

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης
Υπεύθυνος Ανάλυσης
Valuation & Research Specialists (“VRS”)
www.valueinvest.gr - www.iraj.gr



Valuation &
Research
Specialists

Αποτίμηση Θεμελιωδών Παραγόντων

- Αποτελεί τη σημαντικότερη μέθοδο προσέγγισης της αποτίμησης της αγοράς μετοχών στο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.
- Ερμηνεύει κατά προσέγγιση το 80% της μελλοντικής πορείας μιας αγοράς μετοχών μακροπρόθεσμα.
- Ερμηνεύει κατά προσέγγιση το 20% της μελλοντικής πορείας μιας αγοράς μετοχών βραχυπρόθεσμα (ιδιαίτερα σε περιόδους υψηλής μεταβλητότητας).

Καθοριστικοί Παράγοντες των Αποτιμήσεων

- Required Return on Equities (ή Required Rate of Return)
- Risk Premium
- Beta Factor
- Επίπεδο & Ρυθμός Ανάπτυξης Εταιρικών Κερδών

Όποτε οι Επενδυτές θεωρούν τις αποδόσεις στο Χρηματιστήριο κατώτερες της επιθυμητής απόδοσης (Required Rate of Return), οι αποτιμήσεις των μετοχών θα υποχωρούν σε χαμηλότερα επίπεδα μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία τα εταιρικά κέρδη θα αυξάνονται σε τέτοιο βαθμό που θα τεκμηριώνουν υψηλότερες εταιρικές αξίες.

Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Η.Π.Α.)

Chart 3: S&P Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)



P/E 20x

Avg P/E 17x

Ο
Τελευταίος
Κύκλος
Αποτίμησης
κράτησε
σχεδόν 20
έτη

Valuation &
Research
Specialists

Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Γερμανία)

Chart 4: Germany Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)

P/E 20x

Avg P/E



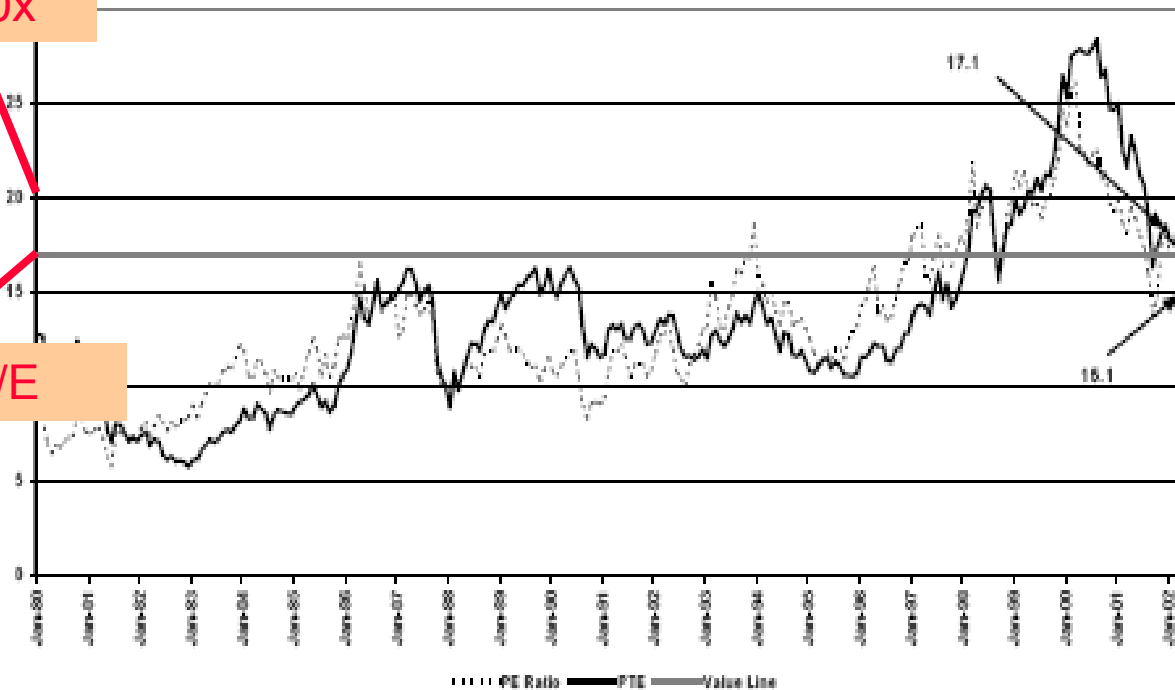
Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων

βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Γαλλία)

Chart 5: France Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)

P/E 20x

Avg P/E



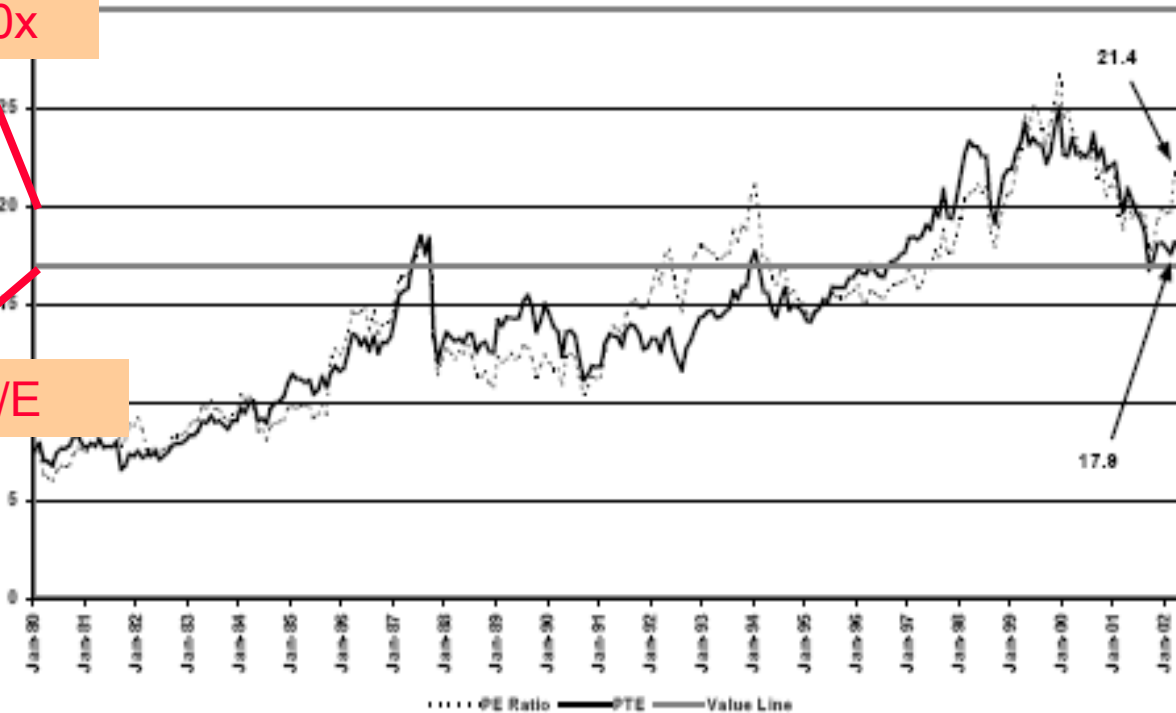
Διεθνείς Κύκλοι Αποτιμήσεων

βάσει P/E, Περίοδος 1980 – 2002 (Βρετανία)

Chart 6: UK Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2002)

