
**Η ΕΡΜΗΝΕΙΑ του ΔΕΙΚΤΗ “P/BV”
βάσει των ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
των ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
στην ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ**

Ο Πραγματικός Βαθμός Χρησιμότητας του Δείκτη στη
Διαμόρφωση και τη Λήψη Επενδυτικών Αποφάσεων

Η ΕΡΜΗΝΕΙΑ του ΔΕΙΚΤΗ “P/BV” βάσει των ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ των ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ στην ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

**Τα Στοιχεία Αδυναμίας του Δείκτη ως Κριτήριο
Διαμόρφωσης & Λήψης Επενδυτικών Αποφάσεων**

Η εμπειριστατωμένη ανάγνωση των λογιστικών καταστάσεων κατά τα τελευταία έτη, καθιστά εμφανές το γεγονός ότι **τα ίδια κεφάλαια των εισηγμένων στο Ελληνικό Χρηματιστήριο εταιριών δεν είναι πλέον αντιπροσωπευτικά της τρέχουσας πραγματικής (εσωτερικής) αξίας των εν λόγω επιχειρήσεων**. Η διαπίστωση αυτή, η οποία δυστυχώς ισχύει για μια μεγάλη ομάδα εταιριών σε όλους σχεδόν τους κλάδους που αντιπροσωπεύονται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, προκαλεί σημαντική αναθεώρηση των μέχρι σήμερα απόψεων ή προσδοκιών περί των μετοχών που θεωρούνται «φθηνές» ή «φθηνότερες» και «ακριβές» ή «ακριβότερες», βάσει του δείκτη “P/BV” («τιμή προς εσωτερική λογιστική αξία μετοχής»).

Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους τα συνολικά ίδια κεφάλαια (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά + λοιποί λογαριασμοί) και κατά συνέπεια ο δείκτης “P/BV” δεν πρέπει να θεωρούνται ενδεικτικοί της πραγματικής αξίας μιας εισηγμένης εταιρίας είναι μεταξύ των άλλων οι ακόλουθοι:

1. Πολλές από τις συμμετοχές τις οποίες διατηρούν οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες, παρουσιάζουν σημαντικά χαμηλότερη λογιστική αξία σε σύγκριση με το κόστος κτήσης τους (τιμή εξαγοράς της θυγατρικής από τη μητρική εταιρία), χωρίς αυτή η υποαξία να έχει «απορροφηθεί» επαρκώς από τα ίδια κεφάλαιά τους. Κατά συνέπεια, τα τελευταία παρουσιάζονται σε σημαντικό βαθμό υπερεκτιμημένα, καθώς εξακολουθούν να υφίστανται μεγάλες λογιστικές αποκλίσεις (ή κοινώς «μαύρες λογιστικές τρύπες»).

2. Σε αρκετές περιπτώσεις παρατηρείται το φαινόμενο οι εισηγμένες εταιρίες να μην έχουν προβεί στις απαιτούμενες προβλέψεις, είτε για

επισφαλείς πελάτες – το ύψος των οποίων δύναται να είναι ιδιαίτερα μεγάλο σε σύγκριση με τον κύκλο εργασιών τους – είτε για την αποζημίωση του προσωπικού τους σε περίπτωση συνταξιοδότησης. Επίσης ακόμη και αν οι πραγματοποιηθείσες προβλέψεις μπορεί να κρίνονται ως αντιπροσωπευτικές των οικονομικών «ισορροπιών» μιας εταιρίας, αρκετά συχνά παρατηρούνται φαινόμενα όπου οι εν λόγω προβλέψεις δεν διαγράφονται πλήρως και συνεπώς επηρεάζουν σε μικρότερο – από τον ορθό βαθμό - τα ίδια κεφάλαια ή τα αποτελέσματα μιας εισηγμένης εταιρίας. Από την άλλη πλευρά, η τελευταία επικαλείται συνήθως το επιχείρημα ότι οι όποιες επισφάλειες είναι προσωρινές και συνεπώς δεν υφίσταται λόγος να επηρεασθούν τα βασικά της λογιστικά μεγέθη.

3. Οι περισσότερες εταιρίες αρνούνται κατά έναν τρόπο ή μεταθέτουν κατά έναν άλλον τρόπο το χρόνο της υιοθέτησης των διεθνών λογιστικών προτύπων, τα οποία κατά κανόνα αποτυπώνουν με αυστηρότερα κριτήρια – σε σύγκριση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα – την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων, και ιδιαίτερα τα ίδια κεφάλαια αυτών.

