

IRAJ VIEW on Forward Earnings

**Στην Ελληνική Αγορά Μετοχών,
τα Προβλεπόμενα Κέρδη ανά Μετοχή Τείνουν να Αποτελούν
Έναν Πιο “Ρευστό” Οδηγό Επενδυτικής Συμπεριφοράς
σε Σύγκριση με το Κοντινό Παρελθόν**

**Η δε Πρόβλεψη των Επιχειρηματικών Κερδών – τόσο από την
Αναλυτική Κοινότητα όσο και από τις Διοικήσεις των
Εισηγμένων Εταιριών - στο Σημερινό Εύθραυστο
Μακροοικονομικό και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον,
Καθίσταται εκ των Πραγμάτων μία “Μεγάλη Πολυτέλεια” για
τους Συμμετέχοντες στις Αγορές**

Η μεταβατική φάση την οποία διανύει σήμερα η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ενισχύει την πεποίθηση ότι η επενδυτική κοινότητα θα πρέπει ίσως να αποδίδει λιγότερο βάρος από ότι παλαιότερα, στις προβλέψεις των εταιρικών κερδών ανά μετοχή – καθώς και στους εξαγόμενους βάσει αυτών δείκτες αποτίμησης - για μια σειρά από ειδικούς λόγους. Οι εγγενείς αδυναμίες ολόκληρου του συστήματος παρακολούθησης των εισηγμένων εταιριών από τη διεθνή και εγχώρια αναλυτική κοινότητα, η μετάβαση των εν λόγω εταιριών στα διεθνή λογιστικά πρότυπα σε συνδυασμό με παράγοντες όπως η αβεβαιότητα της διεθνούς οικονομίας που θίγει το διεθνή προσανατολισμό των ελληνικών επιχειρήσεων, καθώς και η υποτονική ανάπτυξη πολλών κλάδων στο εγχώριο οικονομικό περιβάλλον, μειώνουν δραστικά την αξιοπιστία των προβλέψεων κερδοφορίας στην παρούσα φάση, χωρίς όμως και να την αφοπλίζουν πλήρως. Από την άλλη όχθη, η προσήλωση στα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή και στους εξαγόμενους βάσει αυτών δείκτες αποτίμησης – κυρίως το διαδεδομένο λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) – κερδίζουν ως τάσεις, σταθερό έδαφος στα σημερινά τεκταινόμενα των αγορών κεφαλαίου.

Τον τελευταίο καιρό, η επενδυτική και αναλυτική κοινότητα τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό βιώνει με έναν ιδιαίτερα έντονο, και επώδυνο για την αξία των χαρτοφυλακίων, τρόπο τις ρευστές συνθήκες που καλλιεργούν οι διαρκείς – προς τα κάτω – αναθεωρήσεις των προβλεπόμενων επιχειρηματικών κερδών. Εν μέσω αυτής της δυσάρεστης κατάστασης, είναι φυσικό να προκαλείται πλήθος ερωτηματικών για την αναγκαιότητα της παραδοσιακής προσήλωσης των επενδυτών στους δείκτες αποτίμησης (όπως το δημοφιλές P/E), οι οποίοι εξάγονται μέσω των προβλεπόμενων μεγεθών (όπως των καθαρών κερδών μετά από φόρους). Τα τελευταία χαρακτηρίζονται μάλιστα από ολοένα μικρότερο βαθμό επαλήθευσης όταν έρχεται η χρονική στιγμή της ανακοίνωσης των πραγματικών επιδόσεων από τις διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών.

Αντίθετα ενισχύονται οι απόψεις – και κατά τη γνώμη μας αυτό είναι ορθό και υγιές για την εν γένει λειτουργία των αγορών τουλάχιστον σε αυτήν την κρίσιμη χρονική φάση – που διατυπώνουν τη σκοπιμότητα της εντονότερης χρήσης των ιστορικών οικονομικών μεγεθών μιας εισηγμένης εταιρίας, των οποίων οι πιθανότητες να αναπροσαρμοσθούν ή να αλλοιωθούν για μια σειρά από ειδικούς λόγους είναι σαφώς μικρότερες από ότι ισχύει στην περίπτωση των προβλεπόμενων μεγεθών κερδοφορίας.

