές εκείνης της συγκεκριμένης στιγμής. Έτσι δίνεται μεγαλύτερη βαρύτητα σε δείκτες ταμειακών ροών των κερδών και της μόχλευσης. Εξάριση αποτελεί η περίπτωση, στην οποία η αποπληρωμή του χρέους προέρχεται από πώληση περιουσιακών στοιχείων και όχι από τις τρέχουσες λειτουργικές ταμειακές ροές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί μια εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητα. Γι' αυτό η Fitch εφαρμόζει κάθε φορά διαφορετικά οικονομικά δεδομένα και δείκτες αναλόγως τον κλάδο και την μεθοδολογία. Στην ανάλυση της «Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria» διαχωρίζει τους κλάδους και αναφέρει ποια κριτήρια χρησιμοποιεί σε κάθε περίπτωση. Όμοια είναι η προσέγγιση της S&P. Ο οδηγός κριτηρίων της, λέει στους αναλυτές να εφαρμόζουν αυστηρά όρια σε εταιρεία που δραστηριοποιούνται σε κλάδους υψηλού κινδύνου και λιγότερα αυστηρά όρια σε κλάδους χαμηλού κινδύνου.

Σύμφωνα με την S&P, ένας σημαντικός δείκτης είναι τα κεφάλαια από λειτουργικές δραστηριότητες προς συνολικό χρέος ή Funds From Operations to debt. Το FFO υπολογίζεται ως καθαρό εισόδημα συν αποσβέσεις συν απομείωσεις συν ζημίες από πώληση περιουσιακών στοιχείων μείον κέρδη από πώληση περιουσιακών στοιχείων μείον τόκοι. Όπως διευκρινίζει το Corporate Finance Institute, το FFO είναι η «πραγματική» ταμειακή ροή από τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να αποπληρώνει τα χρέη μόνο από τις καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο απίθανο είναι να αθετήσει μια υποχρέωση.

$$\text{FFO to Debt} = \frac{\text{Κεφάλαια από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Συνολικό Χρέος}}$$

Ο δεύτερος πολύ σημαντικός δείκτης είναι χρέος προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (ΚΠΤΦΑ) ή αλλιώς debt to EBITDA. Είναι ένα δείκτης που εστιάζει στο χρέος παρά στις ταμειακές ροές. Τυπικά εντάσσεται εδώ καθώς εξαρτάται από τις πωλήσεις και συγκεκριμένα τα κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεων. Δείχνει το ύψος του εισοδήματος για την αποπληρωμή των υποχρεώσεων πριν αφαιρεθούν οι τόκοι, οι φόροι και οι αποσβέσεις. Με τα ΚΠΤΦΑ στον παρονομαστή, ο δείκτης πρέπει να είναι όσο το δυνατόν μικρότερος. Ένας μεγάλος debt-to-EBITDA σημαίνει υψηλά επίπεδα χρέους και άρα μεγάλη πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων (Corporate Finance Institute, n.d.).

$$\text{Debt to EBITDA} = \frac{\text{Χρέος}}{\text{ΚΠΤΦΑ}}$$

Λοιποί δείκτες που αφορούν τις ταμειακές ροές και την κάλυψη υποχρεώσεων που χρησιμοποιούν οι οίκοι αναλόγως των περιπτώσεων είναι πρώτον οι ροές από λειτουργικές δραστηριότητες προς χρέος και δείχνει το χρονικό διάστημα που χρειάζεται η εταιρεία να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της από τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Οι εταιρείες επιθυμούν ένα υψηλό νούμερο (Kenton, 2020). Δεύτερον, οι ελεύθερες λειτουργικές ταμειακές ροές προς χρέος και δείχνει την αποπληρωμή του χρέους από τις ελεύθερες λειτουργικές ταμειακές ροές. Και πάλι οι εταιρείες επιδιώκουν όσο το δυνατόν υψηλότερο νούμερο. Τέλος, ο αναλυτής μπορεί να υπολογίσει την ταμειακή ροή μετά των λειτουργικών εξόδων και των επενδεδυμένων κεφαλαίων προς χρέος (discretionary cash flow to debt). Συγκεκριμένα, είναι ταμειακές ροές μείον κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν σε επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία και μείον λειτουργικά έξοδα. Ένας υψηλός δείκτης DCF-to-debt επιδράει θετικά στην πιστοληπτική ικανότητα (Kenton, 2021).

4.6.4 Κεφαλαιακή Δομή

Πέρα από την ρευστότητα και τις ταμειακές ροές, ο αναλυτής θα αναλύσει την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Θα εξετάσει με απλά λόγια πώς η επιχείρηση έχει δανειστεί χρήματα. Τι ποσοστό της χρηματοδότησης προέρχεται από ίδια κεφάλαια και τι ποσοστό προέρχεται από τρίτους, δηλαδή χρέος. Η CRISIL Ratings γράφει πως ο τρόπος διαχείρισης των πηγών χρηματοδότησης αποτελεί χαρακτηριστικό της κάθε ομάδα διοίκησης. Ο συγκεκριμένος οίκος

θεωρεί πως υψηλό ποσοστό χρέους δημιουργεί υψηλά κόστη μέσω των τοκομεριδίων που οφείλει να πληρώνει τακτικά. Επακολούθως, όσο μεγαλύτερο είναι το «gearing», χρηματοοικονομική μόχλευση, δηλαδή όσο περισσότερο χρέος έχει, τόσο πιο πιθανό γίνεται το ενδεχόμενο της αθέτησης των υποχρεώσεων της. Φυσικά αυτό δεν αποτελεί το νόμο για κάθε περίπτωση. Επιχειρήσεις με μεγάλο κύκλο εργασιών, που δραστηριοποιούνται σε χαμηλού κινδύνου κλάδους μπορούν να έχουν μεγάλο ποσοστό χρέους σε σχέση με ίδια κεφάλαια. Το ίδιο ποσοστό μπορεί να είναι απαγορευτικό για μια επιχείρηση, η οποία δραστηριοποιείται σε έναν κλάδο υψηλού κινδύνου.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι ο κυριότερος δείκτης της κεφαλαιακής δομής. Είναι ο λόγος του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια. Για παράδειγμα, στον αριθμητή η CRISIL Ratings υπολογίζει τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια, υποχρεώσεις εκτός ισολογισμού, προαιρετικά μετατρέψιμα χρεόγραφα, προεξοφλημένα γραμμάτια, προνομιούχες μετοχές, χρέος μειωμένης εξασφάλισης και τις αναβαλλόμενες πληρωμές.

$$\text{Gearing} = \frac{\text{Χρέος}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ταυτόχρονα με την ανάλυση του χρέους και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, η S&P αναλύει και τα εξής. Εκτιμάει τον συναλλαγματικό κίνδυνο στις περιπτώσεις που η χρηματοδότηση και συνεπώς η αποπληρωμή του χρέους είναι σε ξένο νόμισμα. Επίσης εκτιμάει την ληκτότητα του χρέους. Υπάρχει ένα υγιές μείγμα από βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρηματοδότηση; Για παράδειγμα, δημιουργείται πρόβλημα όταν πολλά δάνεια λήγουν μαζί σε μια μικρή χρονική περίοδο. Τέλος αναλύει τον κίνδυνο επιτοκίου του χρέους. Είναι κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό; Έχει λάβει η διοίκηση μέτρα αντιστάθμισης του επιτοκιακού κινδύνου;

Συμπληρωματικά με την χρηματοοικονομική μόχλευση και τους άλλους δείκτες χρέους, ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης θα εξετάσει και τις δυνατότητες απόκτησης κεφαλαίων. Για παράδειγμα, θα εξετάσει την τοπική αγορά, τις τοπικές τράπεζες και την σχέση επιχείρησης - τραπεζών. Εάν για οποιοδήποτε λόγο μια επιχείρηση δεν έχει εύκολη και άμεση πρόσβαση σε χρηματοδότηση, αυξάνεται η πιθανότητα αθέτησης πληρωμών. Η πρόσβαση σε κεφάλαιο είναι ουσιαστικής σημασίας σε μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις και αποτελεί σημαντικό παράγοντα για τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας.

4.7 Πηγές Δεδομένων

Τίθεται όμως το ερώτημα, πως αποκτάει ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης όλα αυτά τα δεδομένα. Είναι εμφανές πως τα περισσότερα οικονομικά δεδομένα και μεγέθη αντλούνται από τις οικονομικές καταστάσεις. Συγκεκριμένα για τους δείκτες κερδοφορίας, σημαντική είναι η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (income statement). Εκεί η επιχείρηση παρουσιάζει τις πωλήσεις, το κόστος πωληθέντων, το EBITDA (κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων), και τα καθαρά κέρδη (Γκίκας και Παπαδάκη, 2012).

Για τους δείκτες ρευστότητας, ο αναλυτής της πιστοληπτικής ικανότητας θα εξετάσει τον ισολογισμό (balance sheet). Από εκεί θα αντλήσει το κυκλοφορούν ενεργητικό, τα αποθέματα, τα μετρητά, τα ταμειακά ισοδύναμα και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Οι ταμειακές ροές παρουσιάζονται από την κατάσταση ταμειακών ροών (cashflow statement). Πιο συγκεκριμένα, κάθε επιχείρηση αναλύει εκεί τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, από επενδυτικές δραστηριότητες και από χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Τέλος, ότι αφορά το χρέος και την κεφαλαιακή δομή, ο αναλυτής θα αντλήσει τα οικονομικά μεγέθη των ιδίων κεφαλαίων και του χρέους πάλι από τον ισολογισμό. Σε όλα τα παραπάνω, απαραίτητη πληροφόρηση προσφέρουν οι σημειώσεις της επιχείρησης.

Σε ότι αφορά τα ποιοτικά χαρακτηριστικά, ο αναλυτής θα αντλήσει δεδομένα από διάφορες δημόσιες πηγές. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι το ΓΕΜΗ της εταιρείας (General Commercial Registry), το χρηματιστήριο, τα επιμελητήρια, δημοσιεύσεις και ανακοινώσεις από την εταιρεία ή από τρίτους, τις συνδεδεμένες εταιρείες. Επίσης μπορεί να χρησιμοποιήσει δεδομένα και αποτελέσματα από άλλες διαδικασίες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η ICAP χρησιμοποιεί τις κλαδικές αναλύσεις σε πολλές εταιρείες του κλάδου. Δηλαδή ο κάθε αναλυτής της ICAP δεν κάνει από την αρχή ανάλυση του κλάδου, αλλά αντλεί τα δεδομένα που χρειάζεται από την πιο πρόσφατη κλαδική μελέτη. Εάν θεωρεί ότι δεν αντικατοπτρίζει πλέον σωστά τον κλάδο, τότε μόνο προβαίνει σε μια πιο εμπεριστατωμένη κλαδική έρευνα. Τέλος, σημαντικές είναι οι πληροφορίες, τις οποίες αποκτάει ο αναλυτής απευθείας από την εταιρεία μέσω συνεντεύξεων και ερωτηματολογίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ

5.1 Εμπειρική ανάλυση και έρευνα

Ο σκοπός της έρευνας είναι η μελέτη του χρηματοοικονομικού προφίλ των υπό αξιολόγηση εταιρειών και κατά πόσο τα οικονομικά μεγέθη – αριθμοδείκτες επιδρούν στην ανάλυση των οίκων και συνεπώς στην διαδικασία βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των διάφορων εταιρειών. Ακόμα ερευνάτε η γενική άποψη του επενδυτικού κοινού για την σχέση βαθμού και δεικτών. Όπως παρουσιάστηκε παραπάνω, οι αναλυτές λαμβάνουν υπόψη τους πληθώρα από ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα. Ένα μέρος από τα ποσοτικά δεδομένα αφορούν συγκεκριμένα εταιρικά χαρακτηριστικά. Αυτά είναι η κερδοφορία, η ρευστότητα, οι ταμειακές ροές και η κεφαλαιακή δομή. Παρουσιάστηκαν ακόμα κάποιοι δείκτες στην κάθε κατηγορία. Αυτοί οι δείκτες χρησιμοποιήθηκαν για την μελέτη της σχέσης μεταξύ χρηματοοικονομικού προφίλ και βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας.

Στην ειδική έρευνα, εξετάστηκαν οι παρακάτω αριθμοδείκτες. Για την κερδοφορία των εταιρειών μελετήθηκαν το μικτό περιθώριο κέρδους, το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, το καθαρό περιθώριο κέρδους και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE). Για τον υπολογισμό των δεικτών κερδοφορίας χρησιμοποιήθηκαν οικονομικά μεγέθη από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Χρησιμοποιήθηκαν οι συνολικές πωλήσεις/έσοδα, τα λειτουργικά κόστη, τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων και τα καθαρά κέρδη / οι καθαρές ζημίες. Εκτός της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, χρησιμοποιήθηκαν τα ίδια κεφάλαια από την κατάσταση ισολογισμού.

Για την ρευστότητα των εταιρειών, υπολογίστηκαν ο δείκτης γενικής ρευστότητας και το καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Για τους παραπάνω δύο δείκτες, βρέθηκαν οικονομικά μεγέθη από τον ισολογισμό των εταιρειών. Συγκεκριμένα, τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Για τις ταμειακές ροές, υπολογίστηκαν ο δείκτης χρέος προς ΚΠΤΦΑ και ο δείκτης λειτουργικές ταμειακές ροές (FFO) προς χρέος. Οι δύο δείκτες αυτοί έχουν ιδιαίτερη σημασία καθώς βασίζονται στο χρέος των εταιρειών. Από την εμπειρική έρευνα που θα ακολουθήσει, φαίνεται η σημασία των υποχρεώσεων στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Για

αυτούς του δείκτες, αντλήθηκαν οι υποχρεώσεις από την κατάσταση ισολογισμού, οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (FFO) από την κατάσταση ταμειακών ροών και όπως πριν τα ΚΠΤΦΑ από τα αποτελέσματα χρήσης.

Τέλος για την κεφαλαιακή διάρθρωση, υπολογιστική η μόχλευση (gearing). Για την μόχλευση αντλήθηκαν από τον ισολογισμό, οι συνολικές υποχρεώσεις (χρέος) και τα ίδια κεφάλαια. Με την μόχλευση, ολοκληρώνονται οι 9 δείκτες του χρηματοοικονομικού προφίλ των εταιρειών.

Για την μελέτη της σχέσης των παραπάνω δεικτών με τους βαθμούς, λήφθηκαν υπόψη οι ανακοινωθέντες βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας από την Fitch Ratings. Ο οίκος παραθέτει δημόσια στην ιστοσελίδα του τους βαθμούς που αποδίδει στις εταιρείες. Οι βαθμοί αυτοί αποτελούν το αντικείμενο μελέτης και ανάλυσης. Μπορεί να είναι πρώτη έκδοση βαθμού, αναβάθμιση, υποβάθμιση, επαναξιολόγηση βαθμού χωρίς αλλαγή από τον τελευταίο βαθμό και απόσυρση αξιολόγησης.

Οι βαθμοί υπολογίζονται στην κλίμακα της Fitch με αρχή το AAA+ και τέλος το D. Με άλλα λόγια, υπολογίζονται σε κάθε κατηγορία και όλα τα – και +. Για παράδειγμα, μελετάται στην μορφή AAA+ , AAA και AAA-. Όπως εξηγεί το Corporate Finance Institute, τα δεδομένα αυτά ονομάζονται τακτικά (ordinal). Τακτικά δεδομένα είναι ποιοτικά δεδομένα τα οποία ακολουθούν μια σειρά. Ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας έχει συγκεκριμένη σειρά. Πρέπει όμως να αναφερθεί η σημασία του διαστήματος. Πόσο απέχουν οι βαθμοί μεταξύ τους; Είναι το διάστημα σταθερό; Ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας όπως έχει οριστεί, είναι η γνώμη των οίκων για την ικανότητα αποπληρωμής των υποχρεώσεων. Από την στιγμή που ο βαθμός είναι η γνώμη, τότε δεν υπάρχει σταθερό και ευρέως αποδεκτό διάστημα. Κάθε οίκος αξιολόγησης αναπτύσσει το δικό του μοντέλο ανάλυσης. Θέτει τα δικά του όρια ανάμεσα στις κατηγορίες κινδύνου. Κάθε αναλυτής εφαρμόζει την δική του κριτική ικανότητα. Επίσης, οι οίκοι δεν έχουν καν τις ίδιες βαθμολογίες. Συνεπώς το διάστημα είναι υποκειμενική απόφαση για τον κάθε οίκο. Σε αυτή την έρευνα, όλοι οι βαθμοί έχουν μετατραπεί σε ποσοτικά δεδομένα θέτοντας το διάστημα ίσο με την μονάδα σε κάθε βαθμίδα. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει την αντιστοιχία βαθμών σε ποσοτικά νούμερα.