P/E 20x

Avg P/E

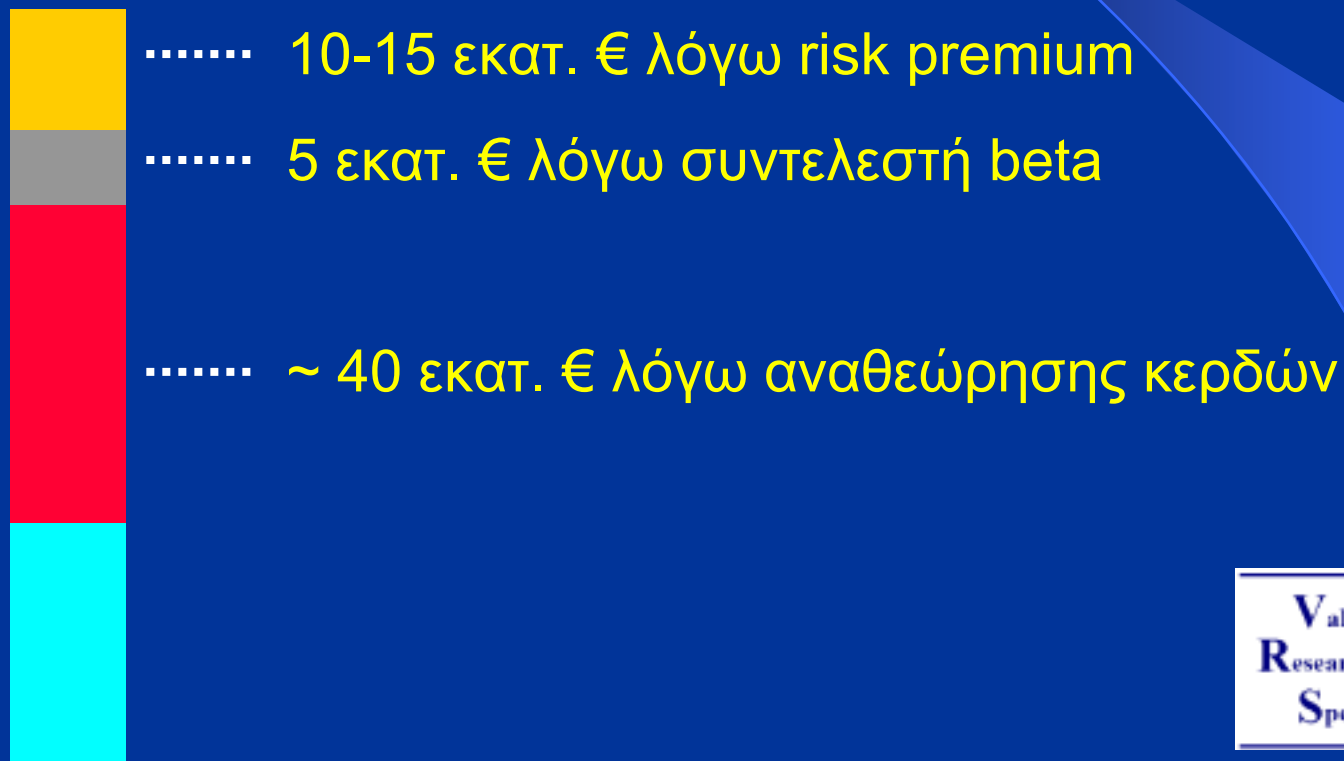


Τιμές Παραμέτρων

- Required Return on Equities (ή Required Rate of Return)
Κυμαίνεται από 6% έως 11% ανάλογα της χρηματιστηριακής συγκυρίας
- Risk Premium
Κυμαίνεται από 3% έως 6%
- Beta Factor
0.5 – 1.5
- Επίπεδο & Ρυθμός Ανάπτυξης Εταιρικών Κερδών
Από έντονα αρνητικά έως έντονα θετικά

Βαθμοί Επίδρασης στις Αποτιμήσεις σε Περιόδους Έντονης Μεταβλητότητας

Απώλειες σε Υποθετική Αποτίμηση 100 εκατ. €



Αποτίμηση Παγκόσμιας Αγοράς

- Αποτίμηση Συνολικής Παγκόσμιας Αγοράς Χρεογράφων : 165 τρισ. €
- Αποτίμηση Ελληνικής Αγοράς Μετοχών : ~ 160 δισ. €
- Ποσοστό Ελλάδας προς τον Κόσμο : 0.10% ή 1 χιλιοστό του συνόλου

- EPS Growth Κόσμου : 8% (2007), 13,6% (2008)
- P/E Κόσμου : 14 x (βάσει ΚΜΦ 2007), 11-12x (ΚΜΦ 2008)
- PEG Κόσμου : 0.6x
- Μερισματική Απόδοση Κόσμου (2007) : 2,74%

Πηγές : Economist, JCF Quant, Equity Research Reports, etc.



Η Εικόνα του Έτους 2008

Έτος Υψηλού Κινδύνου : Risk Premium, Beta 

80% Πιθανότητα για Ύφεση στις Η.Π.Α.