7 Λόγοι για Περαιτέρω Προβληματισμό

Στο πλαίσιο αυτό, ιδιαίτερα στην ευάλωτη λόγω του μικρού της μεγέθους ελληνική αγορά μετοχών, είναι ιδιαίτερα σημαντικό να παρουσιασθούν οι κυριότεροι – ωστόσο ενδεικτικοί – **παράγοντες στους οποίους αποδίδεται η διαρκώς μειούμενη αξιοπιστία των προβλέψεων εταιρικής κερδοφορίας ως κριτήριο επενδυτικής συμπεριφοράς.**

(1) Οι προς τα κάτω αναθεωρήσεις των προβλεπόμενων επιχειρηματικών κερδών (ιδιαίτερα σε ενοποιημένη βάση) στη διάρκεια της χρήσης 2002 στην ελληνική αγορά, καθίστανται ολοένα και εντονότερες από τρίμηνο σε τρίμηνο. Σε κλάδους όπως οι τράπεζες και οι τηλεπικοινωνίες, οι προβλέψεις της χρήσης 2002 που γίνονταν στις αρχές του ίδιου έτους δείχνουν να έχουν μικρή μόνο σχέση με τις αναθεωρημένες προβλέψεις για την ίδια χρήση που ανακοινώθηκαν πρόσφατα τόσο από τους ελληνικούς όσο και από τους διεθνείς επενδυτικούς οίκους. Είναι εμφανές ότι παρά τη σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών (από τις αρχές του 2002 έως σήμερα), η χρηματιστηριακή αγορά αποτιμάται σε “σχεδόν σταθερούς μέσους όρους P/E” (βάσει προβλεπόμενων κερδών μ.φ. 2002) εδώ και αρκετούς μήνες (μεταξύ 14-16 φορές για τις μετοχές υψηλής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης). Αυτό παρατηρείται σε μία χρονική στιγμή κατά την οποία, λόγω της κάμψης των τιμών των μετοχών, το μέσο P/E της εγχώριας αγοράς θα έπρεπε να είχε υποχωρήσει περισσότερο αισθητά και να έχει καταστεί σημαντικά ελκυστικότερο με την προϋπόθεση ότι δεν θα αναθεωρούνταν προς τα κάτω οι προβλεπόμενες κερδοφορίες. Με άλλα λόγια, αυτό τείνει να σημαίνει ότι οι δεκάδες, από τις αρχές του τρέχοντος έτους, αναθεωρήσεις / μειώσεις των προβλεπόμενων κερδών του 2002 ενδέχεται (έως και) να ισοδυναμούν με την ίδια την πτώση από τις αρχές του έτους των τιμών των μετοχών του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (33%). Συνεπώς κάποιος εύλογα θα αναρωτιέται **εάν με τόσο μεγάλο βαθμό αναθεώρησης – ή ουσιαστικά με τόση μεγάλη μεταβλητότητα στο επίπεδο των εκάστοτε προβλέψεων – τα προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή μπορούν να διατηρήσουν την ελκυστικότητά τους ως κριτήριο επενδυτικής συμπεριφοράς.**

(2) Ένας δεύτερος συμπληρωματικός παράγοντας συνδέεται με το γεγονός ότι οι αναθεωρήσεις των προβλεπόμενων εταιρικών κερδών ανά μετοχή δεν λαμβάνουν πλήρως υπόψη τους το μέσο σενάριο (δηλαδή μεταξύ της απαισιόδοξης και της αισιόδοξης πορείας) για την κάθε εισηγμένη εταιρία (αυτό άλλωστε φανερώνει ο υψηλός βαθμός μεταβλητότητας των προβλέψεων κατά το 2002), αλλά μάλλον συνεχίζουν να εκφράζουν συγκρατημένη αισιοδοξία για την τελική έκβαση των οικονομικών επιδόσεων. Αυτό κατά την άποψή μας σημαίνει ότι **οι σημερινές**

προβλέψεις επιχειρηματικής κερδοφορίας των χρήσεων του 2002 αλλά και του 2003 είναι δυνητικά υπερτιμημένες και μάλιστα επάνω από το μέσο επιτρεπτό όρο.