Πίνακας 5.1 : Ποσοτικοποίηση Βαθμών

AAA+	1	A+	7	BB+	13	CCC+	19	C+	25
AAA	2	A	8	BB	14	CCC	20	C	26
AAA-	3	A-	9	BB-	15	CCC-	21	C-	27
AA+	4	BBB+	10	B+	16	CC+	22	RD	28
AA	5	BBB	11	B	17	CC	23	D	29
AA-	6	BBB-	12	B-	18	CC-	24		

Η ποσοτικοποίηση δείχνει πως αύξηση του βαθμού μειώνει τον αριθμό, ο οποίος εκφράζει τον πιστωτικό κίνδυνο. Πλέον μπορεί να υπολογιστεί η σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Όλες οι μεταβλητές είναι ποσοτικά δεδομένα. Για τον υπολογισμό της σχέσης μεταξύ δύο ποσοτικών μεταβλητών χρησιμοποιείται ο συντελεστής συσχέτισης (correlation coefficient). Ο συντελεστής συσχέτισης δείχνει κατά πόσο δύο μεταβλητές μεταβάλλονται προς την ίδια κατεύθυνση με την προϋπόθεση ότι η σχέση τους είναι γραμμική (Γαρδέλης, 2013). Ο συντελεστής συσχέτισης του Pearson υπολογίζεται μαθηματικά από την εξίσωση :

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{(n - 1)s_x s_y}$$

Όπου x_i και y_i , $i = 1, 2, \dots, n$ είναι οι τιμές των δύο μεταβλητών X και Y και s_x , s_y οι τυπικές αποκλίσεις τους. Οι τιμές που μπορεί να λάβει ο συντελεστής συσχέτισης είναι από -1 έως +1. Μια τιμή συσχέτισης -1, φανερώνει πλήρης αρνητική συσχέτιση. Οι μεταβλητές κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση. Αντιθέτως, εάν ο συντελεστής συσχέτισης είναι 1, τότε υπάρχει πλήρης θετική συσχέτιση. Εάν είναι 0, τότε δεν υπάρχει γραμμική συσχέτιση.

Η συσχέτιση που θα υπολογιστεί και θα αναλυθεί παρακάτω είναι η σχέση μεταξύ δεικτών και πιστωτικού κινδύνου/πιθανότητας αθέτησης. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της συσχέτισης προέρχονται από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών και τις ανακοινωμένες βαθμολογίες της Fitch Ratings. Οι οικονομικές καταστάσεις αντλήθηκαν είτε από τις επίσημες ιστοσελίδες των εταιρειών είτε από το www.annualreports.com. Όλα τα νούμερα είναι εκφρασμένα σε εκατομμύρια \$. Θα παρατηρηθεί πως η Fitch ανακοινώνει τον βαθμό σε διάφορες ημερομηνίες μέσα στην διάρκεια του έτους. Όταν δεν υπάρχει αλλαγή της βαθμολογίας από τον οίκο, συμπεραίνεται μια συνέχεια στην πιστοληπτική ικανότητα. Συνεπώς, αντλούνται δεδομένα από τις ετήσιες

χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που καλύπτουν κάθε χρήση, δηλαδή έως 31/12 κάθε έτους. Αυτές οι καταστάσεις είναι ελεγμένες. Στις περιπτώσεις μεταβολής του βαθμού, τα δεδομένα λαμβάνονται από τις πιο πρόσφατες ανακοινωμένες οικονομικές καταστάσεις. Για παράδειγμα, για την αναβάθμιση της First Energy Corporation το Νοέμβριο του 2020, τα δεδομένα αντλήθηκαν από τις τριμηνίες οικονομικές καταστάσεις του 3^{ου} τριμήνου του 2020. Αυτές καλύπτουν μέχρι την 30^η Σεπτεμβρίου 2020. Δηλαδή, από την κατάσταση ταμειακών ροών, χρησιμοποιήθηκαν οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες από 1/1 έως 30/9, σωρευτικά από 3 τριμηνίες οικονομικές καταστάσεις.

Το δείγμα αποτελείται από δέκα εταιρείες του κλάδου ενέργειας, με δραστηριότητες στο πετρέλαιο, στο ηλεκτρικό ρεύμα και στο φυσικό αέριο. Στην ευρύτερη κατηγορία εταιρειών του κλάδου ενέργειας, υπάρχουν εταιρείες των οποίων την πιστοληπτική ικανότητα δεν αξιολογεί η Fitch. Για την έρευνα, βρέθηκαν μεγάλες εταιρείες, τις οποίες η Fitch έχει βαθμολογήσει. Οι εταιρείες είναι :

1. NextEra Energy
2. Royal Dutch Shell
3. TotalEnergies
4. BP
5. DTE Energy
6. PG&E Corp
7. Southern Company
8. FirstEnergy
9. American Electric Power
10. Dominion Energy Inc

5.1.1 Συσχέτιση Κερδοφορίας

Οι δείκτες των δέκα αυτών εταιρειών υπολογίστηκαν και εξετάστηκε η συσχέτιση με τους βαθμούς της Fitch. Η ανάλυση προσπαθεί να επαληθεύσει την γενική άποψη της αγοράς για τους δείκτες. Δηλαδή όσο περισσότερο κερδοφόρα είναι η εταιρεία, τόσο καλύτερη η δυνατότητα αποπληρωμής των υποχρεώσεων. Πρώτος δείκτης είναι το μικτό περιθώριο κέρδους. Στην ανάλυση του χρηματοοικονομικού προφίλ, ειπώθηκε πως όσο υψηλότερος είναι

ο δείκτης, τόσο καλύτερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα της υπό-αξιολόγησης εταιρείας. Η συσχέτιση του δείκτη με τους βαθμούς των δέκα εταιρειών είναι :

Πίνακας 5.2 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Μικτού Περιθωρίου Κέρδους
NextEra Energy	0,78
Royal Dutch Shell	-0,50
Total Energies	-0,57
BP	-0,31
DTE Energy	-0,32
PG&E Corp	-0,91
Southern Company	-0,06
First Energy	0,27
American Electric Power	0,18
Dominion Energy	0

Εδώ 6 από τις 10 εταιρείες εμφανίζουν αρνητικό συντελεστή συσχέτισης. Ο αρνητικός συντελεστής συσχέτισης σημαίνει πως μια αύξηση του δείκτη επιφέρει μείωση του πιστωτικού κινδύνου, μείωση της εκτιμώμενης πιθανότητας αθέτησης και άρα ωθεί προς αναβάθμιση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας. Μια μείωση του δείκτη φέρνει αύξηση του πιστωτικού κινδύνου, αύξηση της πιθανότητας αθέτησης και άρα ωθεί την αξιολόγηση προς υποβάθμιση. Επιβεβαιώνει έτσι την γενική εικόνα της αγοράς πως όσο κερδοφόρα είναι η εταιρεία τόσο περισσότερο μπορεί να ανταπεξέλθει στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της. Όμως ο κανόνας αυτός δεν ισχύει πάντα. 3 εταιρείες εμφανίζουν θετική σχέση του δείκτη με τον πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό δείχνει πως ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους δεν μπορεί από μόνος του να δείξει βελτίωση ή επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας. Ομοίως η κερδοφορία της επιχείρησης δεν μπορεί από μόνη της να οδηγήσει σε αναβάθμιση ή υποβάθμιση. Ακόμα, μία εταιρεία παρουσιάζει συντελεστή συσχέτισης ίσο με το 0. Η Dominion Energy, εμφανίζει μεταβλητότητα στα οικονομικά μεγέθη και στους δείκτες χωρίς όμως καμία αλλαγή του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας. Η περίπτωση της Dominion Energy θα αναλυθεί σε ειδική μελέτη περίπτωσης παρακάτω. Η μη ύπαρξη συσχέτισης δεν θα αναφερθεί στην ανάλυση των υπόλοιπων δεικτών.

Πίνακας 5.3 : Σχέση Μικτού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σχέση Μικτού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας		
↑ Δείκτη	↓ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↑ Βαθμού
↓ Δείκτη	↑ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↓ Βαθμού

Ο δεύτερος δείκτης ρευστότητας είναι το λειτουργικό περιθώριο κέρδους. Όπως ο προηγούμενος δείκτης έτσι και αυτός έχει αρνητική σχέση με τον πιστωτικό κίνδυνο.

Πίνακας 5.4 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους
NextEra Energy	0,61
Royal Dutch Shell	-0,43
Total Energies	-0,54
BP	-0,38
DTE Energy	-0,01
PG&E Corp	-0,92
Southern Company	-0,07
First Energy	-0,47
American Electric Power	0,13
Dominion Energy	0

7 από τις 10 έχουν αρνητικό συντελεστή. Βελτίωση του δείκτη σημαίνει μείωση του πιστωτικού κινδύνου. Επιβεβαιώνει το ότι όσο μεγαλύτερος ο δείκτης, τόσο καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα. Δεν είναι όμως απαραίτητος κανόνας. Στο δείγμα, δύο εταιρείες έχουν θετικό συντελεστή. Όπως πριν έτσι και εδώ, η NextEra Energy και η American Electric Power Company έχουν θετική συσχέτιση.

Πίνακας 5.5 : Σχέση Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σχέση Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας		
↑ Δείκτη	↓ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↑ Βαθμού
↓ Δείκτη	↑ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↓ Βαθμού

Έπειτα υπολογίστηκε ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους. Όντας παρόμοιος δείκτης με τους δύο προηγούμενους, αλλά πιο αυστηρός, τείνει και αυτός να οδηγεί στο ίδιο συμπέρασμα.

Πίνακας 5.6 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους
NextEra Energy	0,61
Royal Dutch Shell	-0,31
Total Energies	-0,31
BP	-0,42
DTE Energy	-0,02
PG&E Corp	-0,95
Southern Company	0,25
First Energy	-0,22
American Electric Power	0,04
Dominion Energy	0

Όπως πριν, 6 στις 10 εταιρείες έχουν αρνητικό συντελεστή. Επιβεβαιώνει εν μέρει την γενική εικόνα ότι όσο μεγαλύτερη η κερδοφορία τόσο μικρότερη η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων. Επισημαίνεται πάλι, πως εξαιρέσεις υπάρχουν. Οι εταιρείες αυτές εμφανίζουν επί των πλείστων καθαρά κέρδη. Με κέρδη να μένουν στις εταιρείες μετά από τα έξοδα, οι εταιρείες κρατούν κεφάλαιο και έτσι μειώνουν την πιθανότητα αθέτησης αποπληρωμής υποχρεώσεων ακόμα και σε έκτακτες δυσμενείς περιπτώσεις. Πάλι η NextEra και η American Electric Power έχουν θετική συσχέτιση.

Πίνακας 5.7 : Σχέση Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σχέση Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας		
↑ Δείκτη	↓ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↑ Βαθμού
↓ Δείκτη	↑ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↓ Βαθμού

Ο τελευταίος δείκτης κερδοφορίας είναι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE). Ο δείκτης ROE έχει και αυτός αρνητικό συντελεστή συσχέτισης με τον πιστωτικό κίνδυνο. Ακολουθεί το μοτίβο όλων των δεικτών κερδοφορίας.

Πίνακας 5.8 : Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων
NextEra Energy	-0,11
Royal Dutch Shell	-0,62
Total Energies	-0,63
BP	-0,62
DTE Energy	0,10
PG&E Corp	-0,96
Southern Company	-0,46
First Energy	-0,19
American Electric Power	0,24
Dominion Energy	0

Εδώ 7 από τις 10 εταιρείες έχουν αρνητικό συντελεστή συσχέτισης. Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων και ο πιστωτικός κίνδυνος κινούνται σε αντίθετες κατευθύνσεις. Όσο αυξάνεται ο ROE, τόσο μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος. Εξάιρεση είναι οι DTE Energy και η American Electric Power Company. Στην περίπτωση της NextEra, είναι ο μόνος δείκτης κερδοφορίας που ακολουθεί τον γενικό κανόνα. Με συντελεστή συσχέτισης ίσο με -0,11, η NextEra Energy φαίνεται αμυδρά να μειώνει την πιθανότητα αθέτησης καθώς αυξάνει την απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Διαφορές ανάμεσα στο ROE και τους άλλους δείκτες κερδοφορίας είναι το γεγονός

πως στο ROE υπολογίζονται τα ίδια κεφάλαια ενώ οι 3 προηγούμενοι δείκτες επηρεάζονται από τις συνολικές πωλήσεις.

Πίνακας 5.9 : Σχέση Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σχέση Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας		
↑ Δείκτη	↓ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↑ Βαθμού
↓ Δείκτη	↑ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↓ Βαθμού

Μετά από τους 4 δείκτες κερδοφορίας, μπορεί κανείς να συμπεράνει πως όσο αυξάνεται η κερδοφορία τόσο μειώνεται η πιθανότητα αθέτησης σύμφωνα με τα μοντέλα της Fitch. Υπάρχουν βέβαια αρκετές εξαιρέσεις. Η NextEra Energy και η American Electric Power Company είναι εταιρείες που αντιβαίνουν στην γενική τάση της αγοράς. Επίσης, ο συντελεστής συσχέτισης δεν προσδίδει ισχυρή αρνητική σχέση. Θα πρέπει ο κάθε αναλυτής της πιστοληπτικής ικανότητας να εξετάζει την κάθε εταιρεία ξεχωριστά. Στην PG&E φαίνεται η κερδοφορία της να επηρεάζει αρκετά την πιστοληπτική ικανότητα στην τελευταία δεκαετία. Όλοι οι δείκτες κερδοφορίας είναι κοντά στο -1. Αντίθετα, η DTE Energy, έχει συντελεστές συσχέτισης κοντά στο μηδέν. Στην DTE Energy, τα τελευταία περίπου 20 χρόνια, η κερδοφορία φαίνεται να μην αποτελεί τον παράγοντα με τον υψηλότερο βαθμό σημαντικότητας. Τέλος η περίπτωση της Dominion Energy δείχνει πως όλοι οι δείκτες μεταβάλλονται αλλά η Fitch δεν προχώρησε σε κάποια υποβάθμιση ή αναβάθμιση.

5.1.2 Συσχέτιση Ρευστότητας

Σχετικά με την ρευστότητα, οι εταιρείες επιθυμούν υψηλά ποσοστά δεικτών ρευστότητας. Όπως αναφέρθηκε στο συγκεκριμένο κεφάλαιο, όσο περισσότερη η ρευστότητα, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων. Για την έρευνα, υπολογίστηκε ο δείκτης γενικής ρευστότητας και το καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Ο δείκτης ρευστότητας υπολογίστηκε να έχει θετική συσχέτιση με τον πιστωτικό κίνδυνο σε 5 από τις 10 εταιρείες. 4 από τις 10 έχουν αρνητικό συντελεστή συσχέτισης. Παρά το γεγονός πως η Fitch παρουσιάζει

στο επενδυτικό κοινό την ρευστότητα σε κάθε ανακοίνωση βαθμού, δεν εξάγεται ισχυρό συμπέρασμα για την σχέση του δείκτη γενικής ρευστότητας με τον πιστωτικό κίνδυνο.

Πίνακας 5.10 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Δείκτη Γενικής Ρευστότητας

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Δείκτη Γενικής Ρευστότητας
NextEra Energy	-0,39
Royal Dutch Shell	0,55
Total Energies	-0,37
BP	0,46
DTE Energy	0,25
PG&E Corp	-0,82
Southern Company	-0,28
First Energy	0,16
American Electric Power	0,65
Dominion Energy	0

Είναι επίσης δύσκολο να εξαχθεί συμπέρασμα για το καθαρό κεφάλαιο κίνησης. 6 από τις 10 εταιρείες έχουν θετικό συντελεστή συσχέτισης του καθαρού κεφαλαίου κίνησης με τον πιστωτικό κίνδυνο. Αντιθέτως 3 έχουν αρνητικό συντελεστή συσχέτισης. Αξίζει όμως να τονισθεί πως στις 3 εταιρείες αυτές, η αρνητική σχέση είναι πιο ισχυρή από την θετική σχέση των άλλων εταιρειών.