Αναθεώρηση Κερδών : Οι δείκτες αποτίμησης βασίζονται μέχρι σήμερα σε μη αναθεωρημένα κέρδη

Εάν οι επενδυτές μιας αγοράς «πεισθούν» ότι το risk premium (4-5% → 5-6%) είναι πλέον μεγαλύτερο από ότι στο πρόσφατο παρελθόν, τότε κεφαλαιοποιήσεις της τάξεως των 100 εκατ. € δύναται να υποχωρήσουν σε 85-90 εκατ. € μόνο από τη συγκεκριμένη παράμετρο.



Αποτιμήσεις Δεικτών & Κλάδων Η.Π.Α. – Ευρώπη (Απρίλιος 2003)

	EPS Growth '03	P/E 2003
S&P 500	12.30%	16.30
Dow Jones	8.20%	17.00
Banks	17.40%	12.00
Construction	7.10%	10.00
Energy	5.60%	12.30
Financials	76.90%	12.20
Food & Beverage	1.60%	13.60
<hr/>		
DJ Euro Stoxx	38.70%	13.70
DJ Euro Stoxx 50	49.50%	13.80
DAX	76.50%	14.50
CAC-40	58.60%	13.40
FT 100	9.40%	13.10
ASE (Ελλάδα)	17.70%	10.90

Ημερομηνία: 10 April 2003. Πηγή: JCF

Αποτιμήσεις Δεικτών & Κλάδων

Η.Π.Α. – Ευρώπη (Ιανουάριος 2008)

	P/E 2008 (neg. growth)	P/E 2008	EPS Growth '08	P/E 2007
MSCI World Index	16.09	12.24	13.60%	13.90
World Energy	12.92	10.53	10.20%	11.60
World Financials	12.93	9.42	15.70%	10.90
World Industrials	16.23	12.78	11.90%	14.30
World IT	24.25	16.03	20.40%	19.30
World Telecoms	16.33	13.36	10.00%	14.70
World Utilities	18.19	15.78	7.10%	16.90
USA Energy	14.91	10.91	15.50%	12.60
USA Financials	19.36	10.13	31.30%	13.30
USA Industrials	17.46	13.77	11.80%	15.40
USA IT	25.00	16.67	20.00%	20.00
USA Telecoms	17.65	13.35	13.90%	15.20
USA Utilities	17.78	15.74	6.10%	16.70

Ημερομηνία: 21 January 2008. Πηγή: JCF

Σύγκριση Αποτιμήσεων «Τότε και Σήμερα»

Έτος 2003

- EPS Growth : 8-11% (Η.Π.Α.), 9-12% (Ευρώπη)
- Μέσο P/E : 16-17x (Η.Π.Α.), 13-14x (Ευρώπη)

Έτος 2008

- EPS Growth : 17-19% (Η.Π.Α.), 9-10% (Ευρώπη)
- Μέσο P/E : 15-17x (Η.Π.Α.), 10-12x (Ευρώπη)

“Δεν φαίνεται να υπάρχει σημαντική υπερτίμηση των αγορών”

Πηγές: Economist, JCF Quant, Equity Research Reports, etc.



Σύγκριση Αποτιμήσεων μεταξύ Η.Π.Α. - Κόσμου «Σήμερα»

Τράπεζες: EPS Growth 2008 **30%** (Η.Π.Α.) **15-16%** (Κόσμος)
Μέσο P/E **13x** (Η.Π.Α.) **10-11x** (Κόσμος)

Τηλεπικοινωνίες: EPS Growth 2008 **14%** (Η.Π.Α.) **10%** (Κόσμος)
Μέσο P/E **15x** (Η.Π.Α.) **15x** (Κόσμος)

Βιομηχανία: EPS Growth 2008 **12%** (Η.Π.Α.) **12%** (Κόσμος)
Μέσο P/E **15x** (Η.Π.Α.) **14x** (Κόσμος)

Ενέργεια: EPS Growth 2008 **16%** (Η.Π.Α.) **10%** (Κόσμος)
Μέσο P/E **13x** (Η.Π.Α.) **12x** (Κόσμος)

Πληροφορική: EPS Growth 2008 **20%** (Η.Π.Α.) **20%** (Κόσμος)
Μέσο P/E **20x** (Η.Π.Α.) **20x** (Κόσμος)