(3) Επίσης δεν πρέπει να διαφεύγει της προσοχής των Ελλήνων επενδυτών το γεγονός ότι **στα προβλεπόμενα επιχειρηματικά κέρδη ανά μετοχή δεν έχει αποτυπωθεί – παρά μόνο σε μικρό βαθμό αφού δεν είναι και τόσο εφικτό – η παράμετρος των διεθνών λογιστικών προτύπων** που αποτελεί σαφώς μία αυστηρή αλλά σε καμία περίπτωση “τέλεια” βάση λογιστικής απεικόνισης των οικονομικών επιδόσεων μιας εισηγμένης εταιρίας. Εξαιρέση ίσως αποτελούν οι λιγοστές εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης οι οποίες εφαρμόζουν τα Δ.Λ.Π. εδώ και μερικά μόνο χρόνια και για τις οποίες οι όποιοι μελλοντικοί λογιστικοί χειρισμοί είναι περισσότερο προβλέψιμοι από ότι στις περιπτώσεις άλλων εισηγμένων εταιριών.

(4) Παράλληλα και σε γενικές γραμμές, **οι ελληνικές εισηγμένες εταιρίες δεν είναι ιδιαίτερα προετοιμασμένες για το λεγόμενο “soft landing” από τα ελληνικά στα διεθνή λογιστικά πρότυπα στα ερχόμενα έτη.** Αν και τίποτε δεν αποκλείει να υλοποιηθεί τελικά ένα “soft landing” στην αποτύπωση των κρίσιμων μεγεθών και κυρίως της μελλοντικής τους κερδοφορίας, μία τέτοια εξέλιξη μάλλον θα είναι αποτέλεσμα συγκυριών και όχι μεθοδικής προετοιμασίας και προνοητικής – στις περισσότερες περιπτώσεις – χρηματο-οικονομικής διαχείρισης. Όπως όμως και να έχει σε επίπεδο τελικής έκβασης, ο κίνδυνος αυτός δεν μπορεί παρά να περιορίζει – έστω και στο βαθμό που του αναλογεί - την αξιοπιστία των προβλέψεων κερδοφορίας που γίνονται από σήμερα για τις επόμενες λογιστικές χρήσεις.

(5) Σε όλα τα παραπάνω δεδομένα θα πρέπει να προστεθεί η διαπίστωση – την οποία μάλιστα με γλαφυρό τρόπο αποδέχονται παράγοντες της διεθνούς κεφαλαιαγοράς – ότι κατά τα τελευταία 2-3 χρόνια, **η αναλυτική κοινότητα παρουσιάζει εκ των πραγμάτων ιδιαίτερα μικρή επαληθευτική ικανότητα (ή και καθόλου ικανότητα) σε επίπεδο προβλέψεων κερδών ανά μετοχή.** Παρατηρώντας τις προβλέψεις κερδών ανά μετοχή για εκατοντάδες εισηγμένες εταιρίες σε διεθνές επίπεδο κατά τα τελευταία χρόνια, τα πρώτα συμπεράσματα που εξάγονται δείχνουν πλήρως απογοητευτικά και μάλιστα με τρόπο που κλονίζει την ίδια την εμπιστοσύνη των επενδυτών απέναντι στο σύστημα των αγορών. Βεβαίως, ήδη λαμβάνονται μέτρα προς την επίλυση αυτού του φαινομένου, αλλά η εκτίμηση ότι οι πρώτοι καρποί των εν λόγω προσπαθειών ακόμη αργούν, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό, επιδεινώνουν τη σημερινή αξία χρήσης των προβλεπόμενων εταιρικών κερδών.

(6) Όσον αφορά στις προβλέψεις εταιρικής κερδοφορίας που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί ή οι οποίες πραγματοποιούνται από την αναλυτική κοινότητα κατά το τρέχον διάστημα, **διαπιστώνεται ένας υψηλός βαθμός “μεροληψίας” προκειμένου να επιτευχθούν τα επιθυμητά αποτελέσματα σε επίπεδο επενδυτικής τραπεζικής,** γεγονός βέβαια ευνόητο, το οποίο όμως από την άλλη πλευρά διατηρεί τη ρευστότητα της αξιοπιστίας των εταιρικών προβλέψεων και επιτείνει την αναβλητικότητα πολλών επενδυτικών αποφάσεων. Το στοιχείο αυτό το οποίο είναι

περισσότερο εμφανές στο εξωτερικό δεν αφήνει ανεπηρέαστα τα τεκταινόμενα και στην ελληνική αγορά μετοχών.