Πίνακας 5.11 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης
NextEra Energy	-0,52
Royal Dutch Shell	0,46
Total Energies	0,45
BP	0,46
DTE Energy	0,11
PG&E Corp	-0,89
Southern Company	-0,49
First Energy	0,08
American Electric Power	0,74
Dominion Energy	0

Στην ανάλυση του χρηματοοικονομικού προφίλ αναφέρθηκε πως αρνητικό κεφάλαιο κίνησης φέρνει δυσκολίες σε μια εταιρεία και συνεπώς αυξάνει την εκτιμώμενη πιθανότητα αθέτησης. Επαληθεύεται αυτό στις δέκα εξεταζόμενες εταιρείες; Από τις 10 εταιρείες, 7 εταιρείες έχουν αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Πράγματι σε όλες τις εταιρείες με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης με εξαίρεση την Dominion, υπάρχει υποβάθμιση. Στην περίπτωση της DTE Energy, παρατηρούνται και θετικό κεφάλαιο κίνησης και αρνητικό. Όταν το κεφάλαιο κίνησης είναι αρνητικό, τότε παρατηρείται υποβάθμιση. Από την πρώτη έκδοση βαθμού το 2001 μέχρι και το 2007, η DTE Energy έχει αρνητικό κεφάλαιο κίνησης. Το 2003 παρατηρείται υποβάθμιση. Από το 2007 έχει θετικό κεφάλαιο κίνησης. Λίγα χρόνια αργότερα, το 2015 η Fitch αναβαθμίζει την εταιρεία. Ο οίκος ξανά υποβαθμίζει την εταιρεία το 2020 σε περίοδο αρνητικού κεφαλαίου κίνησης. Το 2018 και 2019 η επιχείρηση έφτασε -1,1 δις \$ και -0,9 δις \$ καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Συνεπώς η πιστοληπτική ικανότητα της DTE Energy φαίνεται να επηρεάζεται από την μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Επιπρόσθετα, πρέπει να αναφερθεί πως στις εταιρείες με θετικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης, πάλι παρατηρείται υποβάθμιση από τον οίκο. Συμπερασματικά, η ρευστότητα είναι σημαντική, αλλά πρέπει να εξετάζεται εξατομικευμένα σε κάθε κατάσταση. Η Fitch εξετάζει τα ρευστά διαθέσιμα πάντα σε σύγκριση με τις μελλοντικές υποχρεώσεις που έχει εκτιμήσει κάθε φορά. Δεν προκύπτει γενικός κανόνας για τον κλάδο ενέργειας από την μελέτη των δέκα αυτών συγκεκριμένων εταιρειών.

5.1.3 Συσχέτιση Δεικτών Ταμειακών Ροών

Στη συνέχεια, εξετάστηκαν οι δύο δείκτες ταμειακών ροών. Εναλλακτικά, μπορεί κάποιος να τους κατηγοριοποιήσει ως δείκτες χρέους. Πρώτος δείκτης είναι ο FFO προς χρέος. Σύμφωνα με τα προηγούμενα, ένας υψηλός βαθμός έρχεται από έναν μεγάλο δείκτη FFO προς χρέος. Όσο μεγαλύτερες οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και όσο μικρότερες οι υποχρεώσεις, τόσο μεγαλύτερος ο δείκτης.

Πίνακας 5.12 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – FFO προς χρέος

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – FFO προς χρέος
NextEra Energy	-0,38
Royal Dutch Shell	-0,37
Total Energies	-0,69
BP	-0,80
DTE Energy	-0,04
PG&E Corp	-0,21
Southern Company	-0,72
First Energy	-0,42
American Electric Power	0,29
Dominion Energy	0

8 από τις 10 έχουν αρνητικό συντελεστή συσχέτισης. Αυτό σημαίνει πως μια αύξηση του δείκτη οδηγεί σε μείωση του πιστωτικού κινδύνου και άρα πιέζει για αναβάθμιση. Επαληθεύει την άποψη των επενδυτών. Μάλιστα 3 από τις 10 εταιρείες εμφανίζουν υψηλή σχέση του δείκτη με τον πιστωτικό κίνδυνο και άρα με τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η περίπτωση της PG&E με πολλές έκτακτες ζημίες.

Πίνακας 5.13 : Σχέση FFO προς χρέος με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σχέση FFO προς χρέος με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας		
↑ Δείκτη	↓ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↑ Βαθμού
↓ Δείκτη	↑ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↓ Βαθμού

Ο δεύτερος δείκτης είναι ο δείκτης χρέους προς ΚΠΤΦΑ. Στο κεφάλαιο του χρηματοοικονομικού προφίλ ειπώθηκε το εξής. Ένας μεγάλος δείκτης χρέους προς ΚΠΤΦΑ σηματοδοτεί υψηλά επίπεδα χρέους και μεγάλη πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων. Συνεπώς αναμένεται θετικός συντελεστής συσχέτισης.

Πίνακας 5.14 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Χρέους προς ΚΠΤΦΑ

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Χρέους προς ΚΠΤΦΑ
NextEra Energy	0,17
Royal Dutch Shell	0,32
Total Energies	0,32
BP	-0,10
DTE Energy	0,06
PG&E Corp	-0,08
Southern Company	0,44
First Energy	0,18
American Electric Power	-0,02
Dominion Energy	0

Όντως στις 6 από τις 10 εταιρείες ενέργειας παρατηρείται θετικός συντελεστής συσχέτισης. Όμως δεν παρατηρείται ισχυρή σχέση μεταξύ του δείκτη και του πιστωτικού κινδύνου. Ο μεγαλύτερος συντελεστής συσχέτισης είναι 0,44 της Southern Company. Ο αριθμητικός μέσος όρος των θετικών συντελεστών είναι 0,25. Οι 3 εταιρείες που έχουν αρνητικό συντελεστή, αυτός και στις 3 είναι πολύ κοντά στο 0. Συνεπώς επιβεβαιώνεται στην αγορά η θετική σχέση δείκτη και κινδύνου.

Πίνακας 5.15 : Σχέση χρέους προς ΚΠΤΦΑ με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σχέση χρέους προς ΚΠΤΦΑ με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας		
↑ Δείκτη	↑ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↓ Βαθμού
↓ Δείκτη	↓ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↑ Βαθμού

5.1.4 Συσχέτιση Μόχλευσης

Ο τελευταίος δείκτης είναι το gearing ή δείκτης μόχλευσης. Είναι ο δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια. Μεγάλη μόχλευση σημαίνει πως η εταιρεία χρηματοδοτεί τις δραστηριότητες και τις επενδύσεις της κυρίως με χρέος. Ταυτόχρονα υψηλό χρέος φέρνει υψηλό πιστωτικό κίνδυνο και συνεπώς μειώνει την πιστοληπτική ικανότητα. Σύμφωνα με την γενική πρακτική, ο συντελεστής συσχέτισης θα πρέπει να είναι θετικός.

Πίνακας 5.16 : Συντελεστές Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Μόχλευσης

Εταιρείες	Συντελεστής Συσχέτισης Πιστωτικού Κινδύνου – Μόχλευσης
NextEra Energy	-0,47
Royal Dutch Shell	0,16
Total Energies	0,31
BP	0,29
DTE Energy	0,36
PG&E Corp	0,24
Southern Company	0,65
First Energy	0,17
American Electric Power	-0,27
Dominion Energy	0

Και εδώ 7 στις 10 εταιρείες ακολουθούν την γενική εικόνα της αγοράς. Οι 7 εταιρείες έχουν θετικό συντελεστή συσχέτισης. Μια αύξηση της μόχλευσης σημαίνει αύξηση του

πιστωτικού κινδύνου και μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας. Μια αύξηση του χρέους (συνολικών υποχρεώσεων) επιδεινώνει την πιστοληπτική ικανότητα. Ο μέσος όρος των θετικών συντελεστών συσχέτισης είναι 0,31. Συμπεραίνεται πως η μόχλευση και ο βαθμός δεν έχουν ισχυρή σχέση.

Πίνακας 5.17 : Σχέση Μόχλευσης με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σχέση Μόχλευσης με Πιστωτικό Κίνδυνο και Βαθμό Πιστοληπτικής Ικανότητας		
↑ Δείκτη	↑ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↓ Βαθμού
↓ Δείκτη	↓ Πιστωτικού Κινδύνου / Πιθανότητας Αθέτησης	↑ Βαθμού

Το συμπέρασμα είναι πως οι 10 εταιρείες επιβεβαιώνουν την γενική εικόνα των επενδυτών για τις σχέσεις δεικτών και πιστοληπτικής ικανότητας. Αυξημένη κερδοφορία βελτιώνει την πιστοληπτική ικανότητα. Η ρευστότητα ακολουθεί το ίδιο μοτίβο, αξίζει όμως να διερευνηθεί περαιτέρω. Οι δείκτες, οι οποίοι είτε στον παρονομαστή είτε στον αριθμητή έχουν το χρέος, τείνουν να επηρεάζουν πιο σημαντικά την βαθμολογία. Αυτό επιβεβαιώνεται και από τις παρακάτω μελέτες περίπτωσης. Συγκεκριμένα, αναμενόμενες ή μη αναμενόμενες αυξήσεις των υποχρεώσεων αποτελούν συνήθως αιτία για επαναξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Η Fitch εξετάζει τις νέες υποχρεώσεις και παράλληλα εξετάζει αν η κερδοφορία και η ρευστότητα βοηθούν ή θα βοηθήσουν στην αποπληρωμή των έκτακτων υποχρεώσεων. Τέλος, οι υπολογισθέντες συντελεστές συσχέτισης δεν έδειξαν ισχυρή σχέση, καθώς τα οικονομικά δεδομένα δεν είναι τα μόνα δεδομένα που επιδρούν στην πιστοληπτική ικανότητα. Πολλά ποιοτικά δεδομένα, όπως ο κλάδος και άλλα που παρουσιάστηκαν στο σχετικό κεφάλαιο, έχουν μεγάλη επιρροή στην διαδικασία αξιολόγησης.

5.2 Μελέτη Περίπτωσης : American Electric Power Company

Παρατηρήθηκε στην παραπάνω έρευνα πως η American Electric Power Company είχε αντίθετους συντελεστές συσχέτισης. Είχε θετικό συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα στην κερδοφορία και τον πιστωτικό κίνδυνο. Παράλληλα, σε όλους τους δείκτες χρέους, δηλαδή

χρέος προς ΚΠΤΦΑ, FFO προς χρέος και μόχλευση, είχε αντίθετους συντελεστές. Η μελέτη περίπτωσης θα δείξει πως η Fitch δικαιολογεί τις αλλαγές βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας.

Με αρχική βαθμολογία το BBB+, η Fitch υποβάθμισε την εταιρεία τον Μάρτιο του 2003. Σε μια πρόταση, η υποβάθμιση οφείλεται σε μεταβολή της μόχλευσης. Την περίοδο εκείνη, η μόχλευση υπολογίζεται στο 3,9. Η Fitch παρουσιάζει τα πρόσφατα τότε γεγονότα. Μάλιστα τα σχολιάζει θετικά. Σχολιάζει θετικά τις σταθερές ταμειακές ροές από θυγατρικές και την ανάληψη κεφαλαίου ύψους 1 δις \$ από έκδοση μετοχικού κεφαλαίου για ζημίες του 2002. Ακόμα κρίνει θετικά τις προσπάθειες μείωσης την μόχλευσης και αύξησης της ρευστότητας. Αλλά η βελτίωση των οικονομικών της θα έρθει από πωλήσεις μη βασικών πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Αυτές τις πωλήσεις, κρίνει δύσκολες, λόγω των συνθηκών της αγοράς και του κλάδου εκείνη την δεδομένη χρονική περίοδο. Στα επόμενα χρόνια, δεν παρατηρείται μεγάλη αλλαγή στην μόχλευση. Χρειάζονται δύο χρόνια (31/12/2004) για να μειώσει την μόχλευση στο 3, η οποία παρέμεινε σε αυτά τα επίπεδα μέχρι και το 2007. Συνεπώς αύξηση της μόχλευσης οδήγησε σε υποβάθμιση ενώ μείωση της μόχλευση δεν έφερε αναβάθμιση.

14 χρόνια μετά, το 2017 η Fitch αναβαθμίζει την ΑΕΡ από BBB σε BBB+. Η αναβάθμιση δικαιολογείται ως εξής. Η έξοδος από την εμπορική παραγωγή (ποιοτική ανάλυση), η μετάβαση του ρυθμιζόμενου στόλου από την παραγωγή άνθρακα (ποιοτική ανάλυση) και η διατήρηση των πιστωτικών δεικτών πάρα τις αυξημένες κεφαλαιουχικές δαπάνες (ποσοτική ανάλυση) είναι τα αίτια της αναβάθμισης. Ειδικότερα, η Fitch παρουσιάζει τους πιστωτικούς δείκτες της εταιρείας. Συγκεκριμένα γράφει πως οι δείκτες ταμειακών ροών, μόχλευσης και δείκτες κάλυψης παγίων εξόδων είναι στα όρια της BBB+ κατηγορίας, παρά τις μεγάλες κεφαλαιακές δαπάνες. Συνεπώς η Fitch αναβάθμισε την εταιρεία κυρίως λόγω ποιοτικών δεδομένων. Φυσικά οι ποιοτικές αλλαγές της εταιρείας, όπως σημειώθηκαν παραπάνω, επιδρούν και στα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας, αλλά ως αποφάσεις της διοίκησης δεν παύουν να αποτελούν χαρακτηριστικά της εταιρικής πολιτικής και διακυβέρνησης.

Η τελευταία αλλαγή βαθμού είναι η υποβάθμιση του 2021. Και αυτή η αλλαγή βασίζεται στην μόχλευση. Αφορμή της επαναξιολόγησης είναι τα έσοδα ύψους 1,45 δις \$ από την πώληση της KPCo, τα οποία θα κατευθυνθούν για αντιστάθμιση μελλοντικών αναγκών σε ίδια κεφάλαια το 2022. Εξαιτίας αυτού, ο οίκος υπολογίζει την FFO μόχλευση στο 5,4x. Ο δείκτης ξεπερνάει το όριο του 5,0x και άρα εκπίπτει από την BBB+ κατηγορία. Αναλύει ακόμα πως μεγάλο μέρος των κεφαλαιακών δαπανών προέρχεται από χρέος. Ο λόγος που δεν αντικατοπτρίζεται η αρνητική σχέση χρέους και βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας είναι καθώς

πρώτον, η αλλαγή βαθμού είναι σχετικά μικρή και κυμαίνεται ανάμεσα σε μικρά όρια δεικτών και δεύτερον η Fitch αξιολογεί την μόχλευση με 9 δείκτες. Όλοι οι δείκτες σε συνδυασμό με τα γεγονότα/ποιοτικά δεδομένα καταλήγουν σε ένα βαθμό. Ο οίκος παρουσιάζει τους δείκτες του αναλυτικά στο οδηγό της Fitch στους πιστωτικούς δείκτες.

5.3 Μελέτη Περίπτωσης : Dominion Energy

Στην ανάλυση της σχέσης των δεικτών με τον πιστωτικό κίνδυνο και κατ' επέκταση με τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας, η Dominion Energy έδειξε συντελεστή συσχέτισης ίσο με 0. Με άλλα λόγια, η Fitch βαθμολόγησε και εξακολουθεί να βαθμολογεί την εταιρεία με BBB+. Η πρώτη αξιολόγηση έγινε στις 30 Σεπτεμβρίου του 2004. Από τότε έγιναν πολλές επαναξιολογήσεις χωρίς ο οίκος να αλλάξει τον βαθμό. Στο διάστημα αυτό, έγιναν αξιολογήσεις σε πολλά χρεόγραφα της εταιρείας και στις θυγατρικές της. Η Dominion όμως θεωρείται ότι έχει BBB+ πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό δεν σημαίνει πως τα οικονομικά μεγέθη και οι δείκτες δεν έχουν επίδραση στον πιστωτικό κίνδυνο και στην πιστοληπτική ικανότητα. Εξάλλου, ο συντελεστής συσχέτισης εξετάστηκε στο κάθε δείκτη ξεχωριστά και όχι ως σύνολο. Είναι πιθανό το χρέος να αυξήθηκε, αλλά παράλληλα να αυξήθηκε και η ρευστότητα, με αποτέλεσμα να μην αυξηθεί ο πιστωτικός κίνδυνος. Η μη αλλαγή του βαθμού θα διερευνηθεί από τις ανακοινώσεις της Fitch.

Η πιο πρόσφατη επαναξιολόγηση έγινε το 2023. Με ανακοίνωση της Fitch στις 28 Αυγούστου του 2023, η εταιρεία διατηρεί το BBB+. Η Fitch βρήκε υψηλό δείκτη FFO μόχλευσης στην Dominion Energy. Συγκεκριμένα ενημερώνει στην ανακοίνωση το εξής. Κατά την κατασκευή ενός έργου της θυγατρικής της, η Dominion Energy αναμένεται να έχει FFO μόχλευση πάνω από 5,0x, που είναι το κάτω όριο για την BBB+. Ο οίκος όμως εκτιμάει πως ο υψηλός δείκτης μόχλευσης θα είναι προσωρινός και με την ολοκλήρωση του έργου θα βελτιωθεί. Η ολοκλήρωση του έργου χωρίς επιπλέον κόστη συν το ευνοϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο για την κατασκευή του έργου, οδηγεί τον αναλυτή στο να μετριάσει την εικόνα της μόχλευσης προσωρινά. Επομένως, αναγνωρίζει η Fitch πως η αύξηση της μόχλευσης πρέπει να φέρει υποβάθμιση, αλλά για τους παραπάνω λόγους η εταιρεία δεν υποβαθμίζεται.