4. Το γεγονός ότι αρκετές διαδικασίες συγχωνεύσεων ή εξαγορών βρίσκονται σε εξέλιξη υπό την έννοια της τελικής αποτύπωσης όλων των πιθανών επιδράσεών τους στις λογιστικές καταστάσεις και ειδικότερα στα ίδια κεφάλαια των «αντισυμβαλλόμενων» εισηγμένων εταιριών αποτελεί παράγοντα περαιτέρω δυσκολίας στην αξιόπιστη χρήση του δείκτη “P/BV”. Αυτό άλλωστε φαίνεται αρκετές φορές και από το γεγονός του περιορισμένου ενδιαφέροντος που οι επενδυτές αποδίδουν σε μετοχές εταιριών, οι οποίες ανήκουν στην παραπάνω κατηγορία.

5. Ένας ακόμη παράγοντας δυναμικού επηρεασμού των ιδίων κεφαλαίων αφορά στην αποτύπωση της αξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων και πιο συγκεκριμένα των ακινήτων μιας εισηγμένης εταιρίας στις λογιστικές της καταστάσεις. Τα ακίνητα εκείνα τα οποία εξαγοράστηκαν πριν από λίγα χρόνια ενδέχεται να έχουν σήμερα χαμηλότερη αξία, δεδομένης της ζετούς κάμψης των τιμών που παρατηρείται στην αγορά της επαγγελματικής στέγης. Η αναπροσαρμογή της αξίας των πάγιων στοιχείων των εισηγμένων εταιριών που λαμβάνει χώρα βάσει νόμου κάθε τέσσερα περίπου χρόνια, ενδέχεται επίσης να μην είναι «αρκετή» για να αποτυπώνει τις τρέχουσες ισορροπίες των παραπάνω λογιστικών αξιών, που ούτως ή άλλως επηρεάζουν σε καίριο βαθμό την πραγματική εικόνα των ιδίων κεφαλαίων.

6. Επιπρόσθετα, σε επιλεκτικές - αλλά αρκετές - περιπτώσεις, τα ενοποιημένα ίδια κεφάλαια εξάγονται όπως είναι φυσικό από λογιστικές καταστάσεις – πέραν της μητρικής - και θυγατρικών εταιριών, οι οποίες δεν ελέγχονται από ορκωτούς λογιστές, με αποτέλεσμα να μην είναι ασφαλής η αποτύπωση της εσωτερικής λογιστικής αξίας του εκάστοτε εισηγμένου όμιλου επιχειρήσεων.

**Παράγοντες Πιθανής «Αναθεώρησης»
των Ιδίων Κεφαλαίων μιας Εισηγμένης Εταιρίας / Ομίλου Εταιριών**

Υπεραξίες / Υποαξίες από Συμμετοχές σε Θυγατρικές
Επισφάλειες – Επιδικές Υποθέσεις – Προβλέψεις
Υιοθέτηση Διεθνών Λογιστικών Προτύπων
Διαδικασίες μη Αποδοτικών Συγχωνεύσεων
Πραγματική Αξία Ακίνητης Περιουσίας
Μη Έλεγχος Λογιστικών Καταστάσεων Θυγατρικών Εταιριών

Τελικά Συμπεράσματα

Αρκετές από τις ιδιομορφίες που παρατηρούνται σήμερα στις λογιστικές καταστάσεις των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών, καθιστούν ως μη αντιπροσωπευτικά τα παρουσιαζόμενα ίδια κεφάλαια και ως μη αξιόπιστη τη χρήση του ονομαστικού (μη «προσαρμοσμένου») δείκτη “P/BV” στη διαμόρφωση και λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Επισημαίνεται ότι η προσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων των εισηγμένων εταιριών – βάσει παραμέτρων όπως ενδεχόμενες υποαξίες, επισφάλειες, προβλέψεις ή κόστη εξαγορών – είναι απολύτως αναγκαία για την τελική εξαγωγή του δείκτη «τιμή προς λογιστική αξία μετοχής» με έναν τρόπο που να αποτυπώνει τα ακριβή λογιστικά δεδομένα της εξεταζόμενης εισηγμένης εταιρίας. Πάντως σε τελική ανάλυση, το παραπάνω γεγονός έχει ως αποτέλεσμα, την ανάγκη αναθεώρησης πολλών σημερινών απόψεων περί «φθηνών» ή «ακριβών» μετοχών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, καθώς μία μετοχή μπορεί μεν να φαίνεται ελκυστική βάσει των ονομαστικών δεικτών αποτίμησης, όμως με την πιθανή – ή αναγκαία σε αρκετές περιπτώσεις - αναπροσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων της, προκύπτει να είναι ιδιαίτερα ακριβή, τόσο σε απόλυτους όσο και σε συγκριτικούς όρους.

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

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

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

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

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

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