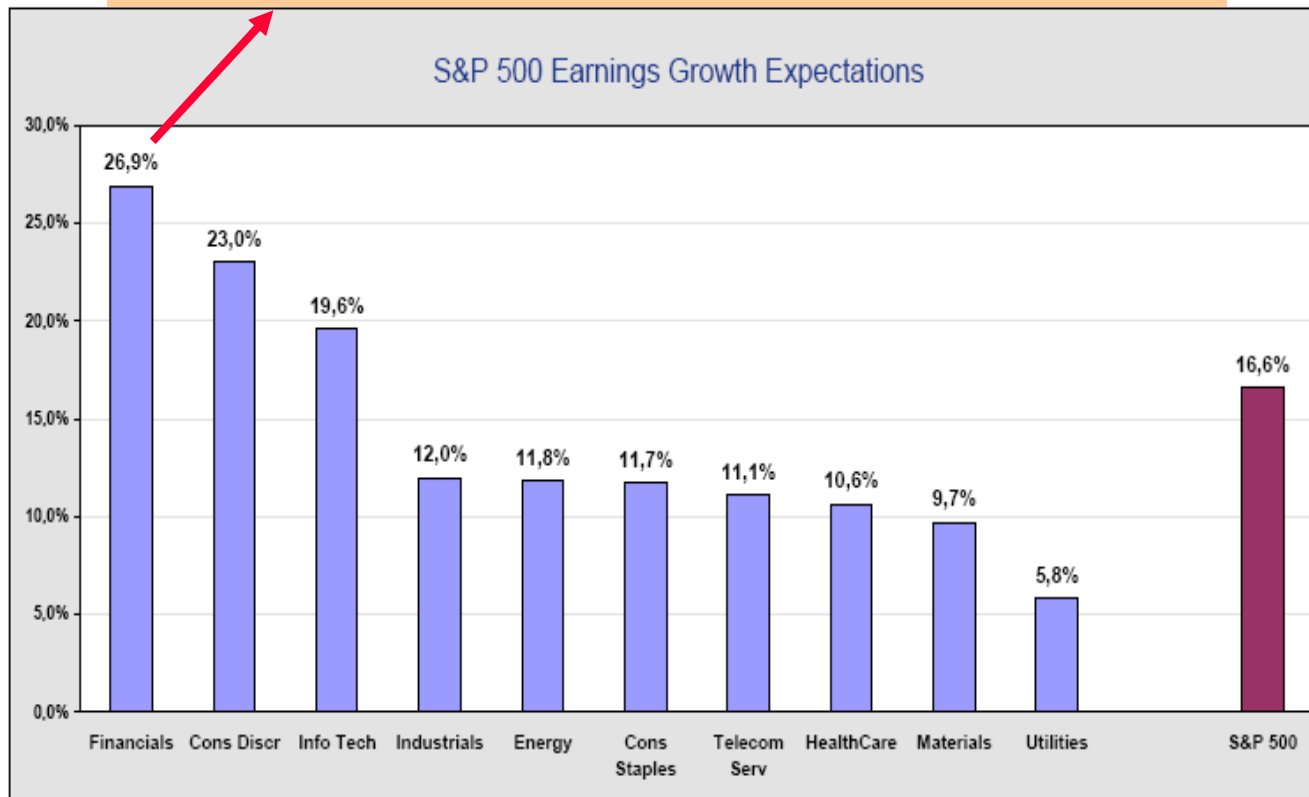
Πηγή: JCF Quant.

“Φαίνεται να
υπάρχει
σύγκλιση των
προσδοκιών”



Οι Προσδοκίες των Αναλυτών για τις Εταιρικές Κερδοφορίες

Μπορούν να επαληθευτούν τέτοιες προβλέψεις;



Valuation &
Research
Specialists

Αποτίμηση Αγοράς Μετοχών βάσει Δείκτη P/E (1)

- Η Αγορά Μετοχών βρίσκεται σε Στάδιο Ισορροπίας όταν οι επενδυτές λαμβάνουν μία απόδοση ίση με το Required Rate of Return από την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές.
- Όσο αυξάνεται ο κίνδυνος που ενσωματώνει η αγορά μετοχών στην επαλήθευση των μελλοντικών αποτιμήσεων τόσο αυξάνεται και η επιθυμητή απόδοση (Required Rate of Return) από μέρους των επενδυτών.
- Εάν υποθεθεί ότι σε περίοδο «ισορροπίας» το Required Rate of Return = 6% τότε ο αντίστροφος λόγος είναι 16,7 που αποτελεί το δείκτη P/E της αγοράς μετοχών.