Στην ανακοίνωση αναλύει πολλά γεγονότα και οικονομικά μεγέθη τόσο για την Dominion όσο και τις θυγατρικές της. Αυτό που αξίζει να αναφερθεί είναι οι πιθανοί λόγοι

αναβάθμισης ή υποβάθμισης. Συγκεκριμένα γράφει πως την δεδομένη χρονική στιγμή (2023), εκτιμάται πως είναι δύσκολο να έρθει μια αναβάθμιση λόγω της υψηλής μόχλευσης. Η αναβάθμιση θα έρθει εάν η FFO μόχλευση πέσει κάτω από 4,3x. Η υποβάθμιση θα έρθει εάν η FFO μόχλευση ξεπεράσει το 5,4x για μεσοπρόθεσμο διάστημα και εάν ο δείκτης είναι πάνω από 5,0x αφού τεθεί σε λειτουργία το νέο έργο. Άλλος λόγος υποβάθμισης είναι η υποβάθμιση της θυγατρικής VEPCo σε BBB+.

Όμοια περίπτωση είναι η επαναξιολόγηση της 8^{ης} Οκτωβρίου 2019. Η επιβεβαίωση του βαθμού αιτιολογείται από την σταθερή κερδοφορία της εταιρείας. Πράγματι οι δείκτες κερδοφορίας στην τριετία 2016-2018, έχουν ιδιαίτερα μικρή μεταβλητότητα, όπως φαίνεται στο αντίστοιχο παράρτημα. Ακόμα ο οίκος έχει εξετάσει τις ενέργειες της διοίκησης της εταιρείας για διαχείριση του πιστωτικού κίνδυνου. Όπως γράφει ο οίκος, οι δείκτες μόχλευσης της εταιρείας αναμένεται να έρθουν μέσα στα όρια της βαθμίδας της BBB+ μέχρι το τέλος της εκτιμώμενης περιόδου. Στο τέλος της ανακοίνωσης, η Fitch πάλι παρουσιάζει διάφορες αφορμές/αιτίες που θα φέρουν μια αναβάθμιση ή υποβάθμιση.

Παρόμοιο πρόβλημα εντοπίζεται και το 2013. Οι δείκτες χρέους και μόχλευσης είναι άνω των ορίων για την συγκεκριμένη βαθμίδα. Όμως στην ανάλυση ρευστότητας, η Fitch τονίζει την επαρκή ρευστότητα. Έχει ήδη εκτιμήσει σταθερές ταμειακές ροές και έχει ήδη αξιολογήσει το επενδυτικό πλάνο της εταιρείας.

Το συμπέρασμα στην περίπτωση της Dominion Energy είναι πως ένας δείκτης δεν είναι αρκετός για την Fitch για να υποβαθμίσει ένα μακροπρόθεσμο IDR. Όλα έχουν να κάνουν με τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας και τις εκτιμήσεις των αναλυτών του οίκου.

5.4 Μελέτη Περίπτωσης : Pacific Gas and Electric Company

Η Fitch τον Ιανουάριο του 2019 υποβάθμισε την εταιρεία αρχικά με C και λίγες μέρες αργότερα με D – Default, ενημερώνοντας το επενδυτικό κοινό για αθέτηση των υποχρεώσεων της. Αρχικά η Fitch βαθμολόγησε την PG&E στις 8 Νοεμβρίου του 2004 με BBB-. Για μια δεκαετία η Fitch βαθμολογεί την εταιρεία με BBB, BBB+ και A-. Με την μεγαλύτερη περίοδο σταθερής βαθμολογίας να είναι τα έτη 2011 έως 2015. Έπειτα ο οίκος αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα σε A-. Εδώ τίθενται 2 ερωτήματα. Γιατί η Fitch υποβάθμιζε και αναβάθμιζε την εταιρεία με τέτοια συχνότητα, την ώρα που οι υπόλοιπες υπό μελέτη εταιρείες εμφανίζουν

λιγότερες διακυμάνσεις στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Το δεύτερο ερώτημα είναι το τι έγινε το 2018-2019 έτσι ώστε από BBB- να πέσει σε C και λίγες μέρες μετά σε Default.

Στο πρώτο ερώτημα, απάντηση δίνουν τα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας. Σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου ενέργειας, η PG&E εμφανίζει κατά μέσο όρο τον χαμηλότερο δείκτη ROE. Στην περίοδο 2010 με 2022 το μέγιστο ROE σημειώθηκε το 2014 και το 2017 ύψους 9%. Την ίδια στιγμή, πολλές εταιρείες του κλάδου έχουν μέσο όρο 20ετίας πάνω από 10%. Αυτό σημαίνει πως η PG&E δεν μετατρέπει τα ίδια κεφάλαια της σε κέρδη τόσο αποτελεσματικά όσο οι ανταγωνιστές. Άλλωστε υπολογίστηκε πως ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων επιδράει αρνητικά στον πιστωτικό κίνδυνο και άρα θετικά στον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας. Μια μείωση του δείκτη, τείνει προς την υποβάθμιση. Επίσης εξήγηση μπορεί να δώσει ο χαμηλός δείκτης FFO προς χρέος. Και εδώ ο μέσος όρος της εταιρείας, την εντάσσει στις υπό εξεταζόμενες εταιρείες με τον υψηλότερο κίνδυνο. Κάτι ακόμα που την εντάσσει στην παραπάνω κατηγορία είναι η υψηλή μόχλευση. Με μέσο όρο δεκαετίας να είναι στο 4,23. Ιστορικά η PG&E σύμφωνα με τους δύο τελευταίους δείκτες χρησιμοποιεί επί των πλείστων περισσότερο το χρέος παρά τα ίδια κεφάλαια.

Στο δεύτερο ερώτημα, την απάντηση θα δώσει η Fitch στο αντίστοιχο «RATING ACTION COMMENTARY» της 14^{ης} Ιανουαρίου του 2019. Η Fitch υποβάθμισε την εταιρεία από BBB- σε C, έπειτα από την ανακοίνωση της εταιρείας για αίτηση προστασίας από πτώχευση. Στην ανακοίνωση, η Fitch αναφέρει πως θα υποβαθμίσει την εταιρεία σε D σε περίπτωση που δεν διορθωθεί η κατάσταση. Την συγκεκριμένη υποβάθμιση ακολούθησε, η υποβάθμιση του senior μη εξασφαλισμένου τίτλου χρέους από BBB σε CC και η υποβάθμιση της προνομιούχας μετοχής από BBB- σε C. Η συγκεκριμένη υποβάθμιση έγινε λόγω έκτακτων ζημιών από φωτιές στην California. Πρέπει να δοθεί προσοχή στο εξής. Η Fitch αντέδρασε στα νέα δεδομένα της αγοράς και προχώρησε σε εκτιμήσεις. Δηλαδή στην αναφορά της κάνει λόγο για «πιθανές» υποχρεώσεις σχετικά με τις ανεξέλεγκτες φωτιές. Κάνει λόγο επίσης για τις νομοθετικές ενέργειες που ακολούθησαν ή θα ακολουθήσουν μετά την 14^η Ιανουαρίου του 2009. Επίσης αναφέρει την παραίτηση του CEO. Όπως διατυπώθηκε προηγουμένως, η διοίκηση της εταιρείας παίζει ουσιαστικό ρόλο στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Συμπερασματικά, ο μέτριος πιστοληπτικός κίνδυνος, όπως διατυπώνεται μέσω του BBB-, αιτιολογείται από τους όχι και τόσο καλούς δείκτες χρέους και μόχλευσης. Όμως ένα απρόοπτο γεγονός όπως αυτό του 2019, οδήγησε την εταιρεία σε αίτηση προστασίας από πτώχευση. Εάν είχε καλύτερη διαχείριση χρέους, πιθανώς να μπορούσε να ανταπεξέλθει στην ακραία κατάσταση και στα έκτακτα κόστη που έφερε αυτή. Αυτό εξηγεί η Fitch αναλυτικά στην ανακοίνωση της και συγκεκριμένα στο σημείο της ανάλυσης ανάκτησης (recovery analysis).

Οι αναλυτές της Fitch εκτιμούν 36,8 δις \$ για going-concern. Θα λάβει 5,5 δις \$ χρηματοδότηση. Υπολογίζει τα μετρητά σε 400 εκατομμύρια \$ και τα ταμειακά ισοδύναμα σε 1,1 δις \$ και 35 εκ. \$ σε απαιτήσεις. Αυτά είναι τα διαθέσιμα της εταιρείας για τις υποχρεώσεις της στο επόμενο δεκαπενθήμερο. Σε όλα αυτά ο οίκος εκτιμάει, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις και της PG&E 30 δις \$ υποχρεώσεις λόγω των φωτιών. Δεν απορρίπτει το ενδεχόμενο για επιπλέον κόστη από πρόστιμα και ζημίες πριν την κήρυξη πτώχευσης. Σύμφωνα με όλα τα παραπάνω και πολλά ακόμα, η Fitch έδωσε πιθανότητα αθέτησης 51% - 70% του μη εξασφαλισμένου χρέους, κάτι που οδήγησε στην υποβάθμιση σε CC όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Με παρόμοιο τρόπο, η Fitch μέσω της ανάλυσης ανάκτησης κεφαλαίων, υποβάθμισε την προνομιούχα μετοχή σε C.

Στην ανακοίνωση της Fitch, η τελευταία αναφέρει την ενδεχόμενη απόφαση του U.S. District δικαστηρίου της Βόρειας California. Ο λόγος που το αναφέρει και ενημερώνει έτσι το επενδυτικό κοινό είναι για να αιτιολογήσει και να προετοιμάσει για νέες ενδεχόμενες υποχρεώσεις, εάν αποφασιστεί πως ο εξοπλισμός της εταιρείας ήταν η αιτία των φωτιών. Η Fitch γράφει «Utility disclosure implies a higher probability that the utility's equipment was involved in ignition of the much larger Camp Fire. » Επιπλέον πίεση ασκείται στην εταιρεία για οργάνωση συστήματος πρόληψης φωτιών. Η Fitch προσθέτει τις εργασίες συμμόρφωσης ως επιπλέον πιθανά μελλοντικά κόστη.

Για την παραπάνω αυξημένη πιθανότητα, η Fitch ενημερώνει μέσω παρόμοιων περιστατικών. Συγκεκριμένα, γίνεται λόγος για ατυχήματα και λειτουργικά προβλήματα στις δραστηριότητες του φυσικού αερίου. Λόγω των παραπάνω, η CPUC (California Public Utilities Commission) ήδη άρχισε να ελέγχει τα συστήματα ασφαλείας της εταιρείας.

Συνοπτικά, στην υποβάθμιση της εταιρείας οδήγησαν τα εξής. Πρώτον, η εταιρεία υπέβαλε αίτημα για προστασία από πτώχευση. Δεύτερον, εμφάνιση ζημιών ύψους 30 δις \$ λόγω των καταστροφών. Τρίτον, δεν υπήρχε νομοθετική λύση για τις κατηγορίες και τις ζημίες. Δύο από τους τρεις κύριους παράγοντες είναι γεγονότα και όχι οικονομικά στοιχεία. Το μόνο οικονομικό στοιχείο είναι οι έκτακτες ζημίες ύψους 30 δις \$. Αυτά φαίνονται από την αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η PG&E παρουσιάζει αρνητικά κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων και καθαρή ζημία.

Πίνακας 5.18 : Οικονομικά Μεγέθη PG&E 2019-2018

	Βαθμός	FFO	Χρέος	Βραχυπρ. Π.Σ	Ίδια Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρό Κέρδος	ΚΠΦΤΑ	Βραχυπρ. Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
Ιαν 2019	D	4752	64092	9195	12903	16759	-6837	-10129	41695	26459
Νοε 2018	BBB-	4148	51411	6290	19785	12672	47	-483	9511	12842

Το 2018-2019 όλοι οι δείκτες είχαν αρνητικό πρόσημο. Γενικά η αύξηση των υποχρεώσεων σε συνδυασμό με τα ίδια νούμερα σε έσοδα και ίδια κεφάλαια οδήγησε σε χειροτέρευση των δεικτών, κάτι που υποβαθμίζει την πιστοληπτική ικανότητα σύμφωνα με τα μοντέλα των οίκων.

Πίνακας 5.19 : Δείκτες PG&E 2019

	ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΠΤΦΑ	FFO/Debt	Gearing
Ιαν 2019	-0,53	-0,58	-0,60	-0,41	0,22	-32500	-6,33	0,07	4,97

Τέλος, αναφέρεται πως με την ολοκλήρωση του αιτήματος της πτώχευσης, η Fitch θα υποβαθμίσει την εταιρεία σε D, όπως και έγινε στις 30 Ιανουαρίου 2019. Εάν υπάρξει κάποια νομοθετική λύση η οποία θα βοηθήσει την εταιρεία να μην ολοκληρώσει το αίτημα προστασίας από πτώχευση, τότε ο οίκος θα αναβαθμίσει τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας.

Στις 15 Ιουνίου 2020, η Fitch εξέδωσε ξανά βαθμό για την PG&E και συγκεκριμένα μακροπρόθεσμο IDR. Ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας μετά την προστασία για πτώχευση ήταν BB, ο οποίος δείχνει μέτρια πιστοληπτική ικανότητα αρκετά επιρρεπή σε κυκλικές οικονομίες και σε έκτακτα γεγονότα. Ο οίκος πριν αναλύσει και δικαιολογήσει με οικονομικά δεδομένα το βαθμό, κάνει ξανά αναφορά στα τελευταία γεγονότα των καταστροφών. Συγκεκριμένα το 2020, τονίζει πως οι μειώσεις των καταστροφών το 2019 σε σχέση με το 2017-2018, προσδίδει θετικό πρόσημο στις μεταρρυθμιστικές διαδικασίες που έχουν ήδη ξεκινήσει. Όμως δεν αποκλείει την πιθανότητα επανεμφάνισης παρόμοιων γεγονότων. Η πιθανότητα επανεμφάνισης συνεχίζει και επιδράει αρνητικά στον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας.

Στην οικονομική ανάλυση το 2020, γράφει πως ο κορονοϊός δεν θα επηρεάσει την πιστοληπτική ικανότητα λόγω των μέτρων πρόληψης. Ελλείμματα στα μετρητά και στα

ταμειακά διαθέσιμα επέδρασαν αρνητικά στην αξιολόγηση, αλλά αναμένονται να εξαλειφθούν το 2021-2023. Εκτιμάει πως ο όμιλος θα σταθεί ξανά στα πόδια του μετά την έγκριση του πλάνου αναδιαμόρφωσης ύψους 59 δις \$ και με επαρκή ρευστότητα ύψους 4,6 δις \$. Ολοκληρώνει την ανακοίνωση με κάποιες κύριες υποθέσεις και με ένα καλό και κακό σενάριο.

Όντως με την βοήθεια των θεσμών και των εσωτερικών μεταρρυθμίσεων, η εταιρεία βελτίωσε τις οικονομικές καταστάσεις και τους δείκτες της. Σημαντικότερες βελτιώσεις ήταν η μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και το θετικό πρόσημο του καθαρού αποτελέσματος. Ταυτόχρονα, βελτίωσε τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας. Το 2022, η Fitch αναβάθμισε την εταιρεία σε BB+.

Πίνακας 5.20 : Οικονομικά Μεγέθη PG&E 2022

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας	Συνολικά Έσοδα	Καθαρό Κέρδος	ΚΠΦΤΑ	Βραχυπρ. Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
2022	BB+	21680	1814	476	15788	19843

5.5 Μελέτη Περίπτωσης : Shell plc

Η Shell έλαβε πρώτη φορά βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας από την Fitch την 21^η Δεκεμβρίου του 2005. Η Fitch βαθμολόγησε την Shell με AA+, πολύ μεγάλη δυνατότητα εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων. Η Fitch διατηρούσε αυτό τον βαθμό μέχρι την 1^η Απριλίου του 2011. Το 2011 ανακοίνωσε την υποβάθμιση της εταιρείας από AA+ σε AA. Με AA η Shell εκτιμάται πως ακόμα έχει μεγάλη πιστοληπτική ικανότητα. Συγκεκριμένα, υποβάθμισε το μακροπρόθεσμο IDR της εταιρείας Shell και του ομίλου Shell Group. Υποβάθμισε ακόμα το senior μη εξασφαλισμένο τίτλο χρέους σε AA από AA+.