Βεβαίως από όλα τα προαναφερθέντα σημεία προβληματισμού δεν θα πρέπει να παραμερισθούν και οι ουσιαστικές εξελίξεις σε επίπεδο οικονομιών και κλάδων που επηρεάζουν τις εταιρικές κερδοφορίες και καθορίζουν εμμέσως τις τάσεις των τιμών των μετοχών:

(7) Οι πιο δεικτοβαρείς μετοχές του Ελληνικού Χρηματιστηρίου ανήκουν σε εταιρίες με ηγετική και ώριμη παρουσία στην Ελλάδα, οι οποίες έχοντας μικρά περιθώρια πρόσθετης ανάπτυξης στο εγχώριο περιβάλλον - όπου και οι αντίστοιχοι κλάδοι αναπτύσσονται σήμερα υποτονικά - αναζητούν ευκαιρίες επέκτασης στις απειλούμενες - αν όχι ήδη αιχμαλωτισμένες - από την ύφεση αγορές του εξωτερικού. **Οι υποθέσεις ανάπτυξης των ελληνικών επιχειρηματικών κερδών μέσω επέκτασης των αντίστοιχων εταιριών κυρίως στην ευρωπαϊκή αγορά, όπου ήδη οι συνθήκες ύφεσης έχουν γίνει σχεδόν παντού αισθητές (πάντως πολύ πιο αισθητές από ότι δηλώνουν τα εκάστοτε στατιστικά στοιχεία), δεν αποτελούν σε καμία περίπτωση ασφαλιστικές δικλείδες για τις ίδιες τις προβλέψεις κερδοφορίας και την επαληθευτική τους ικανότητα.**

Συμπεράσματα

Συνεπώς στη σημερινή μεταβατική φάση συμπεριφοράς που διανύει η εγχώρια αγορά μετοχών, η διάρκεια της οποίας μπορεί να είναι έως και κάποια ακόμη χρόνια βάσει της απαισιόδοξης προσέγγισης, η έμφαση στα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή αναδύεται μάλλον ως μία ασφαλέστερη αφετηρία επεξεργασίας των επιχειρηματικών δεδομένων στη διαδικασία των επενδυτικών αποφάσεων. Αυτό βέβαια ισχύει σε συγκριτικό βαθμό διότι στο μέλλον αναπροσαρμογές ιστορικών στοιχείων δεν θα πρέπει σε καμία περίπτωση να αποκλεισθούν. **Ωστόσο, ιδιαίτερα σε εταιρίες με λιγότερο αμυντική / ανθεκτική κερδοφορία στην παρούσα φάση - όπως στους κλάδους της κυκλικής βιομηχανίας ή της πληροφορικής - τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή αποτελούν μέσα διασφάλισης μιας τάξης μεγέθους στην τιμή της μετοχής που αγοράζει ή πωλεί ένας επενδυτής.** Ας μην ξεχνάμε ότι σε αυτήν τη δύσκολη εποχή, μια εταιρία με πολύ υψηλό ιστορικό P/E - π.χ. βάσει των πραγματοποιηθέντων κερδών του 2001 - δεν μπορεί εκ των πραγμάτων να επιτύχει μία σημαντική αύξηση κερδών κατά το 2002 για να καταστήσει τον εν λόγω (προβλεπόμενο) δείκτη αποτίμησης αρκετά ελκυστικότερο. **Κατά συνέπεια με βάση τα σημερινά δεδομένα, σε πολλές περιπτώσεις εισηγμένων εταιριών, ο ιστορικός δείκτης αποτίμησης είναι περισσότερο επαρκής να παίξει το ρόλο του ως ασφαλέστερο κριτήριο επενδυτικής συμπεριφοράς από ότι ο "εύθραυστος" προβλεπόμενος.**

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης
Investment Research & Analysis Journal
www.iraj.gr

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 ημπεριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρος του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκίων οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

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

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