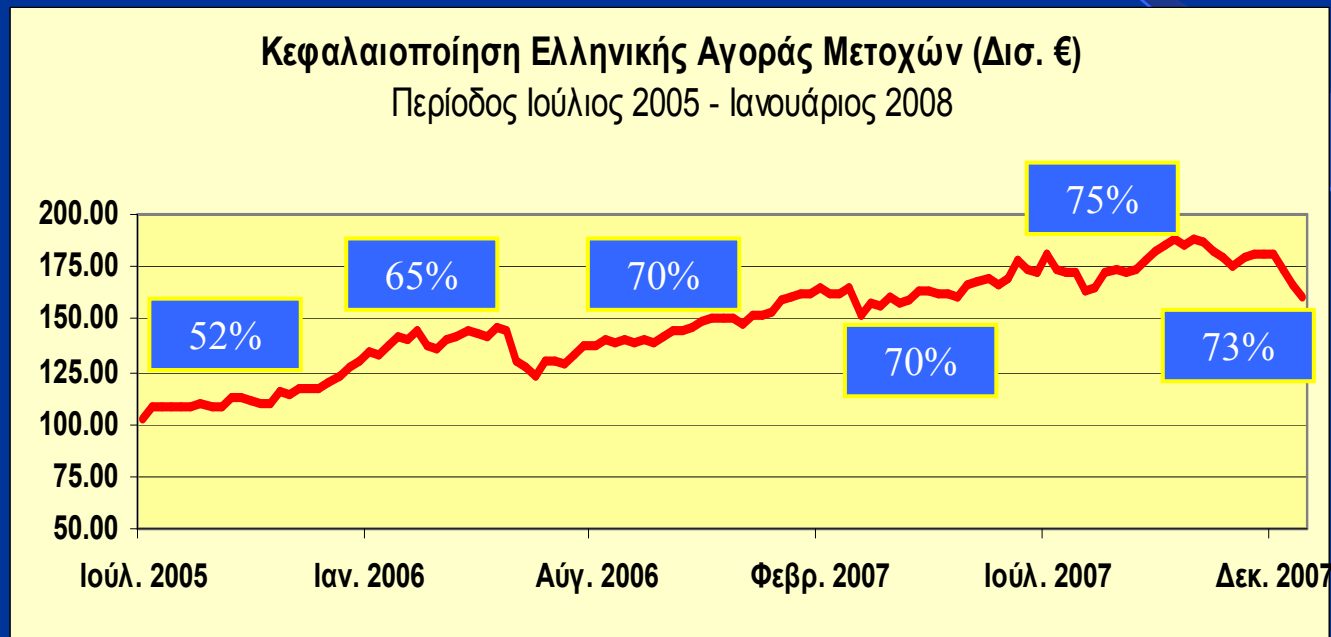
Ο τελευταίος διεθνής κύκλος αποτιμήσεων απέδειξε ότι ο δείκτης 17x είναι ένας διατηρήσιμος μέσος δείκτης P/E στις αγορές μετοχών. Κατά άλλες εκδοχές αντιπροσωπευτικός είναι και ένας μέσος δείκτης P/E 15x.

Αποτίμηση Αγοράς Μετοχών βάσει Δείκτη P/E (2)

- Ιστορικά, ο δείκτης P/E έχει φθάσει στα επίπεδα του 7x σε περιόδους έντονης αναταραχής (Α' Παγκόσμιος Πόλεμος, Πόλεμος Κορέας δεκαετία 1950, περιόδους στασιμοπληθωρισμού).
- Επίσης έχει ξεπεράσει τα επίπεδα του 30x κατά στην ολοκλήρωση του τελευταίου μακροχρόνιου bull market της περιόδου 1982 – 2000.
- Υπήρξαν ιστορικές περιόδους όπου ο δείκτης P/E της αγοράς υποχωρούσε συνεχώς επί 20 σχεδόν έτη (1895 – 1915).