Πίνακας 5.21 : Δείκτες Shell 2009-2010

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας	FFO	Χρέος	ΚΠΤΦΑ	Χρέος προς ΚΠΤΦΑ	FFO προς χρέος	Μόχλευση
2010	AA	27350	172780	35344	4,89	0,16	1,15
2009	AA+	21488	154046	21020	7,33	0,14	1,12

Σύμφωνα με την σχετική δημόσια ανακοίνωση του οίκου, η υποβάθμιση οφείλεται στην αύξηση του χρέους. Αυτό αποτυπώνεται από τον παραπάνω πίνακα. Η Fitch δηλώνει πως η αύξηση του αναλαμβανόμενου χρέους αποκλίνει από την συντηρητική χρηματοοικονομική πολιτική της εταιρείας. Το σύνολο των υποχρεώσεων στις 31 Δεκεμβρίου του 2010 ήταν 172 δις \$ ενώ στις 31 Δεκεμβρίου 2009 ήταν 154 δις \$. Όμως οι υπό εξέταση δείκτες δεν δείχνουν επιβάρυνση της χρηματοοικονομικής κατάστασης. Συγκεκριμένα ο δείκτης FFO προς χρέος όχι μόνο δεν χειροτέρευσε αλλά βελτιώθηκε αμυδρά. Το 2009 ο δείκτης FFO προς χρέος ήταν 0,14 και το 2010 ήταν 0,16. Αυτό συμβαίνει γιατί παράλληλα με την αύξηση των υποχρεώσεων, αυξήθηκαν και οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Οι FFO αυξήθηκαν κατά 27,28%. Το παραπάνω έρχεται σε αντίθεση με την γενική εικόνα πως μια αύξηση του δείκτη FFO προς χρέος επιφέρει μείωση του πιστωτικού κινδύνου και άρα αναβάθμιση. Στην ανακοίνωση μπορεί κανείς να διαβάσει την οπτική του αναλυτή για τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και τα όρια που βάζει στα οικονομικά δεδομένα γύρω από τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Ο αναλυτής αξιολόγησε τους σχετικούς δείκτες, αλλά το αποτέλεσμα δείχνει πως δεν είχαν ουσιαστική βαρύτητα σε αυτή την συγκεκριμένη υποβάθμιση.

Επιπλέον και ο δείκτης χρέους προς ΚΠΦΤΑ δείχνει βελτίωση. Από 7,33 έπεσε στο 4,89 και αυτό γιατί παράλληλα με την αύξηση του χρέους, η εταιρεία αύξησε τα ΚΠΦΤΑ. Εδώ μια μείωση του δείκτη χρέους προς ΚΠΦΤΑ, κατά γενικό κανόνα, θα έπρεπε να φέρει μείωση του πιστωτικού κινδύνου και άρα αναβάθμιση. Συνεπώς η Fitch έδωσε ιδιαίτερη βαρύτητα στην αύξηση του χρέους και κυρίως στην απόκλιση από το χρηματοοικονομικό προφίλ και πλάνο της εταιρείας. Είναι δηλαδή συνδυασμός από ποσοτικά και ποιοτικά δεδομένα.

Η Fitch σχολιάζει την αύξηση της μόχλευσης γράφοντας πως η εταιρεία θα δυσκολευτεί να διαχειριστεί την υψηλή μόχλευση στην επόμενη 5ετία. Ταυτόχρονα, χρηματοδοτεί επενδύσεις ύψους 100-125 δις \$ συν την καταβολή μελλοντικών μερισμάτων. Ο συνδυασμός της μόχλευσης και των επενδυτικών προγραμμάτων, οδηγεί την Fitch στην εκτίμηση πως η αποπληρωμή του χρέους υπολογίζεται να ξεκινήσει μετά το 2013. Γίνεται συνεπώς αντιληπτό

πως η υποβάθμιση αφορά μια μικρή μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας λόγω των αυξημένων χρεών χωρίς να προειδοποιεί την αγορά για πιθανότητα αθέτησης αποπληρωμών.

Η Shell έλαβε μια ακόμα υποβάθμιση από την Fitch. Στις 18 Φεβρουαρίου του 2016 η Fitch υποβάθμισε την εταιρεία από AA σε AA-. Συνεχίζει να έχει μειωμένο πιστωτικό κίνδυνο όντας στην ευρύτερη κατηγορία των AA, αλλά εντάσσεται πλέον στα κατώτερα όρια της βαθμίδας, δηλαδή AA-. Ο βαθμός άλλαξε έπειτα από την εξαγορά της BG Energy Holdings Limited. Η Fitch εκτίμησε την μόχλευση του ομίλου για την επόμενη 3τία και ακολούθως παρατήρησε ότι φτάνει στα άνω όρια που έχει ορίσει για την AA- κατηγορία. Συνεπώς προχώρησε σε υποβάθμιση.

Αναλυτικότερα, ο οίκος έχει αναλύσει τον κλάδο πετρελαίου και τις επικείμενες τιμές του. Έχει λάβει υπόψη το ανακοινωθέν πρόγραμμα εκποιήσεων ύψους 30 δις \$, την καταβολή μερισμάτων και την μελλοντική επαναγορά μετοχών του 2017. Όλα τα παραπάνω αποτυπώνονται αρνητικά στους πιστωτικούς δείκτες της Fitch. Η εξαγορά της BG και τα μελλοντικά οφέλη της εξαγοράς δεν είναι αρκετά για να ξεπεράσουν την βραχυπρόθεσμη επιδείνωση της μόχλευσης και την βραχυπρόθεσμη αύξηση του πιστωτικού κινδύνου, τονίζουν οι αναλυτές του οίκου.

Έπειτα η Fitch εξετάζει ακόμα ένα συνδυασμό από ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα εντός και εκτός της επιχείρησης. Αυτά είναι οι μελλοντικές μειώσεις των λειτουργικών εσόδων, η αύξηση 20% στην παραγωγή φυσικού αερίου και πετρελαίου, η αύξηση των ετοιμών προς πώληση προϊόντων (πετρέλαιο και φυσικό αέριο) και η ενδυνάμωση της Shell στο τομέα του υγρού φυσικού αερίου μετά την εξαγορά της BG. Όλα αυτά πάντα σε σχέση με τον κλάδο ενέργειας και τις παγκόσμιες τιμές.

Συμπερασματικά, οι δύο υποβαθμίσεις της Shell έχουν ως βάση το αναλαμβανόμενο χρέος και την μόχλευση της. Πάντα παράλληλα με τα οικονομικά μεγέθη, η Fitch έκανε προβλέψεις για το μέλλον. Αξιολόγησε την μελλοντική κατάσταση του κλάδου, τις τιμές και την μελλοντική παραγωγή της Shell και τέλος τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η διαχείριση πιστωτικού κινδύνου συνιστά απαραίτητη προϋπόθεση για την ομαλή λειτουργία πολλών οικονομικών οντοτήτων. Την μέτρηση του κινδύνου έχουν αναλάβει οι οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας. Οι οίκοι μέσω ποιοτικών και ποσοτικών μοντέλων εκτιμούν την πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων και εκδίδουν βαθμό. Σχετικά με την έκδοση του βαθμού, οι οίκοι λαμβάνουν το αίτημα αξιολόγησης και έρχονται σε επαφή με την αιτούσα εταιρεία. Ξεκινάει έτσι η «rating relationship». Έπειτα από συζητήσεις με την διοίκηση και την συλλογή πληροφοριών, ο οίκος καταλήγει σε έναν βαθμό. Στην ανάγνωση της εργασίας, έγινε αντιληπτή η σημασία της πληροφόρησης. Οι πληροφορίες πρέπει να είναι αρκετές, σημαντικές, σχετικές και αξιόπιστες. Σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση, ο οίκος μπορεί να αποφασίσει για παύση της παροχής υπηρεσιών. Από τα παραπάνω γίνεται επίσης αντιληπτή η ύπαρξη σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ της εταιρείας και του οίκου. Ο βαθμός πρέπει δηλαδή να γίνει αποδεκτός και από τα δύο μέρη και φυσικά να αντικατοπτρίζει την πιστοληπτική ικανότητα.

Στην ανάλυση των πληροφοριών, έγινε αντιληπτό πως ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα είναι το ίδιο σημαντικά. Από την μια πλευρά είναι τα ποιοτικά δεδομένα όπως η διοίκηση, η εταιρική διακυβέρνηση, ο κλάδος και ο κίνδυνος χώρας. Όλα αυτά λαμβάνονται υπόψη με την ίδια βαρύτητα από τους αναλυτές στην διαδικασία της αξιολόγησης. Από την άλλη πλευρά, είναι τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων. Αναλύθηκε η κερδοφορία, η ρευστότητα, η κεφαλαιακή δομή και οι ταμειακές ροές. Η ανάλυση σε συνδυασμό με τις μελέτες περίπτωσης έδειξαν πως το χρέος αποτελεί το κυριότερο σημείο προσοχής. Οι υποχρεώσεις και η δυνατότητα αποπληρωμής τους είναι άλλωστε αυτό που μετράει ο βαθμός. Δείκτες μόχλευσης ή δείκτες κάλυψης, οι οποίοι βασίζονται στο χρέος έχουν μεγάλη σημασία στην αξιολόγηση.

Η σημασία των άλλων δεικτών θεωρείται σημαντική. Επαληθευτική η γενική άποψη για την πλειοψηφία των οικονομικών μεγεθών. Συγκεκριμένα επαληθεύτηκε η αρνητική σχέση κερδοφορίας και πιστωτικού κινδύνου. Η εργασία όμως έδειξε πως ένας δείκτης δεν μπορεί να φέρει από μόνος του αλλαγή βαθμού. Η αξιολόγηση λαμβάνει υπόψη πολλές πληροφορίες ταυτόχρονα. Η ίδια έρευνα μπορεί να επαναληφθεί με εταιρείες πέρα του κλάδου της ενέργειας. Ομοίως και οι μελέτες περίπτωσης.

Για την ρευστότητα, καταλήγει κανείς στο εξής συμπέρασμα. Όταν παρατηρείται αύξηση των υποχρεώσεων, η ανάλυση της ρευστότητας είναι απολύτως απαραίτητη. Άλλωστε

σε κάθε περίπτωση που αναλύθηκε, η ανάλυση ρευστότητας πάντα συνόδευε την ανάλυση των υποχρεώσεων. Όταν όμως δεν υπάρχει αφορμή για επαναξιολόγηση όπως μια αύξηση των υποχρεώσεων, τότε είναι δύσκολο να συμπεράνουμε πόσο σημαντική είναι η ρευστότητα ειδικότερα σε ένα ποσοτικό μοντέλο. Απάντηση μπορεί να δώσει η ανάλυση περισσότερων παρατηρήσεων.

Τέλος, η εργασία καταλήγει πάλι στην αρχή και στον ορισμό του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας ως μελλοντική γνώμη. Στις μελέτες περίπτωσης, φάνηκε η σημασία των προβλέψεων. Οι αναλυτές κάνουν προβλέψεις για την κερδοφορία, την ρευστότητα, τις ταμειακές ροές, τις υποχρεώσεις. Επίσης κάνουν προβλέψεις για ποιοτικά χαρακτηριστικά όπως για την πορεία του κλάδου, την πολιτική της διοίκησης και τα μελλοντικά γεγονότα του μικροοικονομικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Ο συνδυασμός των πεπερασμένων γεγονότων και των ενδεχόμενων εξελίξεων οδηγεί κατόπιν της κριτικής ικανότητας των αναλυτών στην βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

Γαρδέλης, Χ. (2013). Ανάλυση δεδομένων με το IBM SPSS Statistics 21. Αθήνα: ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗ.

Γκίκας, Δ. και Παπαδάκη, Α. (2012). ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ, International Financial Reporting Standards, Δ' ΕΚΔΟΣΗ. Δ ed. Γ.ΜΠΕΝΟΥ.

Νούλας, Α. (2022). Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις, 2η έκδοση.

Σουμπενιώτης, Δ. and Ταμπακούδης, Ι. (2017). Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις. ΝΑΜΑΤΑ.

Arnaud De Servigny and Olivier Renault (2004). Measuring and managing credit risk. New York: Mcgraw-Hill.

Caouette, J.B., Altman, E.I. and Narayanan, P. (1998). Managing credit risk : the next great financial challenge. New York: Wiley.

Golin, J. and Delhaise, P. (2013). The bank credit analysis handbook : a guide for analysts, bankers and investors. Hoboken, N.J.: Wiley.

MacDonald, S.B. and Gastmann, A.L. (2001). A History of Credit and Power in the Western World. Transaction Publishers.

Saunders, A. and Cornett, M.M. (2018). Διοίκηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων & Διαχείριση Κινδύνων . Broken Hill Publishers LTD.

Ιστοσελίδες

Aguais, S., Forest, L., Wong, E. and Diaz-Ledezma, D. (n.d.). Point-in-Time versus Through-the-Cycle Ratings 1. [online] Available at: <https://www.z-riskengine.com/media/ylrpyd2z/point-in-time-versus-through-the-cycle-ratings.pdf> [Accessed 5 Dec. 2023].

Annual Reports (n.d.). AnnualReports.com. [online] www.annualreports.com. Available at: <https://www.annualreports.com/>.

bp global (2023). bp global. [online] bp global. Available at: <https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/results-reporting-and-presentations.html>.

CFI Team (n.d.). Credit Rating. [online] Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/credit-rating/> [Accessed 21 Feb. 2024].

CFI (2022). Gross Margin Ratio. [online] Corporate Finance Institute. Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/gross-margin-ratio/>. [Accessed 21 Jan. 2024].

Corporate Finance Institute. (n.d.). Ordinal Data. [online] Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/data-science/ordinal-data/>. [Accessed 25 Feb. 2024].

Chu, C., Zhang, H., Zhang, J., Cong, L. and Lu, F. (2024). Assessing impacts of the Russia-Ukraine conflict on global air transportation: From the view of mass flight trajectories. *Journal of Air Transport Management*, [online] 115, p.102522. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2023.102522>. [Accessed 21 Feb. 2024].

Combining Quantitative and Qualitative Approaches in Credit Risk Scoring Andreas Kalenteridis Credit Risk Specialist. (2012). Available at: <https://www.moodyanalytics.com/>-

/media/presentation/2012/2012-24-04-ANDREAS-KALENTERIDIS-Combining-Quantitative-and-Qualitative-Approaches-in-Credit-Risk-Scoring.pdf. [Accessed 29 Jan. 2024].

Corporate Finance Institute. (n.d.). FFO - Funds From Operations. [online] Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/funds-from-operations-ffo/> [Accessed 22 Jan. 2024].

Corporate Finance Institute. (n.d.). Net Debt-to-EBITDA Ratio. [online] Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/net-debt-to-ebitda-ratio/> [Accessed 22 Jan. 2024].

CRIF (2021). Η CRIF ΕΞΑΓΟΡΑΣΕ ΤΗΝ ICAP, ΤΟΝ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ ΟΜΙΛΟ Β2Β ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ, ΜΕ ΙΣΧΥΡΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑ ΣΤΗ ΝΑ ΕΥΡΩΠΗ. [online] Available at: https://dir.icap.gr/mailimages/icap.gr/Posts/Press%20release%20CRIF_acquisition%20ICAP_GR_23122021.pdf [Accessed 5 Dec. 2024].

CRISIL (n.d.). Policy for withdrawal of ratings. [online] Available at: <https://www.crisil.com/content/dam/crisil/generic-images1/our-businesses/ratings/regulatory-disclosure-highlighted-policies/highlighted-policies/archive/Policy-for-withdrawal-of-ratings-April2021.pdf> [Accessed 24 Feb. 2024].

CT.gov - Connecticut's Official State Website. (n.d.). Credit Rating Process. [online] Available at: <https://portal.ct.gov/OTT/Debt-Management/Credit-Rating-Process>. [Accessed 24 Feb. 2024].

DTE Energy (n.d.). SEC Filings. [online] Available at: <https://ir.dteenergy.com/sec-filings/default.aspx#DTE-Energy>.

Dominion Energy (n.d.). SEC Filings. [online] Available at: <https://investors.dominionenergy.com/financials-and-reports/sec-filings/default.aspx>.

Egan-Jones Ratings Company (2020). Methodologies for Determining Credit Ratings (Main Methodology). [online] Available at: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1651331/000165133120000008/EJR_Ex_2_Methodologies.pdf [Accessed 24 Feb. 2024].

finance.yahoo.com. (n.d.). Moody's Corporation (MCO) Company Profile & Facts - Yahoo Finance. [online] Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/MCO/profile?p=MCO>. [Accessed 6 Dec. 2024].

finance.yahoo.com. (n.d.). S&P Global Inc. (SPGI) Company Profile & Facts - Yahoo Finance. [online] Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/SPGI/profile?p=SPGI>. [Accessed 6 Dec. 2024].

FirstEnergy (n.d.). SEC Filings. [online] Available at: <https://investors.firstenergycorp.com/sec-filings-and-reports/sec-filings/default.aspx>.

FitchRatings (2023). CorporateRating Criteria. [online] Available at: [Fitchratings.com](https://www.fitchratings.com). (2023). Available at: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/corporate-rating-criteria-03-11-2023>. [Accessed 24 Feb. 2024].

FitchRatings (n.d.). Guide to Fitch's Credit Metrics, Financial Terms and Adjustments. [online] Available at: https://images.ctfassets.net/03fbs7oah13w/7agnLMdXSM0mpn6gF5TF0H/2f157def126bd82770bba621279bf29e/Guide_to_Fitch_CAF.pdf [Accessed 25 Feb. 2024].

Fitchratings.com. (2018). Fitch Home. [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/>.

Fitchratings. (n.d.). Rating Definitions. [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions> [Accessed 21 Feb. 2024].

Fitch Ratings. (n.d.). Rating Process. [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/products/ratings-process>. [Accessed 24 Feb. 2024].

FitchRatings (2023). Sector Navigators – Addendum to the Corporate Rating Criteria. [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-updates-sector-navigators-addendum-to-corporate-rating-criteria-03-11-2023> [Accessed 21 Jan. 2024].

FitchRatings (2023). Sovereign Rating Criteria. [online] Available at: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereign-rating-criteria-06-04-2023> [Accessed 24 Feb. 2024].

ICAP S.A. (2019). CREDIT RATINGS ASSIGNMENT METHODOLOGY. [online] Available at: https://dir.icap.gr/mailimages/icap.gr/ratings_analytics/ICAP%20S.A._Credit%20Ratings%20Assignment%20Methodology_September%202019.pdf [Accessed 24 Feb. 2024].

investor.pgecorp.com. (n.d.). PG&E Corporation - Financials - Annual Reports and Proxy Statements. [online] Available at: <https://investor.pgecorp.com/financials/annual-reports-and-proxy-statements/default.aspx>.

investor.pgecorp.com. (n.d.). PG&E Corporation - Financials - Quarterly Earnings Reports. [online] Available at: <https://investor.pgecorp.com/financials/quarterly-earnings-reports/default.aspx>.

Kagan, J. (n.d.). Credit Rating: Definition and Importance to Investors. [online] Investopedia. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/c/creditrating.asp> [Accessed 10 Feb. 2024].

Kenton, W. (2020). Cash Flow-to-Debt Ratio. [online] Investopedia. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/c/cash-flowtodebt-ratio.asp>. [Accessed 22 Jan. 2024].

Kenton, W. (2021). Discretionary Cash Flow: What it Means, How it Works. [online] Investopedia. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/d/discretionarycashflow.asp>. [Accessed 22 Jan. 2024].

Moody's (2007). Rating scale and definitions. [online] Available at: https://www.moody's.com/sites/products/ProductAttachments/AP075378_1_1408_KI.pdf [Accessed 21 Feb. 2024].

MOODY'S INVESTOR SERVICE (n.d.). Policy for Withdrawal of Credit Ratings. [online] Available at: <https://www.moody's.com/sites/products/ProductAttachments/nrsro/SP13418.pdf> [Accessed 24 Feb. 2024].

Moody's Investors Service (n.d.). Procedures and Methodologies Used to Determine Credit Ratings. [online] Available at: <https://www.moody's.com/sites/products/ProductAttachments/Exhibit2.pdf> [Accessed 24 Feb. 2024].

Peterdy, K. (2022). 5 Cs of Credit. [online] Corporate Finance Institute. Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/5-cs-of-credit/> [Accessed 24 Feb. 2024].

Report on CRA Market Share Calculation. (n.d.). Available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80-416-1564_report_on_cra_market_share_calculation_2022.pdf [Accessed 4 Dec. 2023].

Report on CRA Market Share Calculation. (n.d.). Available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_33-9-383_cra_market_share_calculation_2020_0.pdf [Accessed 4 Dec. 2023].

Report on CRA Market Share Calculation. (n.d.). Available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/cra_market_share_calculation_2018.pdf [Accessed 4 Dec. 2023].

Saha. (n.d.). Credit Rating Methodology. [online] Available at: <https://saharating.com/en/credit-rating-services/credit-rating-methodology/> [Accessed 24 Feb. 2024].

Segal, T. (2023). Five Cs of Credit. [online] Investopedia. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/f/five-c-credit.asp> [Accessed 24 Feb. 2024].

Southern Company (n.d.). Quarterly Results. [online] Available at: <https://investor.southerncompany.com/financials-and-sec-filings/quarterly-results/default.aspx>.

Standard & Poor's Financial Services LLC (n.d.). Guide to Credit Rating Essentials. [online] Available at: https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide-to-credit-rating-essentials.pdf [Accessed 24 Feb. 2024].

S&P Global (2023). Intro to credit ratings | S&P Global Ratings. [online] www.spglobal.com. Available at: <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings> [Accessed 21 Feb. 2024].

S&P Global Ratings (2021). How We Rate Nonfinancial Corporate Entities. [online] Available at: https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/041019_howweratenonfinancialcorporateentities.pdf [Accessed 24 Feb. 2024].

Thomson, F. (2023). One year on: Impact of the Ukraine war on global energy prices. [online] Open Access Government. Available at: <https://www.openaccessgovernment.org/one-year-impact-of-ukraine-war-global-energy-prices-input-output-analysis/152599/> [Accessed 24 Feb. 2024].

TotalEnergies.com. (n.d.). Reports. [online] Available at: <https://totalenergies.com/investors/reports>.

WallStreetMojo. (2016). Credit Rating Process. [online] Available at: <https://www.wallstreetmojo.com/credit-rating-process-guide/>. [Accessed 24 Feb. 2024].

Wikirating. (n.d.). List of Credit Rating Agencies. [online] Available at: <https://www.wikirating.com/list-of-credit-rating-agencies/> [Accessed 4 Dec. 2023].

www.ethifinance.com. (n.d.). Qivalio joins forces with Axesor Rating to become EthiFinance. [online] Available at: <https://www.ethifinance.com/en/news/cast/66/qivalio-joins-forces-with-axesor-rating-to-become-ethifinance> [Accessed 21 Feb. 2024].

www.investor.nexteraenergy.com. (n.d.). Annual Reports. [online] Available at: <https://www.investor.nexteraenergy.com/reports-and-filings/annual-reports>.

www.kaufmanhall.com. (2023). Inside Rating Committee: Five Things to Know | Kaufman Hall. [online] Available at: <https://www.kaufmanhall.com/insights/blog/inside-rating-committee-five-things-know> [Accessed 24 Feb. 2024].

www.factmr.com. (n.d.). Fact.MR – Credit Reporting Market Analysis By Report Type (Corporate Credit Reports, Individual Credit Reports), By End-use Application (Commercial, Consumer), By Region - Global Market Insights 2022 to 2032. [online] Available at: <https://www.factmr.com/report/credit-reporting-market> [Accessed 6 Dec. 2024].

www.openriskmanual.org. (n.d.). Withdrawn Ratings - Open Risk Manual. [online] Available at: https://www.openriskmanual.org/wiki/Withdrawn_Ratings [Accessed 24 Feb. 2024].

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Οικονομικά Δεδομένα NextEra Energy σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ίδια Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΙΠΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
2022	9	A-	8262	109499	13490	48326	20956	4147	3832	26695	17397
2021	9	A-	7553	95243	9288	45424	17069	3573	3175	17437	14233
2020	9	A-	7983	82755	7382	44929	17997	2919	2413	15558	13234
2019	9	A-	8155	75844	7408	41360	19204	3769	3836	13853	14257
2018	9	A-	6593	65821	6393	37413	16727	6638	7352	17563	12447
2017	9	A-	6458	68432	7181	29531	17173	5380	4663	11243	12000
2016	9	A-	6336	64662	7409	25331	16155	2912	4388	10919	11547
2015	9	A-	6116	59367	6795	23112	17486	2752	3990	10107	12854
2014	9	A-	5500	54761	6944	20168	17021	2465	3645	9663	12637
2013	9	A-	5102	51266	5842	18040	15136	1908	2454	9189	11895
2012	9	A-	3992	48371	5237	16068	14256	1911	2603	8879	10980
2011	9	A-	4074	42245	4872	14943	15341	1923	2452	6719	12080
2010	9	A-	3834	38533	5258	14461	15317	1957	2489	6904	12074
2009	8	A	4463	35491	4337	12967	15643	1615	1942	6449	13049
2008	8	A	3403	33140	5392	11681	16410	1639	2089	7689	13585
2007	8	A	3593	29388	3779	10735	15263	1312	1680	5758	12980
2006	8	A	2498	26061	4999	9930	15710	1281	1678	6493	13613
2005	8	A	1547	24505	4987	8499	11846	885	1157	7267	10382
2004	8	A	2650	20796	2527	7537	10522	887	1154	4248	9050
2003	8	A	2254	19963	2470	6967	9630	890	1261	3405	8099

Δείκτες NextEra Energy

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
2022	9	A-	0,086	0,17	0,18	0,20	0,51	-13205,00	28,57	0,075	2,27
2021	9	A-	0,079	0,17	0,19	0,21	0,53	-8149,00	30,00	0,079	2,10
2020	9	A-	0,065	0,26	0,13	0,16	0,47	-8176,00	34,30	0,096	1,84
2019	9	A-	0,091	0,26	0,20	0,20	0,53	-6445,00	19,77	0,108	1,83
2018	9	A-	0,177	0,26	0,44	0,40	0,36	-11170,00	8,95	0,100	1,76
2017	9	A-	0,182	0,30	0,27	0,31	0,64	-4062,00	14,68	0,094	2,32
2016	9	A-	0,115	0,29	0,27	0,18	0,68	-3510,00	14,74	0,098	2,55
2015	9	A-	0,119	0,26	0,23	0,16	0,67	-3312,00	14,88	0,103	2,57
2014	9	A-	0,122	0,26	0,21	0,14	0,72	-2719,00	15,02	0,100	2,72
2013	9	A-	0,106	0,21	0,16	0,13	0,64	-3347,00	20,89	0,100	2,84
2012	9	A-	0,119	0,23	0,18	0,13	0,59	-3642,00	18,58	0,083	3,01
2011	9	A-	0,129	0,21	0,16	0,13	0,73	-1847,00	17,23	0,096	2,83
2010	9	A-	0,135	0,21	0,16	0,13	0,76	-1646,00	15,48	0,099	2,66
2009	8	A	0,125	0,17	0,12	0,10	0,67	-2112,00	18,28	0,126	2,74
2008	8	A	0,140	0,17	0,13	0,10	0,70	-2297,00	15,86	0,103	2,84
2007	8	A	0,122	0,15	0,11	0,09	0,66	-1979,00	17,49	0,122	2,74
2006	8	A	0,129	0,13	0,11	0,08	0,77	-1494,00	15,53	0,096	2,62
2005	8	A	0,104	0,12	0,10	0,07	0,69	-2280,00	21,18	0,063	2,88
2004	8	A	0,118	0,14	0,11	0,08	0,59	-1721,00	18,02	0,127	2,76
2003	8	A	0,128	0,16	0,13	0,09	0,73	-935,00	15,83	0,113	2,87

Οικονομικά Δεδομένα Shell σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ίδια Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
Οκτ 2023	6	AA-	41622	220555	141251	192943	243052	18887	30993	94345	212058
2022	6	AA-	68414	250427	165938	192597	386201	42309	64815	121311	321386
2021	6	AA-	45104	229053	128765	175326	272657	20101	29829	95547	242828
2020	6	AA-	34105	220731	90695	158537	183195	-21680	-26967	73951	210162
2019	6	AA-	42178	213873	92689	190463	352106	15842	25485	79624	326621
2018	6	AA-	53085	196660	97482	202534	396556	23352	35621	77813	360935
2017	6	AA-	35650	209285	95404	197812	311870	12977	18130	79767	293740
2016	6	AA-	20615	222764	86569	188511	240033	4575	5606	73825	234427
2015	6	AA-	29810	176036	93358	164121	272156	1939	2047	70948	270109
2014	5	AA	45044	180330	99778	172786	431344	14874	28314	86212	403030
2013	5	AA	40440	176364	103343	181148	459599	16371	33592	93258	426007
2012	5	AA	46140	174112	114734	176182	481700	26712	50512	96979	431188
2011	5	AA	36771	177508	119777	159966	484489	30826	55543	102659	428946
2010	5	AA	27350	172780	112894	149780	378152	20127	35344	100552	342808
2009	4	AA+	21488	154046	96457	138135	285129	12518	21020	84789	264109
2008	4	AA+	43918	153535	116570	128866	458361	26277	62722	105529	395639
2007	4		34461	143502	115397	125968	355782	31331	50576	94384	296697
2006	4	AA+	31696	120331	91885	114945	318845	25442	44628	76748	262989
2005	4	AA+	30113	121592	97892	97924	306731	25311	44567	84964	252622

Δείκτες Shell

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
Οκτ 2023	6	AA-	0,10	0,13	0,13	0,08	1,50	46906	7,12	0,19	1,14
2022	6	AA-	0,22	0,17	0,17	0,11	1,37	44627	3,86	0,27	1,30
2021	6	AA-	0,11	0,11	0,11	0,07	1,35	33218	7,68	0,20	1,31
2020	6	AA-	-0,14	-0,15	-0,15	-0,12	1,23	16744	-8,19	0,15	1,39
2019	6	AA-	0,08	0,07	0,07	0,04	1,16	13065	8,39	0,20	1,12
2018	6	AA-	0,12	0,09	0,09	0,06	1,25	19669	5,52	0,27	0,97
2017	6	AA-	0,07	0,06	0,06	0,04	1,20	15637	11,54	0,17	1,06
2016	6	AA-	0,02	0,02	0,02	0,02	1,17	12744	39,74	0,09	1,18
2015	6	AA-	0,01	0,01	0,01	0,01	1,32	22410	86,00	0,17	1,07
2014	5	AA	0,09	0,07	0,07	0,03	1,16	13566	6,37	0,25	1,04
2013	5	AA	0,09	0,07	0,07	0,04	1,11	10085	5,25	0,23	0,97
2012	5	AA	0,15	0,10	0,10	0,06	1,18	17755	3,45	0,27	0,99
2011	5	AA	0,19	0,11	0,11	0,06	1,17	17118	3,20	0,21	1,11
2010	5	AA	0,13	0,09	0,09	0,05	1,12	12342	4,89	0,16	1,15
2009	4	AA+	0,09	0,07	0,07	0,04	1,14	11668	7,33	0,14	1,12
2008	4	AA+	0,20	0,14	0,14	0,06	1,10	11041	2,45	0,29	1,19
2007	4		0,25	0,17	0,14	0,09	1,22	21013	2,84	0,24	1,14
2006	4	AA+	0,22	0,18	0,14	0,08	1,20	15137	2,70	0,26	1,05
2005	4	AA+	0,26	0,18	0,15	0,08	1,15	12928	2,73	0,25	1,24

Οικονομικά Δεδομένα Total Energies σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
Οκτ 2023	6	AA-	24529	171580	108641	118424	164180	16473	23820	94431	140360
2022	6	AA-	47367	189294	125724	114570	263310	21044	43209	109778	220101
2021	6	AA-	30410	178459	111136	114999	184634	16366	19505	95102	165129
2020	6	AA-	14803	160047	79679	106085	119704	-7336	-7821	64676	127525
2019	6	AA-	24685	153989	85265	119305	176249	11438	15065	70244	161184
2018	6	AA-	24703	138648	79799	118114	184106	11550	14744	62234	169362
2017	6	AA-	22319	128594	84948	114037	149099	8299	6721	56705	142378
2016	6	AA-	16521	129404	72517	101574	127925	6206	4432	54685	123493
2015	6	AA-	19946	129075	70236	95409	143421	4786	1117	50975	142304
2014	5	AA	25608	136267	77977	93531	212018	4250	8120	56673	203898
2013	5	AA	21473	98581	61347	74910	171655	8661	16086	44797	155569
2012	5	AA	22462	98759	67517	72465	182299	10756	20831	49024	161468
2011	5	AA	19536	94660	63663	69389	166550	12581	23043	46702	143507
2010	5	AA	18493	82250	56936	61271	140476	10807	17985	40251	122491
2009	5	AA	12360	74214	49757	53539	112153	8629	14524	34408	97629
2008	5	AA	18669	52169	47058	49950	160331	10953	23133	34327	137198
2007	5	AA	17868	52965	48238	45700	136824	13535	24831	35662	111993
2006	5	AA	16061	49901	42787	41148	132689	12135	23427	33522	109262
2005	5	AA	14669	50868	43753	41483	122618	12643	24047	33428	99038
2004	5	AA	14662	43060	32940	32418	100481	11149	16686	26777	84144
2003	5	AA	12487	38714	29513	30406	104652	7025	12770	23109	86905
Απρ 2002	5	AA	12303	42038	31960	33932	105318	7658	12777	26069	87760