Στην περίοδο 1919 – 2008, η μέση απόδοση ενός ομολόγου AAA ήταν 6,1%. Συνεπώς, ένας μέσος δείκτης P/E 15x στις αγορές μετοχών για την περίοδο 1919 – 2003 υποδηλώνει ένα “earnings yield” της τάξεως του 6.6%. Εάν υποθεθεί ότι το 6,6% είναι η μικρότερη επιθυμητή απόδοση από τους επενδυτές, τότε ένας διατηρήσιμος μέσος δείκτης P/E δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερος του 15x.

Ελληνική Αγορά Μετοχών



Διαχρονικός

Δείκτης

Κεφ/σης προς

Α.Ε.Π.

Σεπτέμβριος

1999: >150%



Ελληνική Αγορά Μετοχών Γενικός Δείκτης Χ.Α. 1997 - 2008



**Ενδεικτικοί
Δείκτες P/E**

(Πολλαπλασιαστές
Κερδών (μ.φ.))



Σύγκριση Ελληνικών & Ξένων Τραπεζών «Σήμερα»

	P/BV 2007 (x)	P/E 2007 (x)
ETE	2,7-2,9	12,0-13,0
EFG EUROBANK	2,0-2,5	10,0-12,0
ALPHA BANK	2,5-3,0	10,0-13,0
ΤΡ. ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2,0-2,5	10,0-13,0
ΑΤΕbank	2,0-2,5	11,0-13,0
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡ.	2,5-3,0	25,0-30,0
ΤΡ. ΚΥΠΡΟΥ	2,8-3,3	10,0-13,0
<hr/>		
CREDIT SUISSE (Ελβετία)	1,0-1,5	6,0-8,0
BANCO SANTANDER (Ισπανία)	1,25-1,75	8,0-10,0
BANCO COM. PORT. (Πορτογαλία)	1,0-2,0	10,0-13,0
UNI CREDITO (Ιταλία)	1,0-1,5	8,0-10,0
HSBC HOLD. (Βρετανία)	1,0-2,0	8,0-10,0
RBS (Βρετανία)	0,5-1,0	4,0-5,0
DEUTSCHE BANK (Γερμανία)	0,5-1,5	5,0-8,0
COMMERZBANK (Γαλλία)	0,5-1,0	6,0-8,0
CREDIT AGRICOLE (Γαλλία)	0,5-1,0	6,0-8,0
BANK OF AMERICA (ΗΠΑ)	1,0-1,5	9,0-12,0

Ημερομηνία: 20/1/2008. Πηγή: Εκθέσεις Επενδυτικών Οίκων.

**Ελληνικές
Τράπεζες
διαχρονικά
υπερτιμημένες
έναντι των
ξένων τραπεζών**

Valuation &
Research
Specialists

Μοντέλο Αποτίμησης Αγοράς

	ΕΛΛΑΔΑ	ΗΠΑ
Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου	4.50%	4.00%
Επασφάλιστρο Κινδύνου	5.00%	5.00%
Required Rate of Return	9.50%	9.00%
Θεωρητικός Δείκτης P/E (x)	10.53	11.11
Τρέχων Δείκτης P/E (x)	12,0-14,0	12,0-14,0

Πηγή: Επενδυτικές Εκθέσεις, VRS.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- «Δεν φαίνεται να υπάρχει σημαντική υπερτίμηση των αγορών»
- Το “downside risk” είναι υπαρκτό (λόγω πιθανής αναθεώρησης κερδών) αλλά ίσως όχι τόσο μεγάλο
- Έχουν προεξοφληθεί αρκετά από τα αρνητικά σενάρια αλλά όχι όλα (επιμήκυνση της επικείμενης ύφεσης, νέες απομειώσεις κεφαλαίων, αρνητική ανάπτυξη κερδών, κλπ.)

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

	ΕΛΛΑΔΑ
Δείκτης P/E 2008	12,0-14,0
EV/EBITDA	>9
Price / Book Value	3,0-5,0
Μερισματική Απόδοση	3,5%-4,5%

Πηγή: Επενδυτικές Εκθέσεις, VRS.

ΤΕΛΟΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ



Valuation &
Research
Specialists