Δείκτες Total Energies

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
Οκτ 2023	6	AA-	0,14	0,15	0,15	0,10	1,15	14210	7,20	0,14	1,45
2022	6	AA-	0,18	0,16	0,16	0,08	1,15	15946	4,38	0,25	1,65
2021	6	AA-	0,14	0,11	0,11	0,09	1,17	16034	9,15	0,17	1,55
2020	6	AA-	-0,07	-0,07	-0,07	-0,06	1,23	15003	-20,46	0,09	1,51
2019	6	AA-	0,10	0,09	0,09	0,06	1,21	15021	10,22	0,16	1,29
2018	6	AA-	0,10	0,08	0,08	0,06	1,28	17565	9,40	0,18	1,17
2017	6	AA-	0,07	0,05	0,05	0,06	1,50	28243	19,13	0,17	1,13
2016	6	AA-	0,06	0,03	0,03	0,05	1,33	17832	29,20	0,13	1,27
2015	6	AA-	0,05	0,01	0,01	0,03	1,38	19261	115,56	0,15	1,35
2014	5	AA	0,05	0,04	0,04	0,02	1,38	21304	16,78	0,19	1,46
2013	5	AA	0,12	0,09	0,09	0,05	1,37	16550	6,13	0,22	1,32
2012	5	AA	0,15	0,11	0,11	0,06	1,38	18493	4,74	0,23	1,36
2011	5	AA	0,18	0,14	0,14	0,08	1,36	16961	4,11	0,21	1,36
2010	5	AA	0,18	0,13	0,13	0,08	1,41	16685	4,57	0,22	1,34
2009	5	AA	0,16	0,13	0,13	0,08	1,45	15349	5,11	0,17	1,39
2008	5	AA	0,22	0,14	0,14	0,07	1,37	12731	2,26	0,36	1,04
2007	5	AA	0,30	0,18	0,18	0,10	1,35	12576	2,13	0,34	1,16
2006	5	AA	0,29	0,18	0,18	0,09	1,28	9265	2,13	0,32	1,21
2005	5	AA	0,30	0,19	0,20	0,10	1,31	10325	2,12	0,29	1,23
2004	5	AA	0,34	0,16	0,17	0,11	1,23	6163	2,58	0,34	1,33
2003	5	AA	0,23	0,17	0,12	0,07	1,28	6404	3,03	0,32	1,27
Απρ 2002	5	AA	0,23	0,17	0,12	0,07	1,23	5891	3,29	0,29	1,24

Οικονομικά Δεδομένα BP σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΙΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
Νοε 2023	7	A+	22650	192560	103407	87676	160446	15444	25272	85595	121236
2022	8	A	40932	205130	106446	82990	248891	-1357	18039	99018	200330
2021	8	A	23612	196833	92590	90439	164195	8487	18082	80287	147234
2020	8	A	12162	182086	72982	85568	183500	-20729	-21740	59799	190859
2019	8	A	25770	194486	74594	100708	282616	4190	11706	72202	262835
2018	8	A	22873	180628	71310	101548	303738	9578	19378	68237	283500
2017	8	A	18931	176111	74968	100404	244582	3468	9474	64726	233892
2016	8	A	10691	166473	67813	96843	186606	172	-430	58354	188655
2015	8	A	19133	163445	70024	98387	225982	-6400	-7918	54627	229873
2014	8	A	32754	171663	87262	112642	358678	4003	6412	63615	343731
2013	8	A	21100	175283	96840	130407	396217	23758	31769	72812	362946
2012	8	A	20397	180573	91666	119620	388285	11816	19733	76740	362624
2011	8	A	22154	180586	89164	112482	386463	26097	39817	83780	344656
Σεπ 2010	8	A	14446	162253	74276	86362	150288	-10860	-14523	79943	164397
Ιουν 2010	11	BBB	7693	133855	67653	102113	74417	6188	9606	59320	64793
2009	4	AA+	27716	133855	67653	102113	246138	16759	24426	59320	217986
2008	4	AA+	38095	136129	66384	92109	367053	21666	35239	69793	329973
2007	4	AA+	24709	141424	78916	94652	291438	21169	31611	77068	257400
2006	4	AA+	28172	132136	74261	85465	274316	22286	35158	75298	239217
2005	4	AA+	26721	126149	75290	80765	255159	22632	32682	71497	219962
2004	4	AA+	23378	116395	61630	78235	204456	17262	25746	63126	177320

Δείκτες BP

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
Νοε 2023	7	A+	0,18	0,24	0,16	0,10	1,21	17812	7,62	0,12	2,20
2022	8	A	-0,02	0,20	0,07	-0,01	1,08	7428	11,37	0,20	2,47
2021	8	A	0,09	0,10	0,11	0,05	1,15	12303	10,89	0,12	2,18
2020	8	A	-0,24	-0,04	-0,12	-0,11	1,22	13183	-8,38	0,07	2,13
2019	8	A	0,04	0,07	0,04	0,01	1,03	2392	16,61	0,13	1,93
2018	8	A	0,09	0,07	0,06	0,03	1,05	3073	9,32	0,13	1,78
2017	8	A	0,03	0,04	0,04	0,01	1,16	10242	18,59	0,11	1,75
2016	8	A	0,00	-0,01	0,00	0,00	1,16	9459	-387,15	0,06	1,72
2015	8	A	-0,07	-0,02	-0,04	-0,03	1,28	15397	-20,64	0,12	1,66
2014	8	A	0,04	0,04	0,02	0,01	1,37	23647	26,77	0,19	1,52
2013	8	A	0,18	0,08	0,08	0,06	1,33	24028	5,52	0,12	1,34
2012	8	A	0,10	0,07	0,05	0,03	1,19	14926	9,15	0,11	1,51
2011	8	A	0,23	0,11	0,10	0,07	1,06	5384	4,54	0,12	1,61
Σεπ 2010	8	A	-0,13	-0,09	-0,10	-0,07	0,93	-5667	-11,17	0,09	1,88
Ιουν 2010	11	BBB	0,06	0,13	0,13	0,08	1,14	8333	13,93	0,06	1,31
2009	4	AA+	0,16	0,11	0,10	0,07	1,14	8333	5,48	0,21	1,31
2008	4	AA+	0,24	0,10	0,10	0,06	0,95	-3409	3,86	0,28	1,48
2007	4	AA+	0,22	0,12	0,11	0,07	1,02	1848	4,47	0,17	1,49
2006	4	AA+	0,26	0,13	0,13	0,08	0,99	-1037	3,76	0,21	1,55
2005	4	AA+	0,28	0,14	0,13	0,09	1,05	3793	3,86	0,21	1,56
2004	4	AA+	0,22	0,13	0,13	0,08	0,98	-1496	4,52	0,20	1,49

Οικονομικά Δεδομένα DTE Energy σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΙΠΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
2022	11	BBB	1977	32282	4180	10401	19228	1083	1112	5173	17485
2021	11	BBB	3067	31006	3317	8713	14964	903	656	6346	13436
2020	11	BBB	3697	32907	3498	12589	12177	1368	1538	2691	9787
Οκτ 2019	10	BBB+	2649	30046	3086	11836	12669	1169	1324	3997	10947
2018	10	BBB+	2680	25571	3260	10717	14212	1120	1216	4438	6621
2017	10	BBB+	2117	23777	3081	9990	12607	1134	1287	2812	10920
2016	10	BBB+	2084	22542	2762	9499	10630	868	1105	2437	9178
2015	10	BBB+	1911	19942	2575	8795	10337	727	950	2528	8992
2014	11	BBB	1839	19632	3087	8342	12301	905	1275	2577	10723
2013	11	BBB	2154	17981	2806	7954	9661	661	922	3189	8467
2012	11	BBB	2209	18928	2915	7411	8791	610	960	2768	7515
2011	11	BBB	2008	18956	3196	7053	8897	711	987	2628	7473
2010	11	BBB	1825	18129	3167	6767	8557	630	950	2749	7103
2009	11	BBB	1819	17879	2877	6316	8014	532	782	2645	6785
2008	11	BBB	1559	18595	3328	5995	9329	546	819	3013	8205
2007	11	BBB	1125	17901	3995	5853	8506	971	1155	4231	7734
2006	11	BBB	1456	17936	3961	5849	9022	433	324	4164	7174
2005	11	BBB	1001	17566	4682	5769	9022	537	497	4920	8466
2004	11	BBB	995	15749	2996	5548	7114	431	396	3009	6483
2003	11	BBB	950	15466	2712	5287	7041	521	357	2879	6294
2002	10	BBB+	974	14673	2764	4565	6749	632	573	3213	5644
2001	10	BBB+	811	14639	2826	4589	7849	332	219	3178	6885
Φεβ 2001	10	BBB+	1088	8647	1652	4015	5597	168	477	2011	4757

Δείκτες DTE Energy

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
2022	11,00	BBB	0,10	0,09	0,06	0,06	0,81	-993	29,03	0,06	3,10
2021	11,00	BBB	0,10	0,10	0,04	0,06	0,52	-3029	47,27	0,10	3,56
2020	11,00	BBB	0,11	0,20	0,13	0,11	1,30	807	21,40	0,11	2,61
Οκτ 2019	10,00	BBB+	0,10	0,14	0,10	0,09	0,77	-911	22,69	0,09	2,54
2018	10,00	BBB+	0,10	0,53	0,09	0,08	0,73	-1178	21,03	0,10	2,39
2017	10,00	BBB+	0,11	0,13	0,10	0,09	1,10	269	18,47	0,09	2,38
2016	10,00	BBB+	0,09	0,14	0,10	0,08	1,13	325	20,40	0,09	2,37
2015	10,00	BBB+	0,08	0,13	0,09	0,07	1,02	47	20,99	0,10	2,27
2014	11,00	BBB	0,11	0,13	0,10	0,07	1,20	510	15,40	0,09	2,35
2013	11,00	BBB	0,08	0,12	0,10	0,07	0,88	-383	19,50	0,12	2,26
2012	11,00	BBB	0,08	0,15	0,11	0,07	1,05	147	19,72	0,12	2,55
2011	11,00	BBB	0,10	0,16	0,11	0,08	1,22	568	19,21	0,11	2,69
2010	11,00	BBB	0,09	0,17	0,11	0,07	1,15	418	19,08	0,10	2,68
2009	11,00	BBB	0,08	0,15	0,10	0,07	1,09	232	22,86	0,10	2,83
2008	11,00	BBB	0,09	0,12	0,09	0,06	1,10	315	22,70	0,08	3,10
2007	11,00	BBB	0,17	0,09	0,14	0,11	0,94	-236	15,50	0,06	3,06
2006	11,00	BBB	0,07	0,20	0,04	0,05	0,95	-203	55,36	0,08	3,07
2005	11,00	BBB	0,09	0,06	0,06	0,06	0,95	-238	35,34	0,06	3,04
2004	11,00	BBB	0,08	0,09	0,06	0,06	1,00	-13	39,77	0,06	2,84
2003	11,00	BBB	0,10	0,11	0,05	0,07	0,94	-167	43,32	0,06	2,93
2002	10,00	BBB+	0,14	0,16	0,08	0,09	0,86	-449	25,61	0,07	3,21
2001	10,00	BBB+	0,07	0,12	0,03	0,04	0,89	-352	66,84	0,06	3,19
Φεβ 2001	10,00	BBB+	0,04	0,15	0,09	0,03	0,82	-359	18,13	0,13	2,15

Οικονομικά Δεδομένα PG&E σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημιές	ΚΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
2022	13	BB+	3721	95569	12815	23075	21680	1814	476	15788	19843
2021	14	BB	2262	82094	11077	21233	20642	-88	748	17427	18759
2020	14	BB	2800	98198	19458	5313	8839	-22	504	43153	7904
Ιαν 2019	29	D	4752	64092	9195	12903	16759	-6837	-10129	41695	26459
Νοε 2018	12	BBB-	4148	51411	6290	19785	12672	47	-483	9511	12842
Σεπ 2018	11	BBB	2722	50511	6334	19217	8290	-524	-1068	9768	9156
2017	10	BBB+	5977	48540	6281	19472	17135	1660	2171	7129	14179
2016	9	A-	4409	50406	6164	18192	17666	1407	1462	7564	15489
2015	10	BBB+	3753	46511	5822	16828	16833	888	861	6363	15325
2014	10	BBB+	3677	44127	6389	16000	17090	1450	1795	5920	14640
2013	10	BBB+	3427	41011	5977	14594	15598	828	1096	7493	13836
2012	10	BBB+	4882	39123	5121	13326	15040	830	167	6256	13347
2011	10	BBB+	3739	37397	6480	12353	14956	858	1298	7749	13014
Ιουλ 2010	9	A-	1373	33095	5612	11123	3232	337	524	7619	2537

Δείκτες PG&E

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΙΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
2022	13	BB+	0,08	0,08	0,02	0,08	0,81	-2973	200,78	0,04	4,14
2021	14	BB	0,00	0,09	0,04	0,00	0,64	-6350	109,75	0,03	3,87
2020	14	BB	0,00	0,11	0,06	0,00	0,45	-23695	194,84	0,03	18,48
Ιαν 2019	29	D	-0,53	-0,58	-0,60	-0,41	0,22	-32500	-6,33	0,07	4,97
Νοε 2018	12	BBB-	0,00	-0,01	-0,04	0,00	0,66	-3221	-106,44	0,08	2,60
Σεπ 2018	11	BBB	-0,03	-0,10	-0,13	-0,06	0,65	-3434	-47,29	0,05	2,63
2017	10	BBB+	0,09	0,17	0,13	0,10	0,88	-848	22,36	0,12	2,49
2016	9	A-	0,08	0,12	0,08	0,08	0,81	-1400	34,48	0,09	2,77
2015	10	BBB+	0,05	0,09	0,05	0,05	0,91	-541	54,02	0,08	2,76
2014	10	BBB+	0,09	0,14	0,11	0,08	1,08	469	24,58	0,08	2,76
2013	10	BBB+	0,06	0,11	0,07	0,05	0,80	-1516	37,42	0,08	2,81
2012	10	BBB+	0,06	0,11	0,01	0,06	0,82	-1135	234,27	0,12	2,94
2011	10	BBB+	0,07	0,13	0,09	0,06	0,84	-1269	28,81	0,10	3,03
Ιουλ 2010	9	A-	0,03	0,22	0,16	0,10	0,74	-2007	63,16	0,04	2,98

Οικονομικά Δεδομένα Southern Company σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
Οκτ 2023	10	BBB+	5740	103017	11088	35304	19208	3053	3545	13214	14589
2022	10	BBB+	6302	100359	10416	34532	29179	3524	4223	15725	23909
2021	10	BBB+	6169	94967	8965	32276	23113	2393	2576	10921	19415
2020	10	BBB+	6696	90410	8617	32234	20375	3119	3496	12079	15490
2019	10	BBB+	5781	86650	9817	31759	21419	4739	6542	12846	13683
2018	10	BBB+	6945	87584	9583	29039	23495	2226	2749	14286	19304
2017	9	A-	6395	85153	1072	25528	23031	842	1038	13594	20480
2016	9	A-	4894	82803	9722	26612	19896	2448	3480	12917	15267
Μάιος 2016	9	A-	865	56389	5461	22184	3965	485	719	7856	3032
2015	8	A	6274	56175	6526	21982	17489	2367	3629	9129	13207
2014	8	A	5815	49583	6370	20926	18467	1963	3008	8967	14825
2013	8	A	6097	44407	5599	19764	17087	1644	2559	5536	13832
2012	8	A	4898	43770	6162	19004	16537	2350	3749	7014	12074
2011	8	A	5903	40607	6272	18285	17657	2203	3487	6577	13426
2010	8	A	3991	37748	5883	16909	17456	1975	3066	6472	13654
2009	8	A	3263	36086	5873	15585	15743	1643	2604	5584	12475
2008	8	A	3398	33989	5358	13276	17127	1742	2657	5226	13621
2007	8	A	3395	32324	4732	12385	15353	1734	2569	5631	12027
2006	8	A	2820	30743	4019	11371	14356	1573	2355	6353	11132
2005	8	A	2530	28592	4205	10689	13554	1591	2186	5240	10592
2004	8	A	2692	26123	3463	10278	11902	1532	2119	3791	9075
2003	8	A	3066	24974	2917	9648	11251	1474	2086	3617	8356
2002	8	A	2831	23089	2967	8710	10549	1318	1846	5014	7968
2001	8	A	2384	21840	2956	7984	10155	1262	1677	4372	7764
2002	8	A	2818	20672	2825	10690	10066	1313	1582	3737	7662

Δείκτες Southern Company

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΙΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
Οκτ 2023	10	BBB+	0,09	0,24	0,18	0,16	0,84	-2126	29,06	0,06	2,92
2022	10	BBB+	0,10	0,18	0,14	0,12	0,66	-5309	23,76	0,06	2,91
2021	10	BBB+	0,07	0,16	0,11	0,10	0,82	-1956	36,87	0,06	2,94
2020	10	BBB+	0,10	0,24	0,17	0,15	0,71	-3462	25,86	0,07	2,80
2019	10	BBB+	0,15	0,36	0,31	0,22	0,76	-3029	13,25	0,07	2,73
2018	10	BBB+	0,08	0,18	0,12	0,09	0,67	-4703	31,86	0,08	3,02
2017	9	A-	0,03	0,11	0,05	0,04	0,08	-12522	82,04	0,08	3,34
2016	9	A-	0,09	0,23	0,17	0,12	0,75	-3195	23,79	0,06	3,11
Μάιος 2016	9	A-	0,02	0,24	0,18	0,12	0,70	-2395	78,43	0,02	2,54
2015	8	A	0,11	0,24	0,21	0,14	0,71	-2603	15,48	0,11	2,56
2014	8	A	0,09	0,20	0,16	0,11	0,71	-2597	16,48	0,12	2,37
2013	8	A	0,08	0,19	0,15	0,10	1,01	63	17,35	0,14	2,25
2012	8	A	0,12	0,27	0,23	0,14	0,88	-852	11,68	0,11	2,30
2011	8	A	0,12	0,24	0,20	0,12	0,95	-305	11,65	0,15	2,22
2010	8	A	0,12	0,22	0,18	0,11	0,91	-589	12,31	0,11	2,23
2009	8	A	0,11	0,21	0,17	0,10	1,05	289	13,86	0,09	2,32
2008	8	A	0,13	0,20	0,16	0,10	1,03	132	12,79	0,10	2,56
2007	8	A	0,14	0,22	0,17	0,11	0,84	-899	12,58	0,11	2,61
2006	8	A	0,14	0,22	0,16	0,11	0,63	-2334	13,05	0,09	2,70
2005	8	A	0,15	0,22	0,16	0,12	0,80	-1035	13,08	0,09	2,67
2004	8	A	0,15	0,24	0,18	0,13	0,91	-328	12,33	0,10	2,54
2003	8	A	0,15	0,26	0,19	0,13	0,81	-700	11,97	0,12	2,59
2002	8	A	0,15	0,24	0,17	0,12	0,59	-2047	12,51	0,12	2,65
2001	8	A	0,16	0,24	0,17	0,12	0,68	-1416	13,02	0,11	2,74
2002	8	A	0,12	0,24	0,16	0,13	0,76	-912	13,07	0,14	1,93

Οικονομικά Δεδομένα First Energy Corp σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
Οκτ 2023	12	BBB-	429	36526	2520	10945	9724	984	1198	4796	8026
Ιουλ 2022	12	BBB-	1283	33806	2539	11314	5807	480	612	3370	4801
2021	13	BB+	2811	36757	3237	8675	11132	1283	1559	4416	9406
Νοε 2020	13	BB+	851	35750	2162	7188	8253	837	913	3077	6485
Νοε2019	11	BBB	1737	34234	2616	7272	8362	1023	1366	4239	6467
2018	12	BBB-	1410	33249	2392	6814	11261	1348	1512	4634	8759
2017	12	BBB-	3808	38332	3108	3925	14017	-1724	-829	4077	13845
Νοε 2016	12	BBB-	2580	40458	3480	11503	11187	-381	-47	7043	10525
2015	13	BB+	3447	39765	3040	12422	15026	578	893	5602	12734
2014	13	BB+	2713	39226	3358	12422	15049	299	171	5561	1398
Ιουλ 2013	13	BB+	493	37358	3560	12799	7248	32	90	7533	6540
2012	12	BBB-	2320	37313	3768	13093	15303	771	1324	7605	13127
2011	11	BBB	3063	34027	3355	13299	16258	869	1443	4855	14560
2010	11	BBB	3076	26292	3698	8513	13339	760	1242	4698	111534
2009	11	BBB	2465	25747	3320	8557	12967	990	1235	5288	11088
2008	11	BBB	2219	25238	3053	8283	13627	1342	2119	7098	10865
2007	11	BBB	1694	23091	2230	8977	12802	1309	2192	5248	9987
2006	11	BBB	1939	22161	2083	9035	11501	1254	2053	5255	8895
2005	12	BBB-	2220	22008	2317	9188	11358	861	1628	5453	9291
2004	12	BBB-	1876	22143	2012	8924	12453	878	873	3308	10241
2003	12	BBB-	1952	24285	2243	8624	12307	422	1639	4472	10835
2002	11	BBB	1915	26574	2450	7812	12047	552	2114	5251	9932

Δείκτες First Energy Corp

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΙΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
Οκτ 2023	12	BBB-	0,09	0,17	0,12	0,10	0,53	-2276	30,49	0,01	3,34
Ιουλ 2022	12	BBB-	0,04	0,17	0,11	0,08	0,75	-831	55,24	0,04	2,99
2021	13	BB+	0,15	0,16	0,14	0,12	0,73	-1179	23,58	0,08	4,24
Νοε 2020	13	BB+	0,12	0,21	0,11	0,10	0,70	-915	39,16	0,02	4,97
Νοε 2019	11	BBB	0,14	0,23	0,16	0,12	0,62	-1623	25,06	0,05	4,71
2018	12	BBB-	0,20	0,22	0,13	0,12	0,52	-2242	21,99	0,04	4,88
2017	12	BBB-	-0,44	0,01	-0,06	-0,12	0,76	-969	-46,24	0,10	9,77
Νοε 2016	12	BBB-	-0,03	0,06	0,00	-0,03	0,49	-3563	-860,81	0,06	3,52
2015	13	BB+	0,05	0,15	0,06	0,04	0,54	-2562	44,53	0,09	3,20
2014	13	BB+	0,02	0,91	0,01	0,02	0,60	-2203	229,39	0,07	3,16
Ιουλ 2013	13	BB+	0,00	0,10	0,01	0,00	0,47	-3973	415,09	0,01	2,92
2012	12	BBB-	0,06	0,14	0,09	0,05	0,50	-3837	28,18	0,06	2,85
2011	11	BBB	0,07	0,10	0,09	0,05	0,69	-1500	23,58	0,09	2,56
2010	11	BBB	0,09	-7,36	0,09	0,06	0,79	-1000	21,17	0,12	3,09
2009	11	BBB	0,12	0,14	0,10	0,08	0,63	-1968	20,85	0,10	3,01
2008	11	BBB	0,16	0,20	0,16	0,10	0,43	-4045	11,91	0,09	3,05
2007	11	BBB	0,15	0,22	0,17	0,10	0,42	-3018	10,53	0,07	2,57
2006	11	BBB	0,14	0,23	0,18	0,11	0,40	-3172	10,79	0,09	2,45
2005	12	BBB-	0,09	0,18	0,14	0,08	0,42	-3136	13,52	0,10	2,40
2004	12	BBB-	0,10	0,18	0,07	0,07	0,61	-1296	25,36	0,08	2,48
2003	12	BBB-	0,05	0,12	0,13	0,03	0,50	-2229	14,82	0,08	2,82
2002	11	BBB	0,07	0,18	0,18	0,05	0,47	-2801	12,57	0,07	3,40

Οικονομικά Δεδομένα Dominion Energy σε εκατομμύρια \$

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
Οκτ 2023	10	BBB+	5186	77915	24679	28028	10859	1759	2296	21633	8143
2022	10	BBB+	3700	76362	9850	27881	17174	994	1053	13450	15578
2021	10	BBB+	4037	70672	7269	27308	13964	3288	3098	8673	10945
2020	10	BBB+	5227	69444	6886	26461	14172	-401	1411	10843	12117
2019	10	BBB+	5204	69790	6088	34033	16572	1358	1727	9939	14058
2018	10	BBB+	4773	55866	5161	22048	13366	2447	3129	7647	9765
2017	10	BBB+	4549	57215	4334	19370	12586	2999	3090	9636	8456
2016	10	BBB+	4127	54770	4248	16840	11737	2123	2867	8115	8110
2015	10	BBB+	4475	45195	4191	13602	11683	1899	2828	8120	8147
2014	10	BBB+	3439	42370	5615	11957	12436	1310	1778	7198	9715
2013	10	BBB+	3433	38197	5940	11642	13120	1697	2704	6994	9804
2012	10	BBB+	4137	35956	5140	10625	13093	302	497	7763	11937
2011	10	BBB+	2983	33854	5430	11503	14379	1408	2171	6962	11518
2010	10	BBB+	1825	30563	5400	11997	15197	2808	5037	5773	11964
2009	10	BBB+	3786	31112	6817	11185	15131	1287	1916	6833	12502
2008	10	BBB+	2659	31719	7661	10077	16290	1834	2715	7794	12664
2007	10	BBB+	-246	29432	6656	9406	15674	2539	4494	7746	10107
2006	10	BBB+	4005	36076	8098	12913	16482	1380	2489	11229	13137
2005	10	BBB+	2623	42006	10129	10397	18041	1033	1616	14480	15602
Οκτ 2004	10	BBB+	1536	33932	6978	10576	6919	688	1099	8438	5449

Δείκτες Dominion Energy

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΙΠΤΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
Οκτ 2023	10	BBB+	0,063	0,25	0,21	0,16	1,14	3046,00	33,94	0,067	2,78
2022	10	BBB+	0,036	0,09	0,06	0,06	0,73	-3600,00	72,52	0,048	2,74
2021	10	BBB+	0,120	0,22	0,22	0,24	0,84	-1404,00	22,81	0,057	2,59
2020	10	BBB+	-0,015	0,15	0,10	-0,03	0,64	-3957,00	49,22	0,075	2,62
2019	10	BBB+	0,040	0,15	0,10	0,08	0,61	-3851,00	40,41	0,075	2,05
2018	10	BBB+	0,111	0,27	0,23	0,18	0,67	-2486,00	17,85	0,085	2,53
2017	10	BBB+	0,155	0,33	0,25	0,24	0,45	-5302,00	18,52	0,080	2,95
2016	10	BBB+	0,126	0,31	0,24	0,18	0,52	-3867,00	19,10	0,075	3,25
2015	10	BBB+	0,140	0,30	0,24	0,16	0,52	-3929,00	15,98	0,099	3,32
2014	10	BBB+	0,110	0,22	0,14	0,11	0,78	-1583,00	23,83	0,081	3,54
2013	10	BBB+	0,146	0,25	0,21	0,13	0,85	-1054,00	14,13	0,090	3,28
2012	10	BBB+	0,028	0,09	0,04	0,02	0,66	-2623,00	72,35	0,115	3,38
2011	10	BBB+	0,122	0,20	0,15	0,10	0,78	-1532,00	15,59	0,088	2,94
2010	10	BBB+	0,234	0,21	0,33	0,18	0,94	-373,00	6,07	0,060	2,55
2009	10	BBB+	0,115	0,17	0,13	0,09	1,00	-16,00	16,24	0,122	2,78
2008	10	BBB+	0,182	0,22	0,17	0,11	0,98	-133,00	11,68	0,084	3,15
2007	10	BBB+	0,270	0,36	0,29	0,16	0,86	-1090,00	6,55	-0,008	3,13
2006	10	BBB+	0,107	0,20	0,15	0,08	0,72	-3131,00	14,49	0,111	2,79
2005	10	BBB+	0,099	0,14	0,09	0,06	0,70	-4351,00	25,99	0,062	4,04
Οκτ 2004	10	BBB+	0,065	0,21	0,16	0,10	0,83	-1460,00	30,88	0,045	3,21

Οικονομικά Δεδομένα American Electric Power Company σε εκατομμύρια \$

		Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας	FFO	Χρέος	Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία	Ιδία Κεφάλαια	Συνολικά Έσοδα	Καθαρά Έσοδα/Ζημίες	ΚΠΤΦΑ	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Λειτουργικά Έξοδα
2022	11	BBB	5288	69301	9418	24122	19639	2305	2420	14567	16156
Οκτ 2021	11	BBB	2973	63736	5785	22527	12730	1949	2059	9954	10003
2020	10	BBB+	3832	59937	4351	20774	14918	2196	2146	9926	11930
2019	10	BBB+	4270	55870	4077	19913	15561	1919	1834	10299	12969
2018	10	BBB+	5223	49634	4113	19059	16195	1931	1973	8648	13513
Ιουλ 2017	10	BBB+	1717	44844	1661	17824	7509	970	1461	8392	5668
2016	11	BBB	4521	46047	6033	17420	16380	618	475	9498	15173
2015	11	BBB	4748	43778	4072	17904	16453	2052	2622	7108	13119
2014	11	BBB	4613	42809	4478	16824	17020	1638	2490	7967	13788
2013	11	BBB	4106	40328	4310	16085	15357	1484	2110	6112	12502
2012	11	BBB	3804	39130	4589	15237	14945	1262	1822	6823	12289
2011	11	BBB	3804	39130	4589	15237	14945	1262	1822	6823	12289
2010	11	BBB	2662	36773	5016	13622	14427	1218	1849	6518	11764
2009	11	BBB	2475	35147	4756	13140	13489	1365	1938	5327	10718
2008	11	BBB	2576	34401	3775	10693	14440	1380	2011	3297	11653
2007	11	BBB	2388	30226	3052	10079	13380	1089	1657	5207	11061
2006	11	BBB	2732	28514	3588	9412	12622	1002	1477	5456	10656
2005	11	BBB	1877	27023	3945	9088	12111	814	1453	5460	10184
2004	11	BBB	2597	26087	4021	8515	14057	1089	1699	5007	12066
2003	11	BBB	2308	28809	4897	7874	14545	110	1722	5782	12913
2002	10	BBB+	1677	27532	6101	7064	14555	-519	1066	9790	13292
2001	10	BBB+	2953	30912	5664	8229	61257	971	2567	10821	58862

Δείκτες American Electric Power Company

	Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας		ROE	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Λειτουργικό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης	Χρέος προς ΚΙΠΦΑ	FFO/Χρέος	Gearing
2022	11	BBB	0,096	0,18	0,12	0,12	0,65	-5149,00	28,64	0,076	2,87
Οκτ 2021	11	BBB	0,087	0,21	0,16	0,15	0,58	-4169,00	30,95	0,047	2,83
2020	10	BBB+	0,106	0,20	0,14	0,15	0,44	-5575,00	27,93	0,064	2,89
2019	10	BBB+	0,096	0,17	0,12	0,12	0,40	-6222,00	30,46	0,076	2,81
2018	10	BBB+	0,101	0,17	0,12	0,12	0,48	-4535,00	25,16	0,105	2,60
Ιουλ 2017	10	BBB+	0,054	0,25	0,19	0,13	0,20	-6731,00	30,69	0,038	2,52
2016	11	BBB	0,035	0,07	0,03	0,04	0,64	-3465,00	96,94	0,098	2,64
2015	11	BBB	0,115	0,20	0,16	0,12	0,57	-3036,00	16,70	0,108	2,45
2014	11	BBB	0,097	0,19	0,15	0,10	0,56	-3489,00	17,19	0,108	2,54
2013	11	BBB	0,092	0,19	0,14	0,10	0,71	-1802,00	19,11	0,102	2,51
2012	11	BBB	0,083	0,18	0,12	0,08	0,67	-2234,00	21,48	0,097	2,57
2011	11	BBB	0,083	0,18	0,12	0,08	0,67	-2234,00	21,48	0,097	2,57
2010	11	BBB	0,089	0,18	0,13	0,08	0,77	-1502,00	19,89	0,072	2,70
2009	11	BBB	0,104	0,21	0,14	0,10	0,89	-571,00	18,14	0,070	2,67
2008	11	BBB	0,129	0,19	0,14	0,10	1,14	478,00	17,11	0,075	3,22
2007	11	BBB	0,108	0,17	0,12	0,08	0,59	-2155,00	18,24	0,079	3,00
2006	11	BBB	0,106	0,16	0,12	0,08	0,66	-1868,00	19,31	0,096	3,03
2005	11	BBB	0,090	0,16	0,12	0,07	0,72	-1515,00	18,60	0,069	2,97
2004	11	BBB	0,128	0,14	0,12	0,08	0,80	-986,00	15,35	0,100	3,06
2003	11	BBB	0,014	0,11	0,12	0,01	0,85	-885,00	16,73	0,080	3,66
2002	10	BBB+	-0,073	0,09	0,07	-0,04	0,62	-3689,00	25,83	0,061	3,90
2001	10	BBB+	0,118	0,04	0,04	0,02	0,52	-5157,00	12,04	0,096	3